

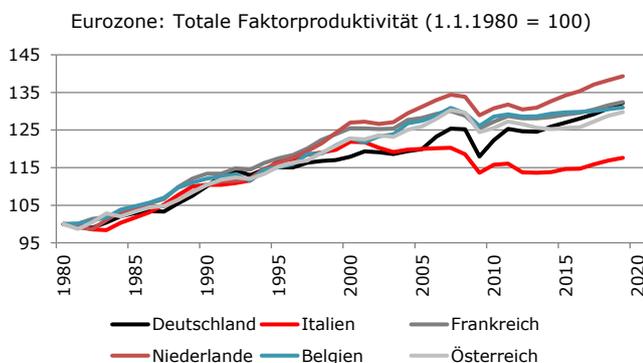


## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

31. Mai 2018

### Die italienische Tragödie: Kommt es zum „QuitItaly“?

Seit dem Sommer 2015, als die Mitgliedschaft Griechenlands in der Eurozone auf dem Spiel stand, ist die Eurokrise nach und nach aus den Schlagzeilen verschwunden. Dies lag zum einen an der Europäischen Zentralbank, deren Geldpolitik dafür gesorgt hat, dass sich alle Länder der Eurozone in den vergangenen Jahren zu noch nie dagewesenen Niedrigzinsen refinanzieren konnten. Zum anderen profitierten die Länder der europäischen Währungsunion von der Erholung der Weltwirtschaft, die der Eurozone im vergangenen Jahr das stärkste Wirtschaftswachstum seit dem Jahr 2007 bescherte. Doch nicht alle Volkswirtschaften profitierten im selben Ausmaß von diesem Aufschwung, stattdessen nahmen die vorhandenen Ungleichgewichte noch weiter zu. Dennoch spielte dies für die Kapitalmärkte lange Zeit keine Rolle, ehe die Politik die Ruhe unsanft beendete.



Wie schon im Jahr 2015, als in Griechenland die links-populistische Syriza-Partei unter der Führung von Alexis Tsipras die Parlamentswahlen gewann, steht nun aufgrund der Regierungskrise in Italien die Zukunft der Eurozone erneut zur Debatte. Auslöser der Turbulenzen

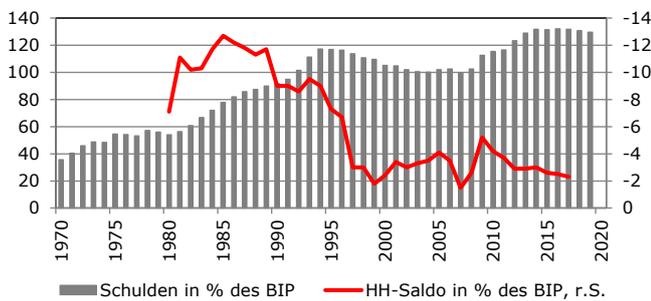
ist die Absicht der Fünf-Sterne-Bewegung (M5S) zusammen mit der Lega, beides die Gewinner der Parlamentswahlen vom März 2018, eine gemeinsame Regierung zu bilden. Nachdem sich die M5S vor der Wahl von ihren eurokritischen Standpunkten zunehmend distanziert hatte und die Position der Lega nicht ganz klar war, wogen sich die Kapitalmärkte auch nach der Wahl in Sicherheit, zumal ein Regierungsbündnis der beiden populistischen Parteien zunächst nicht geplant war. Doch nachdem keine andere Koalition zustande gekommen ist, haben sich jüngst beide Parteien auf ein Zusammengehen verständigt. Mit ihrem Entwurf eines Regierungsprogramms ließen sie dann eine Bombe platzen, die die Kapitalmärkte heftig erschreckte: Eine der Forderungen, einen Schuldenerlass durch die EZB in Höhe von 250 Milliarden Euro, wurde zwar schnell wieder fallengelassen, doch auch die anderen Punkte haben es in sich. So wollen beide Parteien das Land mittels einer sehr expansiven Fiskalpolitik wieder auf Wachstumskurs bringen. Die Lega will ihre Wähler mit einer sogenannten Flat Tax beglücken, bei der der Steuersatz für die Einkommensteuer unter dem derzeitigen Eingangssatz von 23 Prozent liegen soll. Schätzungen zufolge dürfte dies zu Einnahmenausfällen für den italienischen Staat zwischen 50 und 80 Milliarden Euro führen, je nach tatsächlich beschlossenen Steuersatz. M5S, die vor allem in Süditalien auf großen Zuspruch trifft, hat mit Blick auf ihre Wähler eine Art „Bürger-einkommen“ geplant, bei dem es sich aber nicht um ein bedingungsloses Grundeinkommen handelt, sondern um eine italienische Variante von Hartz IV. Die Kosten hierfür dürften sich auf knapp 20 Milliarden Euro belau-

# Konjunktur und Strategie

fen. Beide Parteien wollen zudem die von der Monti-Regierung im Jahr 2011 beschlossene Rentenreform rückgängig machen und das Renteneintrittsalter wieder absenken. Die damit verbundenen Kosten betragen knapp 10 Milliarden Euro. Und nicht zuletzt soll die für nächstes Jahr geplante Erhöhung der Mehrwertsteuer außer Kraft gesetzt werden. Auch dies führt zu Steuermindereinnahmen von rund 10 Milliarden Euro. Diese Pläne entsprechen im Grunde weitgehend dem, was auch die griechische Syriza-Partei 2015 ihren Wählern versprochen hat. Geschichte scheint sich also doch zu wiederholen.

Rechnet man all diese Überlegungen zusammen, kommt man auf Gesamtkosten in einer Größenordnung von 90 bis 120 Milliarden Euro; dies entspricht einem Anteil von fünf bis sieben Prozent des italienischen BIP. Bislang sahen die Pläne für dieses und nächstes Jahr ein Haushaltsdefizit von knapp zwei Prozent vor. Ohne Einsparungen an anderer Stelle könnte das Defizit somit auf Werte von sieben bis neun Prozent in die Höhe schnellen.

Italien: Staatsverschuldung und Haushaltssaldo in % des BIP

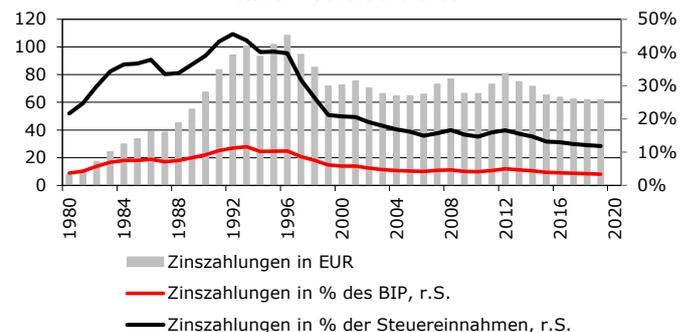


Dass bei einer Schuldenquote von 130 Prozent des BIP die zukünftige Schuldentragfähigkeit Italiens in Frage zu stellen ist, liegt auf der Hand. Hierzu reichen ein paar einfache Überlegungen aus: Die gleichgewichtige Schuldenquote eines Landes wird durch das Verhältnis des Haushaltssaldos in Relation zu seiner nominalen Wachstumsrate bestimmt. Dies lässt sich anhand der Maastricht-Kriterien verdeutlichen: Bei einem Haushaltsdefizit von drei Prozent und einem nominalen Wirtschaftswachstum von fünf Prozent ergibt sich im Gleichgewicht eine Schuldenquote von 60 Prozent. Das Hauptproblem Italiens liegt in erster Linie in seinem geringen Wachstum, das in den vergangenen Jahren nominal nur bei etwa zwei Prozent lag. Um die Schuldenquote von 130 Prozent stabil zu halten, kann sich Italien bei einem derart geringen Wachstum also nur ein Defizit von 2,6 Prozent leisten. Bei einem deutlich hö-

heren Defizit, dass sich ergeben würde, wenn alle Wahlversprechen der Links- und Rechtspopulisten umgesetzt würden, braucht man kein Rechenkünstler zu sein, um zu dem Ergebnis zu gelangen, das Italien auf dem Weg wäre, Japan als Nation mit der höchsten Staatsschuldenquote (2017: 240 Prozent) abzulösen. Bei einem Defizit von sieben Prozent und einem unveränderten Wachstum von zwei Prozent würde die Schuldenquote in Richtung 350 Prozent ansteigen. Eine solche Entwicklung ließe sich nur dann verhindern, wenn sich das Wachstum in Italien in den nächsten Jahren auf mehr als fünf Prozent beschleunigen würde. Doch wer will daran schon glauben?

Immer wieder wird die Frage gestellt, wie Italien überhaupt in diese schwierige Situation geraten konnte. Nicht selten wird versucht, die Verantwortung für die eigene Lage bei anderen zu suchen. Wie vor drei Jahren in Griechenland gibt es auch jetzt in Italien Stimmen, die „dem Euro“ im Allgemeinen oder Deutschland im Speziellen die Schuld an der Misere geben. Häufig wird dabei aber übersehen, dass der Euro nach der deutschen Wiedervereinigung und im Zuge des europäischen Einigungsprozesses dafür sorgen sollte, eine mögliche wirtschaftliche Dominanz Deutschlands in Europa zu verhindern. Zudem haben die deutschen Steuerzahler in den letzten Jahre zur Überwindung der Schuldenkrise fast 22 Milliarden Euro in den ESM eingezahlt sowie für knapp 170 Milliarden Euro Garantien übernommen. Für den EFSF garantiert Deutschland mit mehr als 200 Milliarden Euro. Hinzu kommen Target2-Forderungen in Höhe von mehr als 900 Milliarden Euro. Deutschland ein Interesse am wirtschaftlichen Niedergang anderer Länder innerhalb der Eurozone vorzuwerfen ist von daher mehr als abwegig, dafür steht viel zu viel auf dem Spiel. Fakt ist, dass Italien in einer Abwärtsspirale steckt, aus der es so gut wie kein Entrinnen gibt.

Italien: Schuldendienst



Im Moment sieht es für uns so aus, als ob das Land den Weg Griechenlands gehen wird. Die Bürger sind ange-

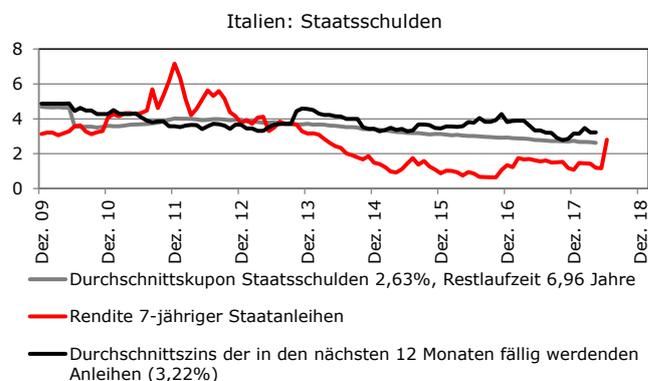
sichts der Entwicklungen der letzten Jahre enttäuscht vom „Establishment“ und vertrauen auf neue Parteien und Politiker, die ihnen versprechen, dass alles besser wird. Leider sind dies Versprechungen in der Realität nicht umzusetzen. Zudem steht die angekündigte Ausgabenpolitik von Lega und M5S im Widerspruch zur italienischen Verfassung. So heißt es beispielsweise in den Artikeln 81 und 97: „Der Staat gewährleistet unter Berücksichtigung der negativen und der positiven Konjunkturphasen die Ausgeglichenheit von Einnahmen und Ausgaben im eigenen Haushalt. Die Verschuldung ist lediglich zur Konjunkturberuhigung sowie – nach durch die beiden Kammern mit absoluter Mehrheit der jeweiligen Mitglieder erteilter Ermächtigung – bei Eintreten außerordentlicher Ereignisse zulässig.“ „Die öffentlichen Verwaltungen gewährleisten im Einklang mit der Ordnung der Europäischen Union die Ausgeglichenheit der Haushalte und die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung.“<sup>1</sup>

Geht die neue italienische Regierung auf Konfrontationskurs zur EU, droht Italien dasselbe Schicksal wie Griechenland im Jahr 2015. Der Zugang zum Kapitalmarkt könnte verloren gehen, weil Anleger nicht mehr oder nur zu deutlich höheren Zinsen bereit sind, das Land zu finanzieren. Verliert Italien sein Investment-grade-Rating, könnte die EZB die Staatsanleihen im Rahmen des QE-Programms nicht mehr kaufen. Hilfsprogramme, wie der ESM oder das OMT-Programm, sind mit Reformzusagen und einer Fiskalpolitik verknüpft, die im genauen Gegensatz zu dem stehen, was Lega und M5S versprechen.

Wie soll man sich als Anleger nun verhalten? Im günstigsten Fall setzt sich die Vernunft durch und die Situation beruhigt sich wieder, weil die italienischen Politiker erkennen, dass sie ihre Forderungen nicht durchsetzen können. Bevor es soweit kommt, könnte sich die Situation aber zunächst noch weiter zuspitzen, weil die Politiker erstmal ausloten werden, wie weit sie gehen können. Schwenkt eine neue italienische Regierung dann doch auf eine EU-konforme Politik ein, könnten sich die Aktienmärkte wieder beruhigen, da die wirtschaftlichen Rahmendaten nach wie vor günstig sind. Im Unterschied zu den früheren Krisenzeiten halten wir die Ansteckungsgefahren andere Länder für eher gering. Zwar neigen Anleger in einer ersten Reaktion häufig dazu, undifferenziert alles über einen Kamm zu scheren, doch sehen wir Spanien, Portugal und Irland heute in einer

wesentlich stabileren Situation als es 2011/2012 oder auch noch 2015 der Fall gewesen ist; dies gilt selbst für Griechenland. Von daher sollten sich die Renditeaufschläge für Anleihen aus diesen Ländern nach und nach wieder zurückbilden.

Die europäischen Aktienmärkte könnten dagegen zunächst einmal unter einer längeren Phase der Unsicherheit leiden bis wirklich klar ist, welchen Weg Italien gehen wird. Von daher empfehlen wir, die Quote für europäische Aktien etwas zu reduzieren bis mehr Klarheit herrscht. Insbesondere Banken und Versicherungen, die in größerem Umfang italienische Staatsanleihen halten, sollten im Moment untergewichtet werden. Dagegen kann unseres Erachtens nach an US-Aktien festgehalten werden. Nicht nur, dass der US-Dollar einen Schutz vor einer politisch bedingten Euro-Schwäche bietet, auch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind in den USA unverändert günstig. Zudem sind zuletzt die Renditen und der Ölpreis etwas gesunken, was der US-Wirtschaft zusätzlichen Rückenwind geben dürfte. Und während die Italien-Krise die europäischen Banken potenziell weiter schwächt, profitieren die US-Banken von einer besseren Eigenkapitalausstattung und einer geringeren Regulierung.



Doch eines sollte nicht vergessen werden: Auch wenn sich die Situation wieder beruhigt, bleibt das grundsätzliche Problem einer zu hohen Verschuldung Italiens bestehen. Spätestens in der nächsten wirtschaftlichen Krise dürfte uns dieses Thema wieder einholen. Das bedeutet nicht, dass ein Austritt des Landes aus der Eurozone dann unumgänglich sein wird. Aber ohne einen partiellen Schuldenerlass und/oder die Inanspruchnahme von Mitteln aus dem Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM wird das Italien-Thema kaum zu lösen sein.

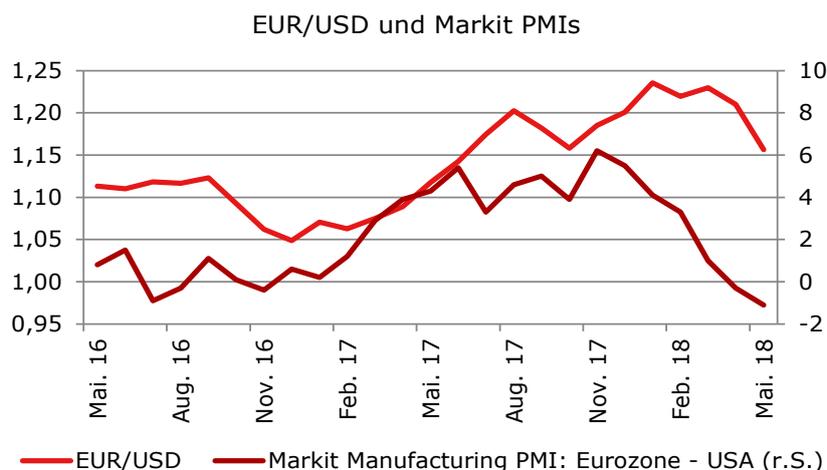
<sup>1</sup> Verfassung der italienischen Republik, [http://www.quirinale.it/qmw/costituzione/pdf/costituzione\\_inglese.pdf](http://www.quirinale.it/qmw/costituzione/pdf/costituzione_inglese.pdf)

## Wochenausblick für die Zeit vom 4. Juni bis 8. Juni 2018

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	57,3	55,3	53,9	53,0	52,1		5. Juni
D: Auftragseingänge, m/m	-3,5%	-0,2%	-0,9%	0,3%			7. Juni
D: Auftragseingänge, y/y	8,7%	3,1%	3,2%	3,0%			7. Juni
D: Industrieproduktion, m/m	0,1%	-1,7%	1,0%	0,4%			8. Juni
D: Industrieproduktion, y/y	5,9%	2,1%	3,2%	2,8%			8. Juni
D: Exporte, m/m	-0,4%	-3,1%	1,8%	0,5%			8. Juni
D: Exporte, y/y	7,4%	2,4%	4,2%	3,9%			8. Juni
D: Importe, m/m	-0,3%	-1,4%	-0,2%	0,4%			8. Juni
D: Importe, y/y	5,9%	4,7%	2,3%	2,0%			8. Juni
E-19: Sentix	32,9	31,9	24,0	19,6	19,2	19,2	4. Juni
E-19: Produzentenpreise m/m	0,5%	0,0%	0,1%	0,4%			4. Juni
E-19: Produzentenpreise y/y	1,7%	1,6%	2,1%	2,4%			4. Juni
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	58,0	56,2	54,9	54,7	53,9		5. Juni
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	-0,3%	0,3%	0,1%	0,9%			5. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

## Chart der Woche: Aufwind für den US-Dollar



In den vergangenen Monaten hat der US-Dollar gegenüber dem Euro deutlich aufgewertet. Diese Aufwertung ging mit einer weiteren Ausweitung der Zinsdifferenzen sowohl kurz- als auch langlaufender Anleihen der USA und der Eurozone einher. Die Ausweitung der Zinsdifferenz lässt sich aber bereits wesentlich länger beobachten, ohne dass es zu einer Aufwertung des US-Dollar kam. Im Gegenteil: Lange Zeit kam es trotz höherer Zinsen in den USA zu einer Dollarabwertung. Das spricht dafür, dass gleichzeitig andere Kräfte am Werk gewesen sein müssen, die den eigentlich eindeutigen Zusammenhang zwischen Zins und Wechselkurs aufgehoben haben. Einer dieser Faktoren war der kräftige Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität in der Eurozone, wie ihn beispielweise die PMIs anzeigen. Seit einigen Monaten hat sich nun aber das Verhältnis zu Gunsten

der USA gedreht, weshalb auch die Zinsdifferenz wieder mehr in den Vordergrund gerückt ist. Dadurch konnte der US-Dollar seit März deutlich aufwerten, wobei zuletzt die Sorgen um Italien und den Euro zu dem Dollaranstieg beigetragen haben. Aber wie weit kann die Aufwertung noch gehen? Die Zinsdifferenz zwischen Euro- und Dollarzinsen ist eklatant und würde eigentlich für eine weitere deutliche Aufwertung des Dollar sprechen. Gleichzeitig jedoch ist der Zinszyklus der Fed bereits recht weit fortgeschritten, weshalb eine Ausweitung der Zinsdifferenz begrenzt ist. Dieser Ausblick sollte auch eine nachhaltige Aufwertung des US-Dollar über 1,13 EUR/USD schwierig gestalten – vorausgesetzt wir erleben keine Zuspitzung der Krise um Italien.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	31.05.2018	24.05.2018	30.04.2018	28.02.2018	30.05.2017	29.12.2017
<b>Aktienmärkte</b>	17:45	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	24525	-1,2%	1,5%	-2,0%	16,6%	-0,8%
S&P 500	2716	-0,4%	2,6%	0,1%	12,6%	1,6%
Nasdaq	7462	0,5%	5,6%	2,6%	20,3%	8,1%
DAX	12605	-1,9%	-0,1%	1,4%	0,0%	-2,4%
MDAX	26327	-0,8%	1,4%	0,2%	4,4%	0,5%
TecDAX	2786	-0,5%	6,1%	6,0%	22,0%	10,2%
EuroStoxx 50	3415	-3,0%	-3,4%	-0,7%	-4,1%	-2,5%
Stoxx 50	3054	-2,0%	-1,1%	0,5%	-5,2%	-3,9%
SMI (Swiss Market Index)	8458	-3,6%	-4,8%	-5,0%	-6,1%	-9,8%
FTSE 100	7691	-0,3%	2,4%	6,4%	2,2%	0,0%
Nikkei 225	22202	-1,0%	-1,2%	0,6%	12,8%	-2,5%
Brasilien BOVESPA	76754	-4,2%	-10,9%	-10,1%	20,0%	0,5%
Russland RTS	1160	-1,2%	0,5%	-9,8%	7,9%	0,5%
Indien BSE 30	35322	1,9%	0,5%	3,3%	13,4%	3,7%
China Shanghai Composite	3098	-1,8%	0,5%	-5,0%	-0,4%	-6,3%
MSCI Welt (in €)	2100	-0,5%	4,0%	3,6%	5,1%	2,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1113	-1,6%	-1,2%	-2,7%	5,1%	-1,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	163,14	292	440	370	81	146
Bobl-Future	132,29	58	129	125	13	68
Schatz-Future	112,12	7	20	15	-13	14
3 Monats Euribor	-0,32	0	1	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,23	5	7	3	-8	0
3 Monats \$ Libor	2,30	-2	-6	28	110	61
Fed Funds Future, Dez 2018	2,10	-6	-8	-1	60	0
10-jährige US Treasuries	2,86	-12	-8	-1	64	45
10-jährige Bunds	0,36	-11	-20	-25	7	-7
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	-1	-2	-1	0	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,08	-11	-17	-10	9	5
US Treas 10Y Performance	565,06	1,2%	0,9%	0,8%	-3,0%	-2,8%
Bund 10Y Performance	616,22	1,1%	2,1%	3,1%	1,1%	1,5%
REX Performance Index	483,98	0,6%	1,0%	1,5%	-0,1%	0,7%
IBOXX AA, €	0,78	-2	-3	4	10	10
IBOXX BBB, €	1,60	5	17	27	27	37
ML US High Yield	6,56	3	5	14	63	41
JPM EMBI+, Index	797	0,0%	-1,2%	-2,0%	-3,3%	-4,7%
Wandelanleihen Exane 25	7372	0,0%	-0,4%	0,6%	1,9%	-0,4%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	445,87	0,2%	0,1%	0,5%	3,3%	3,1%
MG Base Metal Index	352,43	0,0%	1,1%	-1,0%	20,7%	-1,8%
Rohöl Brent	77,73	-1,7%	3,6%	18,3%	51,4%	16,7%
Gold	1301,71	-0,2%	-0,9%	-1,3%	3,1%	-0,1%
Silber	16,53	-0,7%	1,1%	0,6%	-4,9%	-2,8%
Aluminium	2263,25	-0,7%	0,3%	5,1%	17,7%	0,3%
Kupfer	6830,50	-0,4%	0,9%	-0,9%	21,3%	-5,2%
Eisenerz	66,02	-0,5%	1,1%	-14,8%	8,4%	-7,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1042	-6,0%	-22,3%	-12,6%	15,8%	-23,7%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1687	-0,3%	-3,2%	-4,3%	4,6%	-2,6%
EUR/ GBP	0,8787	0,2%	0,2%	-0,7%	1,1%	-1,0%
EUR/ JPY	127,12	-1,0%	-3,8%	-2,8%	2,5%	-5,8%
EUR/ CHF	1,1497	-0,9%	-3,9%	-0,2%	5,4%	-1,8%
USD/ CNY	6,4096	0,4%	1,3%	1,2%	-6,6%	-1,5%
USD/ JPY	108,91	-0,3%	-0,4%	2,1%	-1,8%	-3,4%
USD/ GBP	0,7520	0,6%	3,6%	3,6%	-3,3%	1,7%

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@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.