

ZEW policybrief

Prof. Dr. Friedrich Heinemann, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW)
und Universität Heidelberg

Wahl in Italien: Zehn Fakten und zehn Schlussfolgerungen zur italienischen Verschuldungssituation

Italien ist nach Griechenland der Euro-Staat mit dem höchsten öffentlichen Schuldenstand in Höhe von gut 130 Prozent des BIP. In absoluten Zahlen entfällt auf das Land fast ein Viertel der Euro-Staatsverschuldung. Hinzu kommen ein nur minimales Potenzialwachstum, eine ungünstige Schuldendynamik und eine starke Abhängigkeit der italienischen Banken von ihren Forderungen an den eigenen Staat. Finanzielle Stärken des Landes sind eine unauffällige private Verschuldung, eine Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland und eine weitgehend fehlende implizite Verschuldung. Dennoch ist Italien in den nächsten Jahren insolvenzgefährdet.

Die Eurogruppe verfügt über keine aussichtsreiche Strategie im Umgang mit einer nicht mehr kooperativen italienischen Regierung. Schon heute werden wichtige Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts gegenüber Italien faktisch nicht angewendet. Italien ist „too big to fail“, sodass Europa eine ungeordnete Insolvenz des Landes nicht riskieren kann. Insofern ist die Entscheidung italienischer Wähler für populistische Wirtschaftsprogramme durchaus rational: Sie können sich erhoffen, auf diese Weise neue Kredite seitens ESM und EZB und den Einstieg in eine Transferlösung für die drohende italienische Überschuldung zu erzwingen. Es rächt sich jetzt, dass die Euro-Reformdiskussion das Thema Insolvenzverfahren stets tabuisiert hat. Gegenwärtig in der Euro-Reformdebatte stark diskutierte neue Stabilisierungsinstrumente helfen Italien wenig, weil sich das Land in einer konjunkturellen Normalsituation befindet. Sollte Italien nach der Wahl eine Regierung erhalten, welche ähnlich wie die Regierung Griechenlands Anfang 2015 den Konsens mit der Eurogruppe aufkündigt, dann ist dies ein politisches und ökonomisches Hochrisikoszenario, das eine neue Phase großer ökonomischer und politischer Unsicherheit einläutet und letztlich den Bestand von Eurozone und EU gefährden kann.

**Das Wichtigste
in Kürze**

Zehn Fakten zur italienischen Verschuldungssituation

Am 4. März wählt Italien ein neues Parlament. Der Wahlkampf ist durch einen Wettkampf der Parteien um die großzügigsten Leistungsversprechen geprägt. Substanzielle Reformen von Arbeitsmärkten, Bildungssystem oder öffentlicher Verwaltung werden hingegen kaum diskutiert. Zur Einschätzung der möglichen Risiken einer populistisch agierenden neuen Regierung ist ein Blick auf die Fakten zur Verschuldungssituation des Landes hilfreich.

**Wahlkampf der
Leistungsversprechen**

1. **Bestand der Staatsverschuldung:** Italien ist mit einem öffentlichen Schuldenstand in Höhe von 2.266 Milliarden Euro vor Frankreich und Deutschland das Euro-Land mit dem höchsten absoluten Schuldenstand (Ende 2017). Auf Italien entfallen damit 22,8 Prozent der gesamten Euro-Staatsverschuldung. Dem steht ein Anteil Italiens am Euro-BIP von lediglich 15,4 Prozent gegenüber. Italien weist mit 132,1 Prozent nach Griechenland die höchste Schulden-BIP-Quote auf und liegt damit weit über dem Durchschnitt der Eurozone von 89,3 Prozent (alle Zahlen: AMECO 2018).
2. **Haushaltssaldo:** Italiens Haushaltsdefizit hat seit 2012 die maximale Obergrenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) in Höhe von drei Prozent des BIP nicht mehr überschritten und lag 2017 bei 2,1 Prozent. Strukturell (bereinigt um Konjunktüreinflüsse und Einmaleffekte) bewegte sich das Defizit 2017 ebenfalls bei 2,1 Prozent und damit weit über dem mittelfristigen Budgetziel („Medium-Term Objective“, MTO) von null Prozent. Dieses MTO ist Italien durch den präventiven Arm des SWP als Ziel vorgegeben. Der Primärsaldo (der um die Zinszahlungen bereinigte Saldo von Einnahmen und Ausgaben) ist seit 2011 durchgängig positiv – im Jahr 2017 betrug dieser bereinigte Überschuss 1,7 Prozent des BIP (alle Zahlen: AMECO 2018). Es sind somit die Zinszahlungen auf den hohen Schuldenstand, die maßgeblich zur ungünstigen Defizitsituation beitragen.
3. **Verschuldungs-Trend:** Während die Schulden-BIP-Quote in der Eurozone insgesamt seit 2014 rückläufig ist, ist die italienische Schuldenquote seit 2007 (von damals 99,8 Prozent) mit der Ausnahme eines einzigen Jahres (2015) bis 2017 jedes Jahr angestiegen, auf inzwischen 132,1 Prozent Ende 2017. Diese ungünstige Schuldendynamik ist maßgeblich eine Folge der niedrigen italienischen Wachstumsrate. Italien schaut beim Wirtschaftswachstum auf eine verlorene Dekade zurück. Das reale BIP lag 2017 immer noch um knapp fünf Prozent unter dem Niveau von 2008. Italien ist aktuell das einzige EU-Land, in dem der „Schneeballeffekt“ den Schuldenstand steigen lässt. Der „Schneeballeffekt“ bezeichnet die kombinierte Wirkung von Wirtschaftswachstum und Zinsen auf die Schulden-BIP-Quote. Im Durchschnitt hat dieser Effekt in der Eurozone im letzten Jahr entlastend gewirkt und zu einem Rückgang der Schuldenquote um einen Prozentpunkt geführt. Für Italien hingegen ergab sich daraus auch im Jahr 2017 erneut eine Zunahme des Schuldenstands um 1,2 Prozentpunkte (alle Zahlen: AMECO 2018).
4. **Ausmaß der EZB-Anleihekäufe:** Nach Spanien profitiert Italien – gemessen an seinem BIP – am stärksten von den seit März 2015 erfolgenden EZB-Ankäufen von Staatsanleihen. Ende 2017 hatten die Zentralbanken des Eurosystems italienische Staatsanleihen im Umfang von 326,7 Milliarden Euro in ihren Bilanzen. Dies entspricht 19,1 Prozent des italienischen BIP und 14,4 Prozent der gesamten italienischen Staatsschuld. Seit 2015 haben die Notenbank-Ankäufe von italienischen Staatsanleihen in jedem Jahr den mit den laufenden Defiziten verbundenen Netto-Finanzierungsbedarf Italiens überstiegen (Heinemann 2017, 2018).
5. **Target-Salden:** Die Banca d'Italia ist mit einer Verbindlichkeit von 439 Milliarden Euro (Dezember 2017) der größte Schuldner im Target-Zahlungssystem (EZB 2018a). Auf dem Höhepunkt der Euro-Schuldenkrise im August 2012 hatte die Verbindlichkeit lediglich 289,3 Milliarden Euro betragen und sich bis 2014 auf 130,3 Milliarden verringert. Danach und besonders seit dem Einstieg des Eurosystems in den Ankauf von Staatsanleihen im Frühjahr 2015 haben die Target-Verbindlichkeiten der italienischen Zentralbank von Monat zu Monat immer neue Rekordmarken erreicht. Hauptgläubiger des Target-Systems ist die Deutsche Bundesbank mit Forderungen von gegenwärtig (Dezember 2017) 906,9 Milliarden Euro.
6. **Implizite Schulden:** Die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen kann auch durch „implizite Schulden“ gefährdet werden. Die impliziten Schulden geben darüber Auskunft, in welchem Umfang der Staat für die Zukunft Leistungsversprechungen gegeben hat, die nicht durch Steuern

und Sozialabgaben gegenfinanziert sind. Hohe implizite Staatsschulden ergeben sich zu meist aus großzügigen Rentenzusagen ohne Berücksichtigung demografischer Trends. Italien sticht bei diesem Kriterium positiv aus dem europäischen Vergleich heraus. Gemäß aktuellen Berechnungen ist das Land derzeit überhaupt nicht implizit verschuldet. Im EU-Nachhaltigkeitsranking 2017 der Stiftung Marktwirtschaft (Stiftung Marktwirtschaft 2017) werden für Italien implizite Schulden von minus zwei Prozent des BIP ausgewiesen. Im Durchschnitt der EU-28 liegen die impliziten Schulden hingegen bei 132 Prozent des BIP und damit über dem Niveau der expliziten Schulden.

7. **Leistungsbilanzsaldo und Auslandsposition:** Die italienische Volkswirtschaft weist seit 2013 Leistungsbilanzüberschüsse auf. 2017 betrug der Überschuss 2,3 Prozent des BIP (AMECO 2018). Auch in den Beständen ist Italien ein Netto-Kreditgeber gegenüber dem Ausland (Gros 2018). Die hohe Staatsverschuldung des Landes geht somit nicht mit einer hohen Auslandsverschuldung einher.
8. **Private Verschuldung:** Die Verschuldung des privaten Sektors liegt in Italien bei 85,7 Prozent des BIP (2016). Dies ist ein im internationalen Vergleich unauffälliger Wert, der knapp unter dem Durchschnitt der Eurozone liegt (88,8 Prozent) (alle Zahlen: World Bank 2018).
9. **Nexus Banken-Staat:** Italienische Banken haben eine stark überdurchschnittliche Exposition gegenüber dem eigenen Staat. Gemessen am Eigenkapital („Tier-1-Kapital“) betragen die Forderungen des italienischen Bankensystems gegenüber dem italienischen Gesamtstaat 171 Prozent (Juni 2016). Im Durchschnitt der Eurozone liegt diese Exposition gegenüber dem eigenen Staat bei 119 Prozent (Véron 2017).
10. **Nicht-bediente Kredite:** In Italien wurden Ende 2016 15,2 Prozent aller ausstehenden Bankkredite nicht vertragsgemäß bedient (Kreditraten waren mindestens drei Monate überfällig) bei einem Euro-Durchschnittswert von 6,2 Prozent (alle Zahlen: EZB 2018b).

Zehn Schlussfolgerungen zur Finanzpolitik und zur Bedeutung der Italien-Wahl für Europa

1. **Für Italien besteht ein nennenswertes Insolvenzrisiko:** Mit der Kombination aus hoher und immer noch steigender Staatsverschuldung bei sehr niedrigem Potenzialwachstum ist Italien heute vermutlich der Staat der Eurozone, dem in den nächsten Jahren am ehesten das griechische Szenario einer faktischen Insolvenz droht. Ein neuer ökonomischer Abschwung sowie ein nennenswerter Zinsanstieg (zum Beispiel nach einem Ausstieg der EZB aus den Anleihekäufen) könnten den Anstieg der Schuldenquote beschleunigen.
2. **Das Schuldenkriterium des SWP wird ignoriert:** Italien ist schon heute der maßgebliche Grund für eine fehlende Konsequenz in der Anwendung wichtiger Elemente des SWP. Im korrektiven Arm des SWP sollen Euro-Staaten mit Schuldenquoten über 60 Prozent des BIP den Abstand zu diesem Grenzwert eigentlich mit einer Geschwindigkeit von einem Zwanzigstel pro Jahr zurückführen. Daraus ergibt sich für Italien die Verpflichtung einer jährlichen Absenkung der Schuldenquote um gut drei Prozentpunkte. Italien verfehlt diese Vorschrift mit seinem trotz wirtschaftlicher Erholung immer noch steigenden Schuldenstand eindeutig. Die Europäische Kommission hat dennoch und trotz einer kaum messbaren Annäherung des laufenden Defizits an das MTO bislang aus politischer Rücksichtnahme auf die Eröffnung eines Verfahrens verzichtet. Mit einer weiteren Lockerung des fiskalischen Kurses durch eine neue Regierung ohne rasche Sanktionierung durch die Europäische Kommission würde der SWP vollends an Glaubwürdigkeit verlieren.

3. **Altlasten in den Bankbilanzen verhindern die Vollendung der Europäischen Bankenunion:** Die Probleme mit hohen Altlasten in den italienischen Bankbilanzen sind eines der maßgeblichen Hindernisse auf dem Weg zur Vollendung der Europäischen Bankenunion durch die Etablierung eines europäischen Einlagensicherungssystems. Ein solches System würde hohe Altlasten in den nationalen Bankensystemen sozialisieren, was in Europa nicht konsensfähig ist.
4. **Aktuell diskutierte Euro-Reformen nützen wenig:** Die derzeitige Reformdiskussion zur Zukunft der Eurozone konzentriert sich weitgehend auf die mögliche Errichtung von neuen Stabilisierungsinstrumenten, die symmetrische oder asymmetrische Schocks ausgleichen könnten. Diese Instrumente könnten Italien heute nicht helfen. Nach Berechnung der Europäischen Kommission betrug die Output-Lücke Italiens (d.h. die Abweichung des tatsächlichen Wachstums vom Potenzial) 2017 lediglich noch 0,6 Prozentpunkte (AMECO 2018) und wird sich 2018 ganz geschlossen haben. Das primäre Problem Italiens ist heute ein niedriges Potenzialwachstum von unter 0,5 Prozent und nicht eine konjunkturell ungünstige Situation.
5. **Eine umfassende Reformpolitik könnte die Risiken senken:** Die nächste italienische Regierung kann das Insolvenzrisiko verringern. Es bieten sich drei Ansatzpunkte: erstens eine umfassende Reform von Arbeitsmärkten, Bildungssystem und öffentlicher Verwaltung mit dem Ziel, das Potenzialwachstum zu erhöhen und die ungünstige Schuldendynamik durch höheres Wachstum zu korrigieren; zweitens ein stärkerer Zugriff auf das nicht unbeträchtliche private Vermögen durch höhere Abgaben; und drittens weitere Ausgabensenkungen zur stärkeren Erhöhung der Primärüberschüsse. Solche Reformen würden dadurch begünstigt, dass Italien nicht mit nennenswerten impliziten Schulden belastet und auch nicht im Ausland verschuldet ist. Die Wahlprogramme der italienischen Parteien haben solche Politikansätze aber weitgehend ausgeschlossen und im Gegenteil umfangreiche Mehrausgaben versprochen.
6. **Europa ist erpressbar:** Eine populistische Finanz- und Wirtschaftspolitik einer neuen italienischen Regierung könnte mit einiger Aussicht auf Erfolg darauf setzen, weitere Finanzhilfen und Aufweichungen von Regeln zu erzwingen. Italien ist anders als Griechenland eindeutig „too big to fail“. Die Staatsverschuldung entspricht dem Siebenfachen der griechischen Staatsverschuldung. Hinzu kommen das Drohpotenzial der überaus engen Verbindung von Staatsfinanzen und italienischen Banken und die Target-Verbindlichkeiten. Ein Verlust des Kapitalmarktzugangs für den italienischen Staat würde angesichts der überragenden Bedeutung italienischer Staatsanleihen in den Bankbilanzen des Landes unmittelbar zum Kollaps des italienischen Bankensystems führen, das ohnehin durch hohe Altlasten geschwächt ist. Die Folgen für die Eurozone wären nicht absehbar.
7. **ESM alleine nicht ausreichend zur Stabilisierung Italiens:** Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) verfügt nach Abzug der ausgereichten Kredite von seiner 500-Milliarden-Euro-Kreditobergrenze derzeit nur über eine Kreditkapazität in Höhe von 380 Milliarden Euro. Die Aktivierung dieser Kreditlinie wäre bei Weitem nicht ausreichend, um eine Panik an den italienischen Bondsmärkten einzudämmen. Ein solches Panik-Szenario würde daher entweder eine Ausweitung der ESM-Kreditkapazität, eine geldpolitisch nicht angemessene Verlängerung der EZB-Anleihekäufe im Rahmen des Public Sector Purchasing Programme (PSPP) oder eine Aktivierung der EZB-Krisenfazilität OMT erzwingen.
8. **Der Eurozone fehlt eine Insolvenzordnung:** Es rächt sich nun, dass die Reformbemühungen zum Euro-Ordnungsrahmen bislang das Thema eines Insolvenzverfahrens für hoch verschuldete Staaten tabuisiert haben. Weil es keine geordnete Lösung für die Insolvenz eines Euromitglieds gibt, sind die Folgen einer eintretenden Überschuldung Italiens vollkommen unberechenbar.

9. **Die Wahl populistischer Parteien ist rationale Strategie:** Die italienischen Wähler haben damit in der Wahl ein durchaus rationales Argumente für eine Wahlentscheidung zu Gunsten populistischer Wirtschaftsprogramme. Sie können sich mit einiger Berechtigung erhoffen, auf diese Weise neue Kredite seitens ESM und EZB und den Einstieg in eine Transferlösung für die drohende italienische Überschuldung zu erzwingen. Dies ist für viele Menschen im Land aus nachvollziehbaren Gründen eine attraktivere Option als Steuererhöhungen, Ausgabenkürzungen und tiefgreifende Reformen mit ihren individuellen Unwägbarkeiten.
10. **Eine populistische Regierung in Italien ist für die Eurozone ein Hochrisiko-Szenario:** Aus all dem Gesagten folgt: Sollte Italien nach der Wahl eine Regierung erhalten, welche ähnlich wie die Regierung Griechenlands Anfang 2015 den Konsens mit der Eurogruppe aufkündigt und sich vom Konsolidierungs- und Reformkurs abwendet, dann ist dies ein politisches und ökonomisches Hochrisikoszenario, das eine neue Phase ökonomischer und politischer Unsicherheit einläutet und letztlich den Bestand von Eurozone und EU gefährden kann.

Literaturhinweise

- AMECO (2018): European Commission, Economic and Financial Affairs, AMECO Database.
- EZB (2018a): European Central Bank, Statistical Data Warehouse, Target Balances.
- EZB (2018b): European Central Bank, Non-performing loans, EZB-Webseite.
- Gros, Daniel (2018): The eurozone as an island of stability, CEPS Commentary, 19. Februar 2017.
- Heinemann, Friedrich (2017): Die Bedeutung der EZB-Anleihekäufe für die Schuldenfinanzierung der Euro-Staaten, ZEW Mannheim.
- Heinemann, Friedrich (2018): Zur Aufteilung der PSPP-Anleihekäufe auf die Euro-Mitgliedstaaten, ZEW Mannheim.
- Stiftung Marktwirtschaft (2018): EU-Nachhaltigkeitsranking 2017, Pressemitteilung 12. Dezember 2017.
- Véron, Nicolas (2017): Sovereign Concentration Charges: A New Regime for Banks' Sovereign Exposures, Study for the European Parliament, November 2017, PE 602.111.
- World Bank (2018): The World Bank Data: International Monetary Fund, Global Financial Stability Report.

Weitere Informationen

Prof. Dr. Friedrich Heinemann

Leiter des ZEW-Forschungsbereichs „Unternehmensbesteuerung und Öffentliche Finanzwirtschaft“

Telefon 0621/1235-149, E-Mail friedrich.heinemann@zew.de

Kontakt



Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH
Centre for European
Economic Research

ZEW policy briefs

Herausgeber: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim
L 7, 1, 68161 Mannheim · Postanschrift: Postfach 10 34 43, 68034 Mannheim · Internet: www.zew.de, www.zew.eu
Präsident: Prof. Achim Wambach, PhD · Kaufmännischer Direktor: Thomas Kohl

Redaktionelle Verantwortung: Prof. Achim Wambach, PhD

Anmerkung zum Zitieren aus dem Text: Es ist gestattet, Auszüge aus dem Text in der Originalsprache zu zitieren, insofern diese durch eine Quellenangabe kenntlich gemacht werden.

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2018 · Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft