

August 2018

➤ **Keine Rückkehr der Staatsschuldenkrise in Italien**

Italien ist nicht Griechenland

Koalitionsvertrag verspricht jede Menge neue Ausgaben

Öffentliche Verschuldung nimmt weiter zu

Schuldenfähigkeit aber noch nicht gefährdet

Monetäre Staatsfinanzierung stößt an Grenzen

Schuldenkrise in Italien auf absehbare Zeit unwahrscheinlich

Team Postbank Research

Dr. Marco Bargel

Chefvolkswirt
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Dr. Lucas Kramer

lucas.kramer@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de

Redaktionsschluss: 25. Juli 2018

Postbank – eine Niederlassung der
DB Privat- und Firmenkundenbank AG
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228) 920-0

Disclaimer:

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; die Postbank – eine Niederlassung der DB Privat- und Firmenkundenbank AG garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

Keine Rückkehr der Staatsschuldenkrise in Italien

Die Aussicht auf stabile politische Verhältnisse in Italien hat sich mit Bildung der nunmehr 65. Regierung in den letzten 72 Jahren kaum verbessert. Neu ist, dass nun mit der rechtspopulistischen Lega und der linkspopulistischen 5-Sterne-Bewegung erstmals ausschließlich Parteien von den äußeren Rändern des politischen Spektrums die Regierungskoalition bilden. Ließen die Entwicklungen seit der Wahl Anfang März die Akteure an den Finanzmärkten zunächst weitgehend kalt, nahm die Nervosität in der zweiten Mai-Hälfte deutlich zu. Weder die sich abzeichnende Populisten-Regierung noch die Alternative – Übergangsregierung und Neuwahlen – waren dazu geeignet, das Vertrauen in Italien zu stärken. Italienische Aktien- und Anleihekurse brachen ein. Auch wenn die ‚Krisenniveaus‘ aus den Jahren 2011/2012 nicht wieder erreicht wurden und die Regierungsbildung zu einer gewissen Beruhigung geführt hat. Die Sorgen vor weiterhin instabilen politischen Verhältnissen in Italien und einer Ausuferung der ohnehin hohen Staatsverschuldung, die sich deutlich am Rentenmarkt widerspiegeln, sind sicher nicht ganz unbegründet.

Italien ist nicht Griechenland

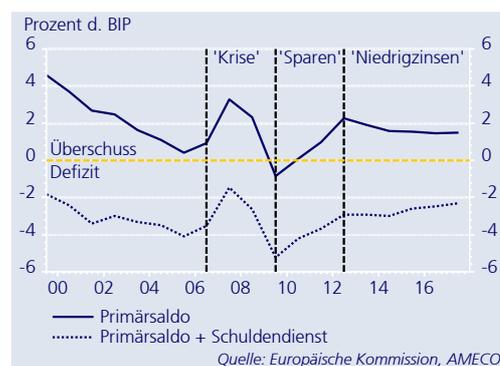
Die italienische Staatsverschuldung betrug im vergangenen Jahr 2.263 Mrd. Euro, was knapp 132% der nominalen Wirtschaftsleistung des Landes entspricht. Im EWU-Vergleich rangiert Italien damit auf dem 2. Platz, nur Griechenland weist relativ gesehen eine noch höhere Verschuldung auf. Hinzu kommt, dass Italien – im Gegensatz zu vielen anderen Ländern im Euroraum – seine Schulden in den vergangenen Jahren nicht ab-, sondern weiter aufgebaut hat. Dabei waren die Bedingungen für eine gegenläufige Entwicklung eigentlich ausgesprochen gut. Mit Ausnahme des Krisenjahrs 2009 konnte Italien seit Beginn der Währungsunion 1999 in jedem einzelnen Jahr einen Überschuss beim staatlichen Primärsaldo – also der Differenz aus Einnah-

Renditeentwicklung in Italien – Sorgen vor Rückkehr der Staatsschuldenkrise?



men und Ausgaben exklusive des Schuldendienstes – ausweisen. Auf eine derartige Historie kann kaum ein anderes EWU-Mitgliedsland zurückblicken. So hatte beispielsweise das in der jüngsten Diskussion um eine Rückkehr der Staatsschuldenkrise oft zum Vergleich herangezogene Griechenland von seinem Beitritt zum Euro im Jahr 2002 bis in die Staatsschuldenkrise hinein in jedem Jahr Primärdefizite von durchschnittlich mehr als 4% zu verbuchen. Trotz der Primärüberschüsse fällt die Gesamtbilanz für den italienischen Staatshaushalt aber gleichwohl negativ aus. Verantwortlich hierfür ist der Schuldendienst, der sich – trotz eines im Zuge des Niedrigzinsumfelds kontinuierlichen Rückgangs von vormals über 5% – 2017 immer noch auf knapp 4% des BIP belief.

Zinslast dreht Primärsaldo Italiens ins Minus

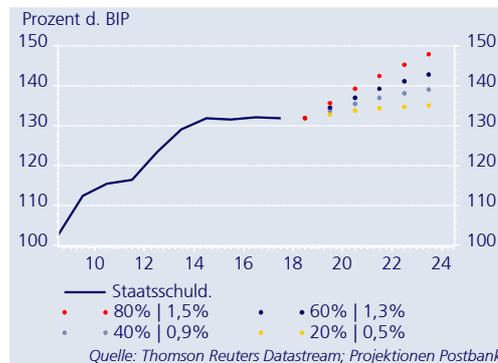


Koalitionsvertrag verspricht jede Menge neue Ausgaben

Gerade in schwierigen politischen Konstellationen, in denen die Vorstellungen der (potenziellen) Koalitionspartner in vielen Punkten weit auseinander liegen, ist es ein probates Mittel, dadurch eine Einigung herbeizuführen, allen Seiten einen Großteil ihrer Wünsche zuzugestehen. Davon zeugt auch das Programm der neuen Regierung in Italien, in dem sich die wesentlichen Forderungen beider Regierungsparteien fast vollumfänglich wiederfinden. Aktuelle Schätzungen gehen davon aus, dass sich das Gesamtvolumen der Maßnahmen auf bis zu 125 Mrd. Euro oder rund 7% des italienischen BIP belaufen könnte. Der allergrößte Teil dürfte zudem das Budget dauerhaft belasten. Alleine die geplante Reduzierung der Einkommensteuer sowie der Verzicht auf eine Mehrwertsteuererhöhung dürften Mindereinnahmen von fast 65 Mrd. Euro bedeuten. Hingegen sind die geplanten Ausgabenkürzungen – Verkleinerung des Parlaments, Kürzung von hohen Renten und Entwicklungshilfe – mit einem Gesamtwert von gerade einmal 0,5 Mrd. Euro de facto vernachlässigbar.

Natürlich zeigt die Erfahrung, dass so gut wie nie alle Maßnahmen eines Regierungsprogramms im Laufe einer Legislaturperiode vollumfänglich umgesetzt werden. Besorgnis erregend ist der Plan mit Blick auf die Staatsverschuldung aber insbesondere angesichts eines ausgesprochen geringen Potenzialwachstums in Italien von gerade einmal 0,25% dennoch. Nun wird die neue Regierung darauf setzen, durch die geplanten Maßnahmen ein höheres Wachstumspotenzial zu realisieren. Für eine nachhaltige Erhöhung des BIP-Wachstums wäre es aber vonnöten, dass zusätzliche Ausgaben in erster Linie investiv eingesetzt werden, da bei konsumtiver Verwendung lediglich ein konjunkturelles ‚Strohfeuer‘ wahrscheinlich ist. Das avisierte Maßnahmenpaket liefert hierfür jedoch kaum Anhaltspunkte. Und selbst wenn es der italienischen Regierung gelänge, mit der Umsetzung des Programms dauerhafte Wachstumseffekte freizusetzen – einen weiteren Anstieg der Staatsverschuldung wird sie so wohl nicht verhindern können.

Anstieg der Schuldenquote dürfte kaum zu verhindern sein



Eine Szenariobetrachtung für unterschiedliche Umsetzungsgrade verdeutlicht dies. Allen Simulationen gemein ist dabei ein im Projektionszeitraum bis 2023 stetiger Rückgang des auf die bestehende Staatsschuld zu zahlenden, durchschnittlichen Nominalzinses von aktuell knapp 3% auf gut 2%. Dahinter steht das in den letzten Jahren immer weiter gesunkene Zinsniveau, das sich mit jeder staatlichen Neuaufnahme von Schulden weiter in die durchschnittliche Zinsbelastung ‚frisst‘. Die Inflation liegt im Projektionszeitraum annahmegemäß weiterhin bei 1,3%. Abseits der zusätzlichen fiskalischen Maßnahmen gehen wir von einem Primärüberschuss in Höhe von 27 Mrd. Euro pro Jahr aus, was dem Mittel der letzten fünf Jahre entspräche. Darüber hinaus unterstellen wir, dass es bei einem Umsetzungsgrad des Programms in Höhe von 20% – entsprechend 25 Mrd. Euro pro Jahr und noch gedeckt durch den angenommenen Primärüberschuss – kaum gelingen dürfte, das BIP-Wachstum über das durchschnittliche Niveau der jüngeren Vergangenheit (0,5% pro Jahr) zu heben.

Öffentliche Verschuldung nimmt weiter zu

Unter diesen Voraussetzungen würde die italienische Staatsschuldenquote von zuletzt 131,8% bis 2023 auf rund 135% steigen. Aber auch optimistischere Annahmen zeichnen kein positiveres Bild – im Gegenteil. Eine Umsetzung von 40 bis 60% des Programms, die wir für realistisch halten, würde selbst unter der optimistischen An-

nahme, dass das Wachstum hierdurch für den gesamten Projektionszeitraum auf 0,9 bis 1,3% gesteigert werden könnte, einen noch stärkeren Anstieg der Schuldenquote auf 139 bis 143% des BIP nach sich ziehen. Bei 80% Umsetzung und einem für italienische Verhältnisse ausgesprochen hohen Wachstum von 1,5% läge der Schuldenstand im Jahr 2023 sogar noch einmal fünf Prozentpunkte höher.

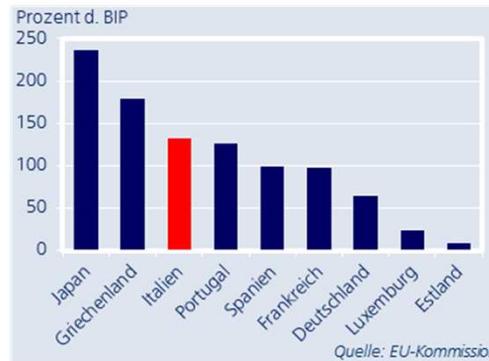
Wollte die italienische Regierung die Staatsschuldenquote auf einem stabilen Niveau halten, wäre unter ansonsten unveränderten Annahmen für unsere Projektion bereits bei geringen Mehrausgaben (beziehungsweise Mindereinnahmen) von 25 Mrd. Euro ein reales BIP-Wachstum von knapp 1% erforderlich. Sollte der Primärüberschuss durch die Maßnahmen deutlich ins Negative drehen, müsste Italien schon aus Sicht der jüngeren Vergangenheit ‚utopische‘ Wachstumsraten erreichen.

Unsere Projektionen zeigen, dass selbst unter ‚günstigen‘ Annahmen der italienische Schuldenberg in den kommenden Jahren weiter wachsen wird, es aber im Vergleich zum Zeitraum nach der Finanzkrise nicht zu einer regelrechten ‚Schuldenexplosion‘ (+30 Prozentpunkte) kommen sollte. Als wesentliches Abwärtsrisiko sehen wir dabei einen Anstieg der auf die Schuld zu zahlenden Zinslast im Zuge eines – möglicherweise durch ein schwindendes Vertrauen ausgelöst – Zinsanstiegs. Würde der durchschnittlich zu entrichtende Zins im Projektionszeitraum bei 3% und damit knapp über dem aktuellen Niveau liegen, anstatt auf gut 2% zu sinken, könnte die italienische Staatsschuldenquote schnell auf 150% oder darüber hinaus ansteigen.

Schuldentragfähigkeit aber noch nicht gefährdet

Es stellt sich die Frage, ob ein weiterer Anstieg der Staatsschuldenquote die Solvenz Italiens gefährden würde. Eine absolute Obergrenze für die Tragfähigkeit öffentlicher Schulden gibt es nicht. Während Schwellenländer wie z.B. Argentinien bereits bei einem Schuldenstand von deutlich unter 100% des BIP in eine Krise gerieten,

Auch sehr hohe Staatsschuldenquoten können noch tragbar sein



lebt Japan seit Jahren mit einer Staatsschuldenquote von rund 240%, ohne dass es bisher zu Zahlungsproblemen gekommen wäre. Neben der Höhe und Struktur der bestehenden Verschuldung sind das laufende Haushaltsdefizit, die Auslandsverschuldung (insbesondere in Fremdwährung), Devisenreserven, der Leistungsbilanzsaldo, das BIP-Wachstum sowie das Zinsniveau wichtige Determinanten zur Beurteilung des Ausfallrisikos von Staaten.

Die Schuldentragfähigkeit Italiens hat sich in den vergangenen Jahren ungeachtet einer anhaltend hoher Schuldenquote im Trend verbessert. Das Land weist seit 2014 einen positiven Leistungsbilanzsaldo aus. Dieser lag zuletzt bei komfortablen 2,3% des BIP. Dementsprechend hat sich die Abhängigkeit von Kapitalimporten aus anderen Ländern reduziert. Der Anteil ausländischer Gläubiger des italienischen Staates ist von über 44% im Jahr 2009 auf zuletzt 35% zurückgegangen. Im europäischen Vergleich weist Italien damit eine eher moderate Quote ausländischer Gläubiger auf. Gleichzeitig hat der italienische Staat das günstige Zinsumfeld dazu genutzt, die „krisenanfällige“ kurzfristige Verschuldung zurückzufahren und die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Staatsanleihen zu erhöhen.

Monetäre Staatsfinanzierung stößt an Grenzen

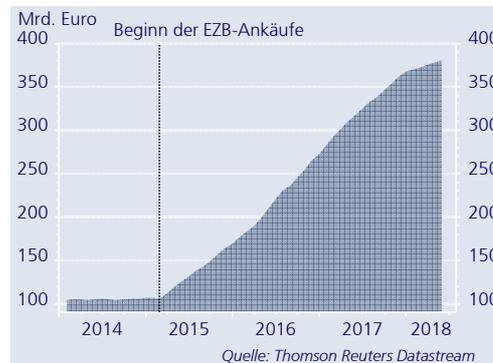
Letztlich wird die Grenze der Tragfähigkeit öffentlicher Schulden dann sichtbar, wenn

Investoren nicht mehr bereit sind, dem Staat Kredite zu vertretbaren Konditionen zu gewähren. Als letzter Gläubiger (Lender of last Resort) verbleibt dann häufig nur noch die Zentralbank, die in den heute vorherrschenden Währungssystemen beliebig Geld schöpfen und damit Anleihen der öffentlichen Hand kaufen kann.

Da Italien Teil des Eurosystems ist und keine eigenständige Notenbank mehr hat, ist eine Finanzierung des Staatshaushaltes aus der Notenpresse grundsätzlich nicht möglich. Allerdings hat die EZB bekanntermaßen ein Anleiheankaufprogramm aufgelegt, das einen massiven Ankauf von Anleihen der Euro-Staaten beinhaltet. Insofern hat sich auch für den italienischen Staat die Abhängigkeit von privaten Gläubigern wie Banken, Fonds oder Versicherern reduziert. Allerdings sind der Finanzierung von Staatshaushalten durch die Notenbank in der EWU Grenzen gesetzt. Eigentlich ist eine solche Finanzierung laut EU-Vertrag sogar verboten. Nur die juristisch spitzfindige Unterscheidung von Anleihekäufen am Primär- oder am Sekundärmarkt hat die Nutzung dieses Instruments durch die EZB überhaupt ermöglicht. Auch wird mit dem Ankauf von Staatsanleihen nicht die Finanzierung des Staatshaushaltes bezweckt. Vielmehr hat die EZB ihre massiven Ankäufe und deren Finanzierung aus der Notenpresse mit dem Risiko deflationärer Gefahren in der Eurozone begründet. In jedem Fall kann die EZB ihre Ankäufe nicht grenzenlos ausdehnen, ohne irgendwann gegen das im EU-Vertrag verankerte Verbot der monetären Staatsfinanzierung zu verstoßen.

Dementsprechend ist äußerst fraglich, ob die EZB ihre Nettoankäufe von Anleihen, die planmäßig zum Jahresende auslaufen sollen, bei Bedarf einfach wieder aufnehmen könnte. Jedenfalls würde eine drohende Zahlungsunfähigkeit Italiens als Begründung für eine Reaktivierung der Anleiheankäufe das Mandat der EZB überschreiten und an juristische Grenzen stoßen. Außerdem setzen auch die Marktverhältnisse einem Ankauf von Anleihen durch eine Notenbank Grenzen. Die EZB bzw. die italienische Notenbank als Teil des Europäischen Systems der Zentralbanken

EZB hält bald 430 Mrd. € (~ 20%) der italienischen Staatsschulden



(ESZB) halten heute bereits rd. 373 Mrd. Euro der italienischen Staatsschulden. Bis zum planmäßigen Ende der Nettoankäufe Ende 2018 wird dieser Betrag auf über 430 Mrd. Euro ansteigen, das entspricht fast 20% der ausstehenden öffentlichen Verschuldung Italiens. Bei einer ungebremsten Fortsetzung der Staatsanleiheankäufe wäre die Funktionsfähigkeit des Marktes gefährdet und die Notenbank würde zu einem dominierenden Gläubiger des italienischen Staates. Aus diesem Grund hat sich die EZB für ihre Ankäufe auch eine Obergrenze von 33% gesetzt, bis zu der sie Anleihen einer Emission bzw. eines staatlichen Emittenten erwerben darf.

Schuldenkrise in Italien auf absehbare Zeit unwahrscheinlich

Verweigern private Gläubiger einem Staat die Finanzierung und fällt die Notenbank als ‚Lender of last Resort‘ aus, verbleiben bei einer drohenden Zahlungsunfähigkeit am Ende nur noch Hilfen anderer Staaten. Im Euroraum wurde zu diesem Zweck der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) geschaffen. Zu seinen Aufgaben zählt, die Zahlungsfähigkeit der Euro-Länder bei temporären Finanzierungsproblemen zu sichern. Zu diesem Zweck kann der ESM gegen Auflagen Kredite vergeben oder Staatsanleihen ankaufen. Die aktuelle Kreditvergabekapazität - es stehen noch 383 Mrd. Euro für Hilfen zur Verfügung - würde ausreichen, die Zahlungsfähigkeit auch größerer Euro-Mitgliedstaaten wie Italien zumindest für einen Zeitraum von ein paar

Jahren zu sichern. Dies wäre genug Zeit, um Maßnahmen zur Konsolidierung des Staatshaushaltes einzuleiten und das Vertrauen der Investoren wieder zu gewinnen, damit eine Finanzierung über den Kapitalmarkt zu vertretbaren Konditionen ermöglicht wird.

Dass es zu einer Zahlungsunfähigkeit Italiens kommt, wäre selbst im Falle einer vollständigen Umsetzung des Wahlprogramms der neuen Regierung und einem dementsprechend starken Anstieg der Staatsverschuldung somit sehr unwahrscheinlich. Dagegen spricht zum einen die verbesserte Tragfähigkeit der italienischen Staatsschulden. Zum anderen dürfte das allgemeine Zinsniveau im Euroraum in den kommenden Jahren weiterhin niedrig bleiben und die Finanzierung des Staatshaushaltes über den Kapitalmarkt erleichtern. Sollten aus Marktsicht dennoch Zweifel an der Zahlungsfähigkeit Italiens aufkommen und die Risikoaufschläge auf ein nicht mehr tragbares Niveau ansteigen, dürften die übrigen EWU-Mitgliedstaaten sehr schnell den Weg für Hilfgelder des ESM ebnen.

Achillesverse des italienischen Staatshaushaltes bleibt auf lange Sicht das niedrige Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft. In der Eurozone ist das potenzielle Wachstum aktuell nur in Griechenland noch niedriger als in Italien. Die in den vergangenen Jahren zaghaft eingeleiteten Reformen reichen noch nicht aus, um das Wachstumspotenzial auf ein vertretbares Niveau anzuheben. Ganz im Gegenteil steht zu befürchten, dass die neue Regierung Reformen in den Bereichen Arbeitsmarkt und Rente teilweise zurückdrehen könnte und das Potenzialwachstum damit eher dämpft.

*Dr. Lucas Kramer
Dr. Marco Bargel*

Potenzialwachstum in Italien sehr niedrig

