



KOMMENTAR ZU WIRTSCHAFT UND POLITIK 8/6/2018

Italien hat nun doch eine neue Regierung

Die Sollbruchstelle des Euroraums wird größer

von NORBERT F. TOFALL

- Der Plan B für den Austritt aus dem Euro von Paolo Savona dürfte wegen erheblich gesteigener „Austrittskosten“ seit 2015 schwerer umsetzbar sein, weshalb die Wahrscheinlichkeit sinkt, daß die neue italienische Regierung direkt und absichtlich den Austritt aus dem Euro anstrebt.
- Stattdessen könnte sie versucht sein, eine Parallelwährung zum Euro einzuführen, was jedoch zum „Heraus-Crashen“ aus dem Euro führen könnte.
- 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 der italienischen Politik ist jederzeit immer alles möglich. Erst lehnt der italienische Staatspräsident Sergio Mattarella den 81-jährigen Ökonomen und Eurogegner Paolo Savona als Finanzminister in einer Regierung aus Lega und Fünf-Sterne mit der Begründung ab, daß Savona mit dem Austritt Italiens aus dem Euro gedroht habe, um ihn vier Tage später als Europaminister zu akzeptieren. In diesen vier Tagen gibt der von der Lega und den Fünf-Sternen für das Amt des Ministerpräsidenten nominierte Giuseppe Conte den erst einige Tage zuvor von Staatspräsident Mattarella erhaltenen Auftrag zur Bildung einer Regierung zurück, die Lega und die Fünf-Sterne erklären die Regierungsbildung als gescheitert, der ehemalige IWF-Vertreter und

Wirtschaftsexperte Carlo Cottarelli übernimmt den Auftrag zur Bildung einer Übergangsregierung, woraufhin die Lega und die Fünf-Sterne erklären, doch eine Regierung wie geplant unter Giuseppe Conte bilden zu können, allerdings mit einem anderen Finanzminister und Savona als Europaminister. Der Staatspräsident Mattarella akzeptiert, so daß Giuseppe Conte einen Tag später als neuer italienischer Ministerpräsident vereidigt werden kann. Und nachdem nun in dieser Woche Giuseppe Conte am Dienstag im Senat und am Mittwoch im Abgeordnetenhaus die notwendigen Vertrauensabstimmungen überstanden hat, ist die neue Regierung aus Lega und Fünf-Sterne in Amt und Würden.



Abbildung 1: Italienische Staatsverschuldung in Prozent des BIP



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE

Die neue italienische Regierung wird eine Regierung 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. Ob alle diese Vorhaben wie geplant sofort und im vollen Umfang im nächsten Staatshaushalt umgesetzt oder zeitlich gestreckt werden, dürfte bis zur Vorlage eines Haushaltsentwurfs für 2019 offen bleiben. Die italienischen Staatsschulden belaufen sich schon jetzt auf über 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (siehe Abbildung 1) und dürften selbst bei nur teilweiser Umsetzung der vereinbarten Vorhaben von Lega und Fünf-Sterne-Bewegung weiter ansteigen.

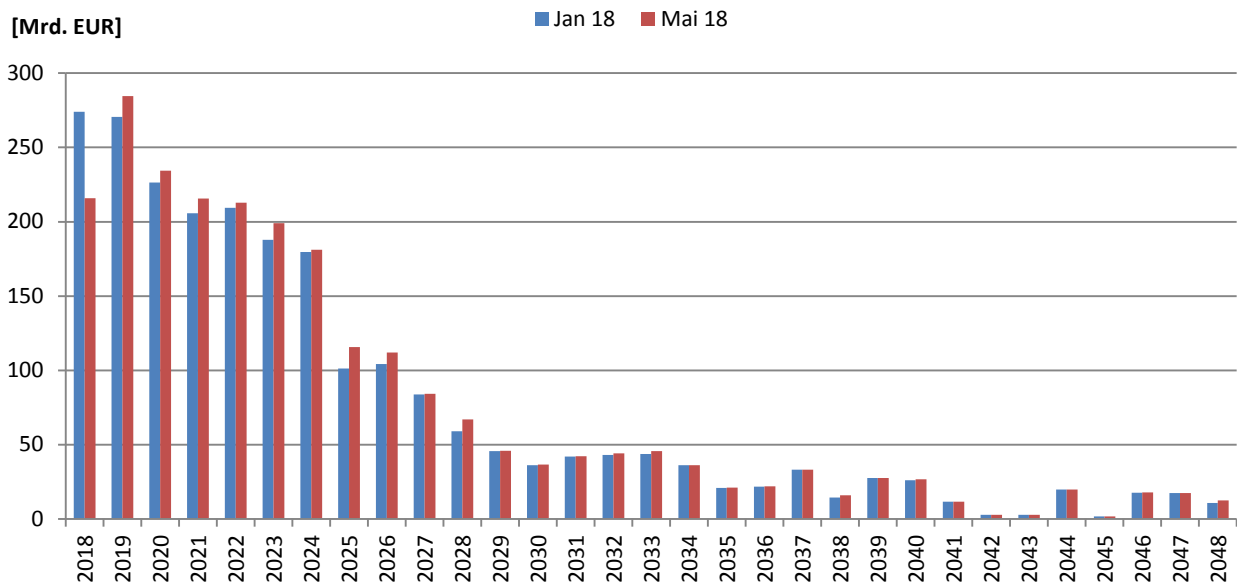
Die neue italienische Regierung verlangt deshalb eine Änderung der Verschuldungsregeln der Europäischen Währungsunion. Die Forde-

rung, daß die EZB Italien 250 Milliarden Euro Schulden erlassen solle, findet sich zwar nicht (mehr) im Koalitionsvertrag, was politisch aber nicht bedeutet, daß diese Forderung in künftigen Verhandlungen mit den anderen Euroländern, der EU-Kommission und der EZB nicht wieder erhoben werden könnte. In der italienischen Politik ist jederzeit alles möglich.

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



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



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE

Wiedergewinnung der nationalen monetären Staatsfinanzierung diskutiert, um über die in Euro fälligen Staatsschulden (siehe Abbildung 2) 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 herausgehalten, um die Wähler nicht zu verschrecken. Der von der Lega und der Fünf-Sterne-Bewegung ursprünglich als Finanzminister vorgesehene, jetzige Europaminister Paolo Savona fordert aber bereits seit 2015 eine italienische Parallelwährung als Teil eines Planes B für den Fall, daß Italien gezwungen sein sollte, aus der Eurozone auszutreten.

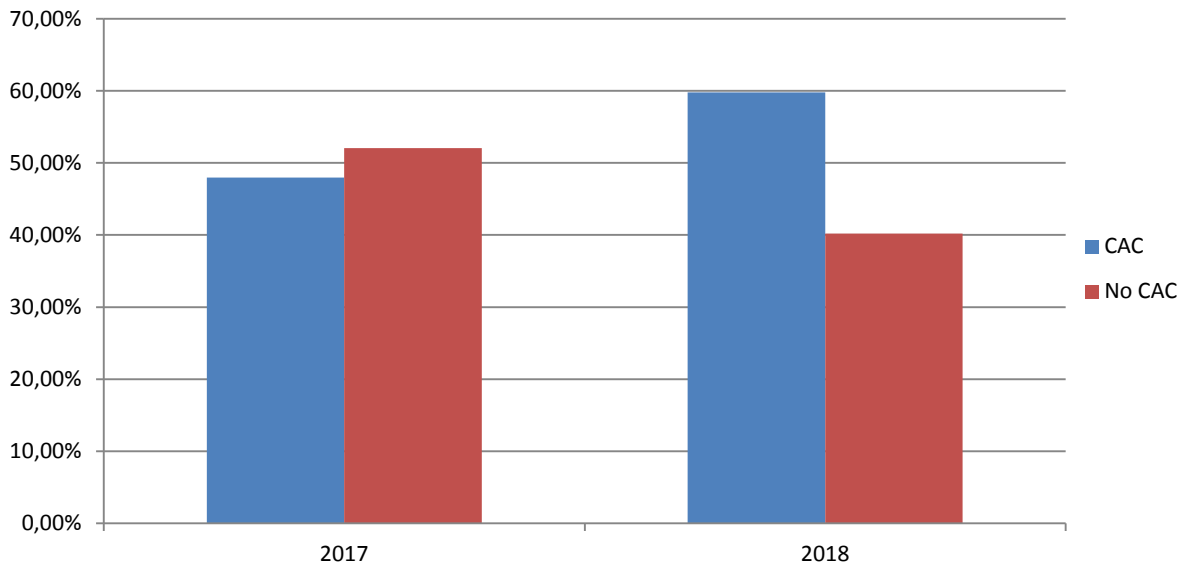
In seinem Plan B, den Savona 2015 in einer 80-seitigen Präsentation vorgestellt hatte,¹ führt der heutige Europaminister darüber hinaus aus, daß es bei Austritt aus dem Euro und der Einführung einer neuen Währung möglich sei, 98 Prozent der italienischen Staatsanleihen in die neue Währung zu denominieren, weil diese unter italienischem Recht emittiert worden seien. Diese Denominierung von Euro-Staatsschulden in Neue-Lira-Staatsschulden würde – so Savona – „einen neutralen Effekt auf die heimischen Investoren haben“², was sicherlich mehr als fraglich ist.

¹ Siehe die Präsentation von PAOLO SAVONA: *Guida Pratica all'uscita dall'Euro* (Praktische Einleitung für den Euroaustritt) vom 3. Oktober 2015; online abrufbar unter: <https://scenarieconomici.it/il-piano-b-per-litalia-nella-sua-interezza/>
Für diesen Hinweis und die Übersetzung ins Deutsche danke ich meiner Kollegin AGNIESZKA GEHRINGER.

² Ebenda S. 18.



Abbildung 3: Anteil der italienischen Staatsanleihen BTP mit und ohne CAC



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE

Zudem kann die Annahme von Savona aus dem Jahr 2015, daß 98 Prozent der italienischen Staatsanleihen nach italienischem Recht emittiert worden seien und deshalb denominiert werden könnten, bereits im Jahr 2015 nicht richtig sein. Denn seit Januar 2013 werden alle Staatsanleihen im Euroraum nach Artikel 12 Abs. 3 ESM-Vertrag mit einer sogenannten *Collective Action Clause* (CAC) emittiert, durch welche die Anleihebedingungen nur durch die Zustimmung einer Mehrheit der Gläubiger verändert werden können und nicht einseitig durch den emittierenden Schuldnerstaat. Der Anteil der BTPs mit CAC hat sich seit 2013 kontinuierlich erhöht. Während Anfang 2017 der Anteil der BTPs nach italienischem Recht noch höher war als der Anteil der BTPs mit CAC, hat sich dieses Verhältnis seitdem bereits deutlich umgedreht (siehe Abbildung 3).

Das heißt, daß der Plan B von Paolo Savona aus dem Jahr 2015 mit dem dort aufgeführten Finanzierungsszenario eines Euroaustritts so nicht mehr umsetzbar ist und erheblich anzupassen wäre. Die italienischen Austrittskosten aus dem Euro dürften allein aufgrund der verringerten Möglichkeit zur Denominierung der BTPs in eine neue Währung heute bereits erheblich höher sein als 2015 und unabhängig davon, daß Savona bereits 2015 von falschen und zu günstigen Annahmen ausgegangen ist.

Damit sinkt die Wahrscheinlichkeit, daß die neue italienische Regierung direkt und absichtlich den Austritt aus der Eurozone anstrebt. Alle offiziellen Verlautbarungen beteuern nicht zufällig, daß Italien den Euro beibehalten und lediglich die Verschuldungsregeln im Euroraum ändern wolle. Gleichzeitig dürfte jedoch die Wahrscheinlichkeit und Versuchung steigen, daß die neue italienische Regierung das Instru-



ment einer Parallelwährung zur Gewinnung zusätzlicher fiskalischer Spielräume nutzen könnte. Mehr als auffällig ist, daß die Frage einer Parallelwährung in Form sogenannter mini-BOTs in den letzten Wochen wieder in die italienische und europäische Öffentlichkeit getragen worden ist. Allerdings kann durch die Einführung einer Parallelwährung ein Staatsbankrott nicht verhindert werden, wenn die in Euro denominierten BTPs weder gerollt noch redenominiert werden können. Sollte es zum Staatsbankrott kommen, würde zwar nicht das Geld verschwinden, falls mini-BOTs als Euro-Ersatz vorhanden wären. Italienische Anleger halten aber die meisten BTPs und hätten große Verluste aus den „Euro-BTPs“, weil diese aufgrund des Staatsbankrotts nicht mehr bedient werden könnten. Der italienische Staat könnte zwar bei einem Default seinen inländischen Gläubigern mini-BOTs als Kompensation anbieten, so daß man faktisch redenominiert, indem man versucht, die heimischen Euro-BTPs durch mini-BOTs zu ersetzen. Die alten Bonds wären aber trotzdem „in default“, was erhebliche Folgen für die Finanzmärkte haben dürfte.

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, 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

„Heraus-Crashen“ 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 Parallelwährung 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 abzu-
sehenden Rettungsaktionen den Euro nicht
retten.³ Wünschenswert wäre, aber unwahr-
scheinlich ist, daß aus dieser Lage der politische
Wille erwächst, ein geregeltes Austrittsverfah-
ren aus dem Euro zu entwickeln. Da jedoch in
absehbarer Zeit kein geordnetes Austrittsver-
fahren aus dem Euro existieren wird, steigt die
Gefahr eines ungeordneten Auseinanderbre-
chens der Eurozone weiter an. Alle Euroländer
und nicht nur Italien sollten für diesen Fall Not-
fall- und Übergangsszenarien in den Schubladen
haben.

³ Zu „Euro-Bruchsszenarien“ und einem Plan C für den Euro
siehe THOMAS MAYER: *A plan C for the euro*, Economic Po-
licy 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



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* 8. Juni 2018