



## DAS ITALIENISCHE RISIKO

von Dr. Holger Schmieding

Roms radikale Regierung spielt mit dem Feuer. Mit einem Haushaltsentwurf für 2019, der die Regeln des Euro und die strikten Fiskalvorschriften der eigenen Verfassung stärker verletzt als jemals zuvor, beschwört Italien nicht nur einen Konflikt mit der Europäischen Union herauf. Nachdem Moody's das Land bereits Freitag herabgestuft hat, werden andere Ratingagenturen voraussichtlich folgen, beginnend mit S&P am 26. Oktober. Damit droht dem Land eine Teufelsspirale. Je schlechter Agenturen und Investoren das Land einschätzen, desto mehr schießen die Risikoaufschläge in die Höhe. Das zwingt Banken, deren Bestände an italienischen Staatsanleihen im Schnitt etwa 10 % ihrer Bilanzsumme ausmachen, zu einer vorsichtigeren Geschäftspolitik. Weniger Kredite an die Privatwirtschaft lähmen die Konjunktur, was über niedrigere Steuereinnahmen den Staatshaushalt tiefer in die Miesen treibt.

Wir rechnen damit, dass Italiens radikale Regierung nach einem Blick in den Abgrund in den kommenden Monaten doch noch zurückweichen und ihre überzogenen Ausgabenpläne etwas abmildern wird. Selbst mit einem geringeren Anstieg der Staatsausgaben würde Italien aber wohl nur Zeit gewinnen. Sofern Rom nicht zum Reformkurs früherer Regierungen zurückkehrt, dürfte Italien eines Tages in eine Schuldenkrise abrutschen. Dann muss es sich endgültig entscheiden: Will es seine Wirtschaft doch reformieren und den Regeln des Euro genügen – oder will es sich seine eigene Schwachwährung drucken?

### Haushalt 2019: Der Stein des Anstoßes

Der unmittelbare Stein des Anstoßes ist Italiens Haushaltsentwurf für 2019. Das geplante Defizit von 2,4 % der Wirtschaftsleistung für 2019 ist dabei nicht das eigentliche Problem. Für Frankreich und Spanien, ganz zu schweigen von den USA, müssen wir für 2019 mit höheren Fehlbeiträgen rechnen. Schwerer wiegen drei andere Punkte.

Erstens verhält Rom sich, rein taktisch gesehen, bisher denkbar ungeschickt. Statt frühzeitig und in Ruhe einen Dialog mit Brüssel zu suchen, sind die Chefradikalen Luigi di Maio von den 5Sternen und Matteo Salvini von der Lega

bisher mehr durch Schimpftiraden gegen Europa aufgefallen. Damit verschrecken sie die Investoren, die sie brauchen, um ihre Pläne zu finanzieren.

Zweitens beruht der Haushaltsentwurf für die Jahre 2019–2021 auf völlig unrealistischen Annahmen. Dass Italiens nominale Wirtschaftsleistung im Schnitt der kommenden Jahre jeweils um 3,3 % zulegen soll, statt wie zuletzt um 2,3 %, ist wohl reines Wunschdenken. Natürlich kann ein kräftiger Anstieg des Sozialkonsums, wie Italien ihn plant, kurzzeitig die Nachfrage ankurbeln. Aber da gleichzeitig eine größere Unsicherheit und höhere Finanzierungskosten die Privatwirtschaft belasten, dürfte der Nettoeffekt auf die Nachfrage nahe Null sein. Wachstum kann sich Italien so nicht kaufen. Unter dem Strich verbleiben zusätzliche Staatsschulden.

Drittens zielt das Budget nicht darauf ab, durch wesentlich mehr Investitionen das Land langfristig zu stärken. Stattdessen werden über eine höhere Sozialhilfe und ein früheres Renteneintrittsalter vermeintliche Wohltaten verteilt, die die Wachstumskräfte des Landes erheblich schwächen können. Die bereits im Sommer beschlossene Teiltrücknahme einer Arbeitsmarktreform geht ebenfalls in diese Richtung.

### Rückschritte statt weiterer Reformen

Italiens Ausgangslage ist eigentlich gar nicht so schlecht. Seit dem Abtritt Berlusconi im Herbst 2011 hat das Land nennenswerte Fortschritte gemacht. Auch deshalb konnte es in den letzten drei Jahren einen Aufschwung erleben. Aber jetzt legt Rom den Wachstumskräften neue Fesseln an. Für ein Land mit einer hohen Schuldenlast von 131 % der Wirtschaftsleistung kann das auf Dauer nicht gut gehen. Sofern und solange Italien auf dem jetzt eingeschlagenen Holzweg bleibt, bewegt es sich auf eine Schuldenkrise zu. Die Frage ist dann nicht mehr ob, sondern wann Italien der Abgrund droht.

Derzeit geben Italiens Radikale sich noch unnachgiebig. Ob sie allerdings wirklich enden wollen wie Griechenlands

Alexis Tsipras, der 2015 sechs Monate nach seinem Amtsantritt die Banken schließen und dann Europa reumütig um Hilfe bitten musste, bleibt fraglich. Wir rechnen eher damit, dass höhere Risikoaufschläge, wackelnde Banken sowie der Druck der Ratingagenturen, der EU und vielleicht auch des eigenen Verfassungsgerichtes die regierenden Radikalen in Rom dazu bewegen werden, ihre Pläne etwas zu entschärfen. Sie könnten beispielsweise ihre kostspieligen Vorhaben zeitlich weiter strecken, damit sie das Budget anfangs weniger belasten. Wenn sie zudem ihre Rhetorik mäßigen, könnte die Lage sich wieder beruhigen. Der aktuelle Lärm um Italien würde dann nur kurzfristig das Wirtschaftsklima in der Eurozone belasten.

### Schlägt 2021 die Stunde der Wahrheit?

Auch wenn Italien eine unmittelbare Schuldenkrise vermutlich abwenden kann, wäre damit der italienische Patient noch längst nicht kuriert. Während die Wirtschaft zumindest verhalten wächst, wie das derzeit der Fall ist, kann Rom sich einige Dummheiten leisten. Es dürfen nur eben nicht zu viele auf einmal sein. Die Stunde der Wahrheit schlägt dem Land vermutlich in der nächsten Rezession, die etwa 2021 von den USA ausgehen und unmittelbar nach Europa überschwappen dürfte. Wenn dann – in der Rezession – das italienische Staatsdefizit statt bei knapp 3 % eher bei 5 % der Wirtschaftsleistung liegt und gleichzeitig Anleger die Flucht aus dem Risiko antreten, dürfte es Italien schwer fallen, genügend Käufer für seine Staatsanleihen zu finden. Ebenso wie eine radikale Regierung in Griechenland 2015 eine bittere Lektion lernen musste, werden auch die 5Sterne und Lega letztlich der Wahrheit ins Auge sehen müssen: Wer sich Geld leihen will, ist auf seine Gläubiger angewiesen.

Die Mehrheit der Italiener möchte Umfragen zufolge lieber den Euro behalten. In einer echten Schuldenkrise würde Italien ebenso wie Griechenland 2015 vermutlich vor dem Euro-Austritt zurückschrecken. Leider ist die Gefahr groß, dass Italien erst eine solche Krise durchleben muss, bevor die Radikalen in Rom ihre unbezahlbaren Pläne nicht nur abmildern, sondern weitgehend aufgeben und sie – oder eine andere Regierung – das Land stattdessen wieder auf einen wachstumsfreundlichen Reformkurs führen.

### Die nächsten Schritte

In den nächsten Wochen und Monaten kann es bereits recht laut werden. Die EU-Kommission wird Italiens Haushalt möglicherweise schon am 23. Oktober zurückwei-

sen. Nach einigem Hin und Her beginnt dann vermutlich im Dezember ein Verfahren, das etwa Mitte 2019 in Sanktionen gegen Italien münden könnte. Zwischenzeitlich werden Märkte und Ratingagentur ihr Urteil abgeben.

Bereits am vergangenen Freitag hat Moody's Italien um einen Schritt auf nur noch eine Stufe oberhalb des „Ramsch“-Niveaus herabgestuft. Diesen Freitag könnte S&P folgen. Bisher stuft S&P Italien zwei Schritte oberhalb von „Ramsch“ ein. Auch wenn S&P Italien nicht abwertet, so dürfte es den Ausblick für das Land zumindest von stabil auf negativ setzen. Zudem droht in den kommenden Monaten ein ähnliches Urteil seitens Fitch. Auch die vierte Agentur, die relativ unbekanntere DBRS aus Kanada, die derzeit als einzige Institution Italien noch drei Stufen oberhalb von Ramsch einordnet, könnte bald folgen.

Sollte Italien bei einer oder mehreren Agenturen in den Ramsch-Bereich abrutschen, würden manche Investoren gemäß ihrer eigenen Regeln italienische Anleihen abstoßen. Sollten alle vier Agenturen über Italien den Daumen entsprechend senken, hätte dies einschneidende Folgen für das Land. Da Banken dann italienische Staatsanleihen nicht mehr als Sicherheiten bei der EZB hinterlegen könnten, würde das die Refinanzierung der Banken erschweren und die Kreditkosten im Lande erhöhen. Bisher zeichnet sich dies noch nicht ab. Aber bei einem eskalierenden Streit zwischen Brüssel und Rom wäre das möglich.

Am 5. November und 3. Dezember treffen sich die Finanzminister in der Euro-Gruppe. Sie werden wahrscheinlich der Empfehlung der EU-Kommission folgen und Italien auffordern, den Haushaltsentwurf zu ändern. Auf dem EU-Gipfeltreffen am 13.–14. Dezember, bei dem neben dem Brexit auch Italien im Vordergrund stehen wird, wird die EU wahrscheinlich ein Verfahren einleiten, das im Sommer 2019 zu einer Geldstrafe gegen Italien führen könnte. Vorher wird die EU aber Italien eine weitere Chance geben, seine Finanzpolitik noch einmal zu überdenken. So ließe sich eine Entscheidung über Sanktionen bis nach den Wahlen zum Europäischen Parlament am 23. bis 26. Mai 2019 verschieben. Letztlich kommt es ohnehin mehr auf den Druck der Märkte an als auf eine mögliche Strafe in Höhe von 0,2% der Wirtschaftsleistung, die die EU bisher noch in keinem Fall verhängt hat.

*Eine etwas kürzere Version dieses Beitrages erscheint auch bei [Capital Online](#).*



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

## IMPRESSUM

### **Makro-Team Hamburg**

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt

+49 40 350 60-8021 | [holger.schmieding@berenberg.de](mailto:holger.schmieding@berenberg.de)

Dr. Wolf-Fabian Hungerland

+49 40 350 60-8165 | [wolf-fabian.hungerland@berenberg.de](mailto:wolf-fabian.hungerland@berenberg.de)

Dr. Jörn Quitzau

+49 40 350 60-113 | [joern.quitzau@berenberg.de](mailto:joern.quitzau@berenberg.de)

---

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- ▶ **Aktuelles**
- Geldpolitik
- Konjunktur
- Schwellenländer
- Trends
- Währungen

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche und finanzielle Beratung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen und berücksichtigen den Stand bis zum Tag vor der Veröffentlichung. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)