



KOMMENTAR ZU WIRTSCHAFT UND POLITIK 29/5/2018

## Neuwahlen lösen das Euro-Problem Italiens nicht

Conte hat aufgegeben. Cottarelli übernimmt. Mattarella spielt auf Zeit

von NORBERT F. TOFALL

- Staatspräsident Sergio Mattarella scheint die Gefahr eines Euro-Austritts von Italien als sehr real einzuschätzen. Anderenfalls hätte er Paolo Savona berufen und der Regierungsbildung von Lega und Fünf-Sternen ihren Lauf lassen können.
- Das kürzlich ausgehandelte Regierungsprogramm von Lega und Fünf-Sternen dürfte auch nach Neuwahlen im Herbst übernommen werden. Laut derzeitigen Wahlumfragen behaupten sich beide Parteien und könnten sogar Zugewinne erzielen. Eine Koalition aus Lega und Fünf-Sternen wird eine Koalition der erhöhten Staatsausgaben und Staatsschulden sein.
- Da kein geordnetes Austrittsverfahren aus dem Euro existiert, steigt die Gefahr eines ungeordneten Auseinanderbrechens der Eurozone. Die einzelnen Euroländer sollten dafür Notfall- und Übergangsszenarien in den Schubladen haben.

In Italien ist die Bildung einer Regierung aus Lega und Fünf-Sternen am Sonntagabend überraschend gescheitert. Der italienische Staatspräsident Sergio Mattarella hat den von beiden Parteien vorgeschlagenen Kandidaten für das Amt des Finanzministers, den 81-jährigen Euro-Gegner Paolo Savona, nicht akzeptiert und gegen seine Berufung ein Veto eingelegt. Mattarella begründete seine Entscheidung unter anderem damit, daß Savona mit dem Austritt Italiens aus dem Euro gedroht und dadurch in- und ausländische Investoren massiv verunsichert habe. Am Sonntagabend gab daraufhin

der von Lega und Fünf-Sternen für das Amt des Ministerpräsidenten nominierte Giuseppe Conte den erst am Mittwoch zuvor von Mattarella erhaltenen Auftrag zur Bildung einer Regierung zurück und Lega und Fünf-Sterne erklärten die Regierungsbildung als gescheitert. Am Montagmittag beauftragte Staatspräsident Sergio Mattarella den Wirtschaftsexperten und früheren Vertreter des IWF Carlo Cottarelli mit der Bildung einer Übergangsregierung. Mattarella spielt also offensichtlich auf Zeit, um eine eurokritische und EU-feindliche Regierung zu verhindern oder zumindest zu verzögern.



Carlo Cottarelli soll dafür sorgen, daß im Herbst ein solider italienischer Staatshaushalt für das Jahr 2019 verabschiedet wird. Zuvor muß Cottarelli jedoch das erforderliche Vertrauensvotum in beiden Kammern des italienischen Parlaments bestehen. Sollte er es bestehen, dann soll es im Frühjahr 2019 Neuwahlen geben. Sollte er es nicht bestehen, was wahrscheinlicher ist, dann dürfte es bereits im Herbst 2018 zu Neuwahlen kommen und die Verabschiedung eines Haushaltes muß warten. Da die Lega und die Fünf-Sterne möglichst schnell Neuwahlen wünschen, werden sie alles tun, um die erforderlichen Mehrheiten für Cottarelli zu verhindern. Im Senat verfügen Lega und Fünf-Sterne zusammen über 170 von 315 Sitzen, im Abgeordnetenhaus zusammen über 352 von 630 Sitzen.

Mattarellas Zeitgewinnungsstrategie dürfte auf der Hoffnung beruhen, daß sich die politische Stimmung im Land bis zu Neuwahlen im Frühjahr 2019 gemäßigt und die Zustimmung für die Lega und die Fünf-Sterne vermindert haben könnte. Ob diese Hoffnung begründet ist oder nicht, ist schwer zu beurteilen. In der italienischen Politik ist jederzeit alles möglich. Umfragen sehen im Moment jedoch deutliche Zugewinne für die Lega, wobei die Fünf-Sterne ihr Ergebnis vom 4. März 2018 hält. Sollte es bereits zu Neuwahlen in diesem Herbst kommen, ist die Wahrscheinlichkeit groß, daß Mattarella vor dem gleichen Problem wie jetzt steht. Vermutlich möchte Mattarella Italien und der Welt signalisieren, daß er zumindest alles versucht hat, um die Gefahr eines Euro-Austritts Italiens abzuwenden. Diese Gefahr scheint er auf jeden Fall als sehr real und als nicht wenig wahrscheinlich einzuschätzen. Anderenfalls hätte er Paolo Savon ja berufen und der Regierungsbildung von Lega und Fünf-Sternen ihren Lauf lassen können.

Die linkspopulistische Fünf-Sterne-Bewegung und die rechtspopulistische Lega haben sich in den letzten drei Wochen zusammengerauft und auf ein gemeinsames Regierungsprogramm geeinigt. Dieses Regierungsprogramm dürfte nach Neuwahlen im Herbst, welche die beiden Parteien nach Stand der derzeitigen Wahlumfragen gewinnen könnten, weitgehend übernommen werden. Neuwahlen dürften deshalb das Euro-Problem Italiens nicht lösen.

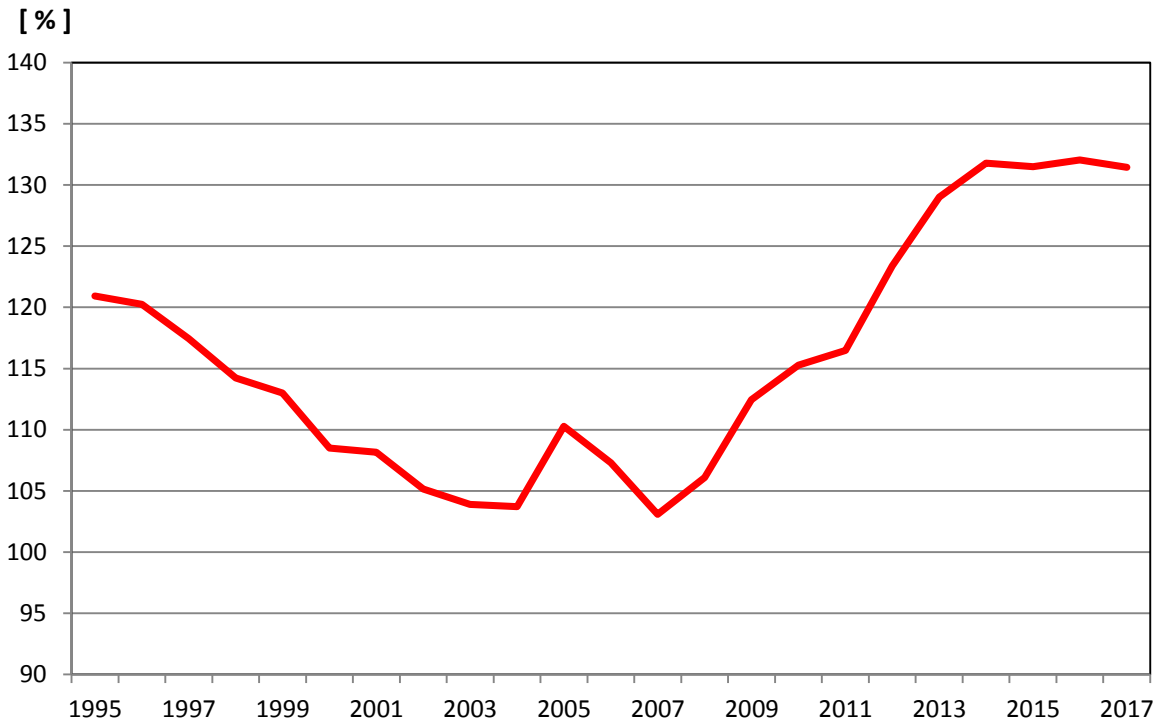
Die mögliche zukünftige Koalition aus Lega und Fünf-Sternen wird eine Koalition der erhöhten Staatsausgaben und Staatsschulden sein. Allein drei der vereinbarten Vorhaben – Steuersenkungen, eine Grundsicherung ähnlich der Hartz IV-Gesetze in Deutschland und die Reform der Renten – könnten den Staatshaushalt schnell mit über 100 Milliarden Euro pro Jahr mehrbelasten. Die italienischen Staatsschulden belaufen sich schon jetzt auf über 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (siehe Abbildung 1 auf der nächsten Seite). und dürften selbst bei nur teilweiser Umsetzung der vereinbarten Vorhaben von Lega und Fünf-Sterne-Bewegung weiter ansteigen.

Lega und Fünf-Sterne verlangen deshalb eine Änderung der Verschuldungsregeln der Europäischen Währungsunion. Die Forderung, daß die EZB Italien 250 Milliarden Euro Schulden erlassen solle, findet sich zwar nicht im derzeitigen Koalitionsvertrag, könnte nach Neuwahlen im Herbst aber in einem zukünftigen neuen Koalitionsvertrag enthalten sein und in künftigen Verhandlungen mit den anderen Euroländern, der EU-Kommission und der EZB wieder erhoben werden.

Darüber hinaus ist es möglich, daß eine italienische Regierung aus Lega und Fünf-Sterne zur Überwindung ihrer fiskalischen Probleme die Wiedergewinnung der geldpolitischen Souverä-



Abbildung 1: Italienische Staatsverschuldung in Prozent des BIP



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE

nität in Angriff nimmt. Gemeint ist die Wiederherstellung der nationalen Möglichkeit zur monetären Staatsfinanzierung. Zur Zeit übernimmt diese Aufgabe die EZB unter Mario Draghi mit ihren Anleihekaufprogrammen. Innerhalb der Europäischen Währungsunion ist den einzelnen Ländern die Möglichkeit zur monetären Staatsfinanzierung genommen. Nichtsdestotrotz wurde im Jahr 2017 in Italien vermehrt über die Wiedergewinnung der nationalen monetären Staatsfinanzierung diskutiert, um über die in Euro fälligen Staatsschulden (siehe Abbildung 2 auf der nächsten Seite) hinaus weitere Schulden in Form einer Parallelwährung kreieren und für die Erhöhung der Staatsausgaben verwenden zu können.

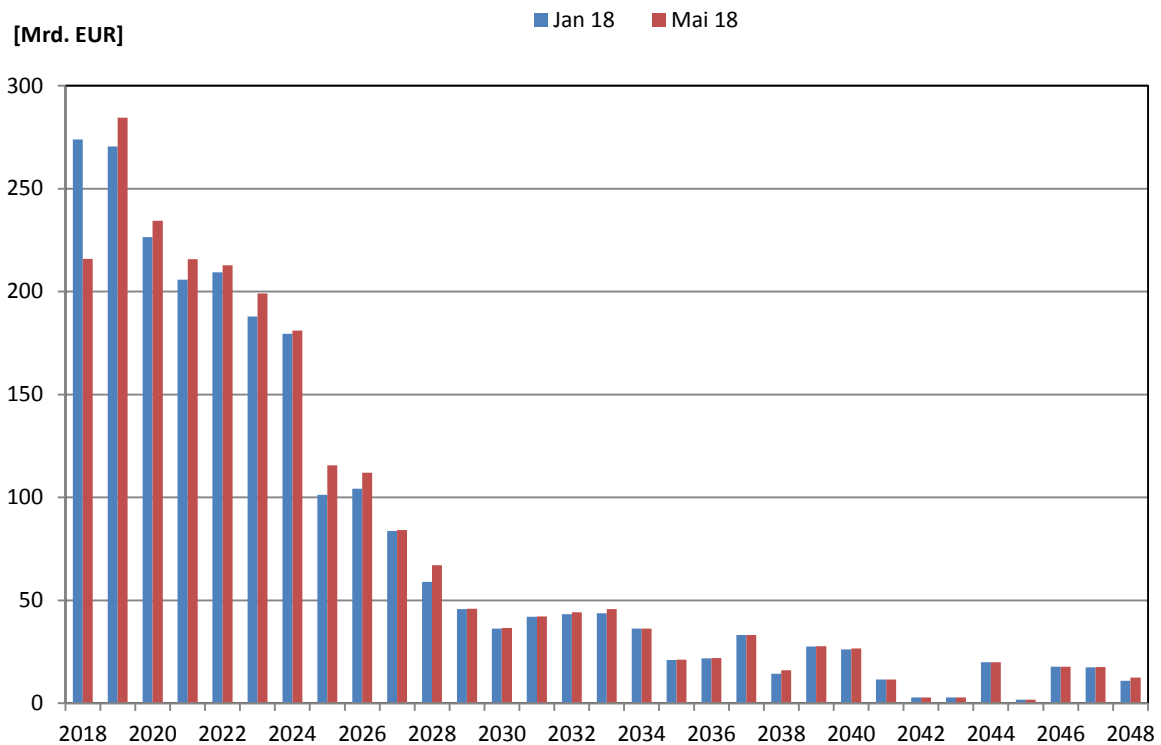
Zwar wurde das Thema Parallelwährung bewußt im Frühjahr aus dem Wahlkampf herausgehäl-

ten, um die Wähler nicht zu verschrecken. Der von der Lega und der Fünf-Sterne-Bewegung favorisierte zukünftige Finanzminister, der 81-jährige Paolo Savona, fordert aber bereits seit 2015 eine italienische Parallelwährung als Teil eines Plan B für den Fall, daß Italien gezwungen sein sollte, aus der Eurozone auszutreten. Und auffällig ist, daß die Frage einer Parallelwährung in Form sogenannter mini-BOTs in den letzten drei Wochen wieder in die italienische und europäische Öffentlichkeit getragen worden ist.

Allein hieran zeigt sich, daß Italien die Sollbruchstelle des Euros ist und daß durch die neue italienische Regierung die ohnehin große Fragilität der Eurozone weiter wächst. Da die EZB für sich selbst die Pflicht definiert hat, den Euroraum „whatever it takes“ zusammenzuhalten, dürfte sie, wenn es hart auf hart kommt,



Abbildung 2: Höhe der fälligen italienischen Staatsschulden pro Jahr in Mrd. Euro



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE

wohl wieder Mittel und Wege finden, Italien durch vermehrte monetäre Staatsfinanzierung über Wasser zu halten, um so vielleicht die Einführung einer Parallelwährung zu verhindern. Denn aus der Einführung einer Parallelwährung könnte schnell das unregelmäßige Auseinanderbrechen der Eurozone oder zumindest das „HerausCrashen“ Italiens aus dem Euro entstehen, zumal kein geregeltes Verfahren für den Austritt aus dem Euro existiert.

Gesetzt den Fall, daß nach der Einführung einer italienischen Parallelwährung an den Finanzmärkten die Risikoaufschläge für die fälligen italienischen Euro-Staatsschulden derart in die Höhe schießen, so daß die Euroeinnahmen des italienischen Staates nicht ausreichen, um weiterhin die Zinsen für die Euroschulden zahlen und die fälligen Euroschulden begleichen oder umschulden zu können, dann könnte eine Paral-

lparallelwährung nicht zur Erhöhung des fiskalischen Haushaltsspielraums, sondern entsprechend der Fälligkeitsstruktur der Euroschulden schrittweise zur Verringerung der fiskalischen Möglichkeiten führen. Dann dürfte ein schneller Austritt aus dem Euro – zur Abwendung der Staatsinsolvenz – wahrscheinlich sein und die ursprüngliche Parallelwährung zur neuen nationalen und einzigen Währung werden, so daß eine vollumfängliche nationale monetäre Staatsfinanzierung gewährleistet ist. Inwieweit die Euroschulden dann überhaupt weiterhin bedient werden oder bedient werden können oder ob die Gläubiger leer ausgehen, dürfte offen sein. Und würden die Target-Verbindlichkeiten beglichen werden? Und könnte die restliche Eurozone dann überhaupt zusammengehalten werden oder würde eine panikartige Flucht des Rettensich-wer-kann einsetzen?



Dieses nur angedeutete Szenario, in welchem die Eurozone ungeordnet Mitglieder verliert und dadurch womöglich auseinanderbricht, wollen die Regierungen der Euroländer, die EU-Kommission und die EZB auf jeden Fall verhindern. Deshalb werden sie letztlich zu weitreichenden Zugeständnissen an Italien bereit sein, woraus folgt, daß die weitere „Lirarisierung“ des Euro vorprogrammiert ist.

Auf Dauer werden aber auch diese neuen abzusehenden Rettungsaktionen den Euro nicht retten.<sup>1</sup> Wünschenswert wäre, aber unwahrscheinlich ist, daß aus dieser Lage der politische Wille erwächst, ein geregeltes Austrittsverfahren aus dem Euro zu entwickeln. Da jedoch in absehbarer Zeit kein geordnetes Austrittsverfahren aus dem Euro existieren wird, steigt die Gefahr eines ungeordneten Auseinanderbrechens der Eurozone weiter an. Alle Euroländer und nicht nur Italien sollten für diesen Fall Notfall- und Übergangsszenarien in den Schubladen haben.

---

<sup>1</sup> Zu „Euro-Bruchsszenarien“ und einem Plan C für den Euro siehe THOMAS MAYER: *A plan C for the euro*, Economic Policy Note des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 14. Juli 2017, online abrufbar unter:

[http://www.fvs-ri.com/analysen/analysen-details.html#analysis\\_105](http://www.fvs-ri.com/analysen/analysen-details.html#analysis_105)



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 28. Mai 2018