

**Italienische Politik  
wird schon bald  
für neue Auf-  
regung sorgen**

**Kanadas  
Ökonomie:  
Gesund, aber mit  
Schwachstelle**

## Irische Grenze bleibt Quadratur des Kreises, während in Westminster erste Komplotte geschmiedet werden

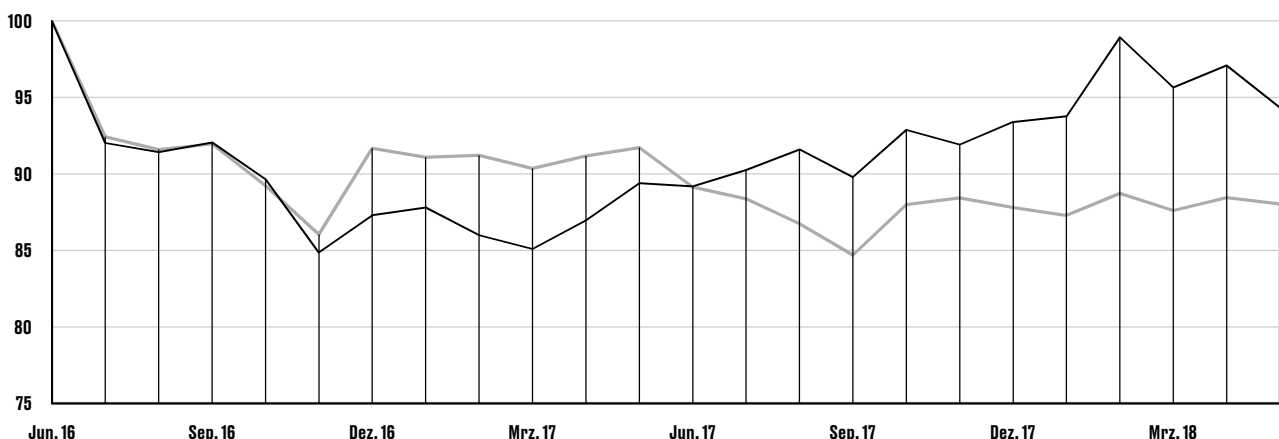
Schritten näher, und die Nerven liegen zunehmend blank: Die jüngste Verhandlungsrunde endete mit einem EU-Beamten, der seinem (und vermutlich auch Michel Barniers) Unmut Luft machte, Britannien müsse endlich aus seinem „Märchenland“ aufwachen. Die ohnehin schon gereizten Verhandlungen wurden jedoch noch zusätzlich verschärft, nachdem die britische Seite effektiv ein Ultimatum setzte, dass ohne eine weitere Beteiligung des Vereinigten Königreichs am europäischen „Galileo“-Satellitenprojekt Großbritannien seine sicherheitspolitische Zusammenarbeit mit der EU aufkündigen werde. Letzteres allerdings ist just eines der Felder der künftigen Beziehungen, an der viele EU-Länder im besonderen Maße festhalten möchten – nicht zuletzt, um weiterhin Zugang zu den Geheimdienstinformationen des „Five Eyes“-Bündnisses aus Großbritannien, den USA, Australien, Neusee-

Der Ton in Brüssel ist wieder rauer geworden. Die von EU-Chefunterhändler Michel Barnier für diesen Oktober festgesetzte Deadline rückt mit großen

land und Kanada zu erhalten. Das damit verbundene Ultimatum war nun nichts weniger als der bewusste Verstoß gegen die ursprüngliche Zusage Londons, die Sicherheitspolitik nichts als Faustpfand im Rahmen der Brexit-Verhandlungen zu nutzen, und wurde von Seiten der EU auch so wahrgenommen. In dieser angespannten Atmosphäre hat sich zudem ein weiterer Streit über das Dauerrätsel einer drohenden Neuerrichtung der inneririschen Grenze ergeben, und wie diese zu vermeiden ist. Nachdem sie schließlich akzeptieren musste, dass sie ihr Kabinett nicht zu einer Einigung auf eine der beiden gehandelten Varianten zukünftiger Zollbeziehungen zwischen Britannien und der EU würde bewegen können (s. die letzte Ausgabe dieses Infobriefs), bot Theresa May stattdessen den Verbleib des gesamten Vereinigten Königreichs in der Zollunion inklusive der vollen regulatorischen Angleichung mit den Bedingungen des gemeinsamen Binnenmarktes für die Dauer der Übergangsphase an, d.h. bis Ende 2020. Brüssel jedoch machte dem schnell einen Strich durch die Rechnung indem es einmal mehr betonte, dass es eine ‚Rosinenpickerei‘ seitens Großbritannien nicht akzeptieren werde, innerhalb deren das Land beibehalte,

■ GBP/USD ■ GBP/EUR

Wechselkurse GBP [1.6.2016 = 100]



was ihm an der EU gefalle, und die zugehörigen Verpflichtungen – darunter vor allem die Niederlassungsfreiheit – nur optional beachten wolle. Doch mit dem Tod auch dieser Option wird es zunehmend unmöglich noch einen Weg auszumachen, wie die Wiedereinführung von Grenzkontrollen in Irland verhindert werden soll – abgesehen von der Lösung, die insbesondere Theresa Mays nordirischen Verbündeten, der DUP verhasst ist: Der Verbleib Nordirlands in Zollunion und Binnenmarkt nämlich, was allerdings eine Zollgrenze in der Irischen See erschaffen würde. Denn die regulatorische Angleichung an die Bestimmungen des Binnenmarktes ist für die Vermeidung von Grenzkontrollen in Irland ebenso entscheidend wie gemeinsame Zollbestimmungen. Was die Brexiteers allerdings noch mehr reizen wird ist eine Indiskretion aus Whitehall, wonach effektiv keinerlei Vorbereitungen auf eine no-deal-Brexit getroffen worden seien, was natürlich die Glaubwürdigkeit einer Drohung Theresa Mays mit dieser Option für den Fall, dass die EU zu enge Daumenschrauben anlegen sollte, zunichte macht. Diese Exit-Option allerdings ist stets seit die Verhandlungen begonnen haben sozusagen der heilige Gral der besonders ausgeprägten Brexiteers; und entgegen der Betrachtungsweise vieler Beobachter rechnen wir vielmehr damit, dass der Verlust dieser Exit-Option eine Rebellion der Brexiteers einer Entmachtung der Premierministerin noch einen Schritt näher gebracht hat, in dem krampfhaften Versuch, die Verhandlungen in Brüssel noch zu torpedieren, solange sie es noch können. Tatsächlich sind mittlerweile bereits Gerüchte in Westminster im Umlauf, wonach die Brexiteers sich konkret zu verschwören beginnen und nur noch die richtige Gelegenheit für einen Coup abwarten. Wiewohl sie nicht ausreichend stark sind, um die Premierministerin mit Sicherheit aus dem Amt zu jagen, können sie doch mindestens eine Vorsitzwahl erzwingen, die nicht nur offen für Überraschungen ist, sondern auch dazu geeignet, Theresa May die Hände zu binden, sollte sie wider Erwarten aus einer solchen Wahl doch erneut als Vorsitzende und damit Premierministerin hervorgehen. Inmitten dieser zunehmend angespannten Lage hat die Bank von England mit einer Warnung aufhorchen lassen, wonach sie vermutlich gezwungen wäre, für den Fall eines chaotischen no-deal-Brexit die Zinsen wieder zurück auf Null fallen zu lassen, trotz

der dann anziehenden Inflation infolge eines erneut fallenden Pfunds, um so die Wirtschaft abzufangen. Die Stunde der Entscheidung in Westminster rückt immer näher: Rechnen Sie mit weiterem Sand im Getriebe.

### **Konfrontation zwischen italienischer Regierung und Brüssel wird bald für neue Anspannung sorgen**

Politische Märkte haben kurze Beine, heißt das Sprichwort. Die Turbulenzen in der italienischen Politik in den vergangenen Wochen haben das einmal mehr unter Beweis gestellt – oder vielleicht doch nicht?

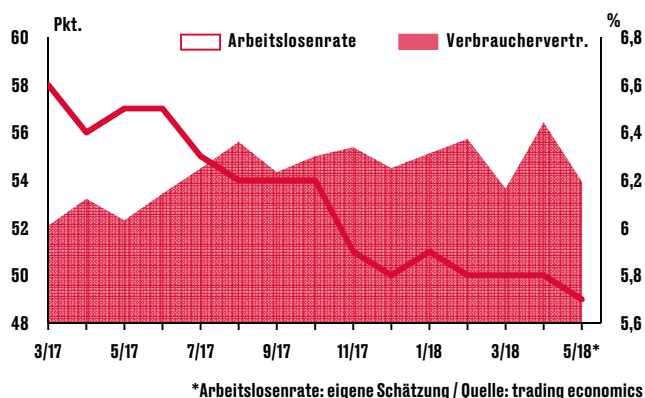
Die Aussicht auf ein regelrechtes Referendum über den Verbleib Italiens in der Eurozone mittels Neuwahlen bereits im Juli mag zwar fürs Erste abgewendet worden sein; doch ist sie damit nicht für die kommenden Monate völlig ausgeschlossen. Und in einer schon atemberaubenden Kehrtwende haben die Märkte, die zunächst noch von einer möglichen populistischen Regierung in Rom in Aufregung versetzt worden waren, derselben dann regelrecht Beifall gespendet – Hauptsache keine Neuwahlen. Doch die Absichten und Ziele dieser Regierung aus Fünf Sterne (M5S) und Lega haben sich natürlich kein Jota verändert und werden die Eurozone noch vor eine große Herausforderung stellen. Just wie wir es seit dem Beginn des vergangenen Jahres prognostiziert haben (s. Sektion „Spotlight“ auf unserer Webseite sowie vor allem die Ausgabe 01/18 dieses Infobriefs), sind die Populisten von rechts und links in den Wahlen vom März als die neue, dominierende Kraft in der Politik des Landes hervorgegangen, und haben dabei die traditionellen Parteien der linken und rechten Mitte deutlich auf die Plätze verwiesen. Im günstigsten Fall werden die Flitterwochen der italienischen Wähler mit den Populisten, die für gewöhnlich dazu neigen, weit mehr zu versprechen als sie am Ende halten können, schon bald vorüber sein; im ungünstigsten jedoch könnte der schlummernde Euro-skeptizismus sich eben doch noch einer regelrechten Kampagne zur Abschaffung des Euros via Neuwahlen entladen, die die populistische Regierung dann selbst herbeiführt. Mit dem aus PR-Sicht bestmöglichen Geschenk bedacht, werden M5S und die Lega im Angesicht einer störrischen EU, die sich gegen das italienische Reformansinnen stellt, die Rolle von „Volkes Stimme“

einnehmen, die sich gegen ein arrogantes, elitäres Establishment zur Wehr setzt, das sich an der Macht festklammert. Kein Wunder also, dass in jüngsten Umfragen die Lega zu den Werten von Fünf Sterne aufschließt, was ihren gemeinsamen Stimmenanteil auf deutlich jenseits der 50%-Marke brächte, während die Demokratische Partei Matteo Renzi und des jüngsten Ministerpräsidenten Paolo Gentiloni ebenso wie Silvio Berlusconi Forza Italia in den demoskopischen Abgrund stürzen. Mehr als irgendjemand sonst hat der Vorsitzende der Lega, Matteo Salvini keinen Zweifel an seiner ausgeprägt feindseligen Haltung zum Euro gelassen; lediglich politische Taktik hat diese Feindseligkeit in ominöse Forderungen nach Reformen in der Eurozone während der vergangenen Wahlkampagne abgemildert. Betrachtet man sein bisheriges, raffiniertes Vorgehen, ist es sehr wahrscheinlich, dass er bewusst eine Eskalation des Themas herbeizuführen versuchen wird. Unbeabsichtigt haben Präsident Mattarella und jene, die ihn umgeben damit eine Situation geschaffen, in der das Establishment, das eine populistische Regierung mittels eines ehemaligen IWF-Funktionärs zu verhindern sucht, wie eine Verschwörung all jener erscheint, die vom ‚Diktat‘ des Euros profitieren. Und die Herren Salvini und Di Maio – wenn auch letzterer in etwas zurückhaltenderer Form – werden es nicht versäumen, diese Vorlage aufzugreifen. Die Situation stellt damit noch immer eine der größten Gefahren für den Euro seit seiner Entstehung dar – und die Märkte werden auf diesen Umstand erneut aufmerksam werden, noch bevor das Jahr zu Ende geht.

### Private Schulden in Kanada machen Ökonomie verwundbarer als anderswo

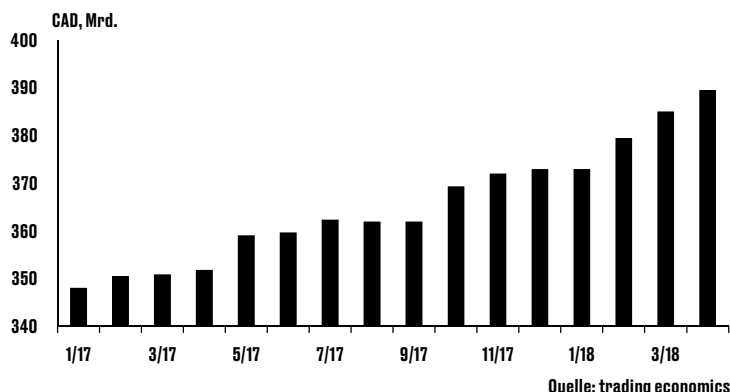
Nun da die Regierung der USA ihre Entschlossenheit unter Beweis gestellt hat, protektionistische Maßnahmen auch um den Preis eines möglichen Handelskrieges zu ergreifen, werfen viele Unternehmen einen genaueren Blick auf den kleinen Nachbarn der Vereinigten Staaten im Norden: Justin Trudeau hat wiederholt einen Punkt aus Kanadas Offenheit gemacht und bislang erfolgreich progressive Sozialpolitik mit einer liberalen Wirtschaftspolitik verknüpft. Nun hat er, trotz der lautstarken Proteste von Umweltschutzorganisationen und dem neuen Gouverneur der Provinz British Columbia, sogar entschieden, die „Trans Mountain“ Pipeline vom bisherigen Betreiber

Abb. 1: Verbrauchervertrauen vs. Arbeitslosenrate, Kanada



Kinder Morgan zu kaufen, die die Ölsandfelder Albertas mit der pazifischen Küste verbindet. Der kanadische Premierminister scheint entschlossen, seine Wirtschaftsfreundlichkeit unter Beweis zu stellen, indem er darauf abzielt, die Erlöse aus einer Kapazitätserweiterung der Trans Mountain für die Transformation der kanadischen Ökonomie zu einer nachhaltigeren Wirtschaftsweise zu verwenden. Dessen ungeachtet sind Direktinvestitionen in Kanada aus unserer Sicht nun eine besonders riskante Wette darauf, dass das äußerst günstige makroökonomische Umfeld der globalen Wirtschaft weiterhin so bestehen bleibt wie in der jüngeren Vergangenheit. Im Allgemeinen ist Kanadas Wirtschaft in guter Verfassung: Das BIP-Wachstum ist ordentlich, sowohl die Industrieproduktion als auch die des Verarbeitenden Gewerbes steigen an, und Indikatoren zum Geschäftsklima boomen geradezu. Nachdem die Ölpreise endgültig nicht nur ihre Tiefs aus 2015 überwunden haben, sondern zuletzt sogar auf lokale Hochs gestiegen sind, hat dieser heutzutage wichtige Zweig der kanadischen Ökonomie wieder Fuß gefasst – sehr zur (nicht gänzlich unberechtigten) Besorgnis der genannten Umweltschutzverbände. Doch gibt es zwei Bereiche, die Anlass zu Sorgen ganz anderer Natur geben: Die Verbraucher scheinen sich aus dem jüngsten Abschwung ausgeklinkt zu haben. Sowohl ‚weiche‘ Indikatoren wie das Verbrauchervertrauen als auch ‚harte‘ wie die Konsumausgaben zeichnen ein eher gedämpftes Bild. Dies ist umso merkwürdiger, als der Beschäftigungszuwachs in Industrie und Dienstleistungen zuletzt noch an Tempo gewonnen hat, während die Arbeitslosenrate insgesamt auf Mehrjahrestiefs gefallen ist und noch immer sinkt (s. Abb. 1). So bleibt nur eine Erklärung übrig: Schulden. Die kanadischen Haushalte sind vergleichsweise hoch verschuldet, und zugleich besonders verwund-

Abb. 2: Kredite an den priv. Sektor, Kanada



bar durch abrupte Änderungen ihres Nettovermögens, das stark von der Häuserpreisentwicklung abhängt. Diese sind in den vergangenen beiden Jahren geradezu explodiert und haben daher Finanzanalysten ebenso wie Notenbankvertreter alarmiert (s. Ausgabe 6/17 dieses Infobriefs). Der Gesamtschuldenstand des privaten Sektors beläuft sich mittlerweile auf ganze 267% des BIP; davon tragen die Haushalte rd. 100 Prozentpunkte (s. Abb. 2). Die Kredite an den privaten Sektor haben sich dementsprechend seit 2015 weit jenseits einer gesunden Rate ausgedehnt. Dies macht kanadische Unternehmen ebenso wie die Haushalte in besonderem Maße von einer Fortsetzung des aktuellen Aufschwungs und damit hoher Beschäftigung abhängig. Externe Schocks wie ein Sturz der Ölpreise, ein Zusammenbruch der NAFTA-Verhandlungen und anschließend des gesamten Abkommens, oder eine stark verringerte Verfügbarkeit von Devisen zur Finanzierung eines wachsenden Leistungsbilanzdefizits trafen dann die kanadische Volkswirtschaft vergleichsweise stärker als andere G7-Ökonomien. Der kanadische Dollar oder „Loonie“, wie er unter Devisenhändlern auch genannt wird, repräsentiert damit ein zusätzliches, verstärktes Wechselkursrisiko, zumal da er mitunter ohnehin zu starken Schwankungen neigt. Investitionen in Kanada stellen daher eine relativ risikoreiche Wette auf die Fortsetzung der günstigen Rahmenbedingungen dar – die aus unserer Sicht bald zu einem Ende kommen werden.

## Statistisches Bulletin

### Leistungsbilanz (Q1/18, y/y, nom.)

**Portugal: + >300%\*** ↑ Das Sternchen markiert das Offensichtliche: Portugals Leistungsbilanz ist von einem kleinen Defizit vor einem Jahr regelrecht gesprungen. Obwohl die Statistik jüngst zu starken Schwankungen neigt und zudem nicht saisonbereinigt ist, symbolisiert die Zahl doch die enorme Veränderung in den letzten Jahren.

**Dänemark: -90%** ↓ Dänemarks Leistungsbilanz hat sich im vergangenen Jahr rapide verschlechtert, nachdem sie zuvor stagniert war. Obwohl ein schwacher Jahresstart in dieser Statistik typisch ist, war er dieses Jahr ausgeprägt schwach.

### Arbeitslosenrate (Apr., ILO)

**Brasilien** (ggü. 3 Monate davor): **12,9%** ↑ Nach einer leichten Verbesserung im letzten Jahr ist Brasiliens Arbeitslosenrate auf ihre Mehrjahreshochs zurückgekehrt und belegt damit die weiterhin schwache Lage der Wirtschaft.

**Niederlande: 3,9%** ↓ Der Beschäftigungsboom in den Niederlanden läuft nun schon seit fast 48 Monaten ohne Unterbrechung. Das Land erlebt eine der besten Konjunkturen seiner modernen Geschichte, und die Arbeitnehmer profitieren ebenfalls davon.

### Kredite an den priv. Sektor (Apr., nom.)

**Singapur: +5,7%** ↑ Singapur befindet sich im Kreditrausch, was die gute Stimmung bei den Einwohnern belegt (s. die Erwartungen-Komponente des SINGES, unseres Konjunkturindikators für Singapur). Die Neuverschuldung ist allerdings kaum besorgniserregend und angesichts einer guten Konjunktur allemal tragfähig.

**Spanien: -6,9%** ↓ Spaniens privater Sektor fährt fort, seinen Verschuldungsgrad stark zurückzufahren, nachdem das Land stark unter dem Zusammenbruch der Immobilienblase in der Finanzkrise zu leiden gehabt hat. Das Verhältnis privater Schulden zum BIP liegt nun erstmals seit 2003 unter 200%.

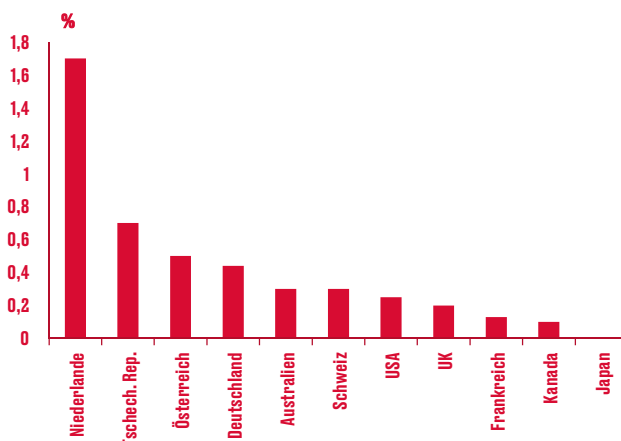
### Prod. Verarbeitendes Gewerbe (Apr., real)

**Tschechische Rep.: +9%** → Wiewohl die Zahl ordentlich aussieht, täuscht sie doch ein wenig: Die Industrie des Landes ist stark von der dt. Automobilbranche abhängig, die von einem endlosen Dieselskandal sowie einem globalen Handelskrieg beeinträchtigt wird.

**USA: +1,8%** ↑ Die US-Industrieproduktion schnurrt vor sich hin und unterstreicht damit den unzweideutigen Wirtschaftsaufschwung des Landes.

### Verbraucherausgaben (Q1/18, q/q, real)

Die Verbraucherausgaben in den Niederlanden sind – dem Beschäftigungsboom folgend – zuletzt geradezu explodiert. Deutschland liegt vor rd. 2/3 der Tabelle, Kanada und Japan markieren das Schlusslicht.



Für die Richtigkeit der in dieser Publikation gemachten statistischen Angaben kann keine Gewähr übernommen werden. Die J.S. Research KG haftet darüber hinaus nicht für Handlungen, die auf der Grundlage der hier angebotenen Informationen vorgenommen werden. Dies erfasst insbesondere eine Haftung für entgangenen Gewinn, mittelbare Schäden, Folgeschäden, sonstige entgangene finanzielle Vorteile oder andere finanzielle Einbußen oder Vermögensschäden.

Diese Publikation und alle ihre Teile unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Die Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes bedürfen der schriftlichen Zustimmung der J.S. Research KG. Soweit Inhalte in dieser Publikation nicht von der J.S. Research KG erstellt werden, werden die Urheberrechte Dritter beachtet; insbesondere werden Inhalte Dritter als solche gekennzeichnet. Sollten Sie trotzdem auf eine Urheberrechtsverletzung aufmerksam werden, bitten wir um einen entsprechenden Hinweis. Bei Bekanntwerden von Rechtsverletzungen werden wir uns umgehend um Abstimmung mit dem Rechteinhaber bemühen.

Gestaltungskonzept: Firm | [www.f-i-r-m.de](http://www.f-i-r-m.de)