

Italiens Schuldentragfähigkeit im neuen Zinsumfeld: schwieriger, aber möglich

Nr. 231, 21. Februar 2023

Autor: Dr. Philipp Scheuermeyer, Telefon 069 7431-4017, philipp.scheuermeyer@kfw.de

An den Märkten für europäische Staatsanleihen wurde die rapide geldpolitische Wende seit 2022 bisher relativ gut verdaut. Das gilt auch für die Anleihen Italiens, das mit einer Staatsschuldenquote von knapp 150 % des BIP unter besonderer Beobachtung steht. Im Oktober, kurz nach dem Wahlsieg von Giorgia Meloni, war die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen kurzzeitig bis auf 4,8 % gestiegen, dann aber wieder rund 4 % zurückgegangen. Während der Eurokrise in den Jahren 2011 und 2012 war die Rendite in der Spitze dagegen bis auf 7 % geklettert, vor allem die Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen lagen mit etwa 500 Basispunkten deutlich höher als 2022 (~200 Basispunkte). Was also hat sich in Sachen Schuldentragfähigkeit verändert?

Inflation reduziert Schuldenquote, aber langfristig wird es schwerer

Die Entwicklung der Staatsschuldenquote hängt stark vom Verhältnis der Zinsen zum Nominalwachstum ab. Im Jahr 2022 hat der unerwartete Inflationsschub in Kombination mit einem kräftigen Realwachstum das nominale BIP im Nenner der italienischen Schuldenquote deutlich erhöht, sodass sie trotz höherer Staatsausgaben von 150 % auf voraussichtlich 145 % zurückgegangen ist. Der Zinsanstieg in Reaktion auf die hohe Inflation frisst sich dank eines Bestands an langlaufenden Anleihen indes erst mit Verzögerung zur Effektivverzinsung der Staatsschulden durch. 2022 lag der effektiv zu zahlende Zins noch bei 2,8 % und die durchschnittliche Restlaufzeit italienischer Schulden bei fast 8 Jahren.

Falls die EZB ihr Inflationsziel von 2 % nur mit dauerhaft höheren Zinsen erreichen sollte oder der Markt höhere Inflationserwartungen einpreist, dann kann der Inflationsschub jedoch langfristig dazu beitragen die Schuldentragfähigkeit zu

¹ Hier geht es um die Veränderung des BIP-Deflators. Bisher lag diese meist nahe an der Verbraucherpreisinflation. Bei einer großteils importierten Inflation, wie 2022, liegt die Veränderung des BIP

Für eine Stabilisierung der italienischen Staatsschuldenquote erforderliche Primärüberschüsse in Abhängigkeit von Zins und Wachstum

		Effektiver Zins für die Staatsverschuldung		
		niedrig	mittel	hoch
Nominalwachstum		3,0 %	4,0 %	5,0 %
hoch (Inflation über Ziel oder Wachstum deutlich über Trend)	3,5 %	-0,7 %	0,7 %	2,1 %
mittel (Inflation auf Ziel; Potentialwachstum)	2,8 %	0,3 %	1,7 %	3,1 %
niedrig (Inflation < 2 %; Wachstum schwach)	2,1 %	1,3 %	2,7 %	4,1 %

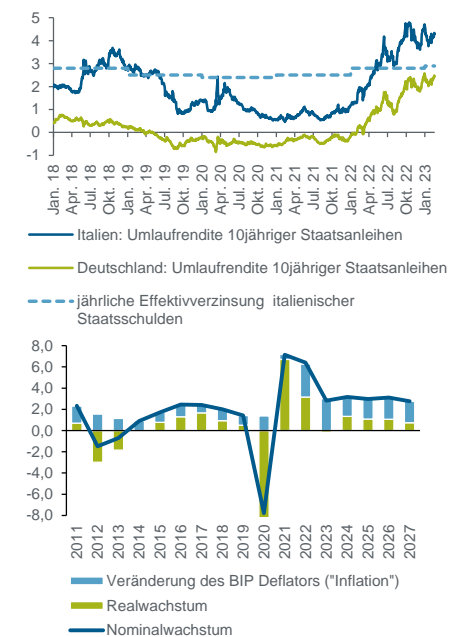
Ausgangsniveau ist die von der EU Kommission im November für 2022 prognostizierte Schuldenquote von 145 % des BIP. Quellen: KfW Research; EU Kommission (AMECO Database)

erschweren. Die Potenzialwachstumsrate Italiens schätzt der IWF auf 0,8 %. Bei diesem Realwachstum, einer Inflation von durchschnittlich 2 %¹ und einem Effektivzins von 4 %, würde für eine langsame Rückführung der Staatsschuldenquote noch ein nur etwas höherer Primärüberschuss (Staatseinnahmen – Staatsausgaben ohne Zinszahlungen) genügen, als er in den 2010er-Jahren erreicht wurde (2011–2019: Ø 1,6 %). Sollte der Effektivzins aber auf über 5 % steigen und/oder das Nominalwachstum niedrig ausfallen, dann wären schon Primärüberschüsse größer 3 % des BIP nötig, um die Schuldenquote zurückzufahren (vgl. Tabelle). Zwar hat Italien in den vergangenen Jahrzehnten höhere Primärüberschüsse erzielt als die meisten anderen großen Industrieländer. Die Erfahrung der letzten Jahrzehnte zeigt allerdings auch, dass Primärüberschüsse von mehr als 3 % selten lange durchgehalten werden.² Eine im Durchschnitt lange Restlaufzeit der Staatsanleihen verhindert zwar einen abrupten Anstieg der Zinsausgaben. Wenn sich aber die Erwartung durchsetzt, dass sich das italienische Zinsniveau bei 5 % oder mehr einpendelt, dann können unmittelbar Zweifel über die Schuldentragfähigkeit aufkommen, die zusätzlich den Risikoaufschlag in die Höhe treiben.

Deflators aber deutlich unter der Verbraucherpreisinflation.

Unterm Strich zeigt der Vergleich mit ähnlichen Berechnungen von Anfang 2021, dass die Belastungen durch die Zinswende die Vorteile eines inflationsbedingt voraussichtlich höheren Nominalwachstums überwiegen.³ Beim derzeitigen Zinsniveau bleibt die Schuldentragfähigkeit aber dennoch realistisch.

Grafiken: Zinsen und Wachstum



Quellen: Bloomberg, EU Kommission; IMF World Economic Outlook Oct. 2022

² Vgl. Scheuermeyer (2021), Schuldentragfähigkeit nach Corona, Fokus Volkswirtschaft Nr. 327, KfW Research.

³ Vgl. ebd.