

Marktkommentar

Italiens Schulden belasten Euro

- **Zweitgrößte Verschuldung im Euroraum**
- **EZB pumpt Liquidität in den Markt**
 - **Drohende Kreditklemme**

12. Dez. 2016

Die Regierungskrise in Italien rückt neuerlich die Schuldenlast der EU als deren zentrale ökonomische Herausforderung in den Fokus: Die fehlende politische Union bedingt, dass notwendige Reformen von den traditionellen Parteien nicht oder nur unzureichend in Angriff genommen werden bzw. – so wie in Italien – keine Mehrheit finden. Man kann daher davon ausgehen, dass die künftig zu erwartende expansivere Finanzpolitik die Gesamtverschuldung im Euroraum weiter steigen lässt. Das Risiko einer großen Staatsschuldenkrise erhöht sich daher von Jahr zu Jahr.

Galoppierende Verschuldung

Italien ist die drittgrößte Volkswirtschaft mit der zweitgrößten Staatsverschuldung (rd. 132 % des Bruttoinlandsprodukts BIP) im Euroraum, und weist bereits seit Jahren eine geringe Produktivität sowie Korruption und Vetternwirtschaft auf. Im Jahr 2015 betrug das BIP rund 1.640 Mrd. Euro, das Staats-Defizit ca. - 2,6 % vom BIP und die Arbeitslosenquote 11,9 %. Von Eurostat wurden für Oktober 2016 eine saisonbereinigte Arbeitslosenquote von 11,6 % sowie eine Jugendarbeitslosigkeit von 36,4 %, ermittelt.

Nachfolgend einige Daten aus dem Jahr 2015 zu ausgewählten Staaten im Euroraum:

Jahr 2015	BIP	BIP	BIP	Staatsschuld	Staats-Defizit	Arbeitslose	HCIP
	Marktpreise Mrd. €	ggü Vorjahr %	pro Kopf nominell €	%BIP	/-Überschuss %BIP	insgesamt ^{*)} %	ggü Vorjahr ^{**)} %
Deutschland	3.033	1,7	37.100	71,2	0,7	4,6	0,10
Frankreich	2.181	1,3	32.800	96,2	-3,5	10,4	0,10
Italien	1.642	0,7	27.000	132,3	-2,6	11,9	0,10
Spanien	1.076	3,2	23.200	99,8	-5,1	22,1	-0,60
Niederlande	677	2,0	40.000	65,1	-1,9	6,9	0,20
Österreich	340	1,0	39.400	85,5	-1,0	5,7	0,80
Portugal	180	1,6	17.300	129,0	-4,4	12,6	0,50
Griechenland	176	-0,2	16.200	177,4	-7,5	24,9	-1,10

Quelle: Eurostat

^{*)} %-Anteil der Erwerbspersonen

^{**)} Harmonisierter Verbraucherpreisindex

Laut italienischem Statistikamt (ISTAT) wird für das Jahr 2016 ein BIP-Wachstum von 0,8 % und für 2017 von 0,9 Prozent erwartet.

Im Jahr 2004 betrug der öffentliche Bruttoschuldenstand Italiens rd. 100 % vom BIP, und im Jahr 2015 bereits rd. 132 %. Sollte der Schuldenstand im gleichen Ausmaß weiter steigen, so wird Italien in fünf Jahren eine Gesamtverschuldung von rd. 150 % erreichen. Im Falle einer höheren Inflation oder einer Bonitätsverschlechterung wird dieser Wert bereits früher erreicht. Seit rund acht Monaten sind auch Kapitalabflüsse aus Italien zu beobachten. Der *Target 2 Saldo* Italiens (= Forderung oder Verbindlichkeit der jeweiligen Notenbanken in der Eurozone) ist bereits höher als zur Zeit der Finanzkrise, und liegt schon bei ca. minus 350 Mrd. €.

Nord-Euro und Süd-Euro?

So ist es nicht verwunderlich, dass Martin Feldstein (US-Ökonom, Reagan-Berater) aktuell wieder seine Skepsis zum Euro – „Der Euro wurde von Anfang an falsch konstruiert“ – wiederholte, und für eine Nord-Süd-Aufspaltung plädiert, da der erwartete Effekt der Währungsunion ausgeblieben sei: Weder die Produktivität noch die Einkommen seien gestiegen. Gleichzeitig sei in Ländern wie Italien oder Spanien die Arbeitslosigkeit und in der Folge die politische Unzufriedenheit gewachsen. Zusätzlich kämpfe Europa mit den hohen Zuwanderungsquoten. Wie man am Beispiel Italien gesehen hat, ist in manchen Ländern der politische Widerstand gegenüber Veränderungen zu groß und es macht es auch keinen Sinn, wenn man die staatlichen Ausgaben erhöht. Zur Idee eines Nord- und Süd-Euro sieht Feldstein keine Alternative.

Risikoaufschläge bei Bonds steigen

Das steigende Problem der Schuldentragfähigkeit Italiens, also die Bedienbarkeit der Schulden jetzt und in Zukunft, ist auch aus dem Rating ersichtlich. Während die drei großen Ratingagenturen Italien mit unterschiedlichen BBB-Ratings bewerten, ist die kanadische Ratingagentur DBRS noch bei A. Sollte sich dieses Rating künftig verschlechtern, so muss die Europäische Zentralbank (EZB) höhere Abschläge bei italienischen Staatsanleihen verbuchen, welche z.B. von italienischen Banken der EZB als Sicherheit für die Bereitstellung liquider Mittel gegeben werden.

Aktuell befinden sich die Zinsen der zehnjährigen italienischen Staatsanleihen bei rund 2,10 %. Im Vergleich dazu Deutschland: 0,42 % (vor der EZB Entscheidung vom 8.12.2016: 0,35 %). Der Politik der EZB ist es zu verdanken, dass Italien nicht bereits wesentlich höhere Zinsen zahlen muss. Die EZB stößt im Rahmen ihres QE-Programms („Quantitative-Easing-Programms“ - Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt) aber bald an die Grenzen. Nach geltendem EU-Recht ist die EZB im Rahmen der Währungspolitik für eine stabile Währung sowie Preise verantwortlich. Gemäß Artikel 123 des Maastricht Vertrages ist die monetäre Staatsfinanzierung – z.B. der Kauf von Wertpapieren überschuldeter Mitgliedsstaaten – ausdrücklich verboten.

EZB verlängert QE-Programm

In der EZB Sitzung vom 8. Dezember 2016 hat EZB-Präsident Mario Draghi die Verlängerung des QE-Programms bis Dezember 2017 verkündet. Das monatliche Kaufvolumen sinkt jedoch ab April 2017 von 80 auf 60 Mrd. Euro. Da aber die Laufzeit auf 1 – 30 Jahre geändert wurde, was einer Erhöhung des Kaufvolumens um ca. 540 Mrd. Euro entspricht, kann man davon ausgehen, dass die von der EZB definierte Obergrenze von 33 % an italienischen Staatsanleihen für Käufe bis Ende 2017 reichen wird. Die EZB bezog sich in ihrer Entscheidung auf das angestrebte Inflationsziel von

2 %, hielt sich aber alle Optionen hinsichtlich zwischenzeitlicher Adaptierungen offen. Interessant ist auch die Information, dass die EZB künftig Anleihen mit einer Rendite von unter -0,4 % (bei Notwendigkeit) ankaufen wird. Die EZB bewegt sich daher mit der aktuellen Entscheidung auf einem schmalen Pfad zu gleichsamem „Eurobonds“ und spiegelt den starken Willen zum Erhalt des Euro in der derzeitigen Form wider. Der Markt reagierte mit einem geringen Anstieg bei den Renditen sowie einer Abschwächung des Euros.

Drohende Kreditklemme

Ein großes Problem stellen auch die notleidenden Kredite bei den italienischen Banken dar, welche ein Volumen von rd. 360 Mrd. Euro aufweisen. In Prozent des BIP sind diese im Vergleich zum Durchschnitt im Euroraum (Jahr 2015) nahezu doppelt so hoch. Eine Kapitalisierung der Banken, also die Aufbringung von Eigenkapital, wäre dringend notwendig, um – neben der Abdeckung von Kreditausfällen – auch der Wirtschaft Kredite zur Verfügung stellen zu können. Auf Grund bestehender EU-Regularien darf eine Staatshilfe erst nach Inanspruchnahme der Bankeigentümer und -gläubiger (zumeist italienische Kleinsparer) erfolgen. So muss z. B. die drittgrößte Bank Italiens, die Banca Monte dei Paschi di Siena SpA bis Jahresende eine Kapitalerhöhung von 5 Mrd. Euro tätigen, um Verluste aus dem Verkauf von notleidenden Krediten decken zu können. Sollte dies nicht gelingen, so könnte es in Folge zu einem Abwicklungsverfahren kommen. Die italienischen Banken benötigen daher für die Beschaffung von Eigenkapital ein stabiles politisches System. Die Rettung der italienischen Banken ist darüber hinaus wegen der Finanzierung der Staatsschuld Italiens von Bedeutung: Die mit Abstand größten Gläubiger sind mit rund 22 % italienischen Banken. Grundsätzlich wird allerdings erwartet, dass eine Lösung zur Banken-Kapitalisierung gefunden wird.

Das Kreditwachstum wird nicht nur durch den Kapitalmangel der Banken, sondern auch durch neu auferlegte Regulatoren der EU gebremst, was noch zusätzliche Kosten verursacht und aufgrund der Zinslandschaft künftig immer schwerer wiegen wird. Mit diesem Problem sind ebenso Banken außerhalb Italiens konfrontiert, seit die zuvor mangelnd durchgeführte Kreditüberwachung EU-weit gesetzlich geregelt wurde.

Eine Intensivierung des Kreditgeschäfts in Italien bzw. generell wäre z.B. im Rahmen des bestehenden Programms für EU-Kleinunternehmen (Europäisches Mittelstandsportal) möglich. Derartige KMU-Kredite könnten zur notwendigen Steigerung der Produktivität in Italien beitragen. Dafür bräuchte es aber im Vorfeld zahlreiche Reformen, insbesondere eine weitere Verbesserung der Zahlungsmoral der öffentlichen Hand, welche nur eine Regierung mit breiter Akzeptanz in der Bevölkerung nach raschen Neuwahlen schaffen würde.

Austritt aus Eurozone?

Fallweise wird mit einem möglichen Austritt Italiens aus dem Euroraum spekuliert. Ein Referendum dazu kann auf Grund der Verfassung jedoch nur vom Parlament initiiert werden. Die Wahrscheinlichkeit eines ITALEXIT steigt somit für den Fall, dass die Rechtspopulisten an die Macht kommen. Italien weist aber nicht die Wirtschaftskraft von Großbritannien auf, so dass derartige Pläne mangels Umsetzbarkeit ziemlich rasch verworfen werden sollten. Gemäß aktueller Umfrage wird ein solcher Schritt von nur ca. 15 % der italienischen Bevölkerung befürwortet.

Renzis Scheitern

Mit seinem Vorstoß eines Referendums zur Verfassungsreform am 4. Dezember 2016 ist Ministerpräsident Matteo Renzi (Partito Democratico) mit einer Ablehnung von rund 60% kläglich gescheitert. Das italienische Zweikammersystem sollte geändert werden. Geplant war, die nahezu gleichen Rechte des Abgeordnetenhaus und des Senats auf das Abgeordnetenhaus zu übertragen, so dass Gesetze zu notwendigen Reformen schneller gebilligt und umgesetzt werden können. Beim entmachteten Senat war beabsichtigt, dass die Senatoren (Reduzierung von 315 auf 100) künftig von den Regionalräten und Bürgermeistern entsandt werden. Die erforderliche Zustimmung des Senats wäre auf z.B. Verfassungsänderungen oder Ratifizierung europäischer Abkommen reduziert worden.

Ausständig ist noch der für Anfang 2017 erwartete Entscheid des Verfassungsgerichts zum neuen Wahlgesetz (Mai 2015) welches vorsieht, dass der Sieger bei einer notwendigen Stichwahl 54 % der Sitze erhält, und somit die Bildung einer stabilen Regierung sichergestellt werden kann.

Zum Scheitern des Referendums trug auch die geplante Zentralisierung des aktuell föderalen Systems bei. Nach dem Rücktritt Renzis hat sich Staatspräsident Sergio Mattarella für die Bildung einer Übergangsregierung bis zu den vorgezogenen Wahlen im Jahr 2017 entschieden. Beauftragt wurde der italienische Außenminister Paolo Gentiloni (Kommunikationsexperte und Politologe).

Die Europa-kritische Partei um Beppe Grillo (Movimento 5 Stelle – M5S) strebt Neuwahlen an. Die M5S fordert eine ihres Erachtens modernere Politik in den Bereichen Energie, Transport und Infrastruktur, eine gerechte Bildungspolitik sowie eine den regionalen Strukturen gerechtere Wirtschaftspolitik. Aber auch die rechtspopulistische Lega Nord spricht sich für Neuwahlen aus. Begründet wird dies mit dem Argument, dass Italien es sich nicht leisten könne, monatelang über ein neues Wahlrecht zu diskutieren. Und auch Renzi spricht sich für rasche Neuwahlen aus.

Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte Ihren Kundenberater.