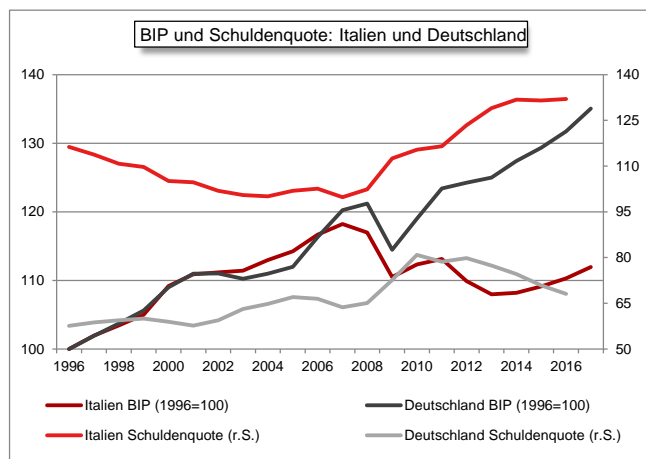


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Italien wählt: Event oder non-event?

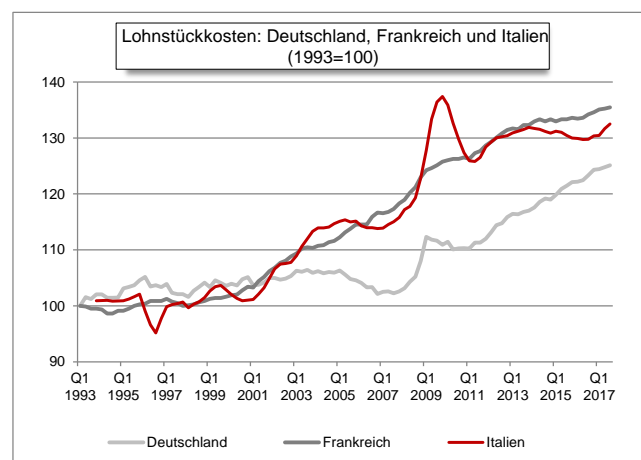
Am Sonntag wird in Italien gewählt. Nachdem der im In- und Ausland anfangs gefeierte Florentiner Matteo Renzi von der Demokratischen Partei Ende 2016 als Konsequenz eines verlorenen Referendums über eine Verfassungsreform sein Amt niederlegte, führte der bis dahin als Außenminister tätige aber paradoxerweise im Ausland kaum wahrgenommene Paolo Gentiloni das Amt des Ministerpräsidenten aus. Zwar wurde in dieser Zeit nicht viel erreicht, aber zumindest konnte das als ungültig erklärte Wahlrecht reformiert werden. Das neue Wahlrecht „Rosatellum“ sieht vor, dass in beiden Kammern des Parlaments (Abgeordnetenkammer und Senat) 37% der Sitze über ein Mehrheitswahlrecht in Ein-Personen-Wahlkreisen und 61% per Verhältniswahlrecht vergeben werden (weitere 2% gehen an Auslandswahlkreise). Dies erlaubt es also, dass ein Bündnis, welches weniger als 50% bei der Verhältniswahl erhalten hat, durch genügend Stimmen in den Ein-Personen-Wahlkreisen, die Wahl gewinnen kann. Mit dem geänderten Wahlrecht und der Verabschiedung des Haushaltes für 2018 wurde es für Staatspräsident Mattarella im Dezember 2017 möglich das Parlament aufzulösen und damit Neuwahlen anzusetzen. Im vergangenen Jahr wurde noch mit großer Sorge auf die Neuwahlen in Italien geblickt. Dies hat sich deutlich geändert, der Markt scheint kaum interessiert. Zurecht?



Wie steht es um Italien?

Noch immer ist Italien der „kranke Mann“ Europas. Darüber sollte auch nicht hinwegtäuschen, dass das Wirtschaftswachstum zuletzt – befeuert durch die starke Weltkonjunktur – etwas kräftiger zulegen konnte. Italien kann auch zehn Jahre nach der Finanzkrise noch immer nicht das damalige Produktionsniveau erreichen und wird bei dem derzeitigen Wachstum (2017: +1,5%) auch noch einige Jahre brauchen. Auch wenn sich die Arbeitslosenquote zuletzt deutlich verbessert hat, liegt diese mit 10,8% weiterhin deutlich über dem EU-Schnitt von 7,3% (EWU: 8,7%). Noch höhere Arbeitslosenquoten weisen lediglich Griechenland, Spanien und Zypern auf. Dramatischer aber ist Italiens Problem mit der Staatsverschuldung: mit einer Schuldenquote von 132% weist nur noch Griechenland eine im europäischen Ver-

gleich höhere Verschuldung auf. Und eine Besserung der Lage in Italien ist kaum in Sicht. Einerseits wird die Wirtschaft Italiens in den nächsten Jahren im Schnitt um gerade einmal 1% wachsen. Gleichzeitig ist der Primärsaldo mit ca. +2% nicht ausreichend groß, um bei einer durchschnittlichen Zinsbelastung von über 3% des BIPs eine signifikante Reduzierung der Schuldenquote zu erreichen. Die Gründe für Italiens wirtschaftliche Probleme liegen auch mitnichten in der von den Italienern angeprangerten europäischen „Austeritätspolitik“. Die Ursachen sind vielmehr struktureller Natur. So ist die Produktivität Italiens seit Jahrzehnten niedrig und sogar unter dem Niveau des Jahres 2000. Das sehr geringe Produktivitätswachstum spricht auch nicht dafür, dass sich dies schnell ändern wird. Ein weiteres strukturelles Problem Italiens sind die hohen Arbeiterkosten verbunden mit einem überregulierten Arbeitsmarkt. Zwar konnte dieser unter Renzi zumindest teilweise reformiert werden, dennoch bleibt der Arbeitsmarkt im europäischen Vergleich unflexibel. Hinzukommt, dass die italienischen Banken auf Grund ihrer hohen non-performing-loans nicht gerade der beste Wachstumspartner für die Wirtschaft sind. Die überbordende Bürokratie sowie Korruption besonders im Süden und die Langsamkeit von Justiz und Verwaltung dürfen ebenfalls nicht vergessen werden.



Doch wie sehen die führenden Parteien und Koalitionen Italiens diese Probleme und was sind ihre Vorschläge für einen nachhaltigen Wachstumspfad?

Sparen kein Thema

Um es kurz zu machen: keines der Bündnisse scheint Italiens strukturellen Probleme ernst zu nehmen. Ganz traditionell werden lediglich nicht finanzierbare Wahlgewinne versprochen und eine Aushöhlung des europäischen Fiskalpaktes gefordert.

So fordert das Mitte-Rechts-Bündnis unter Silvio Berlusconi und dessen Partei Forza Italia unter anderem ein Ende der „Austeritätspolitik“, Steuererleichterungen mit einem einheitlichen Einkommenssteuersatz (Flat Tax von unter 23%, Lega fordert sogar 15%! (der aktuelle Höchstsatz liegt bei 43%)), die Emission neuer Anleihen um Schulden bei Firmen und Haushalten auszugleichen, höhere Pensio-

nen und ein niedrigeres Renteneintrittsalter. Des Weiteren soll die italienische Verfassung über die europäische Verfassung gestellt werden und ein restriktiveres Asylgesetz eingeführt werden. Die Finanzierung all dessen, wird nicht erläutert – wohl aber wird geplant, dass die Verschuldung Italiens von 132 auf 100% zurückgeführt werden soll.

Auch das Mitte-Links-Bündnis sieht eine Senkung der Einkommenssteuer für Familien und der Unternehmenssteuer (von 24% auf 22%) vor. Außerdem sollen Mindestlöhne und eine Minimumrente eingeführt werden. Als einzige Koalition streben die Parteien einen proeuropäischen Kurs an. In diesem Zusammenhang werden allerdings auch die Einführung von Euroanleihen und eines europäischen Finanzministers in das Programm aufgenommen und eine Aufweichung des Fiskalpakt gefordert. In direktem Widerspruch steht auch hier das Ziel, die Schuldenquote in 10 Jahren auf 100% zu reduzieren.

Die euroskeptische fünf-Sterne-Bewegung sieht ihr politisches Heil in einem Grundeinkommen für den italienischen Staatsbürger, einer früherer Verrentung und der Konzentration auf die Verfolgung nationaler statt europäischer Interessen. Die Flüchtlingspolitik soll mit Rückführungen und Grenzkontrollen wesentlich restriktiver werden. Der Staatsapparat soll verschlankt werden und die Verschuldung um 40% in zehn Jahren gesenkt werden. Zur Stabilisierung des Bankensektors soll ein Trennbankengesetz und eine staatliche Investmentbank eingeführt werden.

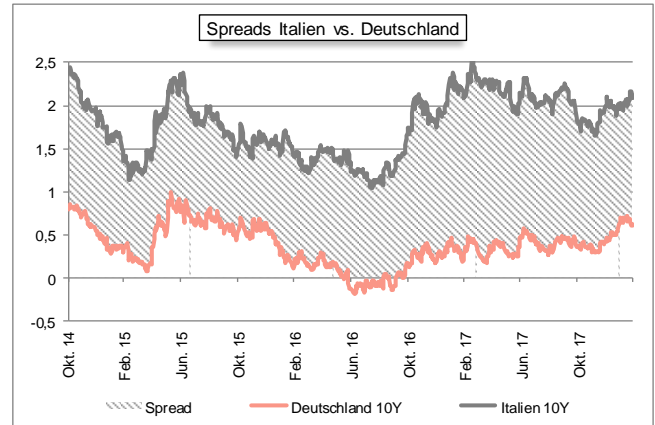
Koalition	Mitte-Links-Koalition	Mitte-Rechts Koalition	Fünf-Sterne-Bewegung
Parteien	Demokratische Partei, christdemokratisches Bündnis, progressives Bündnis, pro-europäisches Bündnis	Vorwärts Italien (Forza Italia), Lega, Brüder Italiens (Fratelli d'Italia), christdemokratisch-zentrisches Bündnis	Fünf-Sterne-Bewegung (Keine Koalition)
Spitzenkandidat	Matteo Renzi	(Silvio Berlusconi)	Luigi di Maio
Letzte Umfrage (26.02.2018)	25,5%	37,5%	26,3%

So unterschiedlich die Parteien in ihrer Weltanschauung auch sein mögen, in einem Punkt stimmen alle Wahlprogramme überein: ausreichende strukturelle Reformen, die für ein langfristiges stabiles Wachstum zwingend notwendig sind, werden genauso drastisch übergangen wie die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Stattdessen soll lieber eine 5-jährige Ausgabenorgie gefeiert werden. Trotz alle dem bleiben die Finanzmärkte in Bezug auf die Wahl ruhig. Der Spread zwischen deutschen und italienischen Anleihen hat sich zuletzt eher eingengt als ausgeweitet und auch der italienische Aktienmarkt war nicht auffälliger als andere europäische Indizes. Also zurück zu unserer ursprünglichen Frage: woran liegt diese Ruhe und ist sie auch berechtigt?

Gelassenheit der Märkte ist berechtigt

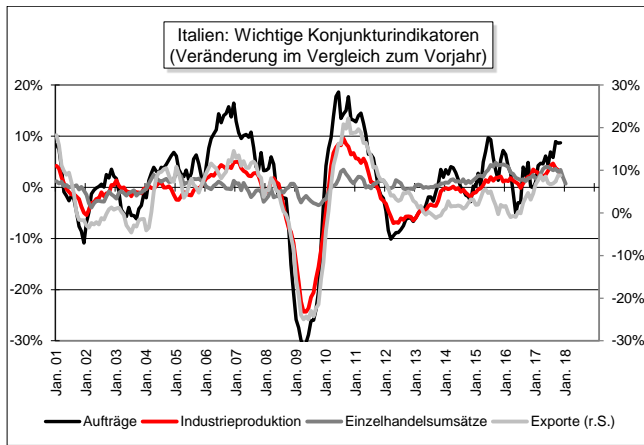
Die Antwort sollte lauten: Ja. Die Feindlichkeit italienischer Parteien gegenüber Europa hat sich merklich abgeschwächt. Wurde vor einigen Monaten von der fünf-Sterne-Bewegung noch ein Referendum über einen Euro-Austritt im Falle eines Wahlsieges versprochen, ist davon ange-

sichts verhalten besserer Wirtschaftsdaten keine Rede mehr (ganz abgesehen davon, dass dieses verfassungswidrig wäre). Fast alle Parteien befürworten den Euro sowie die EU und setzen sich lediglich für Abweichungen vom Fiskalpakt ein. Das Schreckgespenst „Italexit“ sollte also vorerst vom Tisch sein. Und damit auch die größte Unsicherheit.



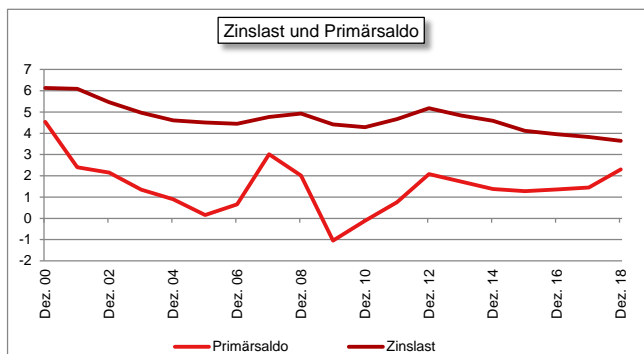
Bleibt aber die Frage, wer für die nächste Regierung in Frage kommt und welche Auswirkungen diese haben wird. Keine der drei Koalitionen verfügt nach den letzten Umfragen vom 16.02. (die Veröffentlichung von Umfragen ist in den letzten beiden Wochen vor einer Wahl verboten) über eine ausreichende Mehrheit. Die Mitte-Rechts-Koalition wird vermutlich die stärkste Koalition. Mit knapp 37% wird es aber sehr wahrscheinlich nicht für eine Mehrheit reichen. Die Mitte-Links-Koalition liegt mit rund 26% abgeschlagen dahinter und wird die Ergebnisse aus der letzten Wahl in 2013 nicht im Ansatz erreichen können. Die wahrscheinlich stärkste Partei wird die fünf-Sterne-Bewegung. Mit prognostizierten 26% der Stimmen ist aber auch hier eine Mehrheit nahezu ausgeschlossen. Da die Beziehungen der fünf-Sterne-Bewegung zu den anderen Parteien alles andere als gut sind, ist es sehr unwahrscheinlich, dass sich die Partei an der Regierung beteiligen wird – auch da die Partei selber keine Koalition anstrebt. Somit ist es wahrscheinlich, dass es zu schwierigen und langwierigen Verhandlungen kommen wird, in der sich die Zentrumsparteien PD und Forza Italia mit kleineren Parteien aus der Mitte und notfalls auch des linken und rechten Randes zu einer Regierung zusammenschließen müssen. Größter gemeinsamer Nenner einer solchen Regierung wäre die Forderung nach einer fiskalischen Lockerung und damit flexibleren Defizitquote. Dies stünde jedoch in direktem Konflikt zur EU und würde nur mit dem Versprechen von Strukturreformen möglich sein. Ob sich in einer derartigen Koalition jedoch ein entsprechender Konsens finden lässt, ist dabei aber äußerst fraglich. Wahrscheinlicher wäre es, dass unter einer solchen Regierung mangels Konsensfähigkeit die aktuelle Politik beibehalten wird und die nötigen Reformen, die ohnehin keine der Parteien fordert, nicht stattfinden werden. Kurzum: wahrscheinlich wird sich für Italien nichts ändern. Falls eine solche Koalition jedoch nicht zu Stande kommen sollte, wären Neuwahlen der logische Schritt. Die damit einhergehende Fortsetzung der politischen Unsicherheit würde sich im Hinblick auf die italienische Wirtschaft sowie Aktien- und Anleihenmärkte zwar negativ auswir-

ken, ein Schock an den Märkten lässt sich aber auch daraus nicht ableiten. Schließlich wäre die Alternative (Stillstand unter einer Regierung) kaum besser.



Rating nicht in Gefahr

Kurzfristig sollten die Wahlen also recht spurlos an den Märkten vorbeigehen – schlicht deshalb, weil sich wenig ändern wird. Aber genau das ist langfristig das Problem. Nachhaltiges Wachstum wird sich in Italien mangels Reformen nicht einstellen. Damit stellt sich auch zwangsläufig die Frage, wie es um Italiens Schulden tragfähigkeit und Italiens Rating gestellt ist. Hier sprechen die hohe Staatsverschuldung und die gleichzeitig geringen Wachstumsraten als bedeutendste Faktoren eigentlich eine eindeutige Sprache. Aber das ist nicht die ganze Geschichte. So hat vor allem die expansive Geldpolitik verbunden mit den Anleihekäufen der EZB den Italienern in die Karten gespielt. Dies hat es Italien erlaubt, die durchschnittliche Laufzeit ihrer Anleihen bei sinkender durchschnittlicher Verzinsung deutlich zu erhöhen. Lag die durchschnittliche Laufzeit zu Beginn von QE noch bei etwa 6,8 Jahren, stieg diese nun auf 7,4 Jahre. Damit hat sich die Sensitivität auf steigende Zinsen merklich verringert. Außerdem liegen die Marktzinsen deutlich unter der Verzinsung auf auslaufende Anleihen. Damit kann die Zinslast Italiens selbst bei langsam steigenden Leitzinsen, die wir ab Mitte 2019 erwarten, weiter reduziert werden. Somit sollte sich die Schulden tragfähigkeit Italiens auch in den Jahren nach der Wahl nicht merklich verschlechtern. Entsprechend gehen wir auch nicht davon aus, dass die Wahlen einen Einfluss auf das Rating von Italien haben werden und das das Investment-grade-Rating bestehen bleiben wird (S&P: BBB, Fitch: BBB, Moody's: Baa2).



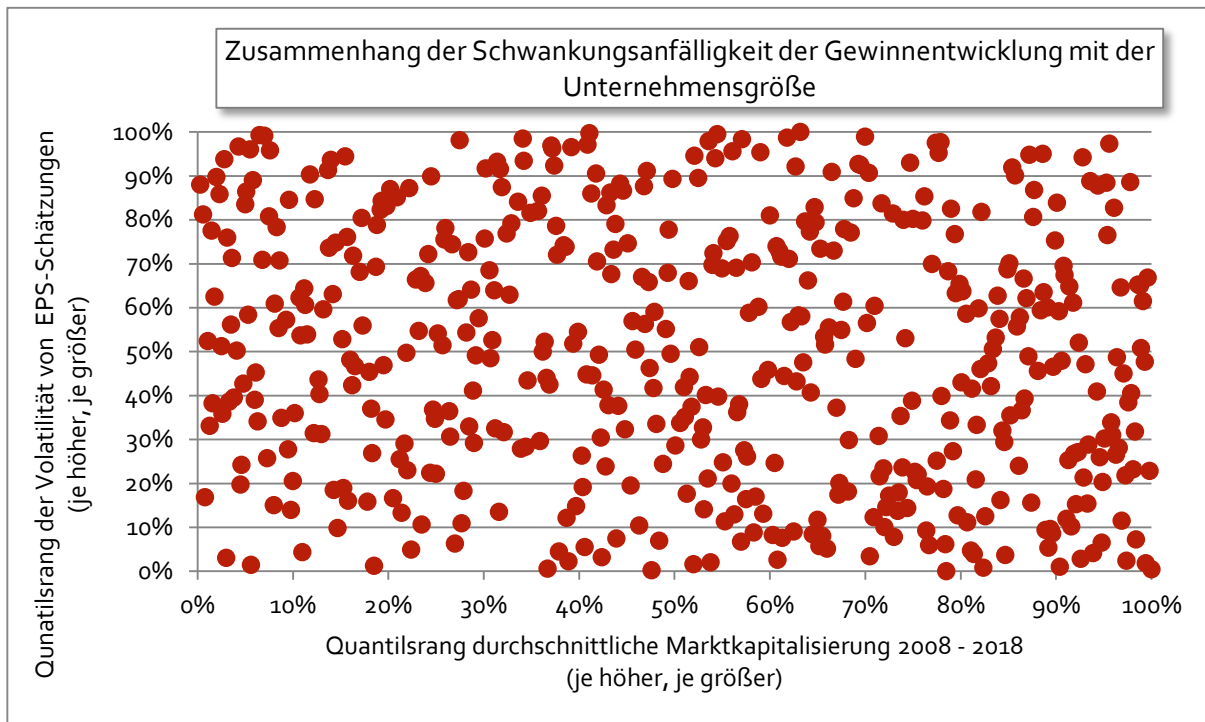
Insgesamt lässt sich also feststellen, dass die Wahlen kaum Einfluss auf die Märkte haben sollten. Italien wird nach der Wahl jedoch aufgrund fehlender tiefgreifender Reformen weiter nur mit mageren Wachstumsraten dem Gros der EWU Länder hinterherhinken. Die Weltwirtschaft zieht Italien zwar mit sich, an seine goldenen Zeiten wird das Land auf diese Weise jedoch nicht anknüpfen können.

Wochenausblick für die Zeit vom 5. März bis 09. März 2018

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	54,7	54,3	55,8	57,3	55,3		5. März
D: Auftragseingänge, m/m	0,7%	-0,1%	3,8%	-1,2%			8. März
D: Auftragseingänge, y/y	7,2%	9,1%	6,8%	13,1%			8. März
D: Industrieproduktion, m/m	-1,2%	3,1%	-0,6%	0,3%			9. März
D: Industrieproduktion, y/y	2,8%	5,4%	6,7%	5,7%			9. März
D: Exporte, m/m	-0,3%	4,1%	0,0%	0,4%			9. März
D: Exporte, y/y	6,6%	8,0%	10,0%	8,3%			9. März
D: Importe, m/m	1,8%	2,2%	1,1%	0,2%			9. März
D: Importe, y/y	8,3%	8,2%	9,0%	6,6%			9. März
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	55,0	56,2	56,6	58,0	56,7		5. März
E-19: Sentix	29,7	34,0	31,1	32,9	31,9	30,2	5. März
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	-1,2%	2,0%	-1,1%	+0,7			5. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Kleine Unternehmen sind nicht unbedingt instabil



Der vermutlich am häufigsten geäußerte Grund, eher Large Caps als Small Caps zu kaufen, ist wohl der, dass man damit in sich diversifizierte Unternehmen kauft, die durch ihre Größe weniger anfällig für Schwankungen in der Unternehmensentwicklung sind. Wir haben aber schon länger Zweifel, dass diese These tatsächlich empirisch belastbar ist. Zwar bewegen sich kleinere Unternehmen oft in einer Nische und sind damit selbstverständlich den damit einhergehenden Schwankungen stärker unterworfen als ein Konzern mit vielen Geschäftsfeldern und Produktgruppen; auf der anderen Seite sind kleinere Unternehmen jedoch oftmals deutlich besser geführt und weniger aktivistisch und damit prozyklisch veranlagt. Zudem „verstehen“ kleinere Unternehmen ihre Produktnische oftmals

sehr gut, so dass sie Schwächephase besser antizipieren und darauf frühzeitig reagieren können. Damit sollte es keinen signifikanten Zusammenhang zwischen fundamentalen Größen wie dem Gewinn und der Marktkapitalisierung geben. Dies lässt sich vergleichsweise einfach statistisch testen. Wir haben diesen Test für die Aktien im STOXX 600 für den Zeitraum von 2008 – 2018 durchgeführt und kommen zu dem Ergebnis, dass es tatsächlich keinen sichtbaren Zusammenhang zwischen den beiden Größen gibt, wie auch unser Chart der Woche mit seiner losen Punktelcke zeigt. Wer also bisher auf den Kauf von Aktien kleinerer Unternehmen verzichtet hat, weil er dort zu viel Risiko vermutet, sollte auf jeden Fall umdenken!

	Stand 01.03.2018 16:16	Veränderung zum				
		22.02.2018 -1 Woche	31.01.2018 -1 Monat	30.11.2017 -3 Monate	28.02.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	24983	0,1%	-4,5%	2,9%	20,0%	1,1%
S&P 500	2707	0,1%	-4,1%	2,2%	14,5%	1,2%
Nasdaq	7273	0,9%	-1,9%	5,8%	24,8%	5,4%
DAX	12209	-2,0%	-7,4%	-6,3%	3,2%	-5,5%
MDAX	25867	-1,7%	-3,6%	-4,3%	10,7%	-1,3%
TecDAX	2569	-0,6%	-3,0%	2,1%	34,9%	1,6%
EuroStoxx 50	3393	-1,1%	-6,0%	-4,9%	2,2%	-3,2%
Stoxx 50	3003	-1,5%	-6,5%	-4,9%	-2,1%	-5,5%
SMI (Swiss Market Index)	8793	-1,9%	-5,8%	-5,6%	2,9%	-6,3%
FTSE 100	7164	-1,2%	-4,9%	-2,2%	-1,4%	-6,8%
Nikkei 225	21724	-0,1%	-5,9%	-4,4%	13,6%	-4,6%
Brasilien BOVESPA	85913	-0,9%	1,2%	19,4%	28,9%	12,4%
Russland RTS	1271	-2,3%	-0,9%	12,3%	15,6%	10,1%
Indien BSE 30	34047	0,7%	-5,3%	2,7%	18,5%	0,0%
China Shanghai Composite	3274	0,2%	-5,9%	-1,3%	1,0%	-1,0%
MSCI Welt (in €)	2118	0,9%	-2,0%	-0,7%	0,3%	-0,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	1195	0,4%	-2,5%	3,8%	11,2%	1,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	438	432	42	-291	146
Bobl-Future	131,16	36	71	-35	-357	-45
Schatz-Future	112,00	7	19	-19	-64	3
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,26	-1	0	0	-8	0
3 Monats \$ Libor	2,02	7	24	53	95	32
Fed Funds Future, Dez 2018	2,11	4	6	30	53	0
10-jährige US Treasuries	2,85	-7	14	44	49	44
10-jährige Bunds	0,64	-2	0	27	43	21
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	-1	-5	0	-2	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,07	-1	3	19	39	20
US Treas 10Y Performance	560,36	0,5%	-1,2%	-3,5%	-2,4%	-3,6%
Bund 10Y Performance	597,47	0,4%	0,3%	-2,1%	-2,7%	-1,6%
REX Performance Index	477,76	0,4%	0,3%	-1,1%	-2,2%	-0,6%
IBOXX AA, €	0,74	-3	-2	5	14	7
IBOXX BBB, €	1,33	-3	5	17	-9	10
ML US High Yield	6,43	-4	26	25	38	28
JPM EMBI+, Index	813	0,3%	-2,2%	-2,1%	1,9%	-2,7%
Wandelanleihen Exane 25	7329	0,0%	-1,1%	-0,7%	5,2%	-0,9%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	443,89	0,4%	0,1%	3,3%	2,6%	2,6%
MG Base Metal Index	356,07	-0,9%	-2,3%	5,2%	17,0%	-0,8%
Rohöl Brent	63,61	-4,2%	-7,3%	-0,3%	15,2%	-4,5%
Gold	1305,86	-1,8%	-2,7%	2,1%	3,9%	0,2%
Silber	16,43	-1,3%	-4,6%	0,6%	-10,9%	-3,4%
Aluminium	2153,50	-2,2%	-3,0%	5,9%	12,2%	-4,5%
Kupfer	6894,50	-3,3%	-2,6%	2,4%	15,6%	-4,3%
Eisenerz	78,02	1,2%	2,8%	23,1%	-11,4%	9,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1192	2,1%	3,5%	-24,5%	38,8%	-12,7%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2169	-0,9%	-2,3%	2,7%	14,8%	1,5%
EUR/ GBP	0,8854	0,2%	1,1%	0,5%	3,7%	-0,3%
EUR/ JPY	130,16	-1,0%	-4,0%	-2,2%	9,5%	-3,6%
EUR/ CHF	1,1532	0,2%	-0,9%	-1,4%	8,3%	-1,5%
USD/ CNY	6,3570	0,0%	1,1%	-3,8%	-7,5%	-2,3%
USD/ JPY	106,68	-0,1%	-2,3%	-5,2%	-5,4%	-5,3%
USD/ GBP	0,7279	1,5%	3,5%	-1,5%	-9,4%	-1,5%

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
Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com	Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@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 den 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. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.