

»» Schuldentragfähigkeit Italien: stabil, aber mit höherem Wachstum noch zu verbessern

Nr. 198, 1. März 2018

Autor: Dr. Philipp Ehmer, Telefon 069 7431-6197, philipp.ehmer@kfw.de

Der Schuldenstand des italienischen Staates liegt mit gut 130 % der jährlichen Wirtschaftsleistung so hoch wie nirgendwo sonst in der Eurozone, außer in Griechenland. Gleichzeitig hinkt das Wirtschaftswachstum seit Jahren dem Durchschnitt der Währungsunion hinterher. Vor diesem Hintergrund untersuchen wir die Schuldentragfähigkeit des italienischen Staates und simulieren die Auswirkungen verschiedener Schocks auf den Schuldenstand.

Unter realistischen Annahmen steht die Schuldentragfähigkeit Italiens nicht akut infrage. In einem plausiblen Basisszenario verringert sich der Schuldenstand bis 2030 auf unter 120 % des BIP. Mit zunehmender Dauer des aktuellen Aufschwungs im Euroraum erhöht sich jedoch die Gefahr einer konjunkturellen Abkühlung. Bei der Wirtschaftsdynamik bildet Italien unter den großen Eurostaaten das Schlusslicht. Des Weiteren bringt der hohe Schuldenstand in Abwesenheit einer expansiven Geldpolitik hohe Zinszahlungen mit sich und zementiert das Problem.

Daher ist ein ambitionierter Schuldenabbau weiter angezeigt. Insbesondere sollte die Politik das Wachstum über strukturelle Reformen mittelfristig erhöhen. Die Forderung nach einer Aufweichung der EU-Fiskalregeln, die immer wieder in der italienischen Politik zu vernehmen ist, könnte sich dagegen als gefährlich herausstellen, wenn nämlich Anleger das Vertrauen in eine gemäßigte Fiskalpolitik verlieren und die Refinanzierungskosten des italienischen Staates in die Höhe treiben.

Italien aufgrund des hohen Schuldenstands im Fokus

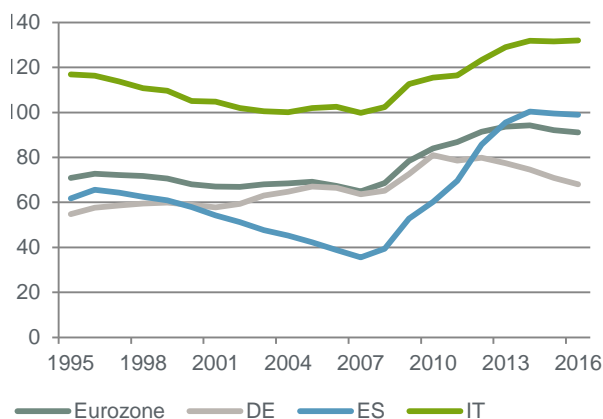
Spätestens mit der Schuldenkrise rückte die Schuldentragfähigkeit der Mitgliedstaaten im Euroraum in den Vordergrund. Um knapp 30 Prozentpunkte stieg der mittlere Schuldenstand in der Eurozone insgesamt zwischen 2007 und seinem Höhepunkt 2014 an (Grafik 1). Seitdem ging die Relation aus Schulden zur Wirtschaftsleistung moderat zurück. In Italien liegt der Schuldenstand mit 132 % des BIP nach Griechenland auf dem zweithöchsten Niveau und über 40 Prozentpunkte höher als im Durchschnitt der Währungsunion. Selbst Spanien – eine durch die Immobilienblase noch wesentlich stärker von der Finanzkrise getroffene Volkswirtschaft – leidet unter einer merklich geringeren Schuldenlast, wenngleich sie zuletzt zunehmend schwerer geworden ist. Zudem hat Italien den Wendepunkt noch nicht erreicht: Auch im abgelaufenen Jahr stieg der Schuldenstand voraussichtlich leicht an.

Dabei war der Schuldenaufwuchs in Italien in den letzten gut 20 Jahren sogar unterdurchschnittlich (Grafik 2). Nicht nur Spanien, selbst Deutschland hat seit 1995 einen stärkeren Zuwachs in der Schuldenquote hinnehmen müssen. Ursächlich für die hohe Verschuldung Italiens sind die 80er-Jahre: Bis 1994 legte der Bruttoschuldenstand um über 60 Prozentpunkte zu – doppelt so stark wie nach 2007 zu Zeiten der schärfsten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg.

Das Absinken der Schuldenquote ab 1995 lässt sich u. a. auf den späteren Eurobeitritt zurückführen. Durch einen strikten Sparkurs zur Erfüllung der Beitrittskriterien senkte sich das

Grafik 1: Hoher Schuldenstand in Italien ...

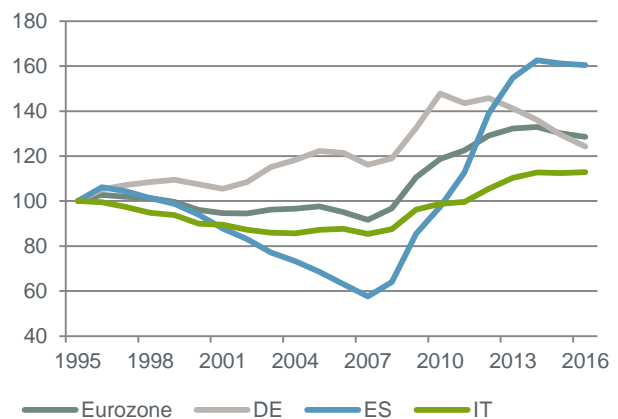
Bruttoschuldenstand Staat, in Prozent des BIP



Quelle: Eurostat

Grafik 2: ... aber vergleichsweise geringer Anstieg zuletzt

Bruttoschuldenstand Staat, 1995=100



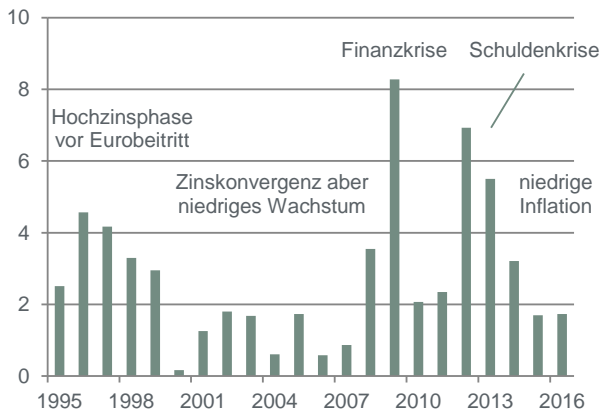
Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

Budgetdefizit und Italien realisierte Überschüsse in der Primärbilanz – öffentlicher Fiskalsaldo ohne Zinszahlungen – von fast 5 % im Mittel. Dies ist ein deutlich besserer Wert als die anderen heutigen Euromitglieder, mit Ausnahme Belgiens, damals erreichten. Der Beitritt ließ dann die Refinanzierungskosten Italiens erheblich sinken: Der implizite Zins, also derjenige Zins, den Italien auf seine Gesamtschuld im Durchschnitt zahlen musste, ging bis zur Finanzkrise von ca. 10 auf 4,5 % zurück. Dies half enorm dabei, den hohen Schuldenberg zumindest teilweise abzutragen.

Wie wichtig Primärüberschüsse für den italienischen Staat sind, verdeutlicht der so genannte Schneeballeffekt. Dieser beschreibt, wie Zinsen und Wachstum auf den Bruttoschuldenstand wirken. Führt ein positiver Schneeballeffekt, also eine Zins-Wachstums-Differenz größer null, für sich genommen zu einer Erhöhung des Schuldenstands, braucht es einen Primärbilanzüberschuss, um die Schuldenquote konstant zu halten. Aufgrund einer Mischung aus hohen Zinsen, niedrigem Realwachstum und in jüngerer Vergangenheit niedriger Inflation war der Schneeballeffekt in Italien seit 1995 durchgehend positiv (Grafik 3). Demnach wäre der Schuldenstand bei einer Primärbilanz von null stetig gestiegen, allein 2009 etwa um über 8 % des BIP, und der Schuldenabbau vor der Finanzkrise war nur durch die damals realisierten Primärüberschüsse möglich.

Grafik 3: Italien braucht (erhebliche) Primärüberschüsse

Schneeballeffekt Italien: Auf Realwachstum, Inflation und Zinsen zurückzuführende Veränderung des Bruttoschuldenstands, in Prozent des BIP



Quelle: AMECO, eigene Darstellung

Anfällig gegenüber Zinsanstieg, nachlassender Wirtschaftsdynamik und fiskalpolitischen Alleingängen

Schon seit Langem und so auch im aktuellen Zyklus bleibt das Wachstum Italiens moderat und hinter dem der anderen Volkswirtschaften im Euroraum zurück. Steht angesichts der gleichzeitig hohen Altlasten die Schuldentragfähigkeit Italiens also unter Druck?

Diese wäre spätestens dann nicht mehr gegeben, wenn die Entwicklung der Schuldenquote auf einen „explosiven“ Pfad einschwenkt, die Schulden also mit hohem Tempo wachsen und ein Wendepunkt in immer weitere Ferne rückt. Für Italien

ist solch ein Szenario unwahrscheinlich. Dennoch gibt es mehrere Schwachstellen:

Erstens hängt Italien aufgrund der hohen Schuldenlast wie kein anderes Land von der Zinsentwicklung an den Kapitalmärkten und der Geldpolitik der EZB ab und hat durch die historisch niedrigen Zinsen in den letzten Jahren viele Milliarden Euro in der Refinanzierung gespart.¹ Die EZB hat bereits eine vorsichtige Wende eingeleitet und die Zinsen steigen langsam wieder. Bei Schulden von über 2,2 Bio. EUR reagiert der italienische Staatshaushalt besonders sensibel auf Zinsveränderungen.

Zweitens sind das Realwachstum (schon lange) und die Inflation (seit Kurzem) sehr gering. Dies macht Italien anfällig für den Schneeballeffekt. Besonders eine neuerliche Rezession birgt die Gefahr einer merklich steigenden Schuldenquote – vor allem dann, wenn ein asymmetrischer Schock Italien trafe, der das Wachstum abwürgt, den Rest der Eurozone aber nicht betrifft und insofern keine Gegenmaßnahme der EZB erwarten ließe. Aufgrund der expansiven Geldpolitik und fallender Zinsen ist der Schneeballeffekt in Italien zuletzt kleiner geworden. Steigen von nun an die Zinsen aber wieder, ohne dass dies mit einem dynamischeren Nominalwachstum einherginge, verringert sich die Schuldentragfähigkeit Italiens.

Drittens ist die politische Richtung noch unklar, die Italien nach den bevorstehenden Parlamentswahlen einschlagen wird. Eine deutliche Ausweitung des fiskalischen Defizits scheint möglich. Allerdings beobachten Anleger die Fiskaldisziplin von Staaten ganz genau – und aufgrund des schon hohen Schuldenstands Italiens womöglich noch genauer. Eine verantwortliche Fiskalpolitik ist daher unerlässlich, um nicht die Bereitschaft von Gläubigern, Fremdkapital bereitzustellen, und somit drastisch steigende Anleiherenditen zu riskieren.

Schuldentragfähigkeitsanalyse anhand von vier Faktoren

Vier Indikatoren entscheiden über die Schuldentragfähigkeit eines Landes: die Zinsen, die auf die angesammelten Schulden zu zahlen sind, sowie das Realwachstum und die Inflation, die den Nenner der Schuldenstandsquote beeinflussen.² Hinzu kommt die Primärbilanz, die direkt und kurzfristig beeinflussbar und damit die wichtigste wirtschaftspolitische Steuerungsgröße in diesem Zusammenhang ist.

Zur Beurteilung der Schuldentragfähigkeit wird die Entwicklung der Schuldenquote des italienischen Staates bis 2030 in mehreren Szenarien simuliert. Ein Basisszenario greift auf plausible Annahmen zu Zinsen, Realwachstum, Inflation und Primärbilanz zurück. In einem Positivszenario kommen teilweise deutlich optimistischere Prognosen der italienischen Regierung zum Einsatz. Abschließend zeigen wir in einigen Schockszenarien, wie anfällig die Schuldentragfähigkeit in Bezug auf unterschiedliche wirtschaftliche Schocks ist.

Zugrunde liegende Annahmen

Der implizite Zins, den der Staat auf seine Schulden zahlen muss, ist seit der Intervention der EZB in der Schuldenkrise 2012 („whatever it takes“) und aufgrund fallender Inflationserwartungen kontinuierlich gesunken. Diese Entwicklung dürfte vorerst anhalten, da erstens die EZB bei der Normalisierung der Geldpolitik im Euroraum äußerst vorsichtig vorgeht und die Zinsen bei Neuemissionen folglich nur langsam steigen. Zweitens wurde die durchschnittliche Laufzeit italienischer Anleihen im Niedrigzinsumfeld verlängert. Dadurch dauert es länger bis sich steigende Zinsen für neu emittierte Anleihen voll auf die Durchschnittsverzinsung des gesamten Anleihebestands auswirken. Mit einer wachsenden Zinsbelastung ist erst in den ersten Jahren des neuen Jahrzehnts zu rechnen. Des Weiteren gehen wir aufgrund des aktuell außergewöhnlich niedrigen Zinsniveaus in diesem Szenario davon aus, dass auch zum Ende des Prognosezeitraums die Renditen für zehnjährige Anleihen bei 4 % und damit noch niedriger liegen werden als in den Jahren vor der Schuldenkrise.

Das Realwachstum Italiens könnte wegen der guten wirtschaftlichen Lage im laufenden Jahr merklich dynamischer ausfallen als zuletzt. In den kommenden Jahren dürfte es sich aber wieder der Potenzialwachstumsrate von unter 1 % pro Jahr annähern und bis zum Prognosehorizont in diesem Bereich liegen (siehe Tabelle 1 am Ende des Textes für eine Übersicht über die Annahmen in allen Szenarien). Die Inflation wird im Basisszenario noch mehrere Jahre brauchen, um wieder ihren Zielwert von knapp 2 % zu erreichen. Die Vorhersage der Primärbilanz ist nicht zuletzt wegen der bevorstehenden Wahlen mit größerer Unsicherheit behaftet. Wir gehen im Basisszenario davon aus, dass sich der Saldo in einem ähnlichen Rahmen bewegen wird wie seit der Finanzkrise, also zwischen 1,5 und 2 % des BIP.

Schuldenstand sinkt in gut zehn Jahren auf unter 120 %

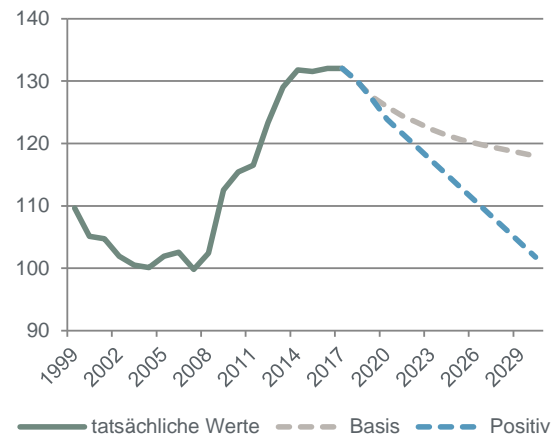
In diesem Basisszenario ist 2018 das erste Jahr mit einer merklichen Verringerung des Schuldenstands seit 2007. Noch im laufenden Jahr sinkt die Schuldenquote auf knapp unter 130 % des BIP (Grafik 4). Bis 2030 kommt eine weitere Verringerung auf dann 118 % des BIP hinzu. Damit ist etwas weniger als die Hälfte des Schuldenanstiegs seit der Finanzkrise wieder korrigiert. Der Schuldenabbau erfolgt ein wenig langsamer als vor der Finanzkrise. Insbesondere zum Ende des Prognosezeitraums geht das Tempo zurück. Dies ist primär darauf zurückzuführen, dass sich das Wachstum nach anfänglich guten Raten auf niedrigerem Niveau normalisiert und gleichzeitig die Zinsen steigen. Auffällig ist, dass trotz eines Rückgangs der Schulden in Relation zur Wirtschaftsleistung der absolute Schuldenstand kontinuierlich wächst – von ca. 2,2 Bio. bis auf über 2,8 Bio. EUR.

Der schnelle Schuldenabbau in der näheren Zukunft wird vom guten wirtschaftlichen Umfeld begünstigt. So ergibt sich für die Jahre 2018 bis 2020 auf Basis unserer Schätzungen ein negativer Schneeballeffekt. Der Schuldenabbau gelänge also bereits ohne politisches Zutun bei einer ausgeglichenen Primärbilanz. Überdurchschnittliches Wachstum in Zeiten

historisch niedriger Zinsen zahlt sich hier aus. Zu einer bloßen Stabilisierung des Schuldenstands bei 132 % des BIP bis 2030 würde unter ansonsten unveränderten Annahmen des Basisszenarios ein Primärüberschuss von durchschnittlich 0,9 % pro Jahr ausreichen. Über diesem Betrag liegende Überschüsse reduzieren den Schuldenstand.

Grafik 4: Schuldenabbau im Basis- und Positivszenario

Bruttoschuldenstand des italienischen Staates, in Prozent des BIP



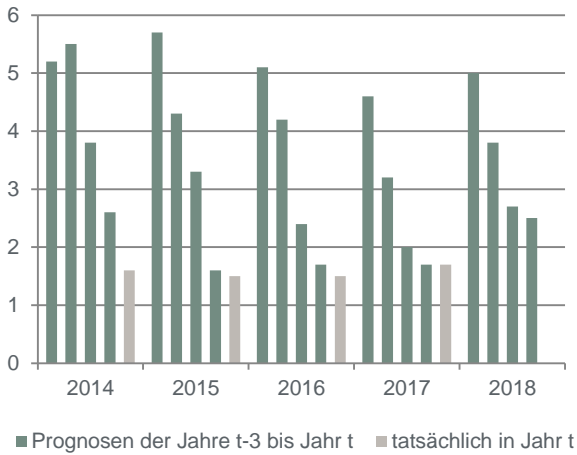
Quelle: AMECO, eigene Berechnungen

Geht man von optimistischeren Voraussetzungen und vor allem deutlich höheren Primärüberschüssen aus – wie die antizipierende italienische Regierung in ihrem Stabilitätsprogramm –, fällt die Schuldenquote bis 2030 bis auf 102 % des BIP.³ Das entspräche einem um noch einmal die Hälfte erhöhten Tempo im Vergleich zum erfolgreichen Schuldenabbau vor der Finanzkrise. Eine Verdoppelung des Primärüberschusses gegenüber dem heutigen Stand bis 2020 auf dann 3,3 % des BIP und im Anschluss kontinuierliche Überschüsse in dieser Höhe will die Regierung u. a. durch eine intensivere Bekämpfung der Steuerflucht sowie Einsparungen insbesondere bei der Bezahlung von Staatsbediensteten erreichen.⁴ Allerdings waren die Annahmen in der Vergangenheit stets zu optimistisch. In den letzten Jahren lag die erste Vorhersage der Regierung für den Primärüberschuss jeweils drei Jahre später immer etwa dreimal so hoch wie der am Ende tatsächlich realisierte Wert (Grafik 5). Die Prognosen mussten regelmäßig korrigiert werden und entsprechend verschob sich der angepeilte Beginn für einen Schuldenabbau immer wieder.

Der IWF stellt in seiner Artikel IV Konsultation ebenfalls heraus, wie anspruchsvoll das Ziel eines Primärüberschusses von über 3 % über mehrere Jahre hinweg ist. Nicht nur konjunkturelle, sondern auch politische Zyklen erschweren es, solch ein Ziel zu erreichen. Darüber hinaus zeigt der IWF, dass auch die Vorhersagen der italienischen Regierung zu den Privatisierungserlösen Jahr für Jahr zu optimistisch waren. Die tatsächlichen Erlöse lagen teilweise nur bei der Hälfte oder sogar weniger der anfangs avisierten Werte.⁵

Grafik 5: Unverbesserlicher Optimismus

Primärbilanz Italien, in Prozent des BIP
Vorhersagen der italienischen Regierung und tatsächliche Werte



Anmerkung: tatsächlicher Wert für 2017=Schätzung

Quelle: Ministero dell'Economia e delle Finanze, eigene Darstellung

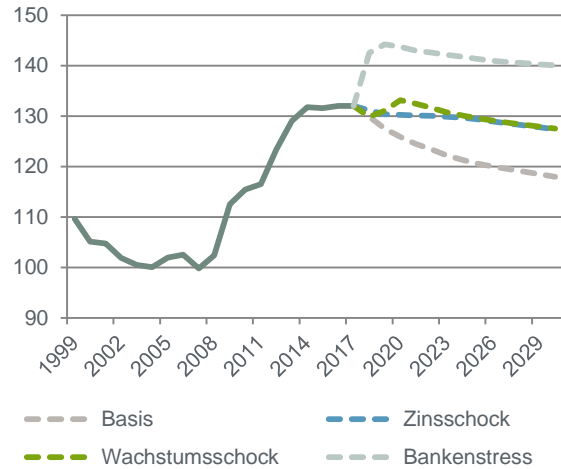
Kein Schuldenabbau in adversen Szenarien

Die Sensitivität des Schuldenabbaus gegenüber schlechteren Entwicklungen bei den Einflussgrößen testen wir in mehreren Schockszenarien. Diese sind angelehnt an die Szenarien, die der IWF im Rahmen seiner Artikel IV Konsultationen untersucht.⁶ Auch die Annahmen bezüglich der gegenseitigen Abhängigkeiten zwischen den Einflussfaktoren orientieren sich an den Analysen des IWF: So verringert sich beispielsweise im Fall eines negativen Wachstumsschocks nicht nur das Realwachstum, sondern üblicherweise in abgeschwächtem Maß auch die Inflation, während sich die Primärbilanz verschlechtert, da automatische Stabilisatoren wirken und Staaten bei einer Konjunkturabkühlung oft mit einer expansiven Fiskalpolitik gegenlenken.

Im Szenario eines Zinsschocks gehen wir von einer Zinserhöhung für Italien um 150 Basispunkte innerhalb von zwei Jahren aus. Dies belastet gleichzeitig das Wachstum und führt darüber zu einer leicht niedrigeren Inflation. Auslöser für solch ein Szenario könnte etwa eine Ratingabwertung sowie eine höhere Skepsis gegenüber Italien unter Anlegern sein, z. B. nach einer Neuausrichtung der Fiskalpolitik. Der Schuldenabbau bliebe in diesem Szenario zum Großteil aus. 2030 läge die Schuldenquote um lediglich knapp 5 Prozentpunkte niedriger als heute (Grafik 6). Im Fall einer Rezession, die das Realwachstum 2019 und 2020 um je 1,5 Prozentpunkte gegenüber dem Basisszenario verringert und wegen Interdependenzen darüber hinaus die oben erwähnten Folgen hat, käme es zu ähnlichen Ergebnissen. In diesem Szenario steigt der Schuldenstand 2020 zwischenzeitlich auf einen neuen Rekordwert.

Grafik 6: Risikoszenarien für den Schuldenstand

Bruttoschuldenstand des italienischen Staates, in Prozent des BIP



Quelle: AMECO, eigene Berechnungen

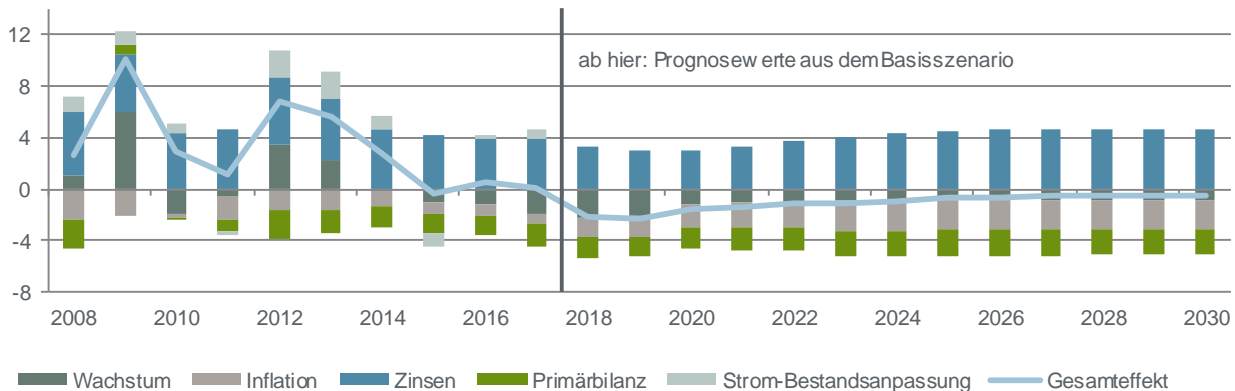
Das dritte Schockszenario simuliert weiteren Kapitalbedarf für Finanzinstitute, der bei gleichzeitigen Turbulenzen am Kapitalmarkt nicht durch private Mittel zu decken ist. Analog zum Vorgehen des IWF erfassen wir eine staatliche Rekapitalisierung von Banken durch eine einmalige Verschlechterung der Primärbilanz um 10 Prozentpunkte des BIP gegenüber dem Basisszenario. Gleichzeitig ist das Wachstum negativ betroffen, die Inflation geht leicht zurück und die Refinanzierung des Staates verteuert sich vorübergehend. In diesem Szenario steigt der Schuldenstand sprunghaft auf 144 % des BIP an und sinkt danach nur marginal. 2030 beträgt die Quote immer noch 140 %.

Strom-Bestandsanpassung erhöht Schuldenstand noch

Allen diskutierten Szenarien ist gemein, dass sie von Strom-Bestandsanpassungen abstrahieren. Zu diesen Anpassungen gehören z. B. Kosten, die bei einer Rekapitalisierung von Banken anfallen, Neubewertungen von Aktiva und Passiva etwa aufgrund von Wechselkursschwankungen sowie Privatisierungserlöse. Lediglich das Bankenstressszenario berücksichtigt Teile solcher Einflüsse über die Primärbilanz. Jenseits dessen gehen wir in allen Berechnungen davon aus, dass Strom-Bestandsanpassungen langfristig bei null liegen.⁷

Grafik 7: Schuldenabbau im Niedrigzinsumfeld

Beiträge zur Veränderung des Bruttoschuldenstands Italien, Prozentpunkte



Anmerkung: 2017=Schätzung

Quelle: AMECO, eigene Berechnungen

Italiens Schulden im Normalfall tragfähig, Wirtschaftswachstum hinkt im Eurozonenvergleich hinterher

Derzeit steht die Schulden Tragfähigkeit Italiens nicht unmittelbar in Zweifel. Auch die Schockszenarien führen die Staatsschuldenquote nicht auf einen explosiven Pfad, bei dem eine Trendwende immer schwieriger würde. Dies ist nicht zuletzt das Ergebnis einer zumeist positiven Primärbilanz. Nur Finnland, Belgien und Luxemburg erreichten seit Gründung der Eurozone im Mittel höhere Primärüberschüsse.

Das Hauptproblem Italiens ist dagegen neben der Altschuldenlast, die hohe absolute Zinszahlungen mit sich bringt, das zu geringe Wirtschaftswachstum. Seit Bestehen der Eurozone lag das durchschnittliche jährliche Realwachstum in Italien bei 0,4 %, nur marginal über dem Tiefstwert von 0,3 % p. a. für Griechenland und 1 Prozentpunkt unter dem Mittelwert für die Eurozone insgesamt. Das niedrige Wachstum Italiens lässt sich wiederum auf einige strukturelle Ursachen zurückführen: So verzeichnet Italien seit Jahren ein Produktivitätswachstum von nahe null und Unternehmen sind oftmals sehr klein, auf den Binnenmarkt konzentriert und investieren zu wenig in FuE.⁸ Es existieren große Ineffizienzen in der Verwaltung, z. B. im Justizwesen, und die Kapitalintensität ist zu gering, auch weil Investitionen nach der Finanzkrise um bis zu 30 % zurückgegangen waren.⁹ Hinzu kamen zuletzt Probleme im Bankensektor, auch aufgrund von schlechten Investitionsentscheidungen in der Vergangenheit und über eine lange Zeit eine jeweils geringe Überlebensdauer von Regierungen, die zu häufigen Wahlkämpfen sowie Verzögerungen in der Wirtschaftspolitik geführt haben.

Fazit: Mit höherem Wachstum den Schuldenabbau beschleunigen

Die Schuldenquote Italiens liegt mit über 130 % des BIP deutlich zu hoch. In einem plausiblen Basisszenario kommt es nach Jahren der Verzögerungen ab 2018 zu einem Schuldenabbau – allerdings nur noch langsam, sobald die

Durchschnittszinsen wieder steigen. Mit zunehmender Dauer des Aufschwungs in der Eurozone nimmt außerdem die Gefahr einer Konjunkturabkühlung zu. Diese kann – wie in unserem Szenario – einen moderaten Wachstumsschock mit sich bringen, der den Schuldenstand lediglich um einige Prozentpunkte anhebt. Je nach Auslöser des nächsten Abschwungs sind aber auch heftigere Reaktionen der Schuldenquote nicht ausgeschlossen.

Insofern würde ein beschleunigter Schuldenabbau für mehr Stabilität sorgen. Die Voraussetzungen hierfür sind gut, denn die italienische Wirtschaft ist derzeit in einer guten Verfassung: Das Wachstum hat angezogen und die Zinsen liegen auf historischen Tiefständen. Der Staat erwirtschaftet konstante und teils hohe Primärüberschüsse wie kaum ein anderes Euroland. Der wichtigste Ansatzpunkt für einen zügigen und nachhaltigen Schuldenabbau ist das Wirtschaftswachstum. Auch im aktuellen Aufschwung hinkt dieses im Eurozonenvergleich immer noch hinterher. Gelingt es, mit strukturellen Reformen das durchschnittliche Wachstum zu erhöhen, sind auch weitere Verbesserungen in der Primärbilanz einfacher durchzusetzen.

Zudem könnten institutionelle Reformen der Eurozone hilfreich sein und zu einer größeren Stabilität innerhalb der Währungsunion führen – etwa über einen Mechanismus, über den Staaten eine in Schieflage geratene Volkswirtschaft finanziell stützen und zwar bevor eine echte Krise entsteht und der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) eingreifen muss. Ein solches Instrument müsste Italien gar nicht erst in Anspruch nehmen. Allein seine Existenz könnte dazu beitragen, Renditespreads und damit steigende Refinanzierungskosten für Teile der Eurozone auch nach einer Normalisierung der Geldpolitik zu begrenzen. Hiervon würde Italien stark profitieren – und mittelbar die gesamte Währungsunion, u. a. weil die Geldpolitik weniger zur wirtschaftlichen Stabilisierung gebraucht würde.

Gelingt es den politischen Parteien jedoch nicht, auf einen wachstumsfreundlichen Reformkurs einzuschwenken, anstatt sich überwiegend auf den Impuls expansiver Fiskalpolitik zu

verlassen, dürfte Italien noch länger im Fokus von Analysen der Schuldentragfähigkeit bleiben. ■

Tabelle 1: Übersicht Einflussgrößen in den Szenarien

	Basisszenario		Positivszenario		Zinsschock		Wachstumsschock		Bankenkrise	
	2018– 2020	2021– 2030	2018– 2020	2021– 2030	2018– 2020	2021– 2030	2018– 2020	2021– 2030	2018– 2020	2021– 2030
Zinsen (Neuemissionen 10Y), Prozent	3,0	3,9	3,3	k. A.	4,4	4,0	3,4	4,0	3,9	3,9
Realwachstum, Prozent gg. Vj.	1,4	0,8	1,4	0,3	0,9	0,8	0,4	0,8	0,4	0,8
Inflation, Prozent gg. Vj.	1,3	1,8	1,9	2,0	1,2	1,8	1,1	1,8	1,1	1,8
Primärbilanz, Prozent BIP	1,6	2,0	2,6	3,3	1,6	2,0	0,9	1,9	-2,2	2,0

Quellen: eigene Schätzung, IWF, Ministero dell'Economia e delle Finanze

¹ Vgl. Ehmer, P. 2017, Geldpolitik hat fiskalischen Druck im Euroraum reduziert – aber Zinswende kommt, Fokus Volkswirtschaft Nr. 176, KfW Research.

² Ausschlaggebend ist hier der BIP-Deflator als Maß für die Inflation und nicht der in anderen Zusammenhängen oft verwendete Verbraucherpreisindex. Denn zur Berechnung des Nominalwachstums werden Informationen zur Preisentwicklung der in einer Volkswirtschaft hergestellten Waren und Dienstleistungen benötigt und nicht die Entwicklung der Preise der von einem typischen Verbraucher erworbenen Güter.

³ Die italienische Regierung prognostiziert die Entwicklung des Schuldenstands nur bis einschließlich 2028, vgl. Ministero dell'Economia e delle Finanze 2017, Update of the Economic and Financial Document 2017, 23 September 2017. Die Ergebnisse für die Jahre 2029 und 2030 basieren auf einer linearen Fortschreibung des Trends bis 2028.

⁴ Vgl. European Commission 2017, Assessment of the 2017 Stability Programme for Italy, 23 May 2017.

⁵ Vgl. International Monetary Fund 2017, Italy Article IV Consultation 2017, IMF Country Report No. 17/237.

⁶ Vgl. ebd.

⁷ Dabei haben Strom-Bestandsanpassungen in der Vergangenheit zumeist zu einer Erhöhung des Schuldenstands in Italien beigetragen, insbesondere aufgrund von Kosten im Zusammenhang mit dem Bankensektor (Grafik 7), vgl. Sidorov, P. 2017, Analysing Italian Public Debt, Deutsche Bank Research, Focus Europe Special, 2 October 2017. Insofern ist unsere Analyse diesbezüglich als optimistisch einzuschätzen. Nach der Finanzkrise – also einer Zeit, in der Bankenprobleme besonders im Fokus standen und damit verbundene Kosten überproportional hoch waren – sind Strom-Bestandsanpassungen für etwa 20 % des Schuldenanstiegs in Italien maßgeblich gewesen. Zieht man die Werte seit 1995 heran und schreibt die Entwicklung linear fort, lägen die Schulden Italiens im Jahr 2030 noch einmal um gute 100 Mrd. EUR oder 4 % des BIP höher als in unseren Szenarien.

⁸ Vgl. Ehmer, P. 2016, Arbeitsproduktivität der großen Euroländer drifft auseinander – Italien fällt zurück, Fokus Volkswirtschaft Nr. 134, KfW Research.

⁹ Vgl. World Economic Forum 2017, The Global Competitiveness Report 2017–2018.