

Sorge um Europa: Schuldenkrise und (drohendes) Defizitverfahren gegen Italien – wie geht es weiter?

Die Euro-Finanzminister sind angesichts der geplanten Ausgabenerhöhung des hoch verschuldeten Italiens in Besorgnis. Die EU-Kommission verzichtete zwar vorerst auf ein Defizitverfahren, obwohl die italienische Regierung die EU-Haushaltvorschriften noch immer nicht erfüllt und die Staatsfinanzen Italiens weiterhin Anlass zur Sorge geben. Aber sollten die getroffenen Vereinbarungen zwischen der EU-Kommission und der Regierung in Rom nicht eingehalten werden, könnte bis Februar doch noch ein Strafverfahren eingeleitet werden. Stürzt Italien Europa in eine neue Krise?

Dirk Meyer*

Der Fortbestand der Europäischen Währungsunion wird durch Italien infrage gestellt

»Scheitert der Euro, dann scheidet Europa«. Dieser Satz aus der Regierungserklärung Angela Merkels vom 19. März 2010 wurde zum Leitspruch für die »Euro-Rettung« von Beginn an. Doch nicht die Stabilität des Kreises der Mitglieder der Europäischen Währungsunion (EWU), sondern die Stabilität der Euro-Währung (Art. 127 AEUV) sowie das Verbot der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) und das Bailout-Verbot (Art. 125 AEUV) sind der Auftrag. Weder Griechenland als kleines Land mit 1,6% des BIP der Eurozone, noch Großbritannien (Brexit) als Nicht-Euromitglied stellen eine Bedrohung für diese Ziele dar. Die eigentliche Gefahr in zweierlei Hinsicht ist Italien: Mangelndes Können und Wollen der italienischen Entscheidungsträger gefährden die Stabilität des Euro, die Mitgliedschaft Italiens in der EWU und letztlich den Bestand der Währungsunion insgesamt (vgl. auch Meyer 2018a, S. 22 f.).

MANGEL AN POTENZIAL UND MOTIVATION – ENTZUG DER VERTRAUENSGRUNDLAGE

Bei einem Anteil von 15% des Eurozonen-BIP hält Italien 23% der Euro-Staatsverschuldung. Eine Schuldenquote von 132% und ein laufendes Defizit

von über 2% sind das Spiegelbild. Bereits bei Aufnahme in die EWU lag die Schuldenquote mit 110% etwa doppelt so hoch wie als Konvergenzkriterium vorgesehen. Die Aufnahme war ein politisches Zugeständnis. Seither hat das Land auch das Defizitkriterium von 3% neunmal überschritten. Ein überaus geringes Wirtschaftswachstum von im Durchschnitt 0,5% (2000–2009) und – 0,4% (2010–2014) mit einem folgenden Anstieg auf 1,5% (2017) lassen Zweifel an der langfristigen Schuldentragfähigkeit aufkommen. Zudem prägt den Bankensektor, bedingt durch den hohen Bestand an Staatspapieren von 433 Mrd. Euro (Stand: September 2018), eine starke Abhängigkeit vom Staat. Sie übersteigen bereits das Eigenkapital von 400 Mrd. Euro. 264 Mrd. Euro (entsprechend 13%/BIP) aller Bankkredite gelten als ausfallgefährdet (Stand: Oktober 2017).

Zwei Indizien machen die Gefahren einer Staatsinsolvenz und einer umfassenden Bankenkrise offensichtlich. Zum einen sind die italienischen Target-Defizite seit 2011 auf 492 Mrd. Euro (Stand: November 2018) angestiegen. Generell ist dies ein Zeichen, dass das Vertrauen in das italienische Bankensystem und den Staat gestört ist. So können Importe nicht durch Kredite zwischen Geschäftsbanken der jeweiligen Länder finanziert werden. Vielmehr wird der Umweg über eine Geldschöpfung durch die nationalen Notenbanken unter Einbezug der EZB notwendig. Erlöse aus dem Verkauf italienischer Staatsanleihen an die EZB verbleiben nicht im Land, sondern werden etwa in Deutschland investiert.¹ Auch eine Kapitalflucht wird so finanziert. Zum anderen ermöglicht das so-



Dirk Meyer

* Prof. Dr. Dirk Meyer ist Inhaber des Lehrstuhls für Ordnungsökonomik an der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

¹ Laut Zentralbankpräsident Ignazio Visco haben ausländische Investoren ihre Anlagen in Italien zwischen Mai und August diesen Jahres um 82 Mrd. Euro verringert, darunter 67 Mrd. Euro Staatsanleihen (vgl. Piller 2018).

genannte ANFA-Abkommen den Erwerb von Wertpapieren – beispielsweise Staatsanleihen – durch die nationalen Notenbanken. De facto ist dies eine autonome Geldschöpfung, die lange Zeit außer Acht blieb. Dieser ›Geldeigendruck‹ machte 2017 etwa 13% der Bilanzsumme der Banca d'Italia aus. Rechnet man die Staatsanleihekäufe der Banca d'Italia im Rahmen des SMP- und des PSPP-Programms hinzu, dann erhöhen sich die Eigengeschäfte auf 46% der Bilanzsumme.² Das Refinanzierungsvolumen des italienischen Staates an fälligen Anleihen betrug von Juni bis Dezember 2018 ca. 136,1 Mrd. Euro (vgl. hierzu Lenz 2018, S. 3). Im Rahmen der PSPP-Anleihekäufe dürften entsprechend dem italienischen EZB-Kapitalanteil 18,4 Mrd. Euro durch Neukäufe und etwa 12,7 Mrd. Euro durch eine Wiederanlage fälliger Anleihen von der Banca d'Italia und der EZB angekauft worden sein. Für 31,1 Mrd. Euro (22,9%) hatte Italien demnach einen sicheren Absatz seiner Anleihen. Die Wertung als *monetäre Staatsfinanzierung* liegt nicht fern.³

Problematisch wird diese national initiierte Geldschöpfung insbesondere dann, wenn sie von den Eurostaaten asymmetrisch vorgenommen wird. Denn für eine Einheitswährung gilt der Grundsatz der *Kongruenz von Emissions- und Geldannahmemeinschaft*. Er ist die Stabilitätsvoraussetzung einer jeden Währungsunion. Er verhindert eine Aushöhlung des Zentralbankmonopols der Geldschaffung durch die Nationalstaaten. Entsprechend obliegt es dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB), »die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen« (Art. 127 Abs. 1 AEUV). Durch die nationale Geldschöpfung wird nationales Zusatzgeld erzeugt. Im Ausmaß der – gemessen am EZB-Kapitalanteil – ungleichgewichtigen nationalen Geldschöpfung (zunächst) auf eigene Rechnung zerbricht diese Kongruenz. Wie die Untersuchung von Hansen und Meyer⁴ zeigt, ist die Abweichung insbesondere für Italien besonders hoch.

Die *Gefahren* für die Kernländer wie auch für die EWU in ihrer Gesamtheit werden offensichtlich, wenn ein mangelnder Common Sense und/oder die fiskalisch-ökonomische Heterogenität der Mitgliedstaaten – wie im Fall Italiens – nationalen Interessen Vorrang gebietet: eine Liquiditätsversorgung nationaler Banken und Unternehmen, die wegen Altlasten nur schwer einen Kreditzugang auf dem freien Kapitalmarkt finden; die Substitution einer marktlich-fiska-

lischen Staatsfinanzierung über Steuern und Marktkredite durch eine monetär unterstützte Finanzierung des Staatshaushalts; die Finanzierung einer Kapitalflucht/eines Bank Runs sowie die Erzielung nationaler Seigniorage.

Scheint schon das *Potenzial* für einen Verbleib in der EWU als fragwürdig, so kommt eine mangelnde *Motivation* der italienischen Politik zur Einhaltung der Regeln hinzu. Von Beginn an waren die unterschiedlichen Regierungen gegen die strengen Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts und schließlich für eine Aufweichung des zwischenzeitlich verschärften fiskalischen Regelwerks. Allerdings bestand bislang ein Grundkonsens hinsichtlich der Gültigkeit dieser Regeln. Die jetzige Regierung besteht hingegen aus euroskeptischen bzw. eurofeindlichen Parteien. Sie lehnen den Fiskalpakt ab, fordern seine Abschaffung, plädieren für eine institutionalisierte Schuldenvergemeinschaftung und haben in der jüngsten Vergangenheit ihre Absicht zur Parallelwährung bzw. zum Euro-Austritt betont. Im Haushaltskonflikt mit der EU-Kommission entfiel zeitweise jegliche Gesprächs- und Kompromissbereitschaft. Es droht ein Entzug der gegenseitigen Vertrauensgrundlage. Ohne Vertrauen werden auch die Sanktionsinstrumente eines Defizitverfahrens wirkungslos. Wirksame Sanktionen werden vornehmlich die Kapitalmärkte aussenden. Gemeinhin gilt als Referenz der Risikozuschlag auf eine (sichere) zehnjährige Bundesanleihe. Mitte November 2018 betrug dieser Spread 3,1 Prozentpunkte. Bei 4 Prozentpunkten werden Schwierigkeiten für die italienische Banken vorhergesagt, die aufgrund des Wertberichtigungsbedarfes neues Eigenkapital benötigen werden. Erfahrungen aus den Staatsschuldenkrisen Griechenlands zeigen zudem, dass ein Land ab einem Zuschlag von 450 Basispunkten den Marktzugang verliert (*skyrocket*) (vgl. Meyer 2018b, S. 409).

DAS TRILEMMA UND HANDLUNGSOPTIONEN

Damit stehen die übrigen Mitglieder der EWU vor einem *Trilemma*. Zunächst: »*too big to fail*« versus »*too big to bail*«: Einerseits ist Italien zu groß, um ohne Gefahren für die EWU insolvent zu gehen. Andererseits wäre eine Rettung ähnlich Griechenlands über die Rettungsfonds zu teuer. Schließlich würde Italien ein streng konditioniertes Hilfsprogramm (Art. 136 Abs. 3 AEUV) ablehnen. Aus europäischer und italienischer Sicht entstehen drei Handlungsoptionen:

Option 1: Transferunion

Ein supranationaler Europäischer Währungsfonds (EFW) könnte permanente Transfers leisten (vgl. Meyer 2018c). Dieser würde gemäß dem Vorschlag der EU-Kommission vom Dezember 2017 einen Nothilfefonds im Sinne des ESM-Rettungsfonds, eine Letztsicherung für den Bankenabwicklungs-

² Berechnungen des Autors auf der Grundlage der Banca d'Italia (2018, S. 41 f.).

³ Eine besondere Brisanz erfährt der Ankauf eigener Staatsanleihen durch das Verbot von Primärmarktankäufen. In einer Veröffentlichung der Bundesbank wurde für Sekundärmarktankäufe »eine Karenzzeit von fünf Tagen« genannt, »bevor eine neu emittierte Staatsanleihe gekauft werden darf.« Eistert (2018, S. 90). In einer aktualisierten Online-Version wurde diese konkrete Angabe entfernt. Vgl. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/759192/f0b0769d-486635e277648ff424b962df/mL/wochenschau-sonderausgabe-data.pdf>, aufgerufen am 12. November 2018.

⁴ Vgl. hierzu ausführlich Hansen und Meyer (2017a; 2017b). Darüber hinaus nutzen Griechenland und Irland die national-autonome Geldschöpfung im Verhältnis zu ihrem Kapitalanteil an der EZB besonders intensiv (vgl. Hansen und Meyer 2017a, S. 235 für 2015 und 2017b, S. 520 für 2016).

fonds (SRF), einen »Stabilisierungsfonds« für den Fall asymmetrischer Schocks, einen »Konvergenzfonds« zur Finanzierung technischer und finanzieller Hilfen zugunsten beitragswilliger Länder und einen »Reform-Finanzierungsfonds« zur Unterstützung von Strukturreformen umfassen. Die Beschlüsse vom Dezember 2018 setzen bereits Teile davon um. Neben der Sozialisierung von Kosten einer Bankenabwicklung auf EU-Ebene käme ein Europäischer Einlagen-sicherungsfonds hinzu. Konsequenz: kollektiv-europäisches Siechtum mit Unzufriedenheit auf allen Seiten – es wird zu wenig gegeben und gleichzeitig zu viel genommen. Die Risikovergemeinschaftung führt zu steigenden Risiken.

Option 2: Reinstitutionalisierung von Fiskalpakt und No-Bailout/»Liro«

Konsequenz: Italien bekommt akute Liquiditätsprobleme, und es droht die Insolvenz. Einher gehen erhebliche Turbulenzen und Gefahren für den Fortbestand der EWU. Um den fälligen Zahlungsverpflichtungen gegenüber privaten Dienstleistern staatlicher Aufträge, den Steuererstattungen und den zusätzlichen Ausgaben aus umgesetzten Reformversprechen an Sozialhilfeempfänger und Rentner problemlos und ohne Beanspruchung des Kapitalmarktes nachkommen zu können, beschließt die italienische Regierung annahmegemäß per Dekret die Einführung von Minibots als Zahlungsmittel.⁵ Dieser »Liro« (italienischer Euro) ist ein *nationales Regierungsgeld* – eine Art *Euro-Zweitwährung*. Es sind staatliche Schuldscheine, die unverzinst und ohne Ablaufdatum dem Papiergeld gleich kommen. Um den Einsatz für alltägliche Transaktionen möglich zu machen, soll der »Liro« in einer Stückelung von 5 bis 500 Euro emittiert werden. Da der Barwert eines solchen Papierses finanzmathematisch den Wert von null annimmt, ergibt sich der Zahlungswert lediglich dadurch, dass die Regierung den »Liro« zum einen als Monopolemittent ausgibt und die Zweitwährung somit prinzipiell knapp ist. Zum anderen kann die Regierung den Gebrauch des »Liro« befördern, indem sie ihn – neben dem Euro – zum schuldbefreienden, gesetzlichen Zahlungsmittel für Verträge mit Inlandsbezug erklärt. Per Dekret könnten zudem alle bestehenden inländischen Forderungen und Verbindlichkeiten in »Liro« umgewandelt werden.⁶ Damit kann das Regierungsgeld den inländischen Wirtschaftskreislauf durchdringen.

⁵ So der Vorschlag des Lega-Wirtschaftssprechers, Claudio Borghi (vgl. <https://www.youtube.com/watch?v=Tz05I-U8Gz8>, aufgerufen am 13. November 2018) Der Begriff Minibot leitet sich aus BOTS (Buoni del Tesoro) her. Dies sind kurzlaufende Geldmarktpapiere des italienischen Staates mit einer Laufzeit von zwölf Monaten und einer Stückelung im Mindestwert von 1 000 Euro. Der italienische Staat (Stand: 30. Mai 2018) finanziert sich im Umfang von 113 Mrd. Euro (5% der Staatsschulden) durch BOTS (vgl. Lenz 2018, S. 4, ausführlich zum »Liro« Meyer 2018d).

⁶ Dies käme einer enteignungsgleichen Währungsreform gleich, weshalb sich die Italiener bereits weit im Vorhinein diesem Eingriff antizipativ durch die Umwandlung ihrer Eurosicht- und -spareinlagen in Bargeld oder einen Transfer in den weiteren Euroraum als sicheren Hafen entziehen werden. Ein Indiz mag die Entwicklung der

Italien hat somit zwei Währungen: Als Vertrags- und Zahlungswährung würde der »Liro« für die alltäglichen Geschäfte im Inland dominieren. Bei Zahlungen auf Ziel und bei Ratenzahlungen, bei langfristigen Verträgen mit wiederholten Leistungs- und Zahlungsvorgängen (Löhne, Mieten, Abos) sowie bei einem zeitlichen Auseinanderfall von Leistung und Gegenleistung (Lebensversicherungen, Sparverträge) würde als Vertragswährung vermutlich der Euro eher gewählt werden, um Wertverluste eines inflationierenden »Liro« auszuschließen. Jedoch ist Geld ein Netzwerkgut, dessen Nutzen mit zunehmender Durchdringung für die Geldhalter steigt. Dem steht die Verwendung zweier Währungen parallel zu gleicher Zeit in einem Land tendenziell entgegen. Deshalb könnte als Zahlungsmittel auch bei langfristig angelegten Verträgen weiterhin der zum tagesaktuellen Eurokurs umgerechnete »Liro« dienen. Die Vertragswährung Euro würde eine Entwertung des »Liro« bei seiner gleichzeitigen Nutzung als Zahlungsmittel umgehen. Schließlich dürfte der »Liro« kaum bei Verträgen mit Auslandsbezug Verwendung finden. Da die Euroschulden in abgewerteter »Liro« zu bedienen wären, wäre ein Schuldenschnitt Italiens wahrscheinlich. Er würde zu 48% inländische Gläubiger treffen.⁷

Der *relative Wert des »Liro«* im Verhältnis zum Euro ergibt sich aus der Höhe des Primärdefizits, das laufend durch die Ausgabe des Regierungsgeldes finanziert wird – ein klassisches Gelddrucken der Regierung. Darüber hinaus sind die Erwartungen bezüglich seines zukünftigen Geldwertes wesentlich. Da die Regierung Wahlversprechungen gemacht hat, die bei Realisierung mit erheblichen, periodisch wiederkehrenden Mehrausgaben verbunden wären, dürfte der »Liro« mit hohen Inflationserwartungen verbunden sein. Folglich wird vorzugsweise der Euro die wichtige Funktion eines Wertaufbewahrungsmittels erfüllen. Deshalb wird ein Wechselkurs Euro/»Liro« entstehen, bei dem der Regierungs-Euro »Liro« mit einem Abschlag zum Euro gehandelt wird. Er wird zum Euro zweiter Klasse.

Option 3: Kernwährungsunion und Zulassung einer italienischen Parallelwährung

In Kombination mit Option 2 wird der Euro-Austritt langfristig vorbereitet/erzwungen. Zeitgleich wären Schutzvorkehrungen für die Kernunion zu treffen. Target-Kredite müssten fortan mit werthaltigen Aktiva unterlegt werden. Außerdem müssten Kapitalverkehrskontrollen rechtzeitig erlassen werden, um eine Kapitalflucht einzugrenzen und Probleme einer Über-

Target-Salden während der Regierungsbildung von April bis Mai 2018 geben. Für Deutschland stieg der Saldo in diesem Zeitraum von 902,4 auf 956,1 Mrd. Euro, während er für Italien von minus 426,1 auf 464,7 Mrd. Euro anstieg. Zu den aktuellen Salden vgl. <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004859>.

⁷ Vgl. Frühauf (2018), der sich auf eine Untersuchung der Commerzbank bezieht.

schussgeldmenge in der Kernunion nach dem Austritt zu vermeiden.

FAZIT

Einen selbstbestimmten Weg aus dem Trilemma bieten aus europäischer Sicht vornehmlich die Optionen 2 und 3. Option 3 scheint die für den Fortbestand der EWU und der EU die tragfähigste, aber auch in der Durchführung schwierigste Alternative zu sein. In jedem Fall werden die Kosten für Deutschland als Gläubigerland immens. Sowohl die Stabilität des Euro wie auch der Zusammenhalt der Währungsunion und der EU stehen auf dem Spiel.

LITERATUR

- Banca d'Italia (2018), *Annual Accounts 2017*, Rom.
- Eistert, T. (2018), »Die Politik der »quantitativen Lockerung« – Worum geht es und welche Ziele werden damit verfolgt?«, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Geld und Geldpolitik*, Wochenschau Verlag, Frankfurt am Main, 88–93.
- Frühau, M. (2018), »Italiens Risikoaufschlag steigt deutlich«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 29. Mai, 23.
- Hansen, A. und D. Meyer (2017a), »ANFA – National Money Creation as an Existential Threat to the Currency Union?«, *Intereconomics* 52(4), 230–237.
- Hansen, A. und D. Meyer (2017b), »ANFA – A National Licence to Print Money within the Eurosystem?«, *Journal of International Banking Law & Regulation* 32(12), 513–525.
- Lenz, D. (2018), *EWU-Politik: Das Risiko einer Italien-Pleite – ein Szenario*, Research-Publikation der DZ BANK AG, verfügbar unter: https://bielmeiersblog.dzbank.de/wp-content/uploads/2018/06/EWU-Politik_Das_Risiko_einer_Italien-Pleite_ein_Szenario_05062018.pdf, aufgerufen am 23. August 2018.
- Meyer, D. (2018a), »Der Fortbestand der Europäischen Währungsunion hängt von Italien ab«, in: Ludwig-Erhard-Stiftung (Hrsg.), *Wohlstand für alle – 70 Jahre Währungsreform*, Ludwig-Erhard-Stiftung, München, 22–23.
- Meyer, D. (2018b), »Schuldenerleichterungen für Griechenland – ein Überblick«, *Wirtschaftsdienst* 98(6), 405–410.
- Meyer, D. (2018c), »Europäischer Währungsfonds – Zum Vorschlag der EU-Kommission«, *Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*, 23. März, verfügbar unter: <http://www.ludwig-erhard.de/orientierungen/europaeischer-waehrungsfonds-zum-vorschlag-der-eu-kommission/>.
- Meyer, D. (2018d), »Minibots: Ein ‚Liro‘ als Parallelwährung für Italien?«, mimeo, Veröffentlichung im ersten Quartal 2019.
- Piller, T. (2018), »Italiens Staatschef fürchtet um Souveränität des Landes«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1. November, 17.

Berthold Busch* und Jürgen Matthes**

Der Kurs der Regierung schadet Italien

Italiens Wirtschaft ist zum Spielball der populistischen Regierung in Rom geworden. Wie konnte es dazu kommen, wie sind wichtige Weichenstellungen der italienischen Regierungskoalition zu beurteilen und wie steht die Chance, dass die populistischen Regierungsparteien zur Raison gebracht werden können?

WIRTSCHAFTLICHE GRÜNDE FÜR DEN WAHLSIEG DER POPULISTEN

Die jüngsten Parlamentswahlen in Italien waren auch eine Reaktion auf die lange Wachstumsschwäche. Tatsächlich leidet Italien schon lange unter schwachem Produktivitätswachstum, einem zentralen Wachstumstreiber. In eineinhalb Dekaden seit der Jahrtausendwende ist die gesamtwirtschaftliche Arbeitsproduktivität (auf Basis der EU-KLEMS-Datenbank) mit kumuliert lediglich gut 1% kaum gestiegen, während sie im Euroraum mit knapp 9% und in Deutschland mit 17% sehr viel deutlicher zugelegt hat. Dies machte Italien anfällig. Als es mit der globalen Finanzkrise und der Euro-Schuldenkrise zu zwei kurz aufeinanderfolgenden (»Double-dip«)-Rezessionen kam, wirkte das wie ein K.O.-Schlag für das schon taumelnde italienische Wirtschaftsmodell, weil die Substanz vieler kleinerer Unternehmen und zahlreicher Banken stark geschwächt wurde.

Doch die italienische Politik reagierte nicht entschieden genug auf die strukturellen Probleme. Das macht der folgende Vergleich deutlich:

Ähnlich wie Italien wurde auch Spanien von den beiden genannten Krisen geschüttelt, zudem kam noch eine tiefe und lange Immobilienmarktkrise seit 2007 hinzu. Die spanische Regierung leitete in der akuten Phase der Euro-Schuldenkrise tiefgreifende Reformen auf Arbeits- und Produktmärkten ein (vgl. Matthes 2015) und reformierte im Rahmen eines ESM-Finanzsektorprogramms auch das notleidende Bankensystem. In der Folge sprang das Wirtschaftswachstum dort schon ab dem Jahr 2014 an und erreichte in den Jahren 2015 bis 2017 mit jeweils über 3% eine bemerkenswerte Dynamik.

Italien dagegen agierte nur sehr zögerlich. Es gelangen zumeist nur kleinere Reformen, eine Ausnahme ist eine beachtenswerte Arbeitsmarktreform (Jobs Act) unter der Regierung Matteo Renzi. Doch die ergriffenen Reformen konnten auch deshalb keine größere Wachstumsdynamik wie in Spanien entfachen, weil Italien ein Aufräumen im Bankensystem lange verschleppte. Aufgrund der Krise im Unterneh-

* Dr. Berthold Busch ist Senior Economist für Europäische Integration am Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.

** Jürgen Matthes ist Leiter des Kompetenzfelds »Internationale Wirtschaftsforschung und Konjunktur« am Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.

menssektor saßen zahlreiche Banken auf vielen notleidenden Krediten, die Kapital banden, das nicht für neue Investitionen zur Verfügung stand. Erst seit Ende 2016 hat sich daran merklich etwas geändert, so dass der Anteil notleidender Kredite deutlich zu sinken begann. Tatsächlich stieg das Wirtschaftswachstum im Jahr 2017 in Italien auf immerhin 1,6%. Doch die Arbeitslosigkeit blieb hoch, vor allem bei den jungen Arbeitnehmern und im Süden. Zudem ist das preisbereinigte Pro-Kopf-BIP in Italien nach einem anhaltenden Rückgang zwischen 2007 und 2014 gemäß IWF-Daten heute um rund 3% niedriger als im Jahr 2000.

Auf diesem Nährboden konnten die Populisten mit ihren vollmundigen Versprechen säen und ernten.

ITALIEN HAT AUCH STÄRKEN

Dabei könnte Italien durchaus mehr Wachstum generieren, wenn es seine Schwächen bekämpfte und seine Stärken besser nutzen würde. Schwächen liegen wie bei anderen südeuropäischen Staaten vor allem bei den niedrigen Werten für Forschungsausgaben, Bildungsniveau und Erwerbsbeteiligung. Doch – anders als etwa Griechenland – kann es mehrere nennenswerte Stärken aufweisen:

- Italien hat, im Gegensatz etwa zu Griechenland, eine breite industrielle Basis: Der Industrieanteil, gemessen am Anteil der Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes (NACE C) an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung, liegt mit 16,6% leicht über dem Durchschnitt der EU 28 und deutlich über dem in Griechenland, aber auch über dem in Frankreich und Spanien.
- Die italienische Volkswirtschaft verzeichnet Leistungsbilanzüberschüsse, das Land ist daher nicht auf Nettokapitalimporte angewiesen. Die Auslandsverschuldung ist gering, der Nettoauslandsvermögensstatus ist mit – 5,3% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) nur leicht negativ (vgl. Eurostat 2018).
- Der Zinsendienst für Italien fällt im langfristigen Vergleich aktuell weniger belastend aus. Der Datenbank AMECO zufolge sind die Zinsausgaben des italienischen Staates von 5,2% des BIP im Jahr 2012 auf 3,8% im Jahr 2017 gefallen; 1999 beim Eintritt in die Währungsunion waren es sogar noch 6,4%. Dies ist in erster Linie der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) zu verdanken.¹
- Als weiteres Aktivum der italienischen Volkswirtschaft wird auf den privaten Wohlstand verwiesen. Der auf die Haushalte bezogene Medi-

¹ Die weiteren Aussichten sind weniger günstig. Der italienischen Zentralbank zufolge hat der Zinsanstieg 2018 zu einem Mehraufwand von 1,5 Mrd. Euro geführt. Wenn die Zinsentwicklung mit den derzeitigen Markterwartungen übereinstimmt, rechnet die Bank mit einem Mehraufwand von 5 Mrd. Euro im Jahr 2019 und rund 9 Mrd. Euro im Jahr 2020 (vgl. Banca d'Italia 2018a). Damit würde sich die Zinsausgabenquote im Jahr 2020 gegenüber heute um knapp 0,5 Prozentpunkte erhöhen.

anwert lag 2014 bei 146 000 Euro, das ist deutlich mehr als in Deutschland mit 61 000 Euro oder in Frankreich mit 113 300 Euro (vgl. EZB 2017, S. 6).²

- Anders als bei der expliziten Staatsverschuldung ist Italien bei der impliziten Staatsverschuldung im internationalen Vergleich trotz seiner relativ starken Alterung sehr gut aufgestellt. Aufgrund früherer Reformen liegt die implizite Staatsverschuldung bei nahezu null (vgl. Peters et al. 2017). Sie ergibt sich durch die Berechnung der zukünftigen altersabhängigen staatlichen Leistungen (Renten, Pensionen, Gesundheit und Pflege), die sich bei aktueller Rechtslage angesichts der demographischen Entwicklung abzeichnen. Freilich verringert sich die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, wenn diese Reformen wie von der italienischen Regierung avisiert zum Teil rückgängig gemacht werden (vgl. Europäische Kommission 2018, S. 20). Auch eine schwächere Wachstums- und Produktivitätsdynamik verschlechtert das Verschuldungsprofil.

REGIERUNGSPOLITIK SCHÄDLICH FÜR WACHSTUM UND STAATVERSCHULDUNG

Tatsächlich hat die Regierung in Rom einen wirtschaftspolitischen Kurs eingeschlagen, der die angebotsseitigen Rahmenbedingungen und damit das längerfristige Wachstumspotenzial zu schwächen droht. Einige der beschlossenen oder angekündigten Maßnahmen, die zum Teil als Wahlgeschenke bezeichnet werden können, werden zudem den Staatshaushalt erheblich belasten. Statt auf die Stärken zu setzen und die Schwächen anzugehen, dreht Rom wichtige frühere Reformen zurück, die in die richtige Richtung gingen.

Bei dem geplanten Grundeinkommen oder Bürgereinkommen (Reddito di Cittadinanza – RdC) handelt es sich um eine monatliche Zahlung in Höhe von 780 Euro für Alleinstehende und bis zu 1 170 Euro für Familien mit fünf und mehr Mitgliedern. Es wird unter bestimmten Bedingungen für Arbeitslose, die auf Jobsuche sind (Grundsicherung für Arbeitslose), sowie für Rentner und Arbeitnehmer mit geringen Einkommen gezahlt (vgl. Blanchard et al. 2018; Europäische Kommission 2018, S. 14; Spalinger 2018). Die Kommission beziffert die jährlichen Kosten auf 9 Mrd. Euro oder netto 0,4% des BIP (vgl. Europäische Kommission 2018, S. 14). Da das Bürgereinkommen im internationalen Vergleich relativ hoch ist, besteht die Gefahr, dass durch einen hohen Anspruchslohn Arbeitsanreize gemindert werden.

Frühere Rentenreformen sollen zurückgenommen werden, indem die Vorruhestandsmöglichkeiten mit einer Maßnahme »Schwelle 100« wieder erleichtert werden. Dabei handelt es sich um eine Regelung, bei der die Mindestschwelle für den Vorruhestand

² Allerdings ist das durchschnittliche Vermögen der italienischen Haushalte seit 2010 rückläufig (vgl. Banca d'Italia 2018b).



Berthold Busch



Jürgen Matthes

auf ein Lebensalter von 62 Jahren und 38 Beitragsjahren festgelegt wird. Diese Maßnahme schlägt laut EU-Kommission ebenfalls mit 0,4% des BIP zu Buche (Europäische Kommission 2018, S. 14, S. 20). Unabhängige Schätzungen gehen davon aus, dass die jährlichen Kosten deutlich höher liegen dürften (vgl. Pillar 2018). Mit dieser Frühverrentungsmaßnahme wird die Nachhaltigkeit des Rentensystems geschwächt. Sie geht zudem auf Kosten jüngerer Arbeitnehmer. Weil ihre Abgabenlasten steigen, sinken ihre Arbeitsanreize, und weil sich ihre Arbeitskosten erhöhen, verringern sich tendenziell ihre Beschäftigungschancen.

Auch auf dem Arbeitsmarkt kommt es zu einer Reformumkehr. Mit dem vom Parlament im August verabschiedeten Gesetz (Decreto Dignità) hat die neue Regierung die Flexibilität bei befristeten Arbeitsverträgen reduziert und die Höhe der Abfindungen deutlich großzügiger ausgestaltet (vgl. Ba et al. 2018; Merler 2018). Arbeitsverträge dürfen nun maximal auf 24 Monate befristet werden, anstatt wie bisher auf 36 Monate. Nach Ablauf der ersten zwölf Monate muss der Arbeitgeber die Verlängerung besonders begründen. Die Anzahl der Verlängerungsmöglichkeiten wird von fünf auf vier gesenkt. Die Regierung Renzi hatte mit dem Jobs Act von 2015 unbefristete Arbeitsverhältnisse erleichtert und rigide Kündigungsregeln gelockert, indem sie Abfindungen gegenüber Wiedereinstellungsklagen stärker zur Regel machte. Mit der Erhöhung der Abfindungen und damit des Kündigungsschutzes dürfte die Dualität am italienischen Arbeitsmarkt eher wieder verschärft werden.

Neben diesen Maßnahmen dürften auch einige weitere Initiativen die angebotsseitigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Italien verschlechtern. Hierzu gehören Strafen für Produktionsverlagerungen in das außereuropäische Ausland ebenso wie Steuererhöhungen für Banken. Dem stehen einige wenige, grundsätzlich positiv zu wertende Vorhaben der neuen Regierung gegenüber, wie etwa vermehrte staatliche Infrastrukturinvestitionen, eine Steuersenkung (*flat tax*) für Selbständige sowie Privatisierungen. Bei einer genaueren Betrachtung erscheint das angebotsseitige Potenzial dieser Maßnahmen aber eng begrenzt (vgl. Blanchard et al. 2018). Auch der von der Regierung erhoffte nachfrageseitige Wachstumsstimulus dürfte sich in engen Grenzen halten, da die ergriffenen Maßnahmen die Zinsen erhöht haben und überwiegend am Konsum und nicht an den Investitionen ansetzen.

REGIERUNG VON MEHREREN SEITEN UNTER DRUCK

Die italienische Regierung ist mit ihrem populistischen und überwiegend wirtschaftsfeindlichen Kurs zuletzt zunehmend unter Druck geraten.

Erstens haben sich die wirtschaftlichen Perspektiven eingetrübt. So ist der ISM-Einkaufsmanagerindex für die Industrie im Jahresverlauf 2018 von

knapp 60 auf deutlich unter die Expansionsmarke von 50 gesunken. In Spanien kam es wie in anderen Euroländern zwar auch zu Rückgängen, diese fielen aber deutlich geringer aus. In der Folge sind die Konjunkturprognosen für Italien immer weiter gesenkt worden und gehen für 2019 wieder von einem Rückfall unter die 1%-Marke aus. Für die Regierung in Rom ist besonders relevant: Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote – anders als in Spanien – steigt seit dem Spätsommer wieder, nachdem sie zuvor zwar sehr langsam, aber im Trend relativ stetig gesunken war.

Zweitens zeigen sich Warnsignale auch auf dem Finanzmarkt. So stiegen die Risikoprämien auf italienische Staatsanleihen in der zweiten Mai-Hälfte rapide um rund 150 Basispunkte. Dies geschah im Zusammenhang mit der Publikation des Regierungsprogramms und von Spekulationen über einen möglichen Euro-Austritt Italiens, die zeitweilig von einzelnen Mitgliedern der Regierungskoalition geschürt wurden (vgl. SVR 2018). Höhere Zinsen können zu einer Gefahr für die italienische Staatsverschuldung und für die Solvenz italienischer Banken werden sowie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dämpfen, wie die folgenden Argumente zeigen.

Zwar erscheint die Tragfähigkeit der Staatsschulden bei dem derzeit (im Vergleich zum Jahr 2012) niedrigen Zinsniveau noch nicht gefährdet (vgl. Blanchard et al. 2018), auch weil die Durchschnittsverzinsung der in den nächsten Jahren auslaufenden Staatsanleihen etwas höher ist (vgl. IW-Forschungsgruppe Gesamtwirtschaftliche Analysen und Konjunktur 2018). Doch bei einer Rezession könnte sich die Lage schnell verschärfen. Dann dürfte die Staatsschuldenquote nicht länger auf dem aktuellen Niveau bleiben wie bei derzeitiger Planung, sondern deutlich steigen. Wenn erst einmal ernsthaftere Solvenzsorgen aufkommen, stellt sich die Frage, ob es ein Rettungsnetz für Italien gibt, wie es für Griechenland und Portugal zur Verfügung stand. Der Euro-Rettungsschirm in Form des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) wird Italien jedoch kaum helfen können. Denn er ist vom Volumen her zu klein, um Italien mit einem üblichen dreijährigen Vollprogramm stützen zu können (vgl. Matthes 2017). Zudem müsste die italienische Regierung als Vorbedingung einem umfassenden Reformprogramm zustimmen, was derzeit kaum vorstellbar erscheint. Ohne eine solche Übereinkunft mit dem ESM darf auch die EZB nicht, wie zuweilen in Italien gefordert, gezielt italienische Staatsanleihen aufkaufen, um Italien zu stabilisieren. Denn die EZB darf ihr OMT-Programm (*Outright Monetary Transactions*) ohne ESM-Reformprogramm nicht aktivieren. Italien ist unter den derzeit absehbaren Bedingungen auf sich allein gestellt. Das wird Investoren zusätzlich verunsichern, wenn sie erst einmal nennenswerte Zweifel an der italienischen Solvenz bekommen.

Bei stärker steigenden Zinsen auf italienische Staatsanleihen droht zudem eine Bankenkrise. Denn

Banken mit einem hohen Bestand an solchen Anleihen würden angesichts der mit dem Zinsanstieg einhergehenden Kursverluste erhebliche Abschreibungen vornehmen müssen, die ihr Eigenkapital mindern und aufzehren können. Möglicherweise liegt eine kritische Schwelle schon bei einem Zinsniveau von 4%, wie Analysten argumentieren (vgl. Krieger und Osman 2018). Höhere Zinsen auf Staatsanleihen führen in der Regel auch zu höheren Finanzierungskosten für die nichtfinanzielle Wirtschaft, die die Investitionsnachfrage der Unternehmen und die Konsumnachfrage der Konsumenten tendenziell dämpfen. An den Märkten für Unternehmensanleihen ist dies schon zu beobachten: Hier sind die Renditen zwischen März und Oktober 2018 je nach Anleihe im Durchschnitt um 1 bis 2 Prozentpunkte gestiegen (vgl. Leandro 2018). Zudem haben sich nach Angaben der EZB die Kreditbedingungen für Unternehmen in Italien zuletzt vor allem für risikoreichere Kredite verschärft, im Gegensatz zu den meisten anderen größeren Euroländern (vgl. EZB 2018).

Drittens kommt die italienische Regierung auch von Seiten der Politik unter Druck. Erst Anfang Dezember hat der einflussreiche Industrieverband Confindustria öffentlich und deutlich die Regierung kritisiert, was sonst in dieser Form nicht üblich ist. Darüber steht die italienische Regierung im Konflikt mit der Europäischen Kommission, die im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) mit der Eröffnung eines Verfahrens droht.

Dieser Druck von mehreren Seiten zeigt allmählich Wirkung. Die italienische Regierung hat begrenzte Korrekturen an ihren Haushaltsplänen in den Raum gestellt. Doch die Europäische Union sollte sich nicht auf nur minimale Zugeständnisse einlassen. Bedauerlicherweise machen die jüngsten Entwicklungen in Frankreich ein striktes Vorgehen nicht leichter. Obwohl die italienische Regierung die europäischen Fiskalregeln offen missachtet, drohen faule Kompromisse. Das würde wie Wasser auf die Mühlen rechter Populisten in Nordeuropa wirken – und das in der politisch sensiblen Zeit vor den Europawahlen im Mai 2019.

LITERATUR

- Ba, H., A. Brunetto und A. Guigné (2018), »Labour market reforms in Italy«, *Tresor-economics*, Nr. 228, Oktober, verfügbar unter: <https://www.tresor-economie.gouv.fr/Articles/2018/12/11/tresor-economics-no-228-labour-market-reforms-in-italy>, aufgerufen am 11. Dezember 2018.
- Banca d'Italia (2018a), *Financial Stability Report*, Number 2, November, verfügbar unter: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2018-2/en_FSR_2_2018.pdf?language_id=1, aufgerufen am 11. Dezember 2018.
- Banca d'Italia (2018b), *Survey on Household Income and Wealth, Historical Database version 10.0* (last update: 12/03/2018), verfügbar unter: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bilfam2016/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>, aufgerufen am 15. Dezember 2018.
- Blanchard, O., Á. Leandro, S. Merler und J. Zettelmeyer (2018), *Impact of Italy's Draft Budget on Growth and Fiscal Solvency*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, Nr. 18-24, Washington, D.C.
- Europäische Kommission (2018), *Italien, Bericht nach Artikel 126 Absatz 3 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union*, COM(2018) 809 final, vom 21. November 2018, Brüssel.
- Eurostat (2018), »Scoreboard für das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten«, Pressemitteilung, Nr. 181, 21. November 2018.
- EZB – Europäische Zentralbank (2017), »The Household Finance and Consumption Survey, Wave 2, Statistical tables«, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/hfcn/HFCS_Statistical_Tables_Wave2.pdf?58cf15114aab934bcd06995c4e91505b, aufgerufen am 15. Dezember 2018.
- EZB – Europäische Zentralbank (2018), *Bank Lending Survey*, Third Quarter, Frankfurt am Main.
- IW-Forschungsgruppe Gesamtwirtschaftliche Analysen und Konjunktur (2018), »Schwachwachstum bei auffrischendem Gegenwind – Prognose und IW-Konjunkturmfrage Herbst 2018«, *IW-Trends* 45(4), 3–27.
- Krieger, R. und Y. Osman (2018), »In Geiselhaft mit Rom«, *Handelsblatt*, 2. November, 9.
- Leandro, Á. (2018), »Italian Companies Face Higher Borrowing Costs Since Elections, Figure«, verfügbar unter: <https://piiie.com/research/piie-charts/italian-companies-face-higher-borrowing-costs-elections-0>, aufgerufen am 17. Dezember 2018.
- Matthes, J. (2015), »Krisenländer: Relevanz von Strukturreformen für Wachstum und Währungsraum«, *Wirtschaftsdienst* 95(2), 106–113.
- Matthes, J. (2017), »A European Monetary Fund – Considerations of Design, Politics and a Preliminary Evaluation«, *CESifo Forum* 18(3), 16–20.
- Merler, S. (2018), »Italy's Dignity Decree«, Bruegel Blog Post, verfügbar unter: <http://bruegel.org/2018/07/italys-dignity-decree/>, aufgerufen am 16. Dezember 2018.
- Peters, F., B. Raffelhüschen und G. Reeker (2017), *Ehrbare Staaten? Update 2017 – Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa*, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, Nr. 139, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Piller, T. (2018), »Viele Versprechen – wenig Wachstum«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 284, 6. Dezember, 19.
- Spalinger, A. (2018), »Italiens Sozialsystem muss nicht neu erfunden werden«, *Neue Zürcher Zeitung*, 24. November, 14.
- SVR – Sachverständigenrat zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2018), *Vor wichtigen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen, Jahresgutachten 2018/2019*, SVR, Wiesbaden.

Ansgar Belke* »ExItaly« – ein Spiel mit dem Feuer



Ansgar Belke

Im Zuge der Regierungsbildung in Rom sind Befürchtungen aufgekommen, wonach die euroskeptischen Kräfte von Lega und Fünf-Sterne-Bewegung einen Austritt der – gemessen am Bruttoinlandsprodukt – drittgrößten Volkswirtschaft des Euroraums aus dem Währungsverbund betreiben könnten. In den italienischen Medien und auch im Parlament wurde jedoch schon vor den italienischen Wahlen bereits seit 2017 intensiv diskutiert, ob man angesichts des »Austeritätsdiktats« der autokratischen und wegen ihrer permanenten hohen Leistungsbilanzüberschüsse merkantilistischen Deutschen nicht endlich aus der Eurozone austreten solle.

Diese Diskussion findet vor dem Hintergrund einer staatlichen Rekordverschuldung, seit Jahrzehnten viel zu niedriger Produktivität des Landes, dauerhaft geringerer Wachstumsraten als Portugal, Spanien und Frankreich und hoher struktureller Arbeitslosigkeit statt. Gar eine Serie zum Thema »ExItaly« gab die italienische Zeitung *Il Sole 24 ore* seit April 2017 heraus. Auch das italienische Abgeordnetenhaus debattierte jüngst das Thema »Italienische Staatsschulden in der Eurozone« (vgl. Belke 2017). Mein Rat an die Italiener lautete: Ein Austritt aus der Eurozone lohnt sich für das Land nicht. Vielmehr ist die bloße Diskussion hierüber, unabhängig von der Haushaltslage Italiens, ein Spiel mit dem Feuer. Was aber sind die Argumente dafür?

Zunächst lohnt ein Blick auf die europäische Währungsgeschichte Italiens. Gibt es Parallelen der heutigen »Euro«-Krise Italiens mit der Krise des europäischen Währungssystems in den 1990er Jahren, die Italien letztlich aus dem Europäischen Währungssystem herauskatapultierte und auch nach 1992/1993 noch für Italien-bezogene Turbulenzen an den Märkten sorgte? Zweifel über die Nachhaltigkeit der italienischen Staatsschulden waren nicht unter den Faktoren, die als Treiber der 1992/93 auftretenden Probleme verantwortlich gemacht wurden (vgl. Belke 2017; Gros 2014). 1995 jedoch wertete die Lira um mehr als 60% relativ zu ihrer 1992 im EWS vorherrschenden DM-Parität ab. Die Differenz des italienischen Langfristzinses zum DM-Zins stieg auf über 6%. Während dieser »Post-EWS«-Krisenperiode traten diverse kritische Aspekte der italienischen Staatsverschuldung zu Tage und führten zu Marktbedenken und Politikdebatten. Es ist genau diese Periode, die Lehren für die heutige Italien-Krise bereithält (vgl. Gros 2014).

Italiens Verhältnis der Staatsschulden zum BIP liegt heute leicht über 130%, also nur ein wenig höher als die etwa 120%, die bereits während der »Post-EWS«-Krise der 1990er Jahre erreicht wurden. Für ein gegebenes Verhältnis der Staatsschulden zum BIP ist der »Schneeball-Faktor«, d.h. die Differenz zwischen den Zinskosten und dem Wirtschaftswachstum, der Schlüsselindikator für die Nachhaltigkeit der Staatsschulden. Falls der Zinssatz größer als die Wachstumsrate ist, wird der Schuldenquotient wachsen und eventuell sogar explodieren. Es sei denn, das Land fährt durchgehend einen Primärüberschuss ein (vgl. Belke 2017).

Ein Vergleich der »Post-EWS«-Krise mit der aktuellen »Italien«-Krise verdeutlicht, dass der spekulative Druck heute viel geringer als damals ist (vgl. Gros 2014). Der »Schneeball-Faktor« bewegt sich heute stark unter dem Niveau der frühen 1990er Jahre. Und sein Maximum, das 2012 erreicht wurde, liegt deutlich unter dem Spitzenniveau der 1990er Jahre. Der »Spread« gegenüber den »risikofreien« deutschen Anleihen müsste sich demnach fast verdoppeln, damit wieder dasselbe Spannungsniveau wie 25 Jahre zuvor erreicht wird. Darüber hinaus belaufen sich die Zinszahlungen auf die italienischen Staatsschulden heute auf weniger als die Hälfte des Anteils während der 1990er Jahre. Und es würde heute mehrere Jahre dauern, bis sich höhere Zinsen in materiell höhere Zinsausgaben für den italienischen Staat übersetzen (vgl. Gros 2014; Belke 2017; 2018a).

Die durchschnittlichen Grenzkosten der Staatsverschuldung liegen nicht zuletzt wegen der günstigen Fälligkeitsstruktur heute noch unter 2%, das nominale BIP-Wachstum liegt leicht darüber. Somit ergibt sich noch eine schwarze Null beim Schneeball-Faktor, der Differenz zwischen den durchschnittlichen Grenzkosten der Staatsverschuldung und dem nominalen Wirtschaftswachstum – also ein Wert deutlich unter dem Niveau der frühen 1990er Jahre (vgl. Belke 2018b).

Eine statistische Auswertung Dollar- versus Lira-denominierter Risikoprämien auf Staatsanleihen für die 1990er Jahre legt nahe, dass die politischen und ökonomischen Kosten einer formalen Insolvenz Italiens (*fiscal risk*) damals von den Märkten viel höher eingeschätzt wurden als die Kosten eines Bruchs der Verpflichtung auf einen festen Wechselkurs oder das Zugeständnis höherer Inflation (*redenomination risk*) durch die italienische Regierung. Dies war bereits im Jahr 2014 (vgl. Gros 2014) und ist auch heute (vgl. Gros 2018) für Italien in der Eurozone ganz anders.

Gerade in den letzten Monaten sind die Risikoprämien auf italienische Staatsanleihen wieder deutlich angestiegen. Durch einen Vergleich von Zeitreihen für *Credit Default Swaps* und Staatsanleihen, die in unterschiedlichen Währungen (Euro versus US-Dollar) denominiert sind, lässt sich erneut zeigen, dass die Kosten eines Bruchs der Festlegung auf einen (unwiderruflich) festen Wechselkurs durch einen Aus-

* Prof. Dr. Ansgar Belke ist ad Personam Jean Monnet-Professor für Makroökonomik an der Universität Duisburg-Essen, Research Associate am Centre for European Policy Studies (CEPS), Brüssel, Senior Research Fellow am King's College, London, und Institute for the Study of Labor (IZA), Bonn, sowie derzeit Präsident der European Economics and Finance Society (EEFS).

stieg Italiens aus dem Euro von den Märkten viel höher als damals angesetzt werden (vgl. Gros 2014; 2018; de Santis 2015; Minenna 2017). Aktuell ist das *Redenomination risk* für etwa die Hälfte des gesamten Anstiegs der italienischen Spreads verantwortlich. Dies legt nahe, dass das Spielen mit der Idee eines Ausstiegs aus dem Euro für Italien (zum Beispiel durch einen Plan, der durch einen Minister der aktuellen italienischen Regierung unterzeichnet wurde) sehr kostenträchtig werden kann, selbst wenn das Land seine öffentlichen Finanzen »unter Kontrolle« hat (vgl. Gros 2018).

Eine bedeutende Schlussfolgerung aus den Erfahrungen mit der EWS- und »Post-EWS«-Krise der 1990er Jahre lautet folglich, dass sich ein hoch verschuldetes Land wie Italien eigentlich nirgendwo verstecken kann. Sollte das Land zu einer eigenen Währung zurückkehren, sähe sich Italien wie damals spekulativen Attacken auf den Wechselkurs und den Staatsanleihemarkt ausgesetzt. Denn anders als beispielsweise Japan, das Nettogläubiger gegenüber dem Ausland ist, gehört Italien zu den Ländern mit der weltweit höchsten Auslandsverschuldung in absoluten Zahlen. Gut ein Drittel der Staatsschulden des Landes besteht gegenüber dem Ausland. Bei einer Entscheidung für den Verbleib in der Währungsunion wäre das Land letztlich bei hohem und steigendem Schuldenstand (oder in Erwartung dessen bei selbsterfüllender Spekulation, vgl. de Grauwe 2011) ebenso Attacken ausgesetzt und müsste gegebenenfalls auf Liquiditätsunterstützung aus anderen Quellen, zum Beispiel durch die Notenbank und/oder die Vergemeinschaftung von Schulden, hoffen (vgl. Calvo 1988 und Obstfeld 1995).

Der teilweise Zusammenbruch des EWS und der Ausstieg Italiens 1993 legt in Bezug auf die Frage der Sinnhaftigkeit eines Ausstiegs des Landes aus der Europäischen Währungsunion eine falsche Fährte. Er kann aus Sicht Italiens kaum als Argument für einen Austritt aus der EWU dienen. Die Tatsache, dass es sich 1992/93 für Italien als unmöglich herausstellte, ein System fester Wechselkurse bei freien Kapitalmärkten zu verteidigen, bedeutet nicht automatisch, dass eine eigene Währung und flexible Wechselkurse das Land nach seinem EWU-Austritt gegen spekulative Attacken auf den Märkten für Staatsanleihen absichern würden. Die auf den EWS-Austritt 1993 folgenden historischen Erfahrungen Italiens, besonders im Jahr 1995, haben offengelegt, dass ein hoch verschuldetes Land selbst bei flexiblen Wechselkursen gezwungen werden kann, sehr hohe Risikoprämien zu zahlen. Aus einem Vergleich mit der EWS-Krise in den 1990er Jahren lässt sich also kein gewichtiges Argument für einen Euro-Austritt Italiens ableiten (vgl. Belke 2017; 2018a; Gros 2014).

Zudem sollte Italien in seinem Zorn auf den »Zuchtmeister« Deutschland bei seiner Entscheidung über den Verbleib in der Eurozone dem sich abzeichnenden langsamen Abstieg Deutschlands als politischer und ökonomischer Hegemon in Europa Rech-

nungstragen. Während der Finanzkrise und der europäischen Schulden- und Bankenkrise hatte Deutschland in der Tat noch eine Schlüsselposition inne. Die Wirtschaft des Landes erwies sich als stärker als diejenige anderer, und die Arbeitslosigkeit blieb niedrig. In dieser Phase lautete die Devise *Cash is King*, und die Regeln der Gläubiger dominierten das Krisengeschehen (vgl. Belke 2017; 2018a). Mittlerweile aber ist Liquidität überreichlich vorhanden, und die Renditen sind teils sogar negativ. Und Italien weist Leistungsbilanzüberschüsse auf, mit denen es allerdings Alitalia und seine finanziell unter Druck stehenden Geschäftsbanken über Wasser hält.

Angesichts der Ersparnisüberschüsse allerorten haben Gläubigerländer wie Deutschland keinen strategischen Vorteil mehr. Stattdessen kommen Fundamentaldaten Deutschlands wie eine schwache Demographie- und Produktivitätsentwicklung, wenn auch schwächer ausgeprägt als in Italien, allmählich zum Vorschein. Es gibt nur wenig Hinweise auf eine deutsche Outperformance beim Wachstum gegenüber dem Durchschnitt Frankreichs, Spaniens und Italiens. Die deutsche BIP-Wachstumsrate lag mindestens seit 1995 bis 2005, dann 2008 bis 2010 und erneut seit 2015 unterhalb der für Italien, Spanien und Frankreich gemittelten Wachstumsrate. Nach Prognosen des IWF wird das auch erst einmal bis 2020 so bleiben (vgl. Belke 2017).

Deutschland hat in den letzten Jahren zwar vom Investitionsboom in den »BRIC« profitiert, besonders in China. Brasilien und Russland haben sich jedoch von den BRIC erst einmal verabschiedet. Und die Wachstumsabschwächung in China (*Rebalancing*) bedeutet weniger chinesische Investitionen. Hiervon ist besonders Deutschland betroffen, das überproportional viele Investitionsgüter exportiert. Deutschland wird deshalb künftig nicht mehr systematisch die Rolle einer Konjunkturlokomotive für Europa spielen können (vgl. Belke 2017).

Zu den weiteren Faktoren einer Schwächung der deutschen Rolle in Europa zählt die Flüchtlingskrise. Zum ersten Mal musste Deutschland in Europa um Unterstützung und Solidarität bei seinen europäischen Partnern nachsuchen. Nicht wenige in Brüssel sprechen dabei mit nur mühsam versteckter Genugtuung von einem ersten »asymmetrischen« negativen Schock für Deutschland. Das Land müsse nun endlich einsehen, dass jedes europäische Land von derartigen Schocks getroffen werden könne. Zentralisierte europäische Versicherungssysteme gegen derartige Schocks seien deshalb sinnvoll (vgl. Belke 2017; 2018a). Das Hauptproblem der Flüchtlingskrise liegt im Mittleren Osten. Dort hat Deutschland aber nur wenig Einfluss. Schließlich verändert sich durch den absehbaren Brexit die Machtbalance in Europa. Hinsichtlich der Abstimmungsmacht rückt Frankreich an die Stelle Deutschlands als Median, denn mit Großbritannien verlässt ein marktliberales Land die EU (vgl. Belke 2017).

Vor dem Hintergrund all dieser Faktoren muss Italien einsehen, dass Deutschland zunehmend weniger in einer Position sein wird, den Partnerländern der Eurozone »Austerität« auferlegen zu können. Die Europäische Kommission ist in Bezug auf Italien ebenfalls nicht Willens dazu, nach dem Motto »weniger Austerität bedeutet mehr Flexibilität«. Ein Beispiel hierfür sind ihr weicher Umgang mit Frankreichs und Italiens schulden erhöhender Fiskalpolitik (»weil es Frankreich ist«) und die unterstützenden Einlassungen des EU-Kommissars Moscovici hierzu (vgl. Belke 2017; 2018a). Sie leitete trotz fehlender Fortschritte beim Abbau der Staatsverschuldung lange kein Defizitverfahren gegen Rom ein. Vorerst wird es aufgrund neuer Versprechungen der italienischen Regierung kein Defizitverfahren gegen Italien geben.

Es kommt gleichzeitig zu immer mehr politischem »Kuhhandel«. So spricht Deutschland nicht mehr vom Fiskalpakt. Im Gegenzug unterstützt Frankreich neuerdings Deutschland gegen eine vorschnelle Einführung der dritten Stufe der Bankenunion, der gemeinsamen Einlagensicherung. All dies erschüttert zwar das Vertrauen der ehemaligen Programmländer und Griechenlands, die sich glaubwürdig an harte Budgetvorgaben halten müssen, in die Zukunft Europas. Jedoch haben die »großen« EU-Länder, zu denen auch Italien zählt, wenig Druck aus Brüssel auf eine echte Austeritätspolitik zu befürchten. Die vom italienischen Parlament immer wieder breit über die Parteien hinweg beschworene Gefahr einer permanenten Austeritätspolitik für Italien in der Eurozone unter deutscher Führung ist somit stark zu relativieren (vgl. Belke 2017; 2018a).

Auch wissenschaftliche Studien zur Eurozone, die Italien zunächst den Peripherieländern der Eurozone zuordneten, liefern, für einige überraschend, Indizien dafür, dass Italien zu einem optimalen Währungsraum in Europa gehört. Denn Italiens Konjunkturzyklus weist immer noch einen höheren Grad an Synchronizität mit dem Kern der Eurozone auf als andere Peripherieländer (vgl. Belke, Domnick und Gros 2017a; 2017b). Auch entspricht der tatsächliche Realzins in Italien unseren Schätzungen zufolge dem gleichgewichtigen Realzins (vgl. Belke und Klose 2017). Die europäische Geldpolitik ist also bisher in der Lage gewesen, italienischen Interessen Genüge zu tun. Italien benötigt folglich keine geldpolitische »Spezialbehandlung« durch die EZB wie beispielsweise eine auf die italienischen Banken abzielende Neuauflage der zwei- bis dreijährigen *Long-term Refinancing Operations* (LTROs, Bazookas).

Angesichts der weltweit hohen politischen Unsicherheit und der globalen Risiken lohnt es sich für Italien, mit einem potenziellen Austritt aus dem Euro erst einmal zu warten. Zumal die hohen Kosten für den Euro-Beitritt bereits geleistet sind und daher »versunkene Kosten« darstellen und ein Verlassen der Eurozone zusätzliche Austrittskosten verursachen würde. Dies ist der aus der Investitionstheorie

bekanntes »Optionswert des Wartens« (vgl. Belke und Verheyen 2013).

Man mag zwar bedauern, dass die Eurozone in ihrer gegenwärtigen Zusammensetzung keinen optimalen Währungsraum darstellt. Für einen italienischen Exit gibt es jedoch nur wenig Argumente. Denn Deutschland, aus der Sicht Italiens der »Autokrat und Merkantilist«, wird zukünftig in Europa tendenziell an Einfluss verlieren. Und eine von Brüssel verordnete echte Austeritätspolitik gibt es bereits gegenwärtig für größere Mitgliedsländer wie Italien nicht und wird es auch in Zukunft nicht geben (vgl. Belke 2017; 2018a).

Insgesamt gesehen ergeben sich aus italienischer Perspektive also wichtige Anreize, die für einen Verbleib des Landes in der Eurozone sprechen. Dies scheinen auch die Märkte so zu sehen, die anders als noch im Jahr 2017 wohl wegen der hiermit verbundenen Kosten für das Land nicht mehr so stark davon ausgehen, dass die Regierung in Rom einen Exit Italy provozieren und hierdurch den Euroraum insgesamt in Gefahr bringen könnte.

Dies ist aus Sicht der Euro-Partnerländer jedoch nur bei hinreichender fiskalpolitischer Anpassung des Landes positiv zu bewerten. Denn es ist unwahrscheinlich, dass ein Land wie Italien angesichts der Schrumpfung seiner Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und seinen massiven Produktivitätsproblemen, dem eigentlichen Grund der Misere Italiens, aus seinen Schulden herauswachsen wird. Es sei denn, jemand anderes zahlt. Diese Konstellation ist bei den kommenden Verhandlungen um die zukünftige EU-Governance von deutscher Seite strategisch unbedingt zu berücksichtigen (vgl. Belke 2017; 2018a). Denn es könnte mit Italien eine Volkswirtschaft im Vertrauen internationaler Anleger weiter abrutschen, die bisher Nettozahler der EU und Beitragszahler zu diversen EU-Rettungsfonds, ohne diese bisher selber zu nutzen, war.

Angesichts der Vorkommnisse um Italien, aber auch jüngst um Macron und Frankreich, ist die Wahrscheinlichkeit zielführender Fortschritte bei der Fortentwicklung der EWU-Governance-Strukturen leider weiter gesunken. Vor allem aber wächst die Ablehnung durch die nationalen Bevölkerungen und Parlamente für derartige Vorhaben überall in der Eurozone. Dies sind die vielleicht größten Kosten des »Spiels mit dem Feuer« der aktuellen italienischen Regierung.

LITERATUR

Belke, A. (2017), Keynote Speech »Economic Recovery in a Diverging Monetary Union: Italy and the Euro«, Italian Chamber of Deputies, Conference »The Italian Public Debt in the Eurozone«, 3. Juli, Rom.

Belke, A. (2018a), »Ein Ausstieg Italiens aus dem Euro lohnt sich nicht«, *Börsenzeitung*, 8. März, 6.

Belke, A. (2018b), »Verstecken ist für Italien keine Lösung«, Interview *Bloomberg/Die Welt*, 7. Juni, verfügbar unter: <https://www.welt.de/newsticker/bloomberg/article177128676/Verstecken-ist-fuer-Italien-keine-Loesung-Belke-Uni-Duisburg-Essen.html>.

Belke, A., C. Dominick und D. Gros (2017a), »Business Cycle Synchronisation in the EMU: Core vs. Periphery«, *Open Economies Review* 28(5), 863–892.

Belke, A., C. Dominick und D. Gros (2017b), »Business Cycle Desynchronisation: Amplitude and Beta versus Co-movement«, *VOX EU*, the CEPR's policy portal for »Research-based policy analysis and commentary from leading economists«, 19. Januar, verfügbar unter: web: <http://voxeu.org/article/business-cycle-desynchronisation>,

Belke, A. und F. Verheyen (2013), »Doomsday for the Euro Area – Causes, Variants and Consequences of Breakup«, *International Journal of Financial Studies* 1(1), 1–15.

Calvo, G. A. (1988), »Servicing the Public Debt: The Role of Expectations«, *American Economic Review* 78(4), 647–661.

De Grauwe, P. (2011), »Governance of a Fragile Eurozone«, CEPS Working Document Series, No. 346, CEPS, Brüssel, Mai.

De Grauwe, P. und Y. Ji (2013), »Self-fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test«, *Journal of International Money and Finance* 34, 15–36.

De Santis, R. (2015), »Sovereign Spreads In The Eurozone On The Rise: Redenomination Risk versus Political Risk«, *VoxEU.org*, 16. März.

Gros, D. (2014), »The EMS Crisis of the 1990s: Parallels with the Present Crisis?«, in: I. Maes und F. Moss (Hrsg.), *Progress Through Crisis? Proceedings of the Conference for the 20th Anniversary of the Establishment of the European Monetary Institute*, European Central Bank, Frankfurt am Main, 29–44.

Gros, D. (2018), »Italian Risk Spreads: Fiscal versus Redenomination Risk«, *VoxEU*, 29 August.

Minenna, M. (2017), »CDS Markets Signal Rising Fear of Euro Breakup«, *Financial Times Alphaville*, 6 März.

Obstfeld, M. (1995), »Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features«, NBER Working Paper No. 5285, National Bureau of Economic Research, Cambridge/MA, Oktober.

Massimo Bordignon* and
Angelo Baglioni**

Which Future for Italy in Europe?

WHAT IS HAPPENING IN ITALY?

Since May, Italy has a new populist government made up by political forces that are declaredly anti-European. In spite of the routine assurances by the new political leaders that they want Italy to remain in the euro area and in the EU, in the past several members of the government hinted their intention to leave the Union and/or the Euro (i.e. the »plan B« by Paolo Savona, a minister in the present government). The government has also presented a budget plan clearly in conflict with the European fiscal rules and as a result, an Excessive Debt Procedure (EDP) for violation of the debt rule might be shortly launched by the EU institutions. Fears that Italy might eventually leave the Euro and the sharp conflict with the EU Commission have also led the spread between bund and BTP to reach the highest level since 2011, raising costs for servicing the public debt and making it more difficult for Italian banks to raise funds. Is the Italian government really preparing to exit the euro area?

While it is true that the trust in the EU institutions has been falling in Italy, there is still a strong support in the population for both the Euro and the EU. Indeed, if anything, this support seems to be increasing in the last months, perhaps out of the worries generated by the new government's economic policies. Leaving unilaterally the monetary union would then be grossly unpopular, particularly if, as it is very likely, the short term consequences in terms of output lost, unemployment, lost access to markets and reduced capital mobility, would impose very high costs on the population. No government would take this decision lightly, and although they would certainly try it, it is not obvious that the strategy to put all the blame on Europe for a possible Italexit would be enough to save the new politicians from the population ensuing anger.

The present government is of course perfectly aware of it. And indeed, if anything, rather than insisting on its policies, it seems at the moment willing to try to find ways to correct the budget law without losing too much face with its supporters, so as to avoid the EDP or at least making its consequences less sharp for the country. Moreover, there are no pressing economic reasons for Italy to leave the Euro area. In spite of the high level of debt, in 2017 the economy grew in real terms at 1,6% (above 1,8% in the North), unemployment fell to pre-crisis level, the current external



Massimo Bordignon



Angelo Baglioni

* Prof. Massimo Bordignon, Professor of Public Economics at the Catholic University of Milan.

** Prof. Angelo Baglioni, Professor of Economics at the Catholic University of Milan.

balance is in surplus for about 3% of GDP, the level of external debt (including Target balances) is small and declining, the Commission S2 indicator on debt stability still classifies Italy as one of the European country with the lowest stability risk. These are not the kind of numbers pointing to an ongoing financial crisis.

Summing up, while accidents might of course happen – for example, the Treasury might have difficulties in rolling-over the huge amounts of government securities maturing every month – it seems still very unlikely that Italy will deliberately exit the Euro, whatever the secret wishes of its present rulers might be.

WHY DID WE GET HERE?

But how did Italy manage to get there? The rise of strong populist movements is very much in line with what is happening in many other developed countries and has behind it very similar reasons. Rather, what is peculiar of the Italian case, it is that there are in fact two populist parties: one mainly located in the South, M5S, with a strong redistributive flavor and an anti-business orientation, and one in the North, the Lega, with at the contrary a very strong right-wing orientation in its economic policies (less taxes, less regulation and less redistribution). This clearly reflects what happened after the economic crises, with a North that has largely re-gained what it lost as a consequence of the crisis and a South that is dramatically lagging behind. The two parties managed to form a government but, since they have diverging economic programs, they produced an unsustainable economic recipe: somewhat less taxes (both legally and un-legally, that is with a tax amnesty), particularly for the small companies and the self-employers that constitute the electoral basis of Lega, and more redistribution to the South. Reforming the pension system, that is, reverting the highly unpopular pension reform introduced in 2012, has also been high in the Lega's program (most potential new pensioners live in the North) and an important reason of its electoral success.

WHOSE FAULT IS THAT?

There are clearly shared responsibilities. On the economic side, Italy, differently for example from Belgium, did not use the »Maastricht dividend« (the sharp fall in interest payments on its huge public debt) in the first years following the introduction of the Euro to reduce the public debt and reform its economy so as to make it more compatible with the new situation of irrevocable fixed exchange rates. For instance, Italy did not reform its labor market and collective bargaining procedures at the time, and the saving on interests payment was used in part to support increasing public expenditure rather than reducing debt. The country thus lost competitiveness, halved its rate of growth and did not manage to cut its debt fast enough before the crisis hit. Thus, it did not have enough fiscal space

to support the economy after the international crisis of 2008-9 and this made that recession particularly harsh.

But the subsequent recession of 2011–2013 was largely avoidable and was to a large extent the result of the failures of the EMU construction. Pro-cyclical fiscal policies in all euro-zone countries in 2011–2013 caused a severe loss of output, particularly in weaker economies such as Italy. The Statute of the ECB does not confer a clear mandate to it as a lender of last resort in the market for government debt. Due to the internal tensions within the Eurosystem, the Quantitative Easing policy has been introduced in the euro-area with a long delay relative to other countries (USA and UK). The subsequent recovery (Italy has been growing, although at a low pace, since 2014) has been not strong and widespread enough to convince voters to support the traditional more moderate parties on the left and the right of the political spectrum. Anger and frustration led them to support more extremist parties, advocating for easy solutions to problems. Concerning Europe, the refugees' crisis also had a strong impact on citizen's perceptions. The Dublin treaty and the non-cooperative attitude of other European governments have left the Italian government isolated in dealing with the immigration issue and most Italian citizens strongly resented it. Finally, there is the issue of the pension reform, perceived as imposed by Europe and still not accepted by many citizens.

The above arguments explain why, in spite of the worsening of the economic situation in the recent months, largely self-imposed by the new government announced policies, the populist parties still have a large support in the country. People have not yet realized the negative consequences of the electoral promises on the financial stability of the country; moreover, the opposition (namely the Democratic Party) is still in disarray. However, the current situation might change quickly. On one hand, it is unlikely that the present government might remain in place for long, given the increasing tensions between the two constituent political parties and the obvious failures of its economic policy; on the other hand, a strong political opposition is far from being in place, so uncertainties remain on the political future of the country.

RISK REDUCTION VERSUS RISK SHARING

While Italy is an extreme case, it is clear that the tensions that have led to the new populist government are common to several other European countries and therefore require a general solution. Europe might just be a useful scapegoat for problems originating elsewhere (i.e. globalization, immigration and technological change), but it is clear that there is a pressing urgency in several countries to regain the support of the population to the European project. Betting only on the fears of what would happen if a country left the EU or the Euro is not enough, as the English

example clearly shows. How to do it is of course open to question. It might be that deep political reforms are needed for the EU institutions to enjoy a stronger democratic legitimacy and for the European policies to become more inclusive.

Economic reforms are also important, however. And here, Europe is clearly still lacking. For example, in spite of an almost existential crisis in 2011, too little has been done to put the Euro area on a most robust setting. The economic divergence between Euro countries has increased widely after the crisis, without raising enough worries at the European level and without leading to countervailing European policies. In the eyes of many Southern Europeans, the European Union has just become a synonymous of »fiscal austerity«, without obvious counterparts. The agenda set up in the Five President Report is still largely incomplete. The ideas of a common fiscal policy, more active economic convergence policies, a Euro budget, a stabilization mechanism, some form of European unemployment benefits and so on, are still in their infancy, largely as the result of the political resistance of many Northern European countries. Still, it is difficult to believe that without such tools the European Monetary Union might survive in the long run, or be able to perform how it should.

The case of the European Banking Union, a relatively simple »technocratic« project, is symptomatic. Everybody seems to agree that a Banking Union is essential for a well-functioning monetary union. Still, while the first two pillars of the Union, namely the Single Supervisory Mechanism (SSM) and the Single Resolution Mechanism (SRM), have been set up and implemented rather quickly, we are still discussing about the essential third pillar, the European Deposit Insurance Scheme. The only recent progress (December 2018) is the agreement reached in the Eurogroup that the European Stability Mechanism (ESM) will provide the common backstop to the SRF by the end of the transition period (2024). The argument put forward by the Northern countries is that, before proceeding to risk sharing, there must be substantial risk reduction, another version of the usual moral hazard argument. But what constitutes a »substantial reduction« is unclear and seems to move up all the times. For instance, for what concerns the Italian banking sector, the gross NPL ratio has been reduced from 17% in 2015 to 10% in 2018. Since the coverage ratio (loan loss provisions over the stock of NPL) is more than 50%, the net NPL ratio is now only 5%. One would think that this is a »substantial reduction«, and indeed this is also the opinion of the EU Commission (November 2018). However, this has not been considered yet enough to complete the project.

WHICH PROSPECTS?

Summing up and leaving aside possible accidents, Italy will not leave the Euro or the European Union.

The economic and political costs of »Italexit« are quite clear to the present politicians and they are enough to deter them from moving in this direction, whatever their deepest wishes. Somewhat reluctantly, Italy will also probably comply with the European fiscal rules or pretend to be doing so. But the fact that a successful political campaign, in Italy and elsewhere, can be mounted accusing the »technocrats« in Brussels and their imposed »fiscal austerity« on countries is worrying. Clearly, there is a lot of political mystification in this message. The main responsibility of Italian lagging growth lies on Italy and on Italian politicians and in their lack of courage in implementing structural reforms. But the delays in completing the monetary union on the part of the European institutions, the lack of clear compensatory European mechanisms for the population in exchange of the requested reforms, thus showing that Europe »cares«, the egoistic behavior on the issue of immigration by the other European countries, are adding fuel to the populist message. Northern countries in particular should be more cooperative and less suspicious. Absent a new approach on their part, the populist Euro-skeptic wave is likely to gain even more momentum than it has at present, not only in Italy but also in other countries, beginning with France.

Christian Kastrop und
Dominic Ponattu***

Europäische Öffentliche Güter und Fiskalregeln 4.0 – Marktdisziplin und Solidarität als Leitbild für die Eurozone



Christian Kastrop



Dominic Ponattu

Die aktuelle Diskussion um den italienischen Haushaltsentwurf zeigt einmal mehr: Die EU und auch die Eurozone kommen nicht zur Ruhe. In der Diskussion um die Einhaltung von Fiskal- und Haushaltsregeln geht es keineswegs nur um die Auseinandersetzung um die richtige Wirtschafts- und Finanzpolitik für ein Land. Sie steht sinnbildlich für die divergenten Kräfte, die Europa derzeit zu schaffen machen: Nationalismus und Populismus sind auf dem Vormarsch, die Abkehr von ehemals gemeinsamen Grundüberzeugungen wird deutlicher. Nur der Norden und das »alte Zentrum« in der Mitte Europas scheinen noch weitgehend unberührt von diesen Entwicklungen zu sein, aber auch hier wächst der Druck am linken und besonders am rechten Rand des politischen Spektrums – die »Gelbwesten« in Frankreich sind hier auch ein politisches Menetekel.

Mit Blick auf die längeren Entwicklungslinien, ökonomisch und politisch, scheint sich somit die These Emmanuel Macrons ein Stückweit zu bestätigen: Das europäische Generationenprojekt des 20. Jahrhunderts für Frieden, Freiheit und Wohlstand stagniert nicht nur, es entwickelt sich gar zurück, einmal vereinbarte Grundregeln werden nicht mehr akzeptiert. Natürlich ist diese Entwicklung auch nur Teil eines globalen Trends. Demokratische Systeme, offene Gesellschaften und soziale Marktwirtschaften westlicher Prägung stehen schließlich in vielen Teilen der Welt unter Druck. Ein neuer Partikularismus und das Nationale gewinnen zu Lasten multilateraler Politik an Bedeutung.

Die Ursachen dieses Stillstands und der rapide zunehmenden Uneinigkeit sind vielfältig, aber auch – und vor allem – ökonomischer Natur. Nach der Weltwirtschaftskrise und mit der stetig zunehmenden Globalisierung hat sich der »gesamtwirtschaftliche Kuchen« für offene Volkswirtschaften zwar vergrößert, doch nicht alle Teile der Gesellschaft haben gleichermaßen davon profitiert: In vielen Ländern hat die Lohnquote abgenommen und die Einkommensungleichheit zugenommen. Ländliche und vom Strukturwandel besonders betroffene Regionen hinken hochproduktiven und -innovativen Regionen hinterher. Die Trends der Automatisierung und Digitalisierung, aber auch die globale Wirtschafts- und Finanzkrise

haben das Auseinanderdriften verschärft. Gleichzeitig wurden in vielen Ländern wichtige Strukturreformen aufgeschoben.

DER FALL ITALIEN

Die genannten Ursachen treffen in besonderem Maße auf Italien zu. Erstens sind die regionalen Unterschiede innerhalb Italiens derart ausgeprägt, dass wahrlich von zwei stark verschiedenen Volkswirtschaften mit großen Niveauunterschieden und zunehmend auseinanderdriftenden Entwicklungspfaden die Rede sein kann. Dieser Umstand wird in Abbildung 1 deutlich.

Demnach haben sich die regionalen Unterschiede durch die Wirtschafts- und Finanzkrise weiter verschärft: Ging das Bruttoinlandsprodukt (BIP) zwischen den Jahren 2007 und 2013 um 7% im Norden zurück, so war der Rückgang im Süden fast doppelt so hoch. Zweitens hinkt Italien aber auch insgesamt vielen Ländern in der Eurozone hinterher: Die schwache Wettbewerbsfähigkeit hat sich nach Einführung des Euro verschlechtert. Gleichzeitig ist die stagnierende Produktivität Italiens besorgniserregend – beides wird in Abbildung 2 deutlich.

Vor dem Hintergrund dieser Bestandsaufnahme zeigt sich die Tragik des italienischen Haushaltsentwurfs. Er geht die aufgezeigten strukturellen Schwächen der italienischen Wirtschaft nicht an. Weder das von der neuen Regierung geplante Grundeinkommen noch der ebenfalls angedachte frühere Renteneintritt werden die italienische Wirtschaft wohl auf einen langfristigen Wachstumspfad hieven können. Das Gegenteil dürfte sogar der Fall sein: Der neue Haushaltsentwurf könnte laut einer kürzlich erschienenen Analyse von Olivier Blanchard und Jeromin Zettelmeyer (2018) gar die Wachstumsschwäche verschärfen. Zwar würden demnach die angedachten Sozialausgaben und Steuerentlastungen die Einkommen privater Haushalte erhöhen. Doch gleichzeitig steigen auch die Renditen auf italienische Staatsanleihen und die Kreditzinsen – mit dem Ergebnis, dass Investitionen und Konsum sogar sinken können. Der Nettoeffekt könnte tatsächlich negativ sein. Das wiederum ist – im Sinne der EU-Fiskalregeln – das eigentliche Problem: Sollte Italien nicht auf einen mittelfristigen Wachstumspfad gelangen, so ist seine derzeitige Schuldenlast von 130% des BIP künftig nicht mehr tragfähig. Angesichts dieser Schuldenlast muss Italien Konsolidierung und Wachstum miteinander verknüpfen. Doch der Haushaltsentwurf trägt dieser Verbindung nicht nur keine Rechnung, er bedient populistische Forderungen und zugleich sogar Ressentiments gegenüber Europa.

Dabei gibt es, gerade in Italien, Potenzial dafür, durch gezielte Ausgaben für Wachstumsimpulse zu sorgen. Dringend benötigte Investitionen, etwa in die Bildung und (digitale) Infrastruktur würden nicht nur kurzfristiges Wachstum stimulieren, sondern auch das Produktivitätswachstum und somit das langfristige Wirtschaftswachstum steigern können. Auch auf Fir-

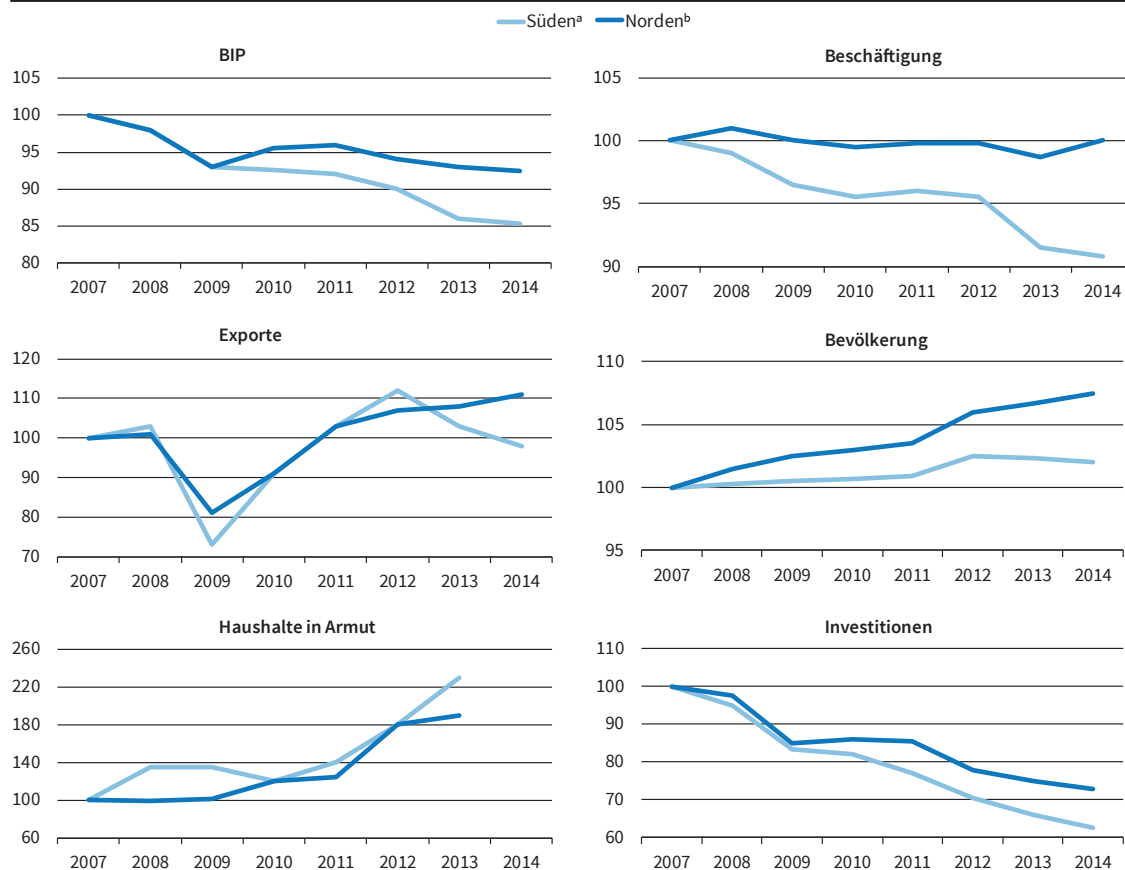
* Prof. Dr. Christian Kastrop ist Direktor des Europaprogramms der Bertelsmann Stiftung und lehrt an der FU Berlin.

** Dr. Dominic Ponattu ist Projektmanager im Europaprogramm der Bertelsmann Stiftung.

Abb. 1

Wachsende regionale Disparitäten in Italien

2007 = 100

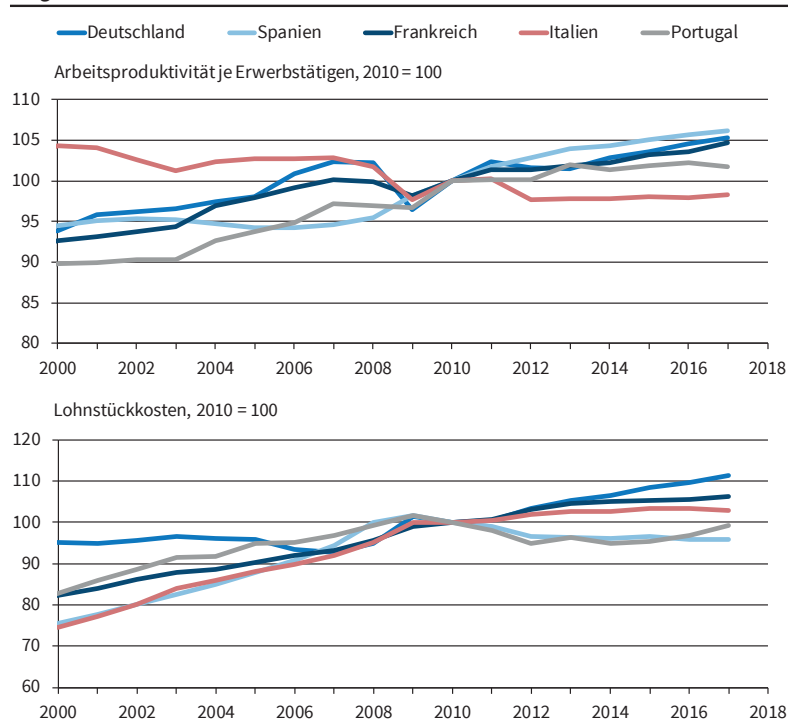


^aSüdtalien: Abruzzen, Molise, Kampanien, Basilikata, Apulien, Kalabrien, Sardinien und Sizilien.
^bNorditalien: übrige Regionen.
 Quelle: The Economist; Istat; Studi e Ricerche per il Mezzogiorno.

© ifo Institut

Abb. 2

Entwicklung der Arbeitsproduktivität und der Lohnstückkosten im europäischen Vergleich



Quelle: Eurostat; OECD; Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

menseite muss etwas geschehen, verfügen doch italienische Firmen laut OECD nach Griechenland über den niedrigsten Anteil an Wissenskapital in der Eurozone. Gleichzeitig krankt die italienische Wirtschaft an einem regelrechten Innovationsmangel im privaten Sektor; es gibt kaum junge, innovative Unternehmen. Allein die Verlagerung der Lohnverhandlungen von der nationalen Ebene auf die Unternehmensebene würde laut Berechnungen des Internationalen Währungsfonds mit einer um rund 4 Prozentpunkte niedrigeren Arbeitslosenquote einhergehen. All diese Maßnahmen können, unabhängig vom Ausmaß der Neuverschuldung, die italienische Wirtschaft eher zu einem nachhaltigen Wachstumspfad führen als der aktuelle Haus-

haltsentwurf – und so sicherstellen, dass seine Schuldenlast tragfähig bleibt.

Doch die Tragik ist keineswegs nur auf Italien beschränkt, sondern erreicht wohl bald auch europäische Dimensionen. Damit ist nicht allein gemeint, dass ein weiterer Anstieg der Schuldenlast Italiens auch die Ansteckungsgefahr in Europa erhöht oder ein schwaches Italien – immerhin zweitgrößter Industrieproduzent der EU – auch Europa an Wirtschaftsleistung und im globalen Handel an Bedeutung kosten wird. Nein, der Fall Italien zeigt auch, dass die EU-Fiskalregeln und die gemeinsam vereinbarten wirtschaftspolitischen Leitlinien letztlich zur reinen Verhandlungsmasse geworden sind. Am Ende wird man sich wohl einigen müssen. Denn auf der einen Seite haben die Finanzmärkte Italiens mit steigenden Zinsen auf Staatsanleihen bereits Grenzen aufgezeigt. Und so erklärte Premierminister Conte noch im Dezember, dass man mit einem neuen Haushaltsentwurf auf die Kommission zugehen wolle. Auf der anderen Seite stehen der EU-Kommission nur begrenzt echte Druckmittel zur Verfügung – und sie hat freilich kein Interesse an weiterer Verunsicherung im Euroraum. Die strukturellen Probleme Italiens würden damit aber ungeklärt bleiben, der nächste Konflikt mit der Kommission wäre vorprogrammiert.

WEGE NACH VORN: MARKTDISZIPLIN MIT ÖFFENTLICHEN GÜTERN VERBINDEN

Die verfahrenere Situation zeigt ein grundsätzliches Problem auf: Die strukturellen Schwächen der italienischen Wirtschaft dürften sich am Ende keineswegs mit den bisherigen Instrumenten des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) oder des Europäischen Fiskalpaktes lösen lassen – möglicherweise aber dadurch miterklären: Die von Deutschland maßgeblich mitentwickelten Fiskalregeln sind politisch inzwischen desavouiert, beginnend mit dem Streit zwischen Deutschland, Frankreich und der Kommission in den Nullerjahren. Die Einhaltung der Fiskalregeln war eklektisch und inkonsistent, gerade auch in gleichgelagerten Fällen. Viele Länder wurden im Falle eines Verstoßes nicht regelbasiert, sondern diskretionär behandelt. Dieser laxer Umgang hat politische und ökonomische Gründe. Anstehende nationale Wahlen etwa machen aus politökonomischen Gründen Ausgabenkürzungen wenig tragbar. Und im Falle Italiens würde eine Bestrafung wohl die ohnehin zunehmende Euroskepsis verschärfen. Auf der anderen Seite gilt aber auch, dass Geldstrafen, etwa zuletzt im Falle Portugals und Spaniens, prozyklisch gewirkt hätten. Somit erscheint die Durchsetzung der Fiskalregeln im Zweifel wenig glaubwürdig.

Sind Fiskalregeln also obsolet? Ganz im Gegenteil: Sie haben auch weiterhin die Funktion, Marktdisziplin in der Eurozone zu gewährleisten – eine elementare Funktion in einer Währungsunion. Doch um diese Funktion glaubhaft und nachhaltig zu erfüllen, sollte

die Säule der Marktdisziplin durch eine zweite ergänzt werden: um eine transferneutrale (und somit anreizkompatible) Risikoteilung. Dafür bedarf es Europäischer Öffentlicher Güter: öffentliche und institutionelle Aufgaben, die sich auf nationaler Ebene nicht mehr erfüllen lassen, aber auf EU-Ebene einen Mehrwert bringen. An der aktuellen Diskussion um Italien zeigen sich vier Handlungsfelder, die es hier zu nennen gilt.

Erstens gilt es, die Banken- und Kapitalmarktunion zu vollenden. Wie würde sich diese im Fall Italiens auswirken? Eine dichtere Integration der Kapitalmärkte wäre nicht nur mit einer besseren Risikoteilung und höherer Resilienz verbunden. Vielmehr könnten so auch die bestehenden Produktivitätspotenziale Italiens abgerufen werden. So würden kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU) in Italien – dem Land mit den anteilig meisten KMU in der EU – Investitionen erleichtert werden. Durch die höhere Kapitalintensität könnte die Arbeitsproduktivität steigen. Das öffentliche Gut der Kapitalmarktunion würde de facto also ohne einen Euro an Transfers auskommen – aber Italiens Wettbewerbsfähigkeit erhöhen und auch für andere EU-Länder positiv wirken können.

Zweitens bedarf es einer stärkeren fiskalischen Stabilisierung der Eurozone. Dabei gilt es, Krisen abzufedern und somit eine Negativspirale aus hohen Schulden, Ansteckungsgefahr und Fragilität zu vermeiden. Welche Werkzeuge können hier helfen? In einer aktuellen Studie der Bertelsmann Stiftung wird die Wirkung einer Arbeitslosenrückversicherung für die Eurozone berechnet. Die Ergebnisse zeigen, dass sie im Durchschnitt etwa ein Fünftel der durch Arbeitslosigkeit entstandenen Einkommensverluste seit Einführung des Euro in Italien abgefedert hätte – ohne, dass es zu permanenten Transfers zwischen den Euroländern gekommen wäre. Kern dieser und ähnlicher Mechanismen ist erneut die anreizkompatible Ausgestaltung: So werden Auszahlungen aus der Rückversicherung nur in schweren Krisen fällig, kleine und mittlere Krisen führen nicht zu Auszahlungen und müssen so von den Ländern selbst getragen werden. Dieses Stabilisierungsinstrument könnte mit den Fiskalregeln klug verknüpft werden: Beispielsweise könnte das Einhalten der Fiskalregeln zur Bedingung für die Bereitstellung des Stabilisierungsfonds gemacht werden.

Drittens sollten auch die Fiskalregeln selbst weniger statisch und deutlich dynamischer ausgestaltet werden, um als effektives öffentliches Gut zu fungieren. Der SWP wie auch der Europäische Fiskalpakt haben gemeinsam, dass sie in Krisenzeiten kaum flexibel sind – in wirtschaftlich guten Zeiten jedoch keinerlei Vorkehrungen in Sachen Schuldenabbau treffen. Hier bedarf es mehr Flexibilität, ohne dass die Einhaltung der Regeln dadurch unterminiert wird. Wie könnten »Fiskalregeln 4.0« aussehen? Zunächst braucht es mehr Simplität und Transparenz. Dafür sollte zum

einen die derzeitige Trennung in einen präventiven Arm, der sich an der langfristigen Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen orientiert, und einen korrektiven Arm, der auf das Defizitverfahren abstellt, aufgegeben werden. Vielmehr könnte der präventive Arm in Verbindung mit einer Schuldentragfähigkeitsregel der einzige Arm eines neuen Paktes werden, dessen Einhaltung konsequenter verfolgt wird. Anders als bisher sollte im neuen präventiven Arm eine produktivitätsorientierte Wirtschaftspolitik stärker im Fokus stehen. Diese sollte auf Maßnahmen zur Steigerung der totalen Faktorproduktivität und der Arbeitsproduktivität im Euroraum einzahlen – die derzeit gegründeten »National Productivity Boards« können dabei unterstützend wirken, indem sie die Wirtschaftspolitik im Lichte nationaler Produktivitätsbedarfe begutachtet. So würde dem Wachstumsziel (dem »W«) im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) erstmals wirklich Rechnung getragen.

Denkbar ist dabei, wie einige Ökonomen argumentieren, dass zunächst nominale Ausgaben nicht schneller wachsen dürfen als die langfristigen nominalen Einnahmen. In Ländern mit hohen Schuldenständen dürften die nominalen Ausgaben langsamer wachsen als die Einkommen. Allgemeingültige Formeln für die Schuldenbremse sollte es dabei nicht geben. Vielmehr könnten die Euroländer jeweils ein rollierendes Ziel für den Schuldenabbau in den nächsten Jahren definieren. Dieses Ziel könnte dann einer Prüfung der EU-Kommission mit anschließendem Bericht und einer Abstimmung im Rat der EU unterzogen werden. So schlagen es etwa die Ökonomen Zsolt Darvas, Philippe Martin und Xavier Ragot (2018) vor.

Entscheidend sind bei diesen und ähnlichen Ansätzen zwei wesentliche Aspekte: Zum einen kann ein solches »atmend« Regelwerk den Fiskalregeln ihren prozyklischen Charakter nehmen. Denn die zugrunde gelegten nominalen Ausgaben können Zinszahlungen und bestimmte Ausgaben, etwa für Arbeitslosigkeit, ausklammern. Zum anderen dürfen Fiskalregeln Strukturreformen keineswegs bremsen. Dazu wäre etwa angezeigt, dass natürliche Schwankungen der öffentlichen Investitionen jährliche Ausgabenregeln nicht zu stark verzerren dürfen. Hier können betriebswirtschaftliche Regeln sinnvoll sein: Investitionen – wie zum Beispiel große Infrastrukturprojekte – sollten über einen längeren Zeitraum abgeschrieben werden können, die jährliche Ausgabenregel würde so nur bedingt belastet werden. So können produktivitätssteigernde Maßnahmen und sinnvolle nationale Investitionen in andere öffentliche Güter trotz geltender Fiskalregeln ermöglicht werden.

Viertens braucht es auch greifbare, bürgernahe Europäische Öffentliche Güter. Gerade im Binnenmarkt gibt es in vielen Euroländern erhebliche Defizite im Verkehrsnetz und der digitalen Infrastruktur. Jene »weiße Flecken« lassen gerade ländliche EU-Regionen in ihrer Entwicklung stagnieren und die regionalen Unterschiede in der Lebensqualität weiter

zunehmen – ein Nährboden für populistische Kräfte und Euroskepsis. Der Fall Italien ist hier besonders eingängig: Besonders im Süden des Landes, aber auch andernorts in ländlichen Gegenden ist die (digitale) Infrastruktur veraltet. Das sorgt nicht nur für Unzufriedenheit aufgrund spürbar geringerer Lebensqualität, sondern trübt die Zukunftsperspektiven der jüngeren Generation ein. Die Bereitstellung öffentlicher Güter mit grenzüberschreitendem Mehrwert, etwa in der digitalen Infrastruktur, kann somit auch eine politisch stabilisierende Funktion übernehmen.

AUSBLICK

Der Fall Italien sollte Anlass dafür sein, Europäische Öffentliche Güter in den Fokus zu rücken. Dazu gehört insbesondere die Reform der Fiskalregeln, die zukunftsorientiert ausgestaltet werden muss. Öffentliche Güter bedeuten jedoch keinen Freifahrtschein für wirtschafts- und finanzpolitisches Fehlverhalten, ganz im Gegenteil: Sie sollen durch ein Mehr an anreizkompatibler Solidarität die für den Euroraum so wichtige Marktdisziplin stärken. Die Einhaltung dieser langfristigen Orientierung wäre das Alpha und Omega eines starken, prosperierenden Europas, das sich der globalen Dynamik stellt. Denn eines ist klar: Wer am Haushaltsentwurf eines Mitglieds scheitert, wird international kaum seine PS auf die Straße bringen können.

LITERATUR

Blanchard, O., Á. Leandro, S. Merler und J. Zettelmeyer (2018), *Impact of Italy's Draft Budget on Growth and Fiscal Solvency*, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, 18-24, September, Washington DC.

Darvas, Z., P. Martin und X. Ragot (2018), »European Fiscal Rules Require a Major Overhaul«, *Les notes du conseil d'analyse économique*, 47, September.

Dolls, M. (2018), *An Unemployment Re-Insurance Scheme for the Eurozone? Stabilizing and Redistributive Effects*, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.

Kangur, A. (2018), »Competitiveness and Wage Bargaining Reform in Italy«, IMF Working Paper, 18/61, März.

von Weizsäcker, J. und P. Lamy (2018), »Warum Europa seine öffentlichen Güter entwickeln muss«, *Tagesspiegel*, 27. November, verfügbar unter: <https://www.tagesspiegel.de/politik/europaeische-union-warum-europa-seine-oeffentlichen-gueter-entwickeln-muss/23686272.html>, aufgerufen am 19. Dezember 2018.

Bodo Herzog* und Marlene Ferencz** Disziplinierung ohne politische Diskriminierung: Warum es Marktkräfte in der Währungsunion bedarf!



Bodo Herzog



Marlene Ferencz

Die Debatte über die Zukunft der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion ist in vollem Gang. Nach der Europarede des französischen Präsidenten an der Universität Sorbonne und den Vorschlägen der Kommission vom 6. Dezember 2017 sind erste Reformpfade beschrieben (vgl. Herzog 2018). Auch die Bundeskanzlerin hat nach langer Zurückhaltung in dieser Sache ihre Vorstellungen skizziert (vgl. Gutschker und Eckart 2018).

Die aktuellen Pläne der italienischen Regierung dürften allerdings die zögerliche deutsche Haltung bestärken. Das italienische Regierungsprogramm zwischen der Fünf-Sterne-Bewegung und der Lega enthält einigen Sprengstoff für die Stabilität der Währungsunion. Die Wahlgeschenke umfassen den Abbau von Steuern, die Absenkung des Renteneintrittsalters und ein Mindesteinkommen in Höhe von 760 Euro. Die offene Konfrontation zwischen der italienischen Regierung und der EU-Kommission über den geplanten Haushaltsentwurf 2019 sind neu in Europa. Die Kommission ist bereits alarmiert. Wie sollte sich die europäische Politik und die Bundesregierung dazu verhalten?

ÖKONOMISCHE ANALYSE

Für alle Mitgliedsländer im Euroraum gilt ein gemeinsames Regelwerk, das durch die Kommission überwacht und umgesetzt wird. In Bezug auf die nationale Fiskalpolitik sind insbesondere das Europäische Semester, der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der Fiskalpakt sowie die Stabilitätsprogramme von Bedeutung (vgl. Herzog 2016). Gerade die aktuelle Diskussion um den italienischen Haushalt zeigt die Schwächen des bestehenden Regelwerks auf, die durch eine Reform abgemildert werden könnten.

Eine Analyse der ökonomischen Daten zeigt das italienische Dilemma. Der Schuldenstand in Höhe von 130,8%

* Prof. Dr. Bodo Herzog ist Professor für Volkswirtschaftslehre und Direktor des IFE an der ESB Business School. Seine langjährige Forschung umfasst das Thema der Wirtschafts- und Währungsunion. Er ist Mitglied der KAS-Reflexionsgruppe »Zukunft Europäische Währungsunion« in Berlin.

** Dr. Marlene Ferencz ist Professorin für Quantitative Methoden an der ESB Business School.

in Relation zum Bruttoinlandsprodukt wird weiter steigen und nicht, wie von der Kommission und im Stabilitätsprogramm (SP) anvisiert, konsolidiert. Das geplante Staatsdefizit in Relation zum BIP soll ebenso ansteigen (vgl. Abb. 1).

Ein weiterer Dissens besteht bei der Einschätzung der zukünftigen Entwicklung der Wirtschaftsleistung. Die italienische Regierung imaginiert eine deutlich optimistischere Wachstumsschätzung in Höhe von 1,5% als die Europäische Kommission in Höhe von nur 1,2%. Die Wachstumsannahme ist allerdings eine zentrale Größe in der Berechnung des strukturellen Defizits und somit von hoher Wichtigkeit für die Kontrolle der europäischen Defizitregeln.

Kurzum: Die Annahme eines zu optimistischen Wirtschaftswachstums macht die Erreichung der italienischen Haushaltsziele nochmals zweifelhafter. Daraus folgt, der Haushaltsansatz für 2019 widerspricht den bisherigen europäischen Verabredungen.

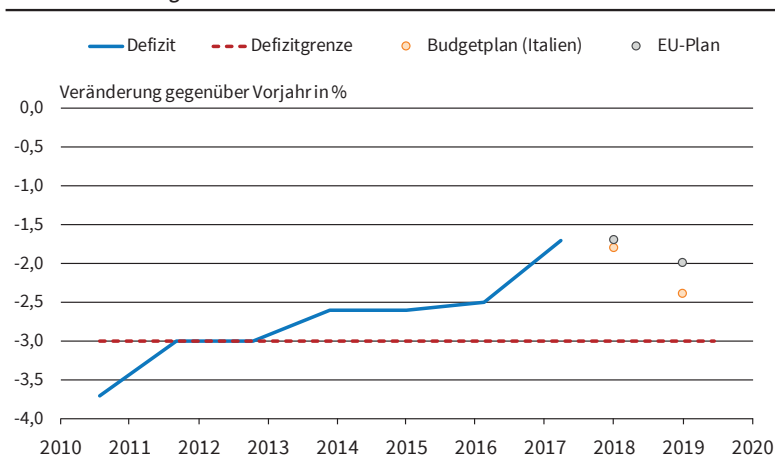
In einer aktuellen Analyse zeigen McQuinn und Whelan (2018, S. 230), dass Euroländer mit hohen Staatsschulden ein niedrigeres Wirtschaftswachstum aufweisen, insbesondere eine geringere Faktorproduktivität: »Worryingly, many of the worst performers in relation to TFP growth since 2000 are those with large stocks of public debt.«

Um die Frage zu beantworten, ob die italienische Staatsverschuldung in den vergangenen Jahren tragfähig war, folgen wir dem ökonomischen Ansatz von Bohn (1995; 1998; 2005) und Herzog (2010). Wir schätzen eine Regressionsgleichung auf Basis der aktuellen Daten:

$$ps_t = \alpha + \delta d_t + \beta_g GVAR_t + \beta_y YVAR_t + \varepsilon_t, \quad (1)$$

wobei ps_t das Primärdefizit, d_t die Schuldenstandquote, $GVAR_t$ die temporäre Staatsausgabenentwicklung und $YVAR_t$ ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung (relative Outputlücke) darstellen. Für die Berechnung der Outputlücke sowie der Bereini-

Abb. 1
Defizitentwicklung und Plan in Italien



Quelle: Stabilitätsprogramm Italien; EU-Kommission; Darstellung der Autoren.

© ifo Institut

gung der Staatsausgaben verwenden wir den HP-Filter mit dem Glättungsparameter $\lambda = 100$. Das Schätzverfahren basiert auf der Newey-West-Methodik, um für Autokorrelation und Heteroskedastizität zu kontrollieren.

Herzog (2010) zeigt, dass ein hinreichender Test auf Schuldentragfähigkeit die empirische Schätzung des Koeffizienten δ in Gleichung (1) ist. Ist δ größer null, ist die allgemeine Nachhaltigkeitsbedingung – das heißt die intertemporale Budgetrestriktion – erfüllt. Die Intuition dieses Ergebnisses ist, dass die Regierung auf höhere Staatsverschuldung mit steigenden Primärüberschüssen respektive geringeren Primärdefiziten reagiert. Die Schätzung basiert auf AMECO-Daten im Zeitraum von 1995 bis 2019. Das Ergebnis ist in Tabelle 1 dargestellt.

Die Schätzergebnisse über die Tragfähigkeit der italienischen Schulden sind nicht signifikant. Italien kann keine Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung attestiert werden. Allerdings zeigt die Schätzung für die aktuelle Periode von 2008 bis 2019 (Modell II), dass die Gefahr einer nicht tragfähigen Schuldenentwicklung existiert, da ein negativer Schuldentragfähigkeitskoeffizient in Höhe von $-0,04$ ermittelt wird; allerdings statistisch nicht signifikant. Sollte aufgrund des Haushaltsentwurfs 2019 und darüber hinaus jedoch die Neuverschuldung ansteigen, könnte der Befund signifikant werden. Der vorliegende Ansatz evaluiert lediglich die Schuldennachhaltigkeit der Vergangenheit.

Zweifelsfrei ist, dass Italien mit dem aktuellen Haushaltsentwurf explizit gegen Verabredungen mit der Kommission und den anderen Euro-Mitgliedstaaten verstößt. Länder, die sich offen nicht an europäische Vorgaben halten, sind eine Gefahr für die Währungsunion. Sie tragen zur Erosion der Vertragstreue sowie ökonomischer Instabilität bei. Insoweit schadet sich Italien einerseits selbst, wie die ansteigenden Marktzinsen für italienische Staatsanleihen belegen. Andererseits schadet Italien der Eurozone, weil die Stabilität der Währungsunion abermals in Frage steht. Infolge dessen werden alle Mitgliedstaaten – insbesondere die korrekt agierenden – in Mithaftung genommen.

Am 21. November 2018 hat sich die Kommission für die Einleitung eines Defizitverfahren gemäß Sta-

bilitäts- und Wachstumspakt ausgesprochen, da der italienische Haushaltsentwurf nicht nachjustiert wurde. Am Ende des langen Verfahrens stünde eine Strafzahlung in Höhe von maximal 0.5% des Bruttoinlandsprodukts. Im Rahmen der vergangenen Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts wurden die Ausnahmetatbestände stark ausgeweitet, so dass das bestehende Regelwerk wenig Abschreckungswirkung entfalten dürfte. Bislang hat der Rat in allen anderen Fällen entweder von Sanktionen abgesehen oder aber eine formale Sanktion in Höhe von 0% des BIP verhängt. Seit dem Jahr 2012 hat die EU-Kommission Italien bereits sechsmal eine Ausnahmeregelung zugestanden (vgl. SVR 2018).

Sofern Italien den Marktzugang zur Finanzierung der exzessiven Staatsschulden verliert, könnte es Hilfgelder unter Einhaltung der Konditionalität beim Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) beantragen. Final wäre sogar denkbar, dass die Europäische Zentralbank das OMT-Programm erstmals aktiviert und italienische Staatspapiere ankauft.

Entscheidender ist allerdings, dass der italienische Budgetplan der grundsätzlichen Philosophie des europäischen Stabilitätspakts widerspricht. Der Stabilitätspakt und der Fiskalpakt verlangen nämlich einen mittelfristig ausgeglichenen Staatshaushalt. Ein Staat, der in konjunkturell guten Jahren keine Haushaltsüberschüsse erwirtschaftet und keinen Finanzspielraum für den Wirtschaftsabschwung aufbaut, hat per Definition keinen ausgeglichenen Haushalt (EU-VO 1466/97 und 1467/97).

Im Übrigen, Italien ist kein Einzelfall. Ähnliche Verstöße gegen europäische Fiskalvorschriften und die Schuldentragfähigkeit lassen sich für nahezu alle Euro-Mitgliedsländer in der Vergangenheit belegen – auch Deutschland hat europäische Vorgaben verletzt.

AUSBLICK: UMGANG MIT SCHULDENLÄNDERN

Gewiss sind der Stabilitäts- und Wachstumspakt von 1997 sowie das Europäische Semester aus dem Jahr 2011 zentrale Bausteine für die Stabilität der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Allerdings gibt es noch etwas Wertvolleres in der Währungsunion: Marktkräfte!

Im Prinzip müsste die Politik zeitnah die Marktkräfte in der Währungsunion stärken. Gelänge es, ein glaubwürdiges No-Bailout für die Staatsschulden zu signalisieren, wäre der Euro unmittelbar stabilisiert, und zwar ohne die demokratisch gewählte Regierung in Italien noch deren Bürger in Misskredit zu bringen.

So funktioniert im Übrigen die Schuldendisziplinierung in der amerikanischen Währungsunion. Die 50 Bundesstaaten der Vereinigten Staaten weisen zwar ein geringfügig höheres Maß an Risikoteilung auf, dafür sind die Verschuldungsmöglichkeiten auf mitgliedstaatlicher Ebene drastisch begrenzt, bis hin zum Zentralbankverbot, Staatsschulden der Bundes-

Tab. 1

Ökonometrische Schätzung der Schuldennachhaltigkeit für Italien

	Modell I 1995–2019	Modell II 2008–2019
α	1,32	6,86
δ	0,01	-0,04
β_Gvar	-0,03	-0,07
β_Yvar	0,23	0,07
Nr.	25	12
prob(F-Test)	0,22	0,29

Hinweis: Newey-West standard errors; *** = 1,0%; ** = 5% und 10% Signifikanz.

Quelle: Schätzung der Autoren.

staaten anzukaufen, und der Verpflichtung eines ausgeglichenen Haushalts.

Vor diesem Hintergrund sind europäische Reformüberlegungen, beispielgebend die Etablierung einer Fiskalkapazität oder Arbeitslosenversicherung, die eine dauerhafte Umverteilung etablieren, deplatziert. Die Umsetzung dieser Ideen in der aktuellen europäischen Fiskalarchitektur würde Moral Hazard bestärken und die zaghaften Haftungsrisiken entkräften.

Nur in Folge eines glaubwürdigen No-Bailout würde der Markt die Refinanzierungskosten der italienischen Staatsschulden anpassen – wie bereits ansatzweise an den Finanzmärkten zu beobachten ist. Allerdings ist die bislang moderate Marktreaktion auf die Zusicherung von EZB-Präsident Mario Draghi aus dem Jahr 2012, den Euro zu retten »whatever it takes« zurückzuführen. Die Omnipräsenz des OMT-Programms, verbunden mit einem impliziten Bailout, schwächt die Marktkräfte im Euroraum.

Ein Abbau dieser geldpolitischen Schuldengarantie verlangt mithin die Übernahme der politischen Stabilitätsverantwortung der Mitgliedstaaten. Während die Geldpolitik dem Primärziel der Preiswertstabilität, gemäß Artikel 127 AEU-Vertrag, verpflichtet ist, ist die Zusammensetzung der Währungsunion originär eine politische Entscheidung. Das Zurechtücken des Macht- und Aufgabenbereichs von Politik und Zentralbank ist essentiell für die Stärkung der Marktkräfte. Damit würde die Finanzierung von populistischen Wahlgeschenken erheblich erschwert. Die zu erwartende Marktreaktion ist mithin im Interesse aller Europäer, denn die Folgen einer Schulden- und Wirtschaftskrise träfe ohnehin die Bürger am härtesten.

Die Stärkung der Marktkräfte in einer regelbasierender Währungsunion ist ein zentraler Reformbaustein (vgl. Herzog und Hengstermann 2013). Das Bundesverfassungsgericht hat wiederholt betont, dass der Maastrichter Vertrag nur dann eine Stabilitätsunion garantiert, wenn ein Gleichgewicht von Regeln und Marktkräften besteht. Das impliziert, dass auch das fiskalische Regelwerk gestärkt werden muss. Bislang beruht die Eurozone auf dem Fundament von Eigenverantwortung und Haftung in einer Hand. Die gegenwärtige Fiskalarchitektur entfaltet demzufolge zu wenig Bindekraft, insbesondere das Defizitverfahren des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Eine Stärkung der europäischen Fiskalregeln könnte durch automatisierte oder politisch unabhängige Sanktionsverfahren erlangt werden (vgl. Herzog 2004).

Die Reform der Währungsunion sollte beide Aspekte verknüpfen: einerseits die Übernahme einer stärkeren politischen Stabilitätsverantwortung und andererseits die Stärkung der Marktkräfte. Nur so kann das Prinzip von Eigenverantwortung und Haftung abgesichert werden. Zudem sollte die Politik im Euroraum einen Abwicklungsmechanismus für überschuldete Mitgliedsländer etablieren. Herzog (2017)

hat dazu ein differenziertes staatliches Insolvenzverfahren entwickelt, das Moral Hazard und Trittbrettfahrerverhalten minimiert. Die Einführung einer europäischen Insolvenzordnung würde exzessive Staatsschulden, insbesondere durch Marktkräfte, frühzeitig unterbinden. Dementgegen kann ein glaubwürdiges No-Bailout gemäß Artikel 125 AEU-Vertrag ohne Marktkräfte und Abwicklungsmechanismus nicht garantiert werden. Beides sind zentrale Reformbausteine für mehr Stabilität und Solidität in der regelgebundenen Währungsunion.

Diese Reformstrategie ist im europäischen und nationalen Stabilitätsinteresse. Solide und europafreundliche Mitgliedsländer profitieren davon, indes würde die nationalistische oder reformunwillige Politik automatisch von den Märkten sanktioniert. Ökonomisch gibt es keinen besseren gemeinnutzorientierten Lösungsansatz, der sowohl apolitisch und zeitnah eine konstruktive Wirkung auf Mitgliedstaaten der Eurozone entfaltet.

LITERATUR

- Bohn, H. (1995), »The Sustainability of Budget Deficits in a Stochastic Economy«, *Journal of Money, Credit and Banking* 27(1), 257–271.
- Bohn, H. (1998), »The Behaviour of U.S. Public Debt and Deficits«, *Quarterly Journal of Economics* 113(3), 949–963.
- Bohn, H. (2005), »The Sustainability of Fiscal Policy in the United States«, CESifo Working Paper Nr. 1446.
- Gutschker, T. und L. Eckart (2018), »Europa muss handlungsfähig sein – nach außen und innen. Kanzlerin im Gespräch«, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 3. Juni, verfügbar unter: <https://www.faz.net/social-media/instagram/kanzlerin-angela-merkel-f-a-s-interview-europa-muss-handlungsfahig-sein-15619721.html?premium>.
- Herzog, B. (2004), »Modes of Economic Governance and Interaction Conflicts«, ATINER-Conference Papers and Proceedings, DFG Research Project: Märkte und Sozialräume in Europa, Konferenz in Athen.
- Herzog, B. (2010), »Anwendung des Nachhaltigkeitsansatzes von Bohn zur Etablierung eines Frühindikators in den öffentlichen Finanzen«, *Kredit & Kapital* 43(2), 1–24.
- Herzog, B. (2016), *Neujustierung der Governance der Europäischen Währungsunion*, Konrad-Adenauer-Stiftung, Berlin.
- Herzog, B. (2017), »Abwicklungsmechanismus für Mitgliedstaaten des Euroraums«, *Wirtschaftsdienst* 97(12), 881–888.
- Herzog, B. (2018), »Reforming the Eurozone: Assessment of the Reform Package By The European Commission – Treating Symptoms or Root Causes?«, *Economics & Sociology* 11(3), 59–77.
- Herzog, B. und K. Hengstermann (2013), »Restoring Credible Economic Governance to the Eurozone«, *Journal of Economic Affairs* 33(1), 2–17.
- McQuinn, N. und K. Whelan (2018), »Europe's Long-Term Growth Prospects: With and Without Structural Reforms«, in: N.F. Campos, P. De Grauwe und Y. Ji (Hrsg.), *The Political Economy of Structural Reforms in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 220–273.
- SVR – Sacherständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2018), *Vor wichtigen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen, Jahresgutachten*, Sacherständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.