



### In Kürze

- Bei den letzten drei Parlamentswahlen 2006, 2008 und 2013 erwiesen sich italienische Umfrageergebnisse als ungewöhnlich unzuverlässig.
- Italienische Meinungsforscher haben sich in der Regel immer in dieselbe Richtung geirrt. Entsprechend hoch sind die Risiken für unser positives Grundscenario.
- Wir beschreiben auch fünf allgemeine Regeln für unsere politischen Prognosen und warum sie für Italien vielleicht doch nicht zutreffen.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)

## Italien: Irrungen und Wirrungen

### Die in Italien bevorstehenden Parlamentswahlen könnten mehr Verwirrung auslösen, als die Märkte erwarten.

Italien könnte die Märkte durchaus erneut überraschen. Diese Aussage machen wir nicht leichtfertig. Wer vor Wahlen Prognosen wagt, lernt früher oder später, bescheiden zu sein. Im Lauf der Zeit stellt man Faustregeln auf, die meist aufgehen. Aber irgendwann findet man dann für jede einzelne Regel eine Ausnahme. Genauso könnte es jetzt bei der italienischen Parlamentswahl laufen. Die Umfragedaten sind etwas verworren. Aber aus unserer Sicht spricht einiges dafür, dass die Anti-Establishment-Fünf-Sterne-Bewegung ("MoVimento 5 Stelle") nur einen normalen Umfragefehler davon entfernt ist, die Bildung einer realistischen, weitgehend in der Mitte angesiedelten, pro-europäischen Regierung blockieren zu können.

Am 4. März 2018 wählen die Italiener die neuen Mitglieder der beiden Parlamentskammern – des Senats und der Abgeordnetenkammer. Das sind 630 Abgeordnetenmandate sowie 315 von 321 Senatoren.<sup>1</sup> Nach dem neuen Wahlrecht werden beide Kammern durch eine Mischung aus Verhältniswahl über Parteilisten (für etwa 63 Prozent der Sitze<sup>2</sup>) und Mehrheitswahl<sup>3</sup> in Einzelwahlkreisen (die restlichen etwa 37 Prozent) gewählt. Die Wahlregeln für beide Kammern weichen weiter leicht voneinander ab, insbesondere dürfen Italiener erst ab dem Alter von 25 Jahren für den Senat mitwählen. Aber insgesamt sollte das neue Wahlrecht sicherstellen, dass die Parteienzusammensetzung in beiden Kammern sehr ähnlich ist. Das stellt eine große Veränderung dar. Im politischen System Italiens haben beide Parlamentskammern identische Funktionen. In der Vergangenheit hat dies und die bisweilen sehr unterschiedliche Parteienzusammensetzung in den beiden Kammern die Gesetzgebung häufig behindert.

Gewisse Fortschritte sind auch darin zu sehen, wie Finanzmarktteilnehmer die Wahl einschätzen. Nach den Überraschungen 2016, die am Markt für Bewegung sorgten, tendieren offensichtlich mehr und mehr Investoren eher dazu, in Wahrscheinlichkeiten zu denken. Als allgemeiner Trend ist das mehr als willkommen. Früher schon haben wir darauf hingewiesen, dass die Umfragedaten vor dem Brexit-Referendum und den Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Staaten alles andere als eindeutig waren.<sup>4</sup>

Was uns zurück nach Italien bringt. Wie wir letztes Jahr feststellten, war das Verfassungsreferendum in Italien vom Dezember 2016 das bei weitem größte Umfragedesaster dieses Jahres ([Europa](#)

<sup>1</sup>Ehemalige Staatspräsidenten sind von Amts wegen Senatoren auf Lebenszeit. Darüber hinaus kann der amtierende Staatspräsident fünf Senatoren für außergewöhnliche Leistungen im gesellschaftlichen, wissenschaftlichen, künstlerischen oder literarischen Bereich auf Lebenszeit ernennen (Artikel 59 der italienischen Verfassung). Aktuell gibt es fünf auf Lebenszeit ernannte Senatoren plus einen ehemaligen Staatspräsidenten, den 92-jährigen Giorgio Napolitano. Nähere Einzelheiten unter <http://www.senato.it/3801>

<sup>2</sup>Bei diesem Anteil sind einige Sitze für im Ausland lebende Italiener reserviert.

<sup>3</sup>Bei der Mehrheitswahl in Einzelwahlkreisen bestimmt die relative Mehrheit der Wählerstimmen in einem Wahlkreis, wer den Sitz gewinnt.

<sup>4</sup>Aufgrund der Datenlage lag eine Abstimmung zugunsten des EU-Austritts Großbritanniens durchaus im Bereich des Möglichen. Und Hillary Clinton hatte nach den für sie abgegebenen Stimmen, die grob den nationalen Umfrageergebnissen entsprachen, gewonnen, im Wahlkollegium (Electoral College) aber verloren.

[Wahlen Special vom März 2017](#)). Die geplanten einschneidenden Veränderungen wurden von einer deutlichen Mehrheit von 18 Prozent abgelehnt – die Ablehnung fiel damit dreimal so hoch aus, wie die unbereinigten Umfrageergebnisse in den Wochen vor dem Referendum hatten annehmen lassen.

Das war ein erster Hinweis darauf, dass unsere Faustregeln für Wahlumfragen für Italien vielleicht nicht ganz so gut wie anderswo geeignet sind.

Hierbei haben wir besonders die folgenden drei Regeln vor Augen:

### **1. Vertrau lieber den Daten als Deinem Bauchgefühl (oder dem eines anderen)!**

- Sei bei politischen Wetten oder an den Finanzmärkten misstrauisch gegenüber Konsensansichten! Zumindest solltest Du dieselbe Vorsicht walten lassen wie an den Aktienmärkten, wenn Du nach einer besonders erfolgreichen Aktie Ausschau hältst und Dich auf die Empfehlungen des Brokers verlässt, statt auf eigene Analysen. Denn vielleicht leben Du und andere Marktteilnehmer, die Politprognosen als Hobby betreiben, ja in einer Echokammer. Vielleicht seid Ihr alle von den typischen Wählern viel zu weit entfernt, um mehr zu wissen als die Meinungsforscher.

### **2. Richte Dich nicht allein nach einer einzigen Umfrage!**

- Nimm stattdessen den Umfragedurchschnitt. So könnten sich einige Umfragefehler gegenseitig aufheben. Verwende Qualitätsgewichtungen, wenn es gute Gründe für die Annahme gibt, dass einige Umfragen oder Umfragemethoden besser sind als andere. Du könntest zum Beispiel Meinungsforscher, deren Prognose in der Vergangenheit vergleichsweise genau war, höher gewichten.

### **3. Wenige Daten sind besser als keine Daten und je mehr Daten, desto besser.**

- Du könntest die Prognosegenauigkeit weiter verbessern, wenn Du wirtschaftliche Fundamentaldaten (z.B. eine starke Konjunktur, von der die amtierende Regierung profitiert) oder Hinweise aus den sozialen Medien berücksichtigst.

Diese Regeln funktionieren im Allgemeinen recht gut. Und die öffentlich zugänglichen Umfrageergebnisse aus Italien stimmen, ganz allgemein gesprochen, eher optimistisch. Bei mit recht einfachen Methoden qualitätsbereinigten Umfragedurchschnittswerten liegt die Mitte-Rechts-Koalition mit etwa 37 Prozent der Wählerstimmen vorne.<sup>5</sup> Die Fünf-Sterne-Bewegung kommt auf etwa 28 Prozent. Auf das Mitte-Links-Bündnis entfallen 27 Prozent der Stimmen, wobei ihr wichtigstes Mitglied, die regierende Demokratische Partei, angeführt vom

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)

<sup>5</sup>Wir verwenden 31 vor kurzem durchgeführte Umfragen und Übergewichten hierbei die sechs historisch zuverlässigsten. Eine offizielle Datensammlung der italienischen Regierung ist zu finden unter <http://www.sondaggipoliticoelettorali.it/ListaSondaggi.aspx?st=SONDAGGI>. Ein Überblick über italienische Umfrageergebnisse im laufenden Wahlkampf (in englischer Sprache) ist zu finden unter [https://en.wikipedia.org/wiki/Opinion\\_polling\\_for\\_the\\_Italian\\_general\\_election\\_2018](https://en.wikipedia.org/wiki/Opinion_polling_for_the_Italian_general_election_2018)

ehemaligen Präsidenten des Ministerrats Matteo Renzi, gerade einmal knapp über 22 Prozent erreicht. Unter den kleineren Parteien ohne Bündniszusage gibt es nur eine, die gute Aussichten hat, den Sprung über die 3-Prozent-Hürde und damit aus eigener Kraft den Einzug ins Parlament zu schaffen, nämlich die linke Allianz "Liberi e uguali" – selbst ein Ableger der Demokratischen Partei – mit 6 Prozent.<sup>6</sup>

Nach dem neuen Wahlrecht müssten wohl mindestens 36 Prozent der Wähler für das Mitte-Rechts-Bündnis des früheren Ministerpräsidenten Silvio Berlusconi stimmen, damit dieses eine Chance auf die Mehrheit in beiden Kammern hat. Zum jetzigen Zeitpunkt ist es trotz zahlreicher Prognosemodelle unmöglich zu sagen, wieviel genau zur Mehrheit reichen würde. Nach dem neuen Wahlrecht könnten kleine Abweichungen in der regionalen Verteilung der Stimmen große Auswirkungen haben, besonders wenn sich die Machtverhältnisse in wichtigen Einzelwahlkreisen im südlichen und mittleren Italien umkehren.

Methodisch ist das Problem ähnlich gelagert wie bei der Umrechnung nationaler Wählerstimmen in Sitze im britischen Unterhaus oder Stimmen im Wahlkollegium bei den US-Präsidentschaftswahlen. Man müsste wissen, wie gut das Mitte-Rechts-Bündnis im Vergleich zu seinem Verfolger in jedem Einzelwahlkreis abschneidet und dabei sowohl Verschiebungen in der letzten Minute als auch regionale Korrelationen berücksichtigen. Das ist alles andere als einfach, wie die langjährigen Erfahrungen im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten zeigen.

Da es in Italien nur wenige direkt relevante historische Daten zu den einzelnen Wahlbezirken gibt und die politische Landschaft sowieso schon sehr zersplittert ist, ist es dort noch schwieriger. Das Mitte-Rechts-Bündnis besteht aus vier Parteien: Berlusconis "Forza Italia" (etwa 16 Prozent), die Rechtsaußen-Bewegung "Lega Nord" (13 Prozent), die nationalistische Vereinigung "Fratelli d'Italia" (Brüder Italiens mit 5 Prozent) sowie die zentristische Bewegung "Noi con Italia" (Wir mit Italien mit 2 Prozent). Dadurch werden Hochrechnungen über verschiedene Regionen hinweg noch riskanter als die Vorhersage, was etwa das Abschneiden der Labour Party in England nördlich der schottischen Grenze bedeuten könnte. Eigentlich lässt sich nur eines sagen: Das Mitte-Rechts-Bündnis könnte sich sogar mit nur 36 oder 37 Prozent der Wählerstimmen die Mehrheit sichern – wenn zum Beispiel das Mitte-Links-Bündnis in Wahlbezirken, in denen es historisch stark war, besonders schlecht abschneidet. Umgekehrt würde Berlusconis Bündnis noch nicht einmal mit 42 oder 43 Prozent der Wählerstimmen die Mehrheit bekommen, wenn beispielsweise die Fünf-Sterne-Bewegung sehr stark abschneidet und viele Wähler, die gegen das Mitte-Rechts-Bündnis sind, auf ihre Seite ziehen kann.<sup>7</sup>

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)

<sup>6</sup>Hier gibt es einige Ausnahmen durch besondere Regelungen für Parteien, die sprachliche Minderheiten vertreten. Nähere Einzelheiten unter [http://en.camera.it/4?scheda\\_informazioni=28](http://en.camera.it/4?scheda_informazioni=28)

<sup>7</sup>Hier ist allerdings anzumerken, dass das neue Wahlrecht taktisches Wahlverhalten zu hemmen sucht, da es nicht möglich ist, auf Wahlbezirksebene für einen Kandidaten einer bestimmten Partei zu stimmen, auf nationaler Ebene aber für eine andere Partei. Mangelnde Vertrautheit mit dem neuen Wahlrecht ist ein weiterer Aspekt, der gegen taktisches Wahlverhalten spricht. Dennoch könnte taktisches Wahlverhalten bei künftigen Wahlen größere Prognosefehler verursachen.

Davon abgesehen ist die einzige sichere Prognose, dass, auch wenn man den Umfrageergebnissen trauen könnte, wohl Daten von mindestens drei bis vier zusätzlichen Wahlzyklen erforderlich sein würden, bevor Investoren Vorhersagen über zukünftige Sitzverteilungen wirklich trauen sollten.

Womit wir beim eigentlichen Problem wären: In Italien ist den Umfrageergebnissen noch weniger zu trauen als in anderen Ländern. Die völlig falsche Prognose vor dem Verfassungsreferendum 2016 war nur die letzte demographische Fehlprognose in einer langen Serie. Dies deutet auf schwerwiegende methodische Probleme hin, vielleicht aufgrund immer schlechterer Antwortquoten vor allem bei traditionellen Telefonumfragen.<sup>8</sup> 2013 kam zum Beispiel die Fünf-Sterne-Bewegung in einem einfachen Durchschnitt der letzten 27 veröffentlichten Umfrageergebnisse auf knapp über 15 Prozent. Letzten Endes errang die Partei 25,6 Prozent der Wählerstimmen, die Prognose lag also erstaunliche 10 Prozentpunkte daneben. Umgekehrt überschätzten die Umfrageergebnisse während des gesamten Wahlkampfs die Mitte-Links angesiedelte Demokratische Partei um etwa 5 Prozentpunkte. Frühere Wahlen zeigen ähnliche, wenn auch nicht so starke Abweichungen, wobei Mitte-Links in der Regel bei den Umfragen besser abschneidet als am Wahltag.

Ein Blick auf die drei letzten Parlamentswahlen 2006, 2008 und 2013 zeigt, dass die Prognosegenauigkeit im Lauf der Zeit immer geringer geworden ist. Nachsichtig könnte man diese Entwicklung auf die Sperrfrist für Prognosen in den 15 Tagen vor der Wahl schieben. In Italien dürfen in den letzten Wochen des Wahlkampfs zwar Umfragen durchgeführt, ihre Ergebnisse aber nicht veröffentlicht werden. Dadurch können Prognosen über die nationale Stimmenverteilung durch Stimmungswechsel in letzter Minute auf den Kopf gestellt werden. Die nachlassende Prognosegenauigkeit in Italien und anderswo könnte somit darauf zurückzuführen sein, dass sich ein großer und immer größer werdender Anteil der Wähler zu spät entscheidet und sich diese Entscheidung daher nicht in den veröffentlichten Umfragen niederschlagen kann. Und in der Tat weisen die Ergebnisse späterer Umfragen während der Sperrfrist 2013, die nach der Wahl veröffentlicht wurden, leicht geringere, aber immer noch deutliche Abweichungen auf, besonders für die Fünf-Sterne-Bewegung.

Die genaue Abgrenzung dieser späten Stimmungswchsel von anderen Problemen wie rückläufigen Antwortquoten würde ausreichend Stoff für eine ganze Doktorarbeit liefern. Tatsächlich wurde hierüber eine Doktorarbeit geschrieben. Mit Hilfe eines recht robusten ökonomischen Ansatzes zu den Umfragedaten der letzten drei Wahlen in Italien kommt Graziella Castro von der University of Salford (Manchester) zu dem Schluss,

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)

<sup>8</sup>Eine sehr nützliche Studie über Regelungen und Praktiken bei Meinungsumfragen wird regelmäßig von der World Association for Public Opinion Research (WAPOR; Weltorganisation für öffentliche Meinungsforschung) veröffentlicht. Zuletzt wurde sie im Jahr 2012 von Wissenschaftlern an der Universität Hongkong zusammengestellt. Ungewöhnlich kritisch merkt diese Untersuchung zu Italien an: "Bei typischen Umfragen zu Wahlabsichten geben bis zu 50 Prozent der Befragten keine klare Auskunft (...) Veränderungen in der Parteienstärke um Bruchteile eines Prozentpunkts werden als signifikant dargestellt, obwohl sie bei einer Stichprobe von 1000 und damit 500 tatsächlich Befragten auf die geänderte Meinung von lediglich zwei bis drei der Befragten zurückzuführen sind. Allgemein erweisen sich Journalisten im Umgang mit den technischen Besonderheiten von Stichprobenerhebungen als nicht sehr kompetent. (...) Viele der Dokumentationskriterien sind vage, und sogar für einen Meinungsforscher mit den besten Absichten ist es schwierig, diese adäquat zu beschreiben. Im Lauf der letzten zehn Jahre wurden zwar immer mehr Umfrageergebnisse vor den Wahlen veröffentlicht, diese basierten aber auf immer kleineren Stichproben und haben daher immer weniger aussagekräftige methodologische Informationen geliefert." [S. 37] Siehe: Robert Chung (2012) "Report on the Freedom to Publish Opinion Poll Results, a worldwide update of 2012" (Bericht über die Freiheit, Meinungsumfrageergebnisse zu veröffentlichen, weltweite Aktualisierung 2012), nachzulesen unter: <https://wapor.org/publications/freedom-to-publish-opinion-polls/>

dass für alle drei "ein hoher Prozentsatz von Umfragen, die als ungenau einzustufen sind, charakteristisch ist." Darüber hinaus seien Umfrageabweichungen immer größer geworden, was hauptsächlich eher zweifelhaften Umfragemethoden zuzuschreiben sei als systematischen Stimmungswechseln bei den Wählern kurz vor der Wahl.<sup>9</sup>

Um es anders auszudrücken: Italienische Meinungsforscher haben sich in der Regel in dieselbe Richtung geirrt. Die besseren taten dies einfach etwas weniger auffällig als die anderen. Auf dieser Grundlage spricht eigentlich einiges dafür, einen erheblichen Teil der veröffentlichten Umfrageergebnisse einfach zu ignorieren – und sehr misstrauisch gegenüber wahrscheinlichkeitsgewichteten Sitzverteilungs- und Koalitionsprognosen, die auf Durchschnittsprognosen basieren, zu sein. Im Fall Italiens kann ein ungewichteter Durchschnitt aller Umfrageergebnisse die Dinge eher noch schlimmer als besser machen. Und eine Hochrechnung auf mögliche Sitzverteilungen ausgehend von fehlerhaften Prognosedaten dürfte den Prognosefehler noch vergrößern.

Damit kommen wir zu den beiden letzten Faustregeln dieses Beitrags:

#### **4. Wenn die Daten fragwürdig erscheinen, muss die Marge in beide Richtungen vergrößert werden, um die große Datenunsicherheit widerzuspiegeln.**

- Angesichts der starken Abweichungen früherer Umfragen von den tatsächlichen Ergebnissen müsste man wohl eine Fehlermarge von etwa 5 Prozent in beide Richtungen für das Mitte-Rechts- und das Mitte-Links-Bündnis annehmen sowie sogar 10 Prozent für die Fünf-Sterne-Bewegung. Dies würde aber letzten Endes bedeuten, dass eine Vorhersage, wer die nächste Regierung bilden wird, praktisch unmöglich ist.
- Natürlich könnten sich italienische Umfragen auch als weitgehend richtig erweisen. Das würde uns zwar eher überraschen, aber in den letzten Jahren sind an Wahltagen schon merkwürdigere Dinge passiert. Und wenn sie wirklich weitgehend richtig liegen sollten, dann dürften wir wohl in etwa dasselbe Ergebnis erwarten, das andere Beobachter überzeugt vorhersagen: die Fortsetzung des Status quo. Das Konjunkturwachstum könnte leicht gestärkt werden, vor allem wenn das Mitte-Rechts-Bündnis einen knappen Sieg erringt. Auf längere Sicht befürchten wir aber, wenn keine weiteren Reformen angestoßen werden, ein sehr niedriges italienisches Wachstumspotenzial. Aus Marktsicht wäre das beste Ergebnis eine Koalition zwischen "Forza Italia" und Demokratischer Partei, eventuell unter Einbeziehung einiger kleinerer, zentrumsnaher Parteien. Damit stünden die Chancen einigermaßen gut, dass die jüngsten Strukturreformen wenigstens nicht wieder umgekehrt würden. "Forza Italia" scheint durchaus gewillt, mit ihren Verbündeten im rechten

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)

<sup>9</sup>Graziella Castro (2015) "Polling and Political Behaviour: Explaining inaccuracy in Italian polling", ("Umfragen und politisches Verhalten: Eine Erklärung für die Ungenauigkeit italienischer Umfragen"), S. 239 [http://usir.salford.ac.uk/36898/1/GC\\_Thesis\\_v515V.pdf](http://usir.salford.ac.uk/36898/1/GC_Thesis_v515V.pdf); sowie Graziella Castro (2013) Polling and Accuracy Measure: Evidence from the Italian Case (Umfragen und Genauigkeitsmessung am Beispiel Italiens) (3. April 2013). 71. Jahreskonferenz der Midwest Political Science Association, 10.-14. April 2013, Chicago, Illinois. Nachzulesen unter Social Science Research Network (SSRN): <https://ssrn.com/abstract=2327184>

Lager zu brechen, wenn sich eine andere Gelegenheit zur Regierungsbildung bietet. Bei einem unentschiedenen Wahlausgang besteht eine nicht zu vernachlässigende Möglichkeit von Neuwahlen oder einer technokratischen "nationalen Regierung". Ersteres wäre aus Marktsicht negativ, da es zu höherer politischer Unsicherheit und Lähmung führen würde, während sich letzteres als positiver erweisen könnte als einige der übrigen Optionen.

- Bei all diesen Gedankenspielen müssten aber Berlusconi "Forza Italia", Renzi "Partito Democratico" und ihre mehr in der Mitte stehenden Bündnispartner relativ gut abschneiden. Dies könnte durchaus der Fall sein. Eigentlich sollte die aktuelle wirtschaftliche Dynamik die amtierende Regierung und die Demokratische Partei unterstützen. Die jüngsten Ereignisse, unter anderem Enthüllungen, dass einige Politiker der Fünf-Sterne-Bewegung gegen die Selbstverpflichtung ihrer Partei verstoßen hätten, die Hälfte ihrer Abgeordnetenbezüge in einen Fonds für kleine und mittelständische Unternehmen einzuzahlen, könnten den Stimmenanteil der großen Parteien weiter festigen.
- Dagegen ist schwer vorherzusagen, wie sich wachsende ethnische Spannungen und gewaltsame Zusammenstöße nach Protesten der extremen Rechten und extremen Linken auswirken werden. In anderen Ländern hat sich jedoch deutlich gezeigt, dass die wachsende Sorge über immer mehr Zuwanderung das Abschneiden von Anti-Establishment-Parteien bei Wahlen stärkt. In Italien wären das die Fünf-Sterne-Bewegung, die "Lega Nord" und die Brüder Italiens; Fünf-Sterne hat zunehmend schärfere Töne gegen illegale Einwanderung angeschlagen. Die Sorge um weiter anschwellende Flüchtlingsströme könnte durchaus jedes Gefühl der Dankbarkeit, das Wähler aufgrund des stärkeren Wirtschaftswachstums für die amtierende linke Regierung empfinden, überwiegen.<sup>10</sup>
- In wichtigen Wahlkreisen in Süditalien könnte ein "Anti-Amtsbonus" auch gegen Mitte-Rechts, besonders die Kandidaten von "Noi con Italia", dem kleinsten und wirklich in der Mitte stehenden Verbündeten von Berlusconi, wirken. Ihre Kandidaten in den Einzelwahlkreisen sind meist altgediente Politiker. Viele von ihnen sind Kommunalpolitiker und ehemalige Mitglieder der Christdemokratischen Partei, früher einmal stärkste Partei Italiens. Mandatsprognosen gehen insgesamt davon aus, dass die Kandidaten von "Noi con Italia" vom hohen Bekanntheitsgrad ihrer Namen in den jeweiligen Wahlbezirken profitieren werden. Das könnte Mitte-Rechts aber auch schaden, wenn die mit dem Status quo unzufriedenen Wähler "Noi con Italia" als Teil des Establishments sehen.

Dagegen könnte im linken Lager die Bündnisbereitschaft der linken Allianz "Liberi e uguali" (Frei und Gleich) und kleinerer, noch weiter links stehender Randgruppen die Demokratische Partei in ganz Italien schädigen. Somit könnte die Linke noch

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)

<sup>10</sup>Ähnliche Schlussfolgerungen ziehen in vergleichender Perspektive James Dennison, Andrew Geddes und Matthew Goodwin, "Why immigration has the potential to upend the Italian election" (Warum Zuwanderung die italienisch Wahl auf den Kopf stellen könnte), 17. Januar 2018, nachzulesen unter <http://blogs.lse.ac.uk/europpblog/2018/01/17/why-immigration-has-the-potential-to-upend-the-italian-election/>

weniger Mandate erringen, als von den meisten Prognosemodellen vorhergesagt. Zumindest für das Risikomanagement würden wir daher vorschlagen, von einer letzten Regel abzuweichen, die wir eigentlich zu befolgen pflegen:

## 5. Versuche nie, die Richtung des vermuteten Umfragefehlers vorherzusagen!

- Eine kürzlich von Bloomberg unter Ökonomen durchgeführte Umfrage sah die Möglichkeit einer von Fünf-Sterne geführten Regierung nur noch bei durchschnittlich 8 Prozent. Eine derartige Regierung wurde auch allgemein als der für die Finanzmärkte schlechteste Wahlausgang gesehen.<sup>11</sup> Uns erscheinen diese 8 Prozent deutlich zu niedrig. Wir nehmen an, dass viele Beobachter fälschlicherweise vom schwachen Abschneiden der Fünf-Sterne bei den Kommunalwahlen im Juni 2017 sowie dem starken Auftritt von Mitte-Rechts bei den Novemberwahlen in Sizilien ausgehen. Damit sind sie angesichts der in beiden Fällen niedrigen Wahlbeteiligung wohl auf dem Holzweg. Relativ neue Protestbewegungen wie die Fünf-Sterne müssen ihre Sympathisanten vor jeder Wahl neu motivieren. Außerdem sind Wahlen mit geringer Wahlbeteiligung von vornherein wenig aussagekräftig. Dies dürfte auf Kommunalwahlen in besonderem Maß zutreffen, da die Fünf-Sterne-Bewegung in großen Teilen des Landes bislang nur relativ schwach und ungleichmäßig präsent ist.<sup>12</sup>
- Insgesamt gehen wir davon aus, dass es für italienische Meinungsforscher, genauso wie für Meinungsforscher in anderen Ländern, immer schwieriger wird, die Wahlbeteiligung, insbesondere der jüngeren Wähler korrekt abzubilden und vorherzusagen. Deren Wahlverhalten könnte einer der Hauptgründe für die falschen Prognosen 2013 sein. Leider veröffentlichen nur sehr wenige italienische Meinungsforscher genügend Daten, um nachvollziehen zu können, wie die Wahlbeteiligung abgebildet und welche Altersstruktur der Wählerschaft zugrunde gelegt wird. Bei den vergangenen italienischen Wahlen war es ja häufig so, dass der vermeintlichen Stabilität in den Umfragen vor den Urnengängen am Wahltag überraschende Ergebnisse folgten. Das könnte zum Teil auf eine systemische Übergewichtung älterer Wähler zurückzuführen sein. Ältere Wähler gehen in der Regel eher ans Telefon und bleiben wesentlich verlässlicher ihren traditionellen Vorlieben für Links oder Rechts treu.<sup>13</sup>
- Sollte dies zutreffen, könnte das Ergebnis durchaus sein, dass die Fünf-Sterne-Bewegung besser abschneidet als bei den jüngsten Umfragedurchschnitten – soweit sich dies aus den veröffentlichten Daten ableiten lässt, wird sie von jüngeren Wählern stärker unterstützt. Dasselbe trifft auch im rechten Lager für die "Lega Nord" und für die neue liberale, pro-europäische Partei +Europa ("Più Europa") zu. Solche Verschiebungen könnten sich stark darauf auswirken, welche Regierungskoalitionen überhaupt machbar sind. So

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)

<sup>11</sup><https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-16/survey-report-economists-map-out-italian-election-probabilities>

<sup>12</sup>Lesenswert ist der folgende Beitrag: Fabio Bordignon, 16. Juni 2016, "Italy's municipal elections: The beginning of the end for the Five Star Movement?" (Kommunalwahlen in Italien: Der Anfang vom Ende der Fünf-Sterne-Bewegung?), nachzulesen unter <http://blogs.lse.ac.uk/europpblog/2017/06/16/italy-the-beginning-of-the-end-for-the-five-star-movement/>

<sup>13</sup>Interessante Hinweise darauf, wie sich die Wahlabsichten dieses Mal in den verschiedenen Altersgruppen unterscheiden, liefert Alessandro Latterini in "Verso le Politiche 2018: il fattore generazionale" (Auf dem Weg zur Politik 2018: der Generationenfaktor), nachzulesen unter <http://www.youtrend.it/2018/02/16/classi-eta-fattore-generazionale-voto-elezioni-politiche-2013-2018-giovanani-anziani/>

könnte beispielsweise +Europa wesentlich mehr Mandate in der Mitte-Links-Fraktion erringen, wenn sie den Sprung über die 3-Prozent-Hürde schafft.

- Nimmt man die Prognosedaten wie sie sind, so unterschätzen viele Marktteilnehmer wohl das Risiko, dass Fünf-Sterne, die "Lega Nord" und vielleicht auch die nationalistischen Brüder Italiens besser als erwartet abschneiden. Immerhin können diese drei Parteien nach unserem qualitätsbereinigten Umfragedurchschnitt bereits 46 Prozent der Wählerstimmen auf sich vereinen. Dagegen kommt die diskutierte "große" Koalition zwischen "Partito Democratico" und "Forza Italia" auf lediglich 39 Prozent. Eine Anti-Establishment-Mehrheit von "Lega Nord", Fünf-Sterne und "Fratelli d'Italia" in zumindest einer der beiden Parlamentskammern ist eine sehr reale Möglichkeit, selbst wenn die Umfragen in etwa richtig liegen. Sowohl die "Lega Nord" als auch die "Fratelli d'Italia" dürften im Vergleich zum proportionalen Stimmenanteil aufgrund ihrer Stärke in Norditalien bzw. der Region um Rom überrepräsentiert sein.<sup>14</sup>

Am Wahlabend könnte sich Italien als noch stärker zersplittert und weniger regierbar herausstellen als bisher. Sowohl Fünf-Sterne als auch "Lega Nord" haben in der letzten Zeit den Ton ihrer Äußerungen zur italienischen Mitgliedschaft in der Eurozone gemäßigert, aber es ist völlig offen, wie lange das so bleiben wird. Ein starkes Abschneiden einer oder beider dieser Parteien würde die Lösung einiger europäischer Probleme, insbesondere der Flüchtlingsfrage, deutlich erschweren. Dies könnte auch auf andere politische Bereiche übergreifen. Befürchtungen über die Handlungsfähigkeit der gesamteuropäischen Politik könnten wesentlich früher zurückkehren als viele erwarten.

Um es noch einmal deutlich zu sagen, das ist nicht unser Basisszenario. Deshalb bleiben wir bei der Übergewichtung italienischer Staatsanleihen. Ihr Renditeabstand zu Bundesanleihen liegt noch weit über unserem Zielwert. Bei italienischen Aktien ermutigen uns positive Anzeichen sowohl zur italienischen Wirtschaft als auch zum Gewinnwachstum, das nach unserer Einschätzung sogar über dem Durchschnitt der Eurozone liegen dürfte. Das setzt natürlich voraus, dass die Politik dem Markt nicht in die Quere kommt. Vorerst bleibt dies allerdings ein großes Fragezeichen.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)

<sup>14</sup>Diese blockierende Mehrheit dürfte nicht lange bestehen, da italienische Parlamentarier recht häufig die Partei wechseln.



## Glossar

### Brexit

Kunstwort bestehend aus "Britain" und "Exit" zur Beschreibung des Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

### Euroraum (Eurozone)

Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien und Zypern

### Fünf-Sterne-Bewegung

Populistische Partei in Italien. Vom Kabarettisten Beppe Grillo 2009 mitgegründet und heute noch geleitet. Gilt als EU-, globalisierungs- und elitenkritisch.

### Lega

Die Lega (ehemals "Lega Nord") ist eine rechtspopulistische Partei in Italien. Sie wurde im Jahre 1991 durch den Zusammenschluss mehrerer Parteien gegründet. Gilt als EU- und globalisierungskritisch.

### Verfassungsreferendum in Italien

Am 4. Dezember 2016 lehnten Italiens Wähler weitreichende Änderungen ihrer Verfassung überraschend deutlich ab. Das Ziel der Änderungsvorschläge vom damaligen Premierminister Matteo Renzi war es gewesen, Italien regierbarer zu machen.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)

## Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

DWS Investment GmbH 2019

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.02.2018

Die Deutsche Bank unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien 2018. Leser sollten gemäß ihrer persönlichen Einstellungen wählen.

CRC 055456 (02/2018)