

Geschichte wiederholt sich - hoffentlich nicht!

von: Marius Gero Daheim

Angesichts der seit 2022 stark gestiegenen europäischen Anleiherenditen kommen zum ersten Mal seit der Europäischen Staatsschuldenkrise wieder Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung auf. Im Fokus steht dabei Italien mit seiner Schuldenquote von 142% des BIP – der zweithöchsten im Euroraum – und den schwächsten Bonitätsnoten unter den fünf größten Euro-Mitgliedstaaten. Droht eine Neuauflage der europäischen Staatsschuldenkrise? - Euro-denominierte Staatsanleihen und Anleihen staatsnaher Emittenten (SSA) sind ein wichtiger Bestandteil des Liquiditätsportfolios der Gothaer Asset Management. Die Risikoprämien dieser Zinsinstrumente werden fundamental durch die Kreditqualität (letztlich also die Schuldentragfähigkeit) der emittierenden bzw. garantierenden Staaten bestimmt. Politische und/oder wirtschaftliche Veränderungen, die kurz- oder mittelfristig, positiv oder negativ die Kreditqualität beeinflussen, sind daher zentral für die Beurteilung der relativen Attraktivität dieser Zinsinstrumente. Sie stellen - neben Marktfaktoren wie der Liquidität - den zentralen Parameter unserer taktischen Anlageentscheidungen dar. Die strategische Perspektive auf das Anlageuniversum wird außerdem flankiert durch harte Obergrenzen für die Anteile von Zinsinstrumenten der ehemaligen Krisenländer Italien (max. 5%), Spanien und Portugal (zusammen max. 7,5%) an unseren gesamten Kapitalanlagen.

Wie Unternehmen und private Haushalte haben auch die öffentlichen Haushalte im Euroraum von den günstigen Refinanzierungskosten in der Ära der Niedrigzinsen (2015-2022) profitiert. Die Schuldentragfähigkeit der Euro-Mitgliedstaaten hat sich in diesem Zeitraum auf zweierlei Wegen verbessert:

1. **Zinslast-Verringerung:** im Zuge fallender/niedriger Emissionsrenditen fiel die durchschnittliche Verzinsung der ausstehenden Staatsschulden;
2. **Streckung der Rückzahlungsfristen:** die Staaten verlängerten durch Emission langlaufender Staatsanleihen die durchschnittliche Restlaufzeit ihrer Kapitalmarktschulden. Hierdurch verringerten sie ihr kurzfristiges Refinanzierungsrisiko und gestalteten die Rückzahlungsprofile ihrer Schulden insgesamt ausgeglichener:

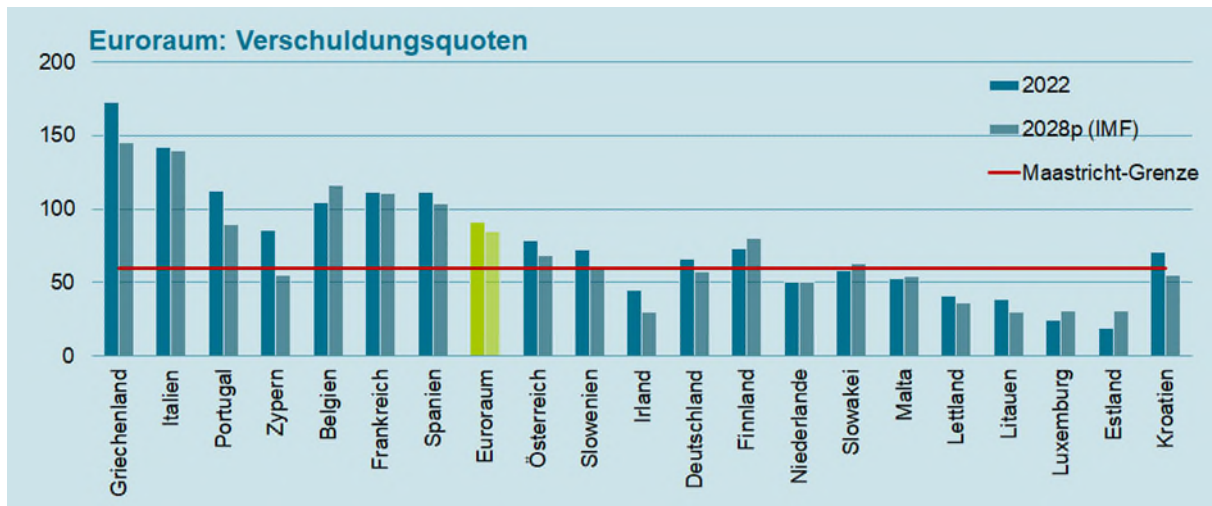
	gewichteter Ø-Kupon			gewichtete Ø-Restlaufzeit		
	Q3-2011	11.01.2024	Änd. (PP)	Q3-2011	11.01.2024	Änd. (Jhre.)
Italien	4,1	2,6	-1,5	7,4	7,7	0,3
Irland	4,7	1,6	-3,1	6,7	9,9	3,2
Spanien	4,3	2,1	-2,2	6,5	7,7	1,2
Portugal	4,5	2,5	-2,0	7,6	6,9	-0,7
Griechenland	4,3	1,7	-2,5	7,3	24,9	17,6
Frankreich	3,7	1,5	-2,2	7,4	8,2	0,8
Deutschland	3,3	1,3	-2,0	6,0	6,7	0,7

Quelle: Bloomberg, Nationale Schuldenagenturen

Die Ära der Niedrigzinsen ist nun aber beendet. Seit die Zentralbanken in den USA und Europa in der Folge der „Wiedereröffnungs-Inflation“ 2021/22 ihre Leitzinsen in hohem Tempo erhöhten bzw. ihre Staatsanleihe-Kaufprogramme beendeten, müssen die Euro-Mitgliedstaaten wieder deutlich höhere Zinsen für Neuverschuldung und Altschulden-Refinanzierung bezahlen als noch Ende 2020.

Im Euroraum hat die Pandemie einen fünfjährigen Abwärtstrend der Staatsverschuldung umgekehrt. Staatliche Einkommenshilfen für Haushalte und Unternehmen, deren wirtschaftliche Tätigkeit durch den globalen Lockdown im Jahr 2020 unterbrochen wurden, erzwangen eine Erhöhung der staatlichen Nettokreditaufnahme. Bereits 2020 stieg deshalb die Schuldenstandsquote sprunghaft an.

Nach dem Ende der Pandemie verhinderten staatliche Ausgabenprogramme im Bereich Grüne Transformation und Verteidigung (Ukrainekrieg) eine Rückführung der staatlichen Ausgaben. Als Konsequenz wird die Euroraum-Staatsverschuldung 2023 voraussichtlich¹ um sechs Prozentpunkte über das Vor-Pandemie-Niveau von 2019, auf 90% steigen. Bis 2028 prognostiziert der internationale Währungsfonds (IMF) einen nur moderaten Rückgang der Schuldenquote bis auf 85% - weit oberhalb des Maastricht-Zielwertes von 60%. Im Vergleich der IMF-Prognosen fallen unter den EU Mitgliedstaaten Italien und Griechenland wegen ihrer hohen Schuldenstände auf. Vor allem die Erwartung, dass sich Italiens Schuldenquote von 144% (2022) bis 2028 um nur zwei Prozentpunkte verringern wird, gibt Anlass zur Sorge – zumal in den Oktober-Prognosen des IMF die Revision der italienischen Haushaltsplanung vom November mit höheren Defiziten 2023/2024 noch nicht einmal berücksichtigt ist.



Quelle: Bloomberg, IMF

Welche Krisenindikatoren beobachten wir aktuell im Euroraum?

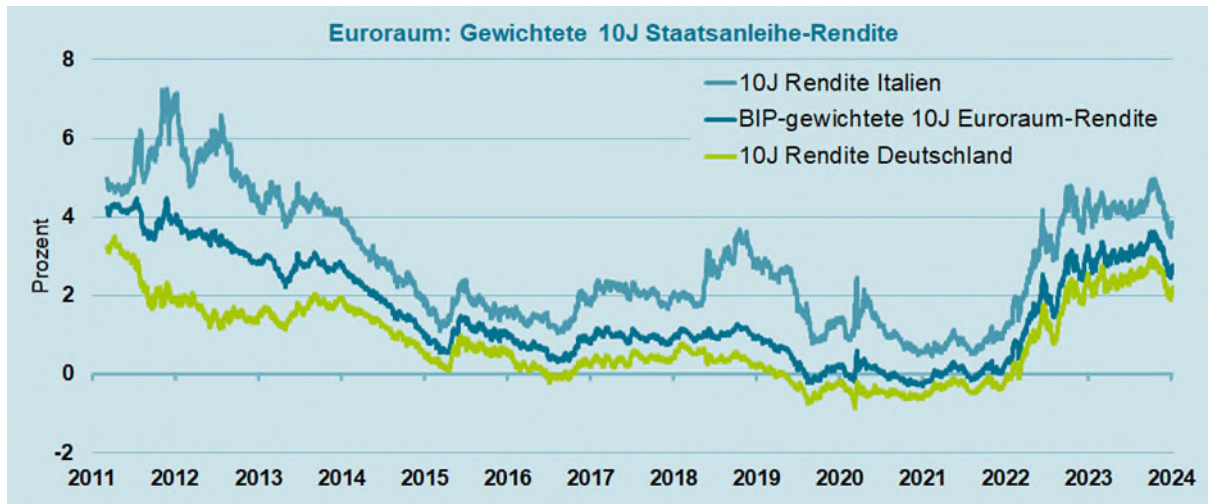
Wachstumsschwäche: Trotz historisch niedriger Arbeitslosigkeit ist die Wirtschaft im Euroraum 2023 kaum gewachsen. Auch für 2024 sind die Wachstumserwartungen eher düster. Die rasant gestiegenen Leitzinsen der EZB dämpfen Konsum und Investitionen, hohe Teuerungsraten haben die verfügbaren Einkommen vermindert. Teure und teils knappe Vorleistungen sowie stark gestiegene Lohn- und Energiekosten belasten die Unternehmen. Strukturelle Probleme der exportorientierten deutschen Wirtschaft - schwindende Wettbewerbsfähigkeit, Fachkräftemangel - strahlen auf den Euroraum aus.

Zunehmende politische Instabilität: Geopolitische Risiken wie der Ukrainekrieg und die explosive Lage im Nahen Osten sorgen für steigende Verunsicherung, ebenso wie der schleichende Zerfall der multilateralen Weltordnung bzw. der Aufstieg Chinas zu einer Weltmacht in Rivalität mit den USA. Hinzu kommen ungelöste Probleme wie die Migration und der Klimawandel sowie Zukunftsängste angesichts von Digitalisierung und Künstlicher Intelligenz. Angesichts der globalen Dimension vieler dieser Themen wirkt die nationale wie auch internationale Politik immer weniger handlungsfähig. Populistische und extremistische Gruppierungen profitieren von der grassierenden Verunsicherung, polarisieren und destabilisieren demokratische Gesellschaften.

Abnehmende Unterstützung durch die Geldpolitik: Die extrem expansive Geldpolitik hat seit der Globalen Finanzkrise die Konjunktur weltweit stark gestützt und die Ausgabenspielräume der Regierungen erweitert. Seit der Post-Pandemie-Inflationsswelle mussten die Notenbanken diesen strukturellen Stimulus entziehen. Die dadurch schrumpfenden Verschuldungsspielräume verschärfen jetzt Verteilungskonflikte, legen strukturelle wirtschaftliche Schwächen offen und zwingen die Politik zu umstrittenen Priorisierungen der politischen Projekte und Ausgaben.

¹ IMF Fiscal Monitor, Oktober 2023

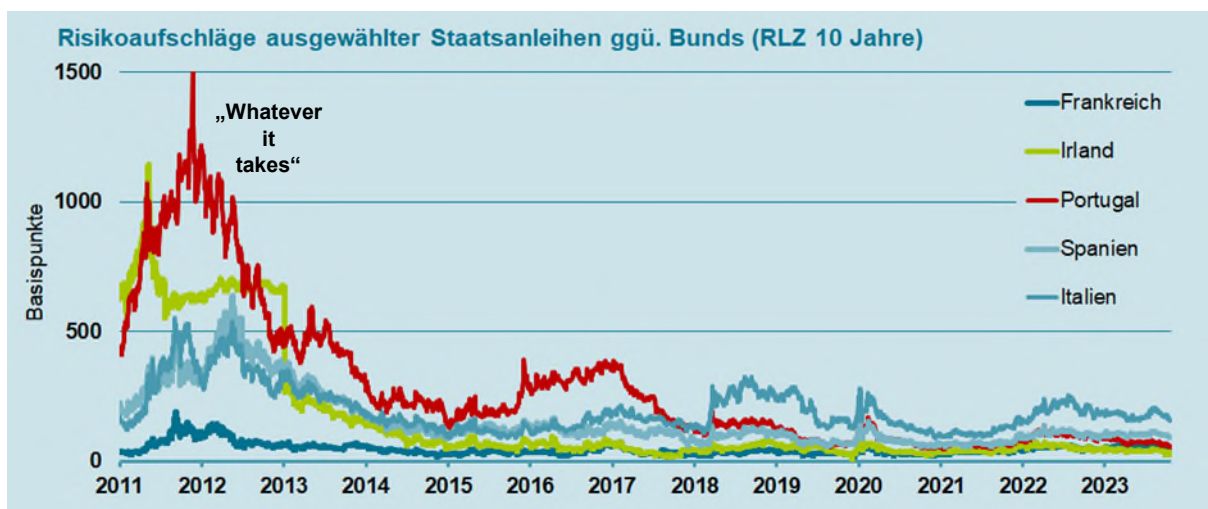
Steigende/hohe Bondmarktrenditen: Den Startschuss für den Aufwärtstrend der US- und Euroraum Staatsanleihe-Renditen setzte die Fed Ende 2021 mit ihrer Ankündigung von drei Leitzins-Erhöhungen für das Folgejahr. Am 16. März 2022 erfolgte dann der erste von insgesamt elf Zinsschritten, mit denen die Notenbank bis Juli 2023 den US Leitzins um 525 Basispunkte erhöhte. Die EZB sprang als letzte europäische Zentralbank erst im Juli 2022 auf den Zinserhöhungs-Trend auf. Sie lieferte ihrerseits bis September 2023 450 Basispunkte an Zinserhöhungen. Im Kontext dieser Zinswende überschritt die zehnjährige Bundrendite am 31. Januar 2022 erstmals nach 32 Monaten wieder die Nulllinie nach oben. Von dort stieg sie bis Oktober 2023 auf knapp 3% und fiel seither auf knapp unter 2% zurück.



Quelle: Bloomberg

Mit anderen Worten: Die Kreditaufnahme Deutschlands hat sich binnen 21 Monaten von null auf zwei Prozent p.a. verteuert. Für Italien verteuerte sich die Kapitalmarktverschuldung im gleichen Zeitraum von 1,2% auf 3,6% (in der Spitze auf 5%). Die durchschnittlichen Langfrist-Kapitalkosten der Euro-Mitgliedstaaten stiegen währenddessen um 2,2 Prozentpunkte auf aktuell 2,6%.

Bisher kein alarmierender Anstieg der staatlichen Risikoprämien: Bemerkenswert stabil während des Renditeaufwärtstrends 2022/23 blieben die Bund-Spreads der übrigen Euro-Mitgliedstaaten: So erreichte der 10J BTP-Bund Spread Ende 2022 seinen höchsten Wert seit der Pandemie bei 250 Basispunkten - weniger als halb so hoch wie zu Zeiten der Europäischen Staatsschuldenkrise und knapp unterhalb seines Zehnjahres-Mittelwerts. Diese relative Stabilität ist unter anderem dem EZB-



Quelle: Bloomberg

Anleihekaufprogramm PEPP² zu verdanken, dessen Flexibilität die Notenbank zu verstärkten Käufen italienischer BTPs genutzt hat. Zudem dürfte Einführung des TPI³ die Sorgen vieler Marktteilnehmer vor einer italienischen Schuldenkrise gedämpft haben.

Mehrheitlich verbesserte Staaten-Ratings: Die Bonitätsbewertungen der Euro-Mitgliedstaaten haben sich seit dem Ende der Europäischen Staatsschuldenkrise mehrheitlich verbessert. Beispielsweise stufte die Ratingagentur Moody's das Langfrist-Fremdwährungs-Rating Irlands von Ba1 (12.07.2011) um sieben Stufen bis auf Aa3 (21.04.2023) hoch. Portugals Rating bei Moody's verbesserte sich um sechs Stufen - von Ba3 (13.02.2012) bis auf A3 (17.11.2023). Angesichts der oben beschriebenen Krisenindikatoren dürfte der positive Rating-Trend 2024 allerdings auslaufen.

Gegen den bisher positiven Trend erlitten manche Staaten auch nach Überwindung der Europäischen Staatsschuldenkrise Rating-Herabstufungen - so zum Beispiel Frankreich, das November 2012 sein Aaa Rating bei Moody's verlor und im September 2015 nochmals auf Aa2u herabgestuft wurde.

Auch Italien gehört zu denjenigen Staaten, für die sich auch nach der Schuldenkrise die Bonität verschlechterte. Sein Aa2 Rating verlor das Land im Oktober 2011. Seither wurde es von Moody's um weitere vier Stufen, zuletzt im Oktober 2018, auf nun Baa3u herabgestuft. Positiv ist immerhin zu vermerken, dass Italiens Rating-Ausblick bei allen vier großen Ratingagenturen derzeit Stabil ist. Selbst Moody's hat am 17. November seinen zuvor negativen Ausblick auf Stabil hochgesetzt, so dass derzeit für Italien keine unmittelbare Gefahr einer Rating-Verschlechterung unterhalb der Investment Grade-Grenze besteht:

	S&P		Fitch		Moody's		DBRS	
	Rating	Ausblick	Rating	Ausblick	Rating	Ausblick	Rating	Ausblick
Belgien	AAu	STABLE	AA-u	NEG	Aa3	STABLE	AA	STABLE
Deutschland	AAAu	STABLE	AAAu	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
Estland	AA-	NEG	A+u	STABLE	A1	STABLE	AAL	STABLE
Finnland	AA+	STABLE	AA+	STABLE	Aa1	STABLE	AAH	STABLE
Frankreich	AAu	NEG	AA-u	STABLE	Aa2	STABLE	AAH	STABLE
Griechenland	BBB-	STABLE	BBB-	STABLE	Ba1	STABLE	BBBL	STABLE
Irland	AA	STABLE	AA-	POS	Aa3	STABLE	AAL	STABLE
Italien	BBBu	STABLE	BBBu	STABLE	Baa3u	STABLE	BBBH	STABLE
Lettland	A+	NEG	A-	POS	A3	STABLE	A	STABLE
Litauen	A+	NEG	A	STABLE	A2	STABLE	AH	STABLE
Luxemburg	AAA	STABLE	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
Malta	A-	STABLE	A+	STABLE	A2	STABLE	AH	STABLE
Niederlande	AAAu	STABLE	AAAu	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
Österreich	AA+	STABLE	AA+u	STABLE	Aa1	STABLE	AAA	STABLE
Portugal	BBB+u	POS	A-u	STABLE	A3	STABLE	A	STABLE
Slowakei	A+	STABLE	A-	STABLE	A2	NEG	A	STABLE
Slowenien	AA-	STABLE	A	STABLE	A3	STABLE	AH	STABLE
Spanien	Au	STABLE	A-u	STABLE	Baa1	STABLE	A	STABLE
Zypern	BBB	POS	BBB	POS	Baa2	STABLE	BBBH	STABLE
Bulgarien	BBB	POS	BBB	POS	Baa1	STABLE		
Dänemark	AAAu	STABLE	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
Kroatien	BBB+	POS	BBB+	POS	Baa2	POS		
Polen	A-	STABLE	A-	STABLE	A2	STABLE	A	STABLE
Rumänien	BBB-	STABLE	BBB-	STABLE	Baa3	STABLE		
Schweden	AAAu	STABLE	AAAu	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
Tschechien	AA-	STABLE	AA-	NEG	Aa3	STABLE		
Ungarn	BBB-	STABLE	BBB	NEG	Baa2	STABLE		

Quelle: Bloomberg; Anmerkung: Zusatz „u“ bedeutet „unsolicited“; d.h., das Rating wurde „ungefragt“ erstellt.

² Pandemic Emergency Purchasing Programme: Das Pandemie-Notfallankaufprogramm soll pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken. Es wurde von der EZB am 18.03.2020 beschlossen.

³ Transmission Protection Instrument: Das TPI soll eine effektive Transmission des geldpolitischen Kurses sicherstellen und eine einheitliche Geldpolitik in allen Ländern des Euroraums unterstützen. Es wurde von der EZB am 21.07.22 beschlossen. Sein Einsatz ist an spezifische Voraussetzungen gebunden, u.a. die Einhaltung des finanzpolitischen Regelwerks der EU durch das betroffene Land.

Was versteht man unter Schuldentragfähigkeit?

Schuldentragfähigkeit lässt sich definieren⁴ als die Fähigkeit eines Schuldners, den Schuldendienst, insbesondere die Zinskosten, aus den laufenden Einnahmen seiner wirtschaftlichen Tätigkeit zu bestreiten - ohne dass dadurch die wirtschaftliche Handlungsfähigkeit wesentlich eingeschränkt wird. In Gefahr gerät die Schuldentragfähigkeit, wenn der Schuldendienst einen im Zeitablauf steigenden bzw. so hohen Anteil der Einnahmen absorbiert, dass keine Mittel mehr für den Kapitalstock erhaltende Investitionen verbleiben, die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit bzw. die Fähigkeit zur Einnahmenerzielung im Zeitablauf erodieren.

„Schuldentragfähigkeit“ ist also ein auf die Zukunft gerichtetes, dynamisches Konzept der Kreditanalyse mit dem Ziel, die Gefahr eines Zahlungsausfalles ex ante abzuschätzen.

Bezogen auf öffentliche Schuldner und in jährlicher Betrachtungsweise, wird die Bedingung für Schuldentragfähigkeit mittels folgender Gleichung formalisiert:

$$d_{t+1} = (1 + r_{t+1}) / (1 + g_{t+1}) * d_t - pb_{t+1}$$

mit $r_{t+1} = n_{t+1} - p_{t+1}$
 d = Schuldenquote (Staatsschulden/BIP)
 n = nominaler Zinssatz des Staates
 r = realer Zinssatz des Staates
 g = reale BIP-Wachstumsrate
 pb = Primärbilanz (Staatseinnahmen minus Staatsausgaben, letztere ex Zinsausgaben) in Relation zum BIP
 p = Inflationsrate.⁵

Der Marktzins n , zu dem die Schuldenaufnahme erfolgt, wird im Modell als exogen, also als nicht vom Schuldner beeinflussbar, angenommen⁶. Gleiches gilt für die Inflationsrate p . Die Aktionsparameter des Staates zur Beeinflussung seiner Schuldenquote sind gemäß dieser Gleichung zum einen der Primärsaldo pb , zum anderen die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate g .

Der Staat erreicht also eine Verringerung der Schuldenquote

entweder wenn: Primärsaldo > 0

und/oder wenn: reale Wachstumsrate > realer Zinssatz des Staates.

Im ersten Fall erzielt der Staat einen Einnahmenüberschuss und verwendet ihn zur Schuldentilgung. Über mehrere Jahre hinweg kann die Schuldenquote auf diese Weise schrittweise abgebaut werden. Instrument hierbei ist hierbei die Fiskalpolitik (Steuer-/ und/oder Ausgabenkürzungen), beeinflusst wird durch sie der Zähler des Quotienten Schulden/BIP.

Im zweiten Fall „wächst der Staat aus seinen Schulden heraus“, weil der Nenner des Quotienten Schulden/BIP im Zeitablauf stärker zunimmt als der Zähler. Ziel der Politik muss es dabei sein, die

⁴ IMF Definition der Schuldentragfähigkeit für Staaten: "In general terms, public debt can be regarded as sustainable when the primary balance needed to at least stabilize debt under both the baseline and realistic shock scenarios is economically and politically feasible, such that the level of debt is consistent with an acceptably low rollover risk and with preserving potential growth at a satisfactory level."

⁵ Contessi, S. (2012), An Application of Conventional Sovereign Debt Sustainability Analysis to the Current Debt Crises, *Review*, 94(3), <https://doi.org/10.20955/r.94.197-220> (23. Juli 2020).
Domar, E. D. (1944), The „Burden of the Debt“ and the National Income, *The American Economic Review*, 34(4), 798-827m, <http://www.jstor.org/stable/1807397> (23. Juli 2020).
Zitiert nach Naumer, Hans-Jörg: Schuldentragfähigkeit in der Eurozone bei niedrigen bzw. negativen Zinsen, in: Wirtschaftsdienst 2020; DOI: 10.1007/s10273-020-2738-8

⁶ Kurzfristig ist diese Annahme plausibel; mittel- und langfristig ist der Marktzins aber durchaus vom Schuldner beeinflussbar. So sollte beispielsweise eine sparsame Fiskalpolitik und/oder wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik zu positiven Rating-Veränderungen und niedrigeren Kreditzinsen niederschlagen.

Wirtschaft auf einen steileren Wachstumspfad zu bringen, da nur so eine schrittweise und dauerhafte Verringerung der Schuldenquote gewährt ist. Instrument hierzu ist die angebotsorientierte Wirtschaftspolitik (z.B. Bürokratieabbau, Innovationsförderung, Marktflexibilisierung, ...). Dagegen würden Maßnahmen, die zu einer Parallelverschiebung des Wachstumspfades bei unveränderter Steilheit führen, nur eine einmalige Absenkung der Schuldenquote bewirken, ohne dass eine zuvor aufwärts gerichtete Schuldendynamik gebrochen würde.

Staaten tilgen Schulden nicht; sie wachsen aus ihnen heraus oder inflationieren sie weg

Überträgt man die Grundaussagen des beschriebenen ökonomischen Modells auf die Europäische Währungsunion, so erkennt man: Die Europäische Währungsunion hat in der ersten Dekade ihrer Existenz auf angebotsorientierte Wirtschaftspolitik gesetzt. Leider hat das vorwiegend durch günstige Kredite befeuerte Wachstum in den südeuropäischen Beitrittsländern Spanien, Portugal sowie Portugal und Irland nicht zu gesamtwirtschaftlichen Produktivitätssteigerungen geführt, sondern zu ausufernden Leistungsbilanzdefiziten (externe Verschuldung), zur Aufblähung einzelner Wirtschaftssektoren (Bau) und spekulativen Blasen (Immobilien) bzw. ausufernden staatlicher Bürokratie und öffentlicher Verschuldung (Griechenland). Die rigiden Anpassungsprogramme, die diesen Staaten während der Europäischen Staatsschuldenkrise verordnet wurden, enthielten sowohl fiskalpolitische als auch angebotspolitische Elemente. Sie wirkten aber im Ergebnis vor allem auf den Nenner der Schuldenquote: Es kam zu Anpassungsrezessionen und steigenden Schuldenquoten.

Ab 2014 beschritt die EWU einen neuen Weg. Der US Geldpolitik folgend, begann die Europäische Zentralbank mittels quantitativer Lockerung (Wertpapier-Kaufprogramme) zum einen, die Kreditzinsen unter die BIP-Wachstumsrate zu drücken, zum anderen Inflation zu erzeugen. Durch Null- und Negativzinsen wurde 2015-22 der Schuldendienst für ausstehende Staatsschulden reduziert und die Zinsersparnis von den Finanzministern zur Schuldentilgung verwendet. Entsprechend fielen zwischen 2015 und 2019 die Schuldenquoten - bis zur Pandemie, seit der die Inflation ihre eigene Dynamik entfaltet und eine zinspolitische Kehrtwende erzwungen hat.

Wie gefährdet ist die Schuldentragfähigkeit Italiens?

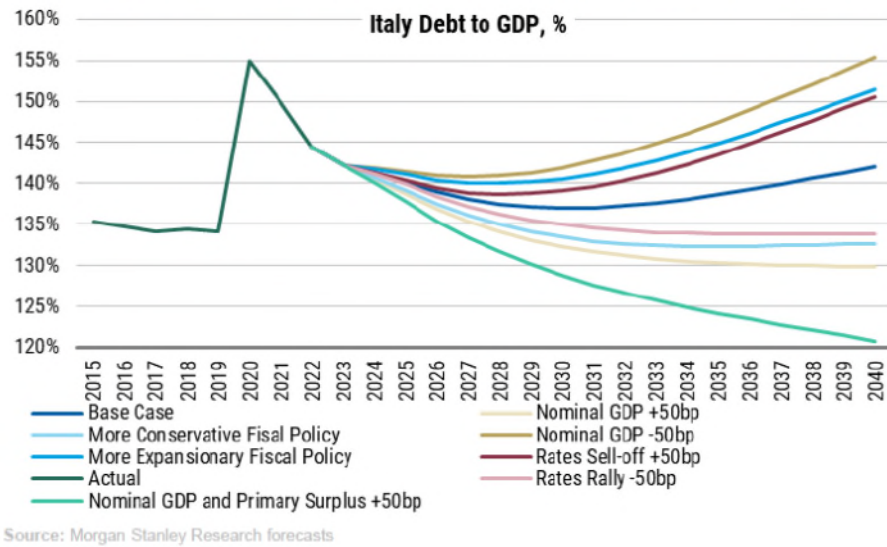
Bei der Kreditanalyse privater Unternehmen steht die individuelle Finanzkraft im Fokus - d.h., die *Fähigkeit* des Unternehmens, durch seine wirtschaftlichen Aktivitäten ausreichende Finanzmittel zu erwerben, um neben den Forderungen des Staates (Steuerzahlungen) und seiner Eigentümer (Gewinnausschüttung) auch die seiner Gläubiger (Schuldendienst) zu bedienen. Die Bewertung der Finanzkraft auf „stand alone“-Basis wird im Regelfall ergänzt durch eine Einschätzung der „externen Unterstützung“ z.B. durch ein Mutterunternehmen, durch branchenspezifische Stabilisierungsfonds oder durch den Staat.

Analog wird auch bei Staaten die Bonität zunächst „stand alone“ bestimmt mittels der oben skizzierten Schuldentragfähigkeitsanalyse. Dabei wird i.d.R. mittels einer Sensitivitäts-Analyse die Verschuldungsdynamik unter verschiedenen Annahmen für die relevanten Einflussgrößen untersucht. Die folgende Schuldentragfähigkeitsanalyse von Morgan Stanley Research⁷ für Italien unterstellt im Basisszenario („Base Case“) ein nominales⁸ BIP-Wachstum in Höhe von jährlich 3%, deutlich „positive Primärsalden entsprechend dem Durchschnitt der Jahre 2015-19“ (1,6% des BIP) sowie „eine Entwicklung der nominalen Marktzinsen gemäß der Forward Zinskurve“ (vom 14.06.23).

⁷ Morgan Stanley Research Europe (14.06.2023): Deep Dive into the Italian Economy and Assets. Positive Outlook with Tail Risks

⁸ Im Gegensatz zu Naumer (vgl. Fußnote 5) rechnet Morgan Stanley Research mit nominalen Größen. Unter der Annahme, dass der Staat mit der gleichen Inflation konfrontiert ist wie die Gesamtwirtschaft, führt diese Berechnungsweise zum gleichen Ergebnis für die Schuldenquote: Denn da die Inflation sowohl im nominalen Zinssatz des Staates (Zähler des Quotienten) als auch im nominalen BIP-Wachstum (Nenner des Quotienten) enthalten ist, lässt sie sich herauskürzen.

Evolution of Italian debt/GDP under different scenarios for growth, fiscal policy and interest rates



Quelle: Morgan Stanley Research

In insgesamt sieben Szenarien werden für die drei relevanten Einflussfaktoren Primärsaldo („Fiscal Policy“), BIP-Wachstum („Nominal GDP“) sowie den nominalen Zinssatz des Staates („Rates“) jeweils ein Positiv- und Negativ-Szenario (unter ceteris paribus Bedingungen für die jeweils übrigen beiden Faktoren) gerechnet. Das siebte Szenario („Nominal GDP and Primary Surplus“) kombiniert die Positivszenarien für BIP-Wachstum und Primärsaldo.

Es ergeben sich neben dem Basisszenario sieben Pfade für die Schuldenquote bis 2040 mit Endwerten zwischen 121% (Best Case) und 155% („Worst Case“). Morgan Stanley Research fasst die Ergebnisse der Schuldentragfähigkeitsanalyse wie folgt zusammen:

„Der schnellste Weg zum Schuldenabbau wird erreicht, wenn das Land weiterhin ein starkes nominales Wachstum verzeichnet und gleichzeitig hohe Primärüberschüsse beibehält.

Selbst in einem Szenario mit einem nominalen BIP und einem Primärüberschuss von +50 Basispunkten würde Italien die derzeitigen Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts an den Schuldenabbau nicht erfüllen.“

Verglichen mit der aktuellen Schuldenquote Griechenlands von 173% (2022) erscheint die Worst Case-Projektion 2040 von Morgan Stanley Research für Italien nahezu moderat. Andererseits wird die Risikoprämie Griechenlands (Renditeabstand zu Bundesanleihen mit 10 Jahren Restlaufzeit) zurzeit 50 Basispunkte unter der von Italien gehandelt. Dies ist u.E. ein klares Indiz dafür, dass nicht allein die Schuldenquote, sondern auch die absolute Höhe der Staatsverschuldung die Risikobewertung der Marktteilnehmer beeinflusst: Italien hatte 2022 nach Frankreich (2.949 Mrd. Euro) und vor Deutschland (2.562 Mrd. Euro) mit 2.757 Mrd. Euro den zweithöchsten Schuldenstand unter den Euro-Mitgliedstaaten – knapp achtmal mehr als Griechenland!

Wer würde Italien helfen, falls es den Kapitalmarkt-Zugang verliert?

Die obige Schuldentragfähigkeitsanalyse stellt die rein ökonomische Abschätzung der Schuldendynamik Italiens auf „stand alone“-Basis dar. Für eine umfassende Beurteilung des Zahlungsausfall-Risikos bedarf es indessen der oben bereits erwähnten „all in“-Analyse, d.h., es muss berücksichtigt werden, inwieweit ein Staat in Zahlungsschwierigkeiten auf externe finanzielle Unterstützung zurückgreifen kann. Dabei ist zum einen zu prüfen, welchen Grad an rechtlicher Verbindlichkeit solch externe Unterstützung hat und zum anderen, ob sie effizient ist im Sinne einer kurzfristigen Verfügbarkeit im Krisenfall.

Zugespißt lautet hier die Kernfrage: Wo könnte ein hochverschuldetes Euro-Mitglied wie Italien verlässlich finanzielle Unterstützung abrufen, falls der Kapitalmarkt-Zugang infolge einer exzessiven Ausweitung der Risikoprämien verloren geht? - Die Antwort liefert der Blick zurück auf Griechenlands Staatsschuldenkrise, an deren Lösung neben dem IMF und der EZB auch die europäische Staatengemeinschaft unter Führung der EU-Kommission beteiligt waren.

In der internationalen Finanzarchitektur der Nachkriegszeit ist der Internationale Währungsfonds (IMF) seit seiner Gründung 1945 die erste Adresse für die finanzielle Unterstützung überschuldeter Staaten. Auf europäischer Ebene wurde im Gefolge der Staatsschuldenkrise 2010 die EFSF geschaffen und 2013 von ESM als einer Art „Europäischem Währungsfonds“ abgelöst. Seinen bisher einzigen Einsatz hatte der ESM im Kontext der Schuldenkrise als kreditgebende Institution für Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern. Beiden Institutionen gemein ist ihre strikte Konditionalität, d.h. die Kreditgewährung nur unter der Voraussetzung, dass der betroffene Staat seine fiskalpolitische Souveränität temporär der kreditgewährenden supranationalen Institution überträgt und einer fiskalpolitischen Konsolidierung unter deren Führung zustimmt. Entsprechend hoch sind die Vorbehalte der südeuropäischen Staaten, die ab 2011 solche Anpassungsprogramme umsetzen mussten, gegenüber beiden Institutionen.

Wie erwähnt, hat auch die EZB im Kontext der Europäischen Staatsschuldenkrise ihr Aufgabenspektrum und geldpolitisches Instrumentarium erheblich erweitert und konnte so die Schlüsselrolle bei der Stabilisierung der Währungsunion spielen. Dieser Prozess ist unseres Erachtens unumkehrbar und die Rolle der Notenbank als Krisenmanager auch für künftige Finanzkrisen gesetzt. Wichtigstes Instrument der EZB bei staatlichen Schuldenkrisen sind großvolumige Wertpapier-Kaufprogramme wie das APP und PEPP, mittels derer die Notenbank im Bedarfsfall die Risikoprämien der Euro-Mitgliedstaaten dämpfen und so den Kapitalmarkt-Zugang erhalten bzw. wiederherstellen kann. Die beiden genannten Programme wurden für konkrete Krisenfälle geschaffen und jeweils ökonomisch gerechtfertigt mit der Notwendigkeit, eine „Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus“ zu beheben. Wichtig im aktuellen Kontext: Die EZB wird den unter dem Pandemiebekämpfungsfonds PEPP erworbenen Wertpapierbestand ab Jahresmitte 2024 abschmelzen zu lassen, so wie sie bereits seit März 2023⁹ mit den APP-Wertpapierbeständen verfährt. Diese Vorgehensweise, auch „Quantitative Tightening“ genannt, impliziert einen im Zeitablauf schwindenden Abwärtsdruck auf die Risikoprämien der Euro-Mitgliedstaaten und somit, unter sonst gleichen Bedingungen (*ceteris paribus*), einen weiteren Anstieg derer Zinskosten bei Neuverschuldung und Refinanzierung. Dies erhöht die Gefahr einer Veränderung des Verschuldungspfades in Richtung steigender Schuldenquoten.

Seit 2020 hat die EZB sich mit dem TPI ein drittes Instrument der quantitativen Lockerungspolitik geschaffen. Dieses eröffnet im Gegensatz zu den ersten beiden Programmen die Möglichkeit, durch gezielte Käufe von Staatsanleihen (ggfs. auch privaten Wertpapieren) eines einzelnen Mitgliedstaates dessen Risikoprämien zu verringern und so dessen Kapitalmarktzugang zu gewährleisten. Das TPI ist bislang noch nicht zum Einsatz gekommen. Wie bei Hilfskrediten von IMF und ESM dürfte auch hier die Hürde für dessen Inanspruchnahme durch die EU-Mitgliedstaaten hoch sein, da auch hier die Programmaktivierung an Voraussetzungen¹⁰ geknüpft ist. Sie wäre aber u.U. etwas weniger hoch als die einer Beantragung von IMF- oder ESM-Krediten.

⁹ [Rede](#) von EZB Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel: "Quantitative tightening: rationale and market impact." (02.03.2023)

¹⁰ EZB-[Pressemitteilung](#) vom 21.07.2022: „Zu den Kriterien zählen insbesondere: 1) die Einhaltung des finanzpolitischen Regelwerks der EU: Das Land ist nicht in einem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (Excessive Deficit Procedure – EDP), bzw. (wenn dies doch der Fall sein sollte) es wurde kein Verstoß gegen die vom EU-Rat empfohlenen wirksamen Korrekturmaßnahmen festgestellt (gemäß Artikel 126 Absatz 7 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV)); 2) das Fehlen schwerwiegender makroökonomischer Ungleichgewichte: Das Land ist nicht in einem Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht (Excessive Imbalance Procedure – EIP), bzw. (wenn dies doch der Fall sein sollte) es wurde kein Verstoß gegen die vom EU-Rat empfohlenen Korrekturmaßnahmen festgestellt (gemäß Artikel 121 Absatz 4 AEUV); 3) die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen: Bei der Prüfung, ob die Entwicklung der öffentlichen Verschuldung tragfähig ist, wird der EZB-Rat – soweit verfügbar – die von der Europäischen Kommission, dem Europäischen Stabilitätsmechanismus, dem Internationalen Währungsfonds und anderen Institutionen durchgeführten Schuldentragfähigkeitsanalysen sowie die interne Analyse der EZB berücksichtigen; 4) eine solide und tragfähige Wirtschaftspolitik: Das Land kommt den in den Aufbau- und Resilienzplänen enthaltenen Verpflichtungen für die Aufbau- und Resilienzfähigkeit nach und erfüllt im Bereich der Finanzpolitik die länderspezifischen Empfehlungen der Europäischen Kommission im Rahmen des Europäischen Semesters“.

Würde Italien die überhaupt die Voraussetzungen erfüllen, um eine Aktivierung des TPI durch die EZB zu erreichen? Die von Italien im November vorgelegte Haushaltsplanung 2023/24 sieht Budget-Defizite vor, die oberhalb der Grenzen des aktuell noch gültigen Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) liegen. Allerdings wurde nach langen Verhandlungen am 21.12.23 eine Einigung über die Reform des SWP¹¹ erzielt. In seiner künftigen, ab 2024 gültigen Form würden die aktuellen Defizitpläne Italiens voraussichtlich nicht mehr als Verletzung der SWP-Grenze gewertet. Zweitens müssten Italiens öffentliche Finanzen tragfähig sein. Hierbei würde der EZB Rat sich auf externe Schätzungen insbesondere der EU Kommission (sowie des ESM, des IMF und anderer Institutionen) stützen. Drittens müsste Italiens Wirtschaftspolitik solide und tragfähig sein; auch dabei wären die Bewertungen der EU Kommission maßgeblich. Insgesamt glauben wir, dass die Reform des SWP Italiens Chancen auf EZB-Unterstützung mittels TPI verbessern wird.

Der Blick nach vorne

Die Verschuldung Italiens ist im europäischen und internationalen Vergleich hoch. Italiens Finanzpolitik priorisiert weder den Schuldenabbau noch eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik, sondern setzt eher auf kurzfristige Konjunkturimpulse mittels expansiver Fiskalpolitik. Eine dauerhafte Erhöhung des italienischen Wirtschaftswachstums, als Voraussetzung für ein "Herauswachsen aus der Verschuldung", ist somit nicht in Sicht.

Die schnell und stark gestiegenen Zinskosten werden im Zeitablauf zunehmend zum Belastungsfaktor für Italiens Verschuldung. Zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Zinskosten wird das Abschmelzen der PEPP-Wertpapier-Bestände der EZB ab Mitte 2024 erzeugen. Höhere Zinskosten werden steigende Primärüberschüsse erfordern, um die Schuldenquote längerfristig stabil zu halten. Angesichts der politischen Instabilität Italiens erscheint zweifelhaft, ob dies gelingen kann.

Italiens fiskalpolitische Risiken sind daher u.E. in Richtung moderat steigender Schuldenquoten gelagert. Ein Absinken der Schuldenquote bis 2030, so wie sie Morgan Stanley Research als Basisszenario beschreibt, würden wir eher als Positivszenario ansehen.

Einen exponentiellen Anstieg der Schuldenquote Italiens oder anderer Euro-Mitgliedstaaten, der eine neue Schuldenkrise auslösen könnte, halten wir aber für unwahrscheinlich. Die seit der Europäischen Staatsschuldenkrise geschaffenen Institutionen und geldpolitischen Instrumente stellen in ihrer Gesamtheit einen disziplinierenden Rahmen für die Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten dar und gleichzeitig eine wirksame Abschreckung spekulativer Marktattacken auf einzelne Mitgliedstaaten.

Abzuwarten bleibt, inwieweit die jüngste Reform des SWP die fiskalpolitische Disziplin im Euroraum verändert. Der reformierte SWP räumt den Staaten mehr Flexibilität ein und seine Konsolidierungsziele erscheinen realistischer als zuvor. Dies muss nicht zu einem Nachlassen der fiskalpolitischen Disziplin führen, sondern könnte sie im Gegenteil auch fördern – insbesondere, wenn die Zielerreichung Voraussetzung für EZB-Unterstützung im TPI ist.

¹¹ [Pressemitteilung](#) des Europäischen Rates (21.12.23): Economic governance review: Council agrees on reform of fiscal rules.