

KIEL POLICY BRIEF

Ulrich Stolzenburg

Italien an der Belastungsgrenze?

Eine Projektion der gesamtstaatlichen
Zinslast in den vier größten
Volkswirtschaften des Euroraums



Nr. 118 November 2018

- Dieser Beitrag projiziert die gesamtstaatliche Zinslast für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien bis zum Jahr 2032.
- Dazu wird die Fälligkeitsstruktur der gegenwärtig umlaufenden Anleihen berücksichtigt und die weitere Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts und der jährlichen Nettokreditaufnahme abgeschätzt. Zudem werden verschiedene Szenarien für die zukünftige Zinshöhe, Zinsstruktur und die Risikoaufschläge entwickelt.
- Italiens Staatsfinanzen verkraften demnach weder eine geldpolitische Normalisierung bei gleichbleibenden Spreads noch einen weiteren spürbaren Anstieg dieser Risikoaufschläge.
- Bei einer Eskalation des Haushaltsstreits erscheint es unwahrscheinlich, dass Italien im Notfall auf Finanzhilfen aus dem Rettungsschirm zurückgreifen könnte. Unter steigendem Druck der Finanzmärkte dürfte die italienische Regierung zum Rückzug von den bisherigen Ausgabenplänen gezwungen sein.
- Bei einem Kompromiss zwischen EU-Kommission und italienischer Regierung dürften die Risikoaufschläge im Anschluss wieder zurückgehen.

ÜBERBLICK/OVERVIEW

- Dieser Beitrag projiziert die gesamtstaatliche Zinslast für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien bis zum Jahr 2032.
 - Dazu wird die Fälligkeitsstruktur der gegenwärtig umlaufenden Anleihen berücksichtigt und die weitere Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts und der jährlichen Nettokreditaufnahme abgeschätzt. Zudem werden verschiedene Szenarien für die zukünftige Zinshöhe, Zinsstruktur und die Risikoaufschläge entwickelt.
 - Italiens Staatsfinanzen verkraften demnach weder eine geldpolitische Normalisierung bei gleichbleibenden Spreads noch einen weiteren spürbaren Anstieg dieser Risikoaufschläge.
 - Bei einer Eskalation des Haushaltsstreits erscheint es unwahrscheinlich, dass Italien im Notfall auf Finanzhilfen aus dem Rettungsschirm zurückgreifen könnte. Unter steigendem Druck der Finanzmärkte dürfte die italienische Regierung zum Rückzug von den bisherigen Ausgabenplänen gezwungen sein.
 - Bei einem Kompromiss zwischen EU-Kommission und italienischer Regierung dürften die Risikoaufschläge im Anschluss wieder zurückgehen.
-
- This paper projects government interest payments as a percentage of GDP for Germany, France, Italy and Spain until 2032.
 - To this end, we take into account the debt structure of currently circulating bonds, develop macroeconomic projections for GDP and the budget balance, and derive scenarios for the interest rate path, its term structure and country risk spreads.
 - Italy is both vulnerable to a normalization of monetary policy at present risk spreads as well as to a further substantial widening of recently observed spreads.
 - In case of an escalation of the conflict over the budget, Italy would likely not be able to access financial assistance via the rescue mechanism. Under increasing pressure from financial markets, the Italian government would be forced to revise its spending plans. Finally, if the government reaches a compromise with the European Commission, the interest rate spread might as well decline soon.

Schlüsselwörter: Italien, Zinsprognose, Risikoaufschläge, Zinslast, Schuldentragfähigkeit, Schuldenkrise

Ulrich Stolzenburg

Institut für Weltwirtschaft

Kiellinie 66, 24105 Kiel

Tel.: +49-431-8814-605

E-Mail: ulrich.stolzenburg@ifw-kiel.de



Die Autoren tragen die Verantwortung für den Inhalt dieser Publikation, nicht das Institut. Kommentare sind direkt an die Autoren zu richten.

ITALIEN AN DER BELASTUNGSGRENZE?

EINE PROJEKTION DER GESAMTSTAATLICHEN ZINSLAST IN DEN VIER GRÖSSTEN VOLKSWIRTSCHAFTEN DES EURORAUMS

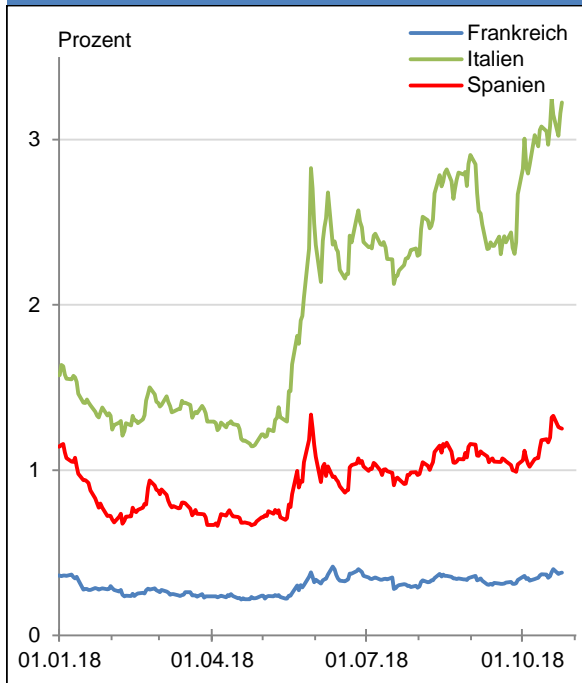
von Ulrich Stolzenburg

1 EINLEITUNG

Bei der italienischen Parlamentswahl vom März 2018 haben sich die politischen Kräfteverhältnisse deutlich verschoben. Keine der etablierten Parteien war anfangs in der Lage, eine Regierungsmehrheit zusammen zu bekommen. Schließlich gelang es der Fünf-Sterne-Bewegung gemeinsam mit der Lega, ihre rechnerische Parlamentsmehrheit trotz erheblicher inhaltlicher Differenzen zur Regierungsbildung zu nutzen. Gemein haben die Partner offenbar eine Abneigung gegenüber Regeln und Absprachen im europäischen Kontext, die die nationalen Gestaltungsmöglichkeiten einengen. Insbesondere äußerten sich Regierungsvertreter ablehnend gegenüber geltenden Fiskalregeln und stellten bisher vereinbarte Budgetziele offen infrage. Ende September wurde es konkret, als der Haushaltsentwurf an die Europäische Kommission übermittelt wurde. Das bisher vereinbarte Defizitziel für das Jahr 2019 wurde deutlich von 0,8 Prozent auf 2,4 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung angehoben. Die zugrunde liegenden Prognosen des italienischen Finanz- und Wirtschaftsministeriums für den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts sind mit rund 1,5 Prozent für die Jahre 2019 und 2020 zudem recht optimistisch und liegen rund einen halben Prozentpunkt höher als die Prognosen vieler unabhängiger Beobachter (Prometaia 2018). Die Europäische Kommission hat den Haushaltsentwurf prompt zurückgewiesen, ein einmaliger Vorgang in der Geschichte der Europäischen Union. Die italienische Regierung verkündete derweil, sie würde weder von den geplanten zusätzlichen Ausgaben zurücktreten, um der EU-Kommission oder anderen Regierungen einen Gefallen zu tun und werde auch nicht dem Druck der Finanzmärkte nachgeben, denn sie sei ausschließlich dem italienischen Volk verpflichtet. Der Konflikt schwelt weiter und der Ausgang ist offen.

Die neue Regierungskonstellation wurde von Finanzinvestoren von Beginn an kritisch bewertet, was durch steigende Risikoaufschläge auf italienische Staatsanleihen bereits während der Regierungsbildung im Mai sichtbar wurde (Abbildung 1). Damals stiegen die Risikoaufschläge für Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit sprunghaft um mehr als einen Prozentpunkt an, obwohl zu diesem Zeitpunkt noch völlig unklar war, in welchem Maße die neue Regierung tatsächlich von den zwischen der EU-Kommission und der Vorgängerregierung verhandelten Budgetzielen abweichen würde. Mit der Verkündung des neuen Defizitziels stiegen die Risikoaufschläge abermals auf zuletzt rund 300 Basispunkte. Dabei sind die Refinanzierungskosten gegenüber der Zeit vor dem Regierungswechsel über alle Laufzeiten spürbar gestiegen, wie ein Blick auf die Zinsstrukturkurve offenbart (Abbildung 2).

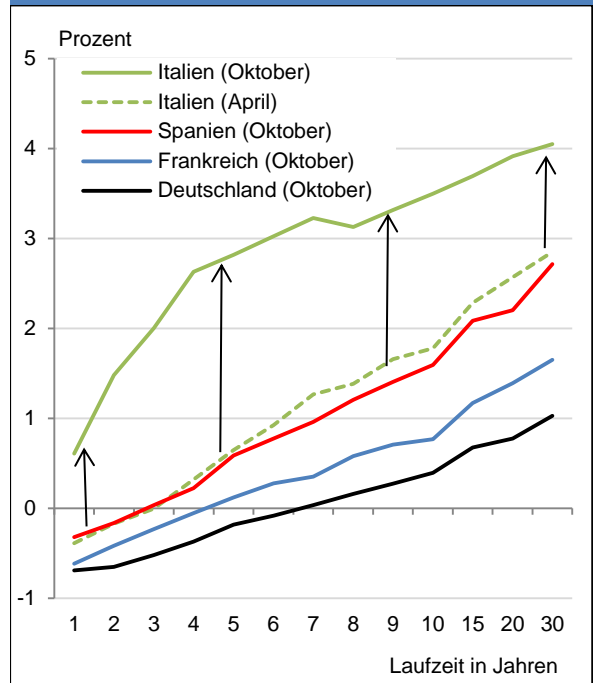
Abbildung 1:
Zinsaufschlag gegenüber deutschen Staatsanleihen^a



^aTagesdaten, Renditedifferenz von Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit gegenüber Bundesanleihen.

Quelle: Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen und Darstellung.

Abbildung 2:
Zinsstrukturkurve im Oktober 2018^a



^aVerzinsung von Staatsanleihen, abgebildet nach Restlaufzeit. Stand: 26. Oktober 2018.

Quelle: Thomson Reuters Eikon; eigene Darstellung.

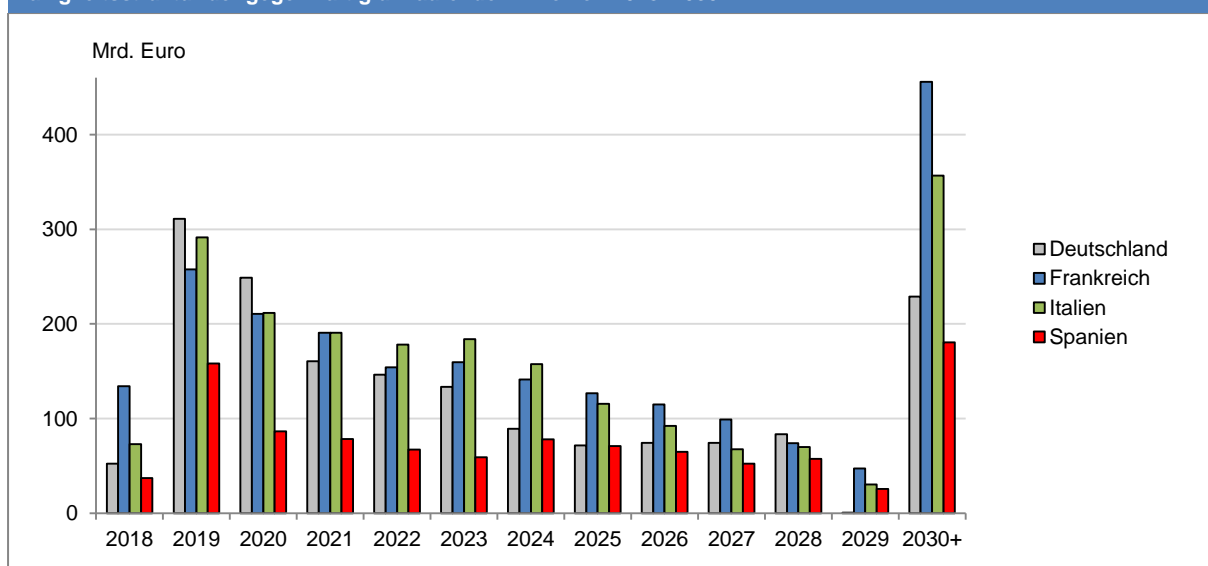
Problematisch ist im Hinblick auf die Schuldentragfähigkeit aber nicht nur die Erwartung höherer Budgetdefizite, die den erhofften allmählichen Rückgang der italienischen Schuldenquote verhindern. Zusätzliche Kopfschmerzen bereitet die insgesamt unkooperative Haltung der italienischen Regierung gegenüber den europäischen Partnern, durch die es äußerst zweifelhaft erscheint, ob Italien im Fall einer sich zuspitzenden Staatsschuldenkrise überhaupt auf Finanzhilfen zurückgreifen könnte: Der Rettungsschirm steht bekanntlich nur bereit, wenn die betroffene Regierung bereit ist, ein makroökonomisches Anpassungsprogramm umzusetzen, was unter der derzeitigen Regierung kaum vorstellbar ist. Italien dürfte demnach darauf angewiesen bleiben, sich eigenständig an den Finanzmärkten zu refinanzieren. Ohne Aussicht auf Hilfen kann ein Land allerdings leicht von einem „guten Gleichgewicht“ mit niedrigen Refinanzierungszinsen und tragfähiger Schuldenlast in ein „schlechtes Gleichgewicht“ mit hohen Refinanzierungszinsen und einer nicht zu tragenden Schulden- und Zinslast abgleiten. Es stellt sich daher die Frage, ob der bisher beobachtete Anstieg bei den italienischen Risikoaufschlägen noch verkraftbar ist, oder ob bereits jetzt ein Niveau erreicht ist, welches nicht dauerhaft durchgehalten werden kann? Da die Schulden überwiegend langfristig finanziert sind und im Regelfall eine Festzinsbindung haben, werden die erhöhten Refinanzierungskosten erst nach und nach auf die tatsächliche Zinslast durchschlagen. Wie lange kann Italien das durchhalten? Was, wenn die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen anhebt?

Dieser Beitrag projiziert diese gesamtstaatliche Zinslast für die vier größten Volkswirtschaften des Euroraums – Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien – bis ins Jahr 2032. Dabei wird die Fälligkeitsstruktur der gegenwärtig umlaufenden Anleihen berücksichtigt, zudem werden makroökonomische Größen wie das nominale Bruttoinlandsprodukts und die Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte fortgeschrieben. Unter Berücksichtigung verschiedener Szenarien für die zukünftige Zinsentwicklung und für die Risikoaufschläge ergibt sich eine Projektion für die gesamtstaatlich zu tragende Zinslast.

2 FÄLLIGKEITSSTRUKTUR DER GEGENWÄRTIGEN STAATSVerschULDUNG

Werden alle im Markt befindlichen Staatsanleihen inklusive der Kurzläufer (Laufzeit bis 12 Monate) nach ihrem Fälligkeitstermin geordnet, lässt sich durch Summenbildung der ausstehenden Anleihevolumina ermitteln, wie viele Umschuldungen Jahr für Jahr anstehen (Abbildung 3). In Italien müssen dieses Jahr beispielsweise noch rund 70 Mrd. Euro umgeschuldet werden, im kommenden Jahr sind es rund 290 Mrd. Euro. Zu diesen notwendigen Umschuldungen kommt die jeweilige Nettoneuverschuldung, die in Italien nach den derzeitigen Plänen im kommenden Jahr gut 40 Mrd. Euro betragen dürfte. Die Neuemissionen werden in den Folgejahren je nach Laufzeit der emittierten Anleihen wieder fällig, so dass die Balken mit den anfallenden Umschuldungen nach und nach auf die späteren Jahre verteilt und somit zu den der Folgejahren addiert werden. Die Fälligkeit des staatlichen Schuldenbergs wird im Zeitverlauf immer weiter nach hinten verschoben.

Abbildung 3:
Fälligkeitsstruktur der gegenwärtig umlaufenden Anleihen 2018–2030+^a



^aSumme fällig werdender Anleihevolumina pro Jahr. Stand: 15. Oktober 2018.

Quelle: Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen und Darstellung.

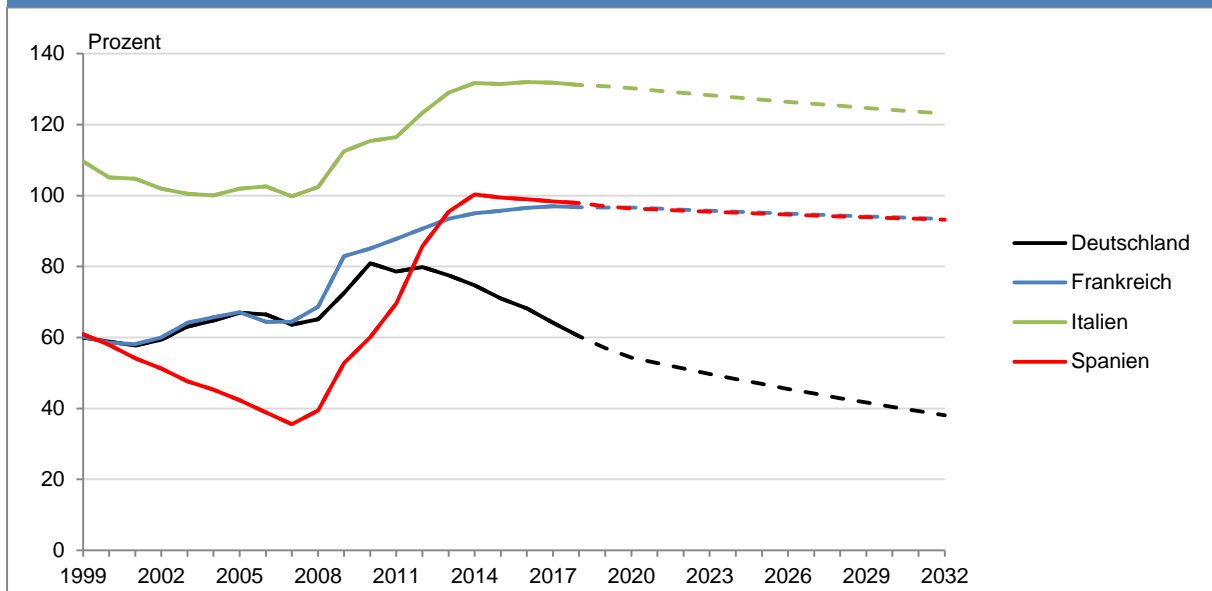
Die mittlere Zeit bis zum Fälligkeitstermin aller umlaufenden Anleihen einschließlich der Kurzläufer beträgt in Italien etwa 7 Jahre und ist damit etwas länger als in Deutschland (6,2 Jahre) und etwas geringer als in Frankreich (7,8) und Spanien (7,6). Je nach Land zwischen 5 und 8 Prozent der umlaufenden Anleihen sind sogenannte Nullkupon-Anleihen mit einer Laufzeit von üblicherweise maximal 12 Monaten (Kurzläufer), die in 2018 oder 2019 fällig werden. Nicht in dieser Datenbasis enthalten sind öffentliche Verschuldungspositionen, die nicht durch standardisierte Anleihen an den Finanzmärkten gehandelt werden, beispielsweise Bankkredite oder Schuldscheindarlehen. Die gehandelten Anleihen machen jedoch den überwiegenden Anteil der gesamten öffentlichen Schulden aus: Die erfassten Staatsanleihen machen für Deutschland 82 Prozent der nominalen Staatsverschuldung aus, für Frankreich 95 Prozent, für Italien 87 Prozent und für Spanien 86 Prozent.

3 MAKROÖKONOMISCHE PROJEKTION

Die Projektion der gesamtstaatlichen Zinskosten in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in den vier Ländern hängt von der weiteren makroökonomischen Entwicklung und der jeweiligen Neuverschuldung ab. Für die makroökonomische Projektion werden folgende Annahmen getroffen:

- Der gesamtstaatliche Budgetsaldo fällt in den Jahren 2018 bis 2020 so aus wie in der jüngsten Herbstprognose des Instituts für Weltwirtschaft (Boysen-Hogrefe et al. 2018). Für die Folgejahre wird angenommen, dass Frankreich, Italien und Spanien jeweils mit einem Budgetdefizit von 2,5 Prozent abschließen, während für Deutschland ein ausgeglichener Haushalt angenommen wird (Budgetsaldo 0 Prozent).
- Der Zuwachs des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts fällt in den Jahren 2018 bis 2020 ebenfalls so aus wie in der jüngsten Herbstprognose des IfW. Im Anschluss liegt der Zuwachs für Deutschland, Frankreich und Spanien bei 1,5 Prozent pro Jahr, für Italien bei 1,0 Prozent.
- Der Deflator des Bruttoinlandsprodukts (Preiskomponente) in den Jahren 2018 und 2019 wird mangels einer eigenen Prognose dieser Kennzahl aus der jüngsten Prognose der Europäischen Kommission (2018) übernommen. In den Folgejahren wird angenommen, dass der BIP-Deflator in allen vier Ländern um 1,5 Prozent pro Jahr zulegt.
- Daraus ergibt sich für die weiteren Jahre ein jährlicher Zuwachs des nominalen Bruttoinlandsprodukts von rund 3 Prozent in Deutschland, Frankreich und Spanien sowie von 2,5 Prozent in Italien.
- Aus dem Pfad des nominalen Bruttoinlandsprodukts in Verbindung mit den Budgetdefiziten ergibt sich rechnerisch die Nettoneuverschuldung für jedes Jahr. Dadurch lässt sich die Entwicklung der gesamtstaatlichen nominellen Schuldenlast ermitteln, mit der wiederum die staatliche Schuldenquote fortgeschrieben werden kann (Abbildung 4).

Abbildung 4:
Projektion der Schuldenquote 1999–2032^a



^aSchuldenquote = Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Thomson Reuters Eikon; Europäische Kommission, Ameco; eigene Berechnungen und Darstellung.

Die projizierte Entwicklung der Schuldenquote ist sehr sensitiv im Hinblick auf die getroffenen Annahmen. Wird beispielsweise für Deutschland ab 2021 ein Defizit von durchgängig 1 Prozent (statt 0 Prozent) angenommen, so sinkt die Schuldenquote bis 2032 nicht auf 38 Prozent, sondern nur auf 48 Prozent. Beschränken die übrigen Länder ihr Defizit ab 2021 auf 2 Prozent (statt 2,5 Prozent), so geht die Schuldenquote in Frankreich und Spanien von rund 98 Prozent bis zum Jahr 2032 nicht auf 93 Prozent wie im Basisszenario zurück, sondern auf 88 Prozent. Für Italien geht die Quote von 131 Prozent dann nicht auf 123 Prozent, sondern auf 118 Prozent zurück. Wird für den BIP-Deflator ab 2020 ein Zuwachs um 2 Prozent pro Jahr angenommen, wie es dem Inflationsziel der EZB entspricht, so steigt das nominale Bruttoinlandsprodukt etwas schneller und die Schuldenquoten gehen folglich stärker zurück, insbesondere dort, wo der Schuldenstand relativ hoch ist. Im Fall von Italien ginge die Schuldenquote beispielsweise auf 117 Prozent zurück (statt 123).

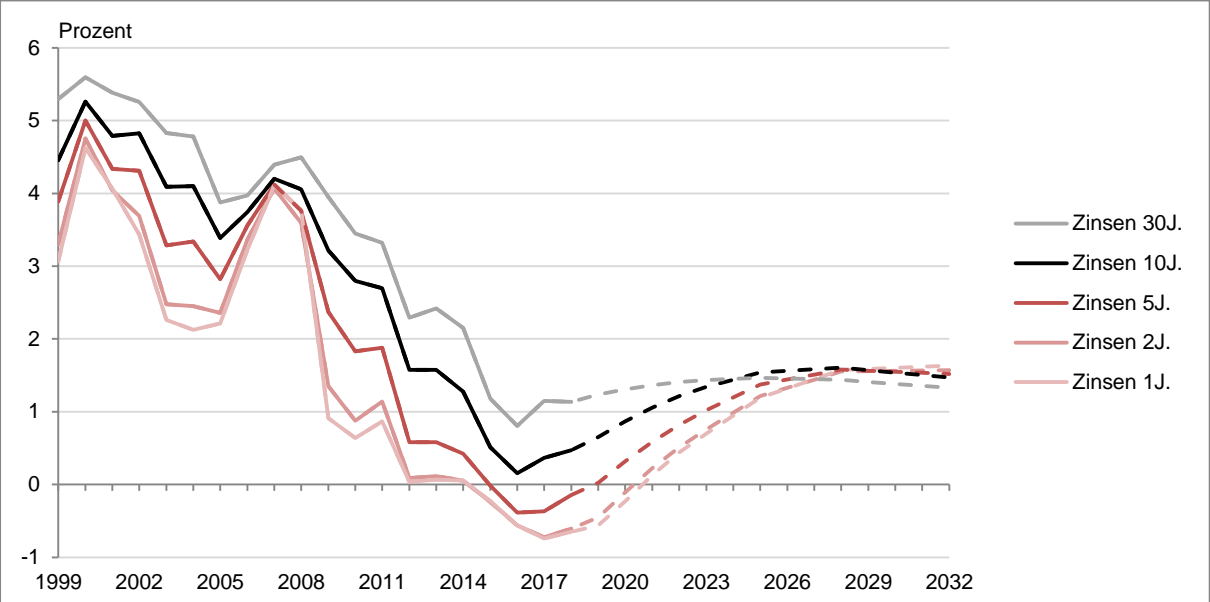
4 SZENARIEN FÜR DIE ZINSENTWICKLUNG

Es werden insgesamt vier Szenarien für die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen modelliert.

Szenario 1a: Implizite Markterwartung, konstante Risikoaufschläge

Dieses Szenario kombiniert eine Zinsprognose auf Basis impliziter Markterwartungen mit konstanten Zinsaufschlägen. Hintergrund der Berechnung impliziter Markterwartungen sind sogenannte Forward Swaps, also der Preis eines Zinsswaps im Termingeschäft. Hierin kommt

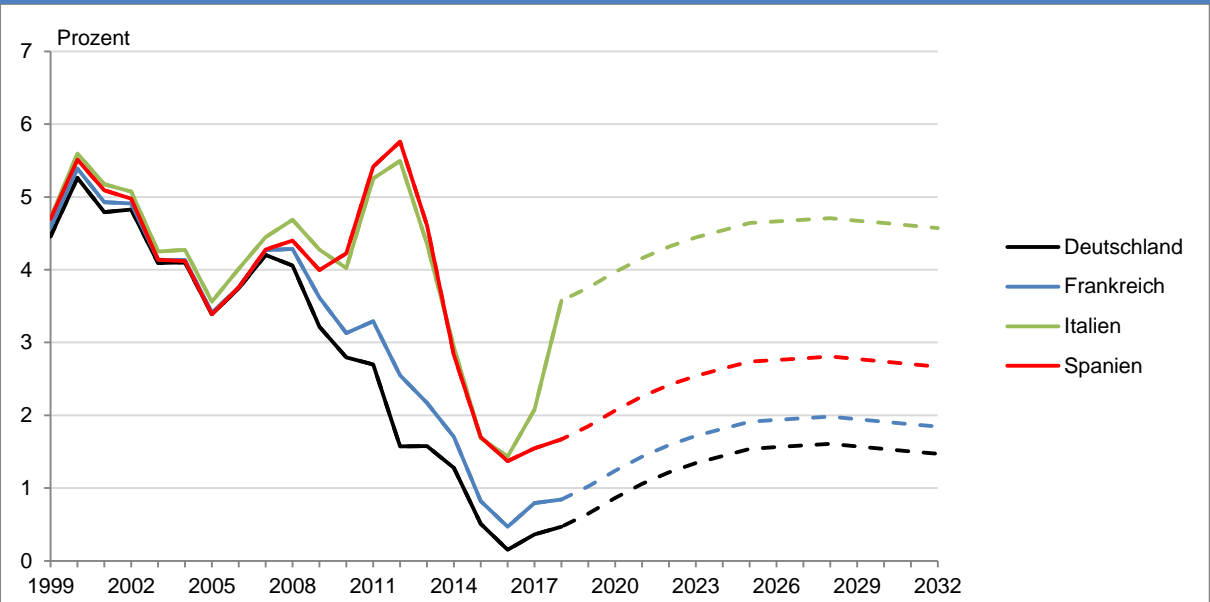
Abbildung 5:
Zinsstruktur Deutschlands basierend auf impliziten Markterwartungen 1999–2032^a



^aKapitalmarktzinsen für deutsche Staatsanleihen mit unterschiedlichen Restlaufzeiten, berechnet auf Basis von Forward Swaps. Stand: 26. Oktober 2018.

Quelle: Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen und Darstellung.

Abbildung 6:
Zinsen auf Staatsanleihen im Szenario 1a 1999–2032^a



^aZinsen für Staatsanleihen verschiedener Länder mit 10-jähriger Restlaufzeit im Szenario 1a (implizite Markterwartung, konstante Risikoaufschläge).

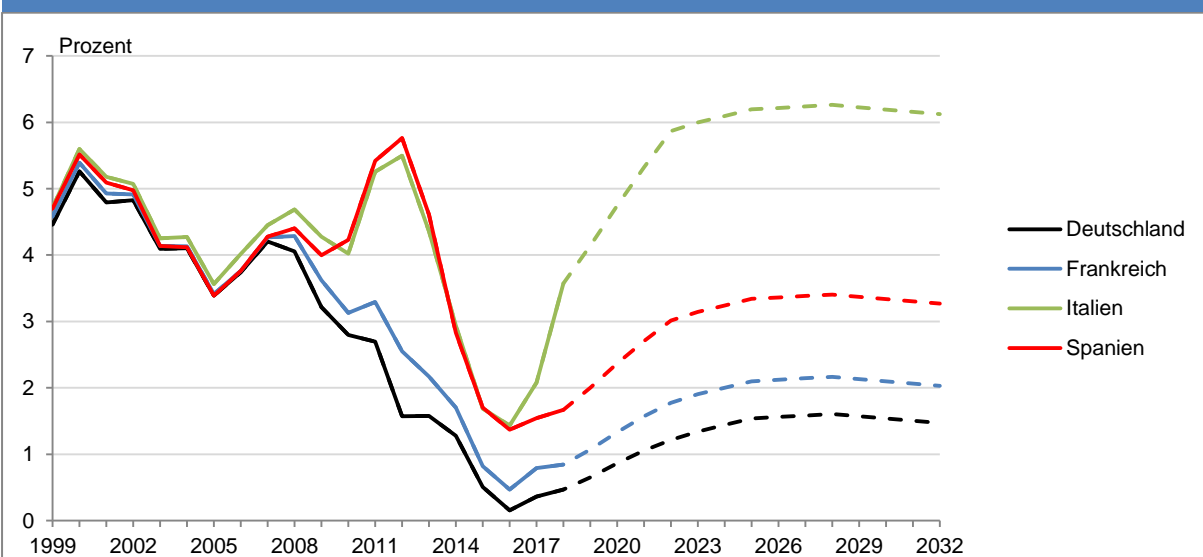
Quelle: Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen und Darstellung.

die Markterwartung über die zukünftige Zinsentwicklung zum Ausdruck. Aus den Preisen der Forward Swaps kann auf die zukünftigen Zinsen deutscher Staatsanleihen geschlossen werden (Ji und Kingma 2018). Gemäß dieser Fortschreibung für Anleihen mit einer Restlaufzeit von einem Jahr, zwei Jahren, fünf Jahren, 10 Jahren und 30 Jahren wird ein allmählicher Anstieg der Zinsen erwartet, der bei kurzfristigen Laufzeiten stärker ausgeprägt ist (Abbildung 5). Die Invertierung der Zinsstruktur zum Ende des Projektionszeitraums erscheint unplausibel, kann jedoch für den vorliegenden Zweck – die Projektion der Zinslast – ignoriert werden. Zusätzlich wird angenommen, dass die Risikoaufschläge der übrigen drei Länder für jede Laufzeit auf dem gegenwärtigen Niveau eingefroren werden (Abbildung 6).

Szenario 1b: Implizite Markterwartung, erhöhte Risikoaufschläge

In diesem Szenario werden die mit Hilfe von Forward Swaps ermittelten Zinspfade für die deutschen Staatsanleihen mit im Vergleich zum gegenwärtigen Niveau um 50 Prozent erhöhten Risikoaufschlägen kombiniert (Abbildung 7). Hintergrund ist die Überlegung, dass die langjährige Niedrigzinsphase und die EZB-Politik der Quantitativen Lockerung die Preise von Staatsanleihen maßgeblich nach oben getrieben hat. Die zugehörigen Zinsen dürften entsprechend nach unten verzerrt und die länderspezifischen Zinsunterschiede derzeit gestaucht sein. Seit Anfang 2015 wurden Staatsanleihen zum Nennwert von über 2 500 Mrd. Euro in die Zentralbankbilanzen transferiert, womit das Eurosystem inzwischen zum mit Abstand größten Gläubiger der Staaten geworden ist. Bei einer Abkehr von der sehr expansiven Geldpolitik könnten sich die Zinsen wieder stärker ausdifferenzieren. Im Fall von Italien würde der Risikoaufschlag von derzeit rund 300 Basispunkten zwischen 2019 und 2022 auf rund 450 Basispunkte steigen und anschließend auf diesem Niveau bleiben.

Abbildung 7:
Zinsen auf Staatsanleihen im Szenario 1b 1999–2032^a



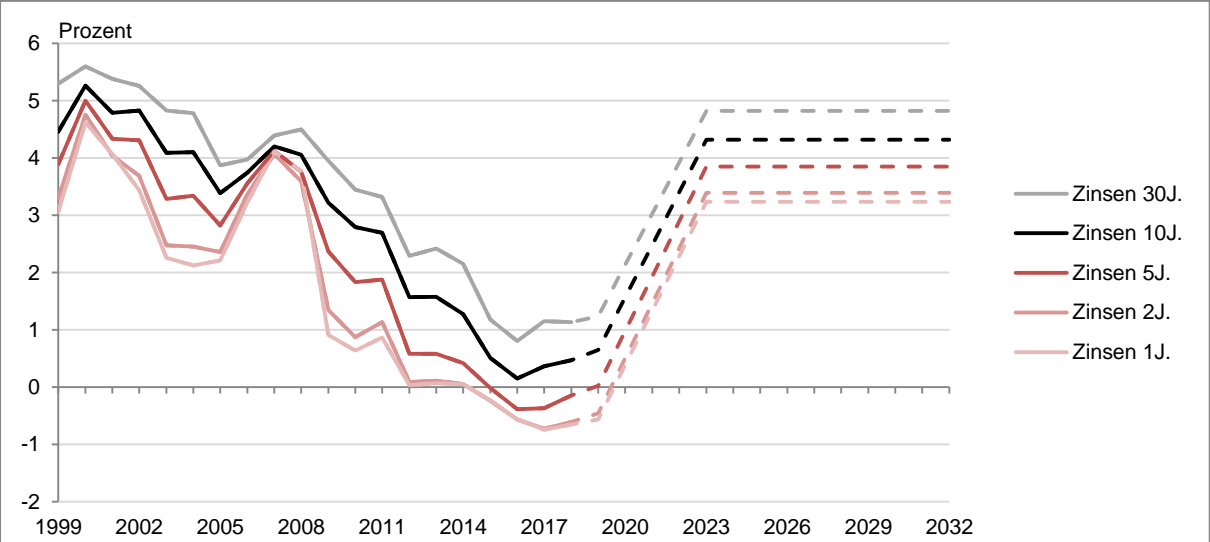
^aZinsen für Staatsanleihen verschiedener Länder mit 10-jähriger Restlaufzeit im Szenario 1b (implizite Markterwartung, erhöhte Risikoaufschläge).

Quelle: Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen und Darstellung.

Szenario 2a: Geldpolitische Normalisierung, konstante Risikoaufschläge

Dieses Szenario kombiniert konstante Risikoaufschläge mit einer „geldpolitischen Normalisierung“. Diese geldpolitische Normalisierung wird an dieser Stelle so interpretiert, dass die Zinsstruktur der deutschen Staatsanleihen zu den Durchschnittsniveaus der ersten 9 Jahre der

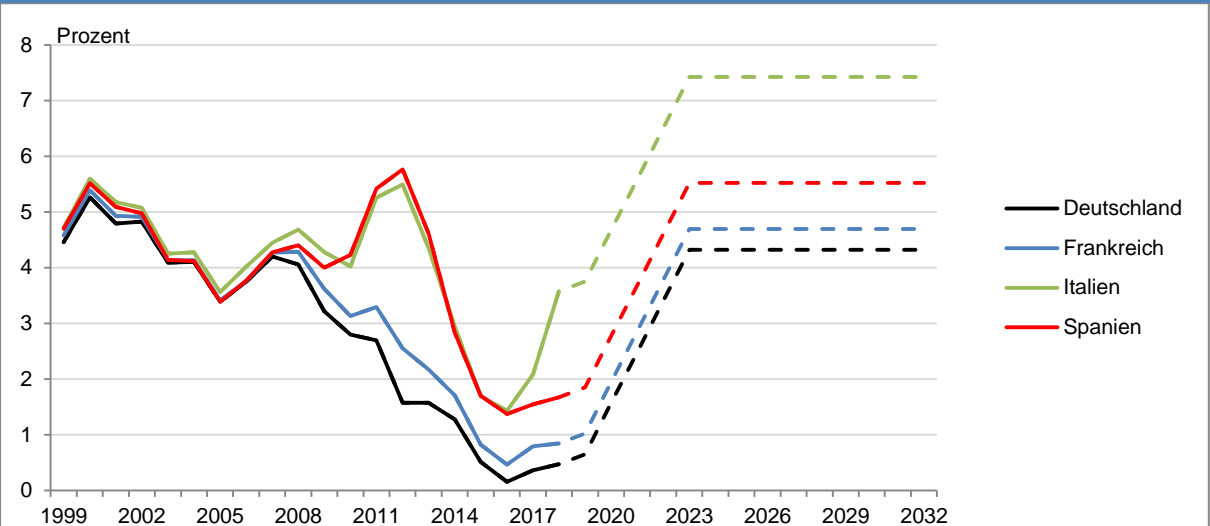
Abbildung 8:
Zinsstruktur Deutschlands im Szenario einer geldpolitischen Normalisierung 1999–2032^a



^aKapitalmarktzinsen auf deutsche Staatsanleihen mit unterschiedlichen Restlaufzeiten.

Quelle: Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen und Darstellung.

Abbildung 9:
Zinsen auf Staatsanleihen im Szenario 2a 1999–2032^a



^aZinsen für Staatsanleihen verschiedener Länder mit 10-jähriger Restlaufzeit im Szenario 2a (geldpolitische Normalisierung, konstante Risikoaufschläge).

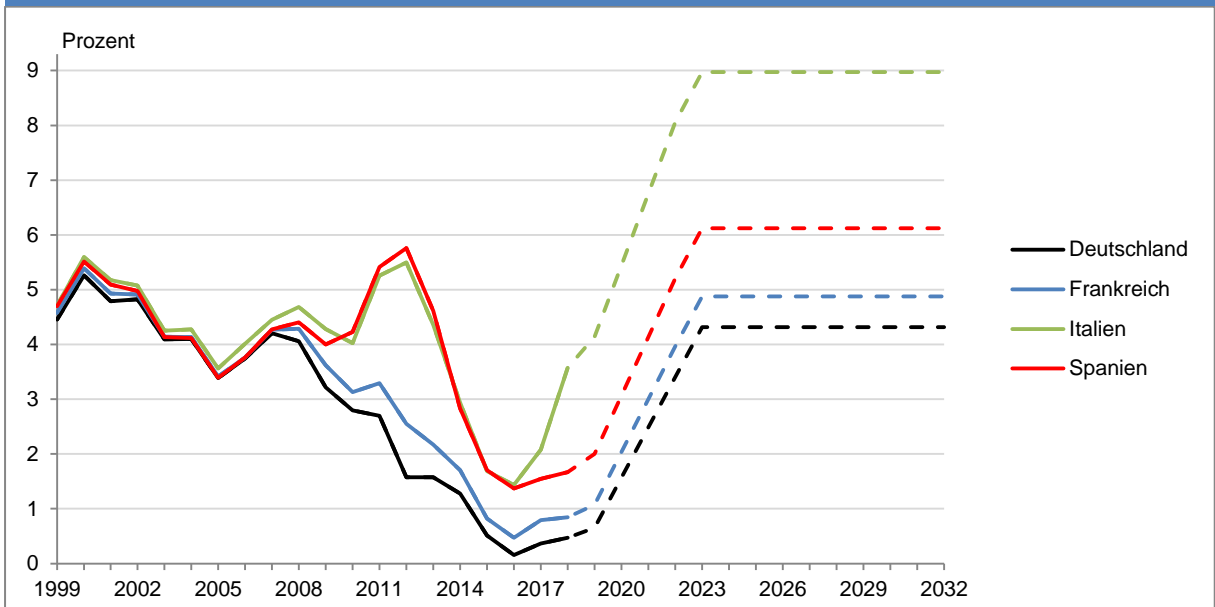
Quelle: Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen und Darstellung.

Währungsunion zurückkehrt, also zwischen Januar 1999 und Dezember 2007. Die Verbraucherpreis-inflation lag in dieser Phase bei durchschnittlich 2,1 Prozent und damit in etwa auf dem Zielniveau der EZB, die Kerninflation (ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel) lag durchschnittlich bei 1,7 Prozent. Gleichzeitig war die Verzinsung von Bundesanleihen mit einjähriger Laufzeit mit durchschnittlich 3,2 Prozent deutlich höher als zuletzt. Zweijährige Bundesanleihen wurden mit durchschnittlich 3,4 Prozent verzinst, 5-jährige mit 3,8 Prozent, 10-jährige mit 4,3 Prozent und 30-jährige mit 4,8 Prozent. Angenommen wird hier also, dass die Zinsen auf deutsche Staatsanleihen ab dem Jahr 2020 anziehen und bis 2023 zu den Durchschnittsniveaus der Jahre 1999 bis 2007 zurückkehren (Abbildung 8). Die Risikoaufschläge für die übrigen drei Länder werden für jede der betrachteten Laufzeiten auf dem zuletzt beobachteten Niveau konstant gehalten und zur deutschen Zinsstruktur hinzuaddiert (Abbildung 9).

Szenario 2b: Geldpolitische Normalisierung, erhöhte Risikoaufschläge

Hier wird die skizzierte geldpolitische Normalisierung mit um 50 Prozent erhöhten Risikoaufschlägen kombiniert (Abbildung 10). In diesem für Italien ungünstigsten Szenario steigen die Zinsen für italienische Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit auf 9 Prozent.

Abbildung 10:
Zinsen auf Staatsanleihen im Szenario 2b 1999–2032^a



^aZinsen für Staatsanleihen verschiedener Länder mit 10-jähriger Restlaufzeit im Szenario 2b (geldpolitische Normalisierung, erhöhte Risikoaufschläge).

Quelle: Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen und Darstellung.

5 PROJEKTION DER ZINSKOSTEN FÜR DIE ÖFFENTLICHE HAND

Die jährlichen Neuemissionen insgesamt ergeben sich als Summe der in dem Jahr abzulösenden Altschulden und der Nettoneuverschuldung. Das gesamte Emissionsvolumen wird im Hinblick auf die Laufzeiten folgendermaßen finanziert: 35 Prozent wird mit einer Laufzeit von einem Jahr finanziert und muss somit im darauffolgenden Jahr erneut umgeschuldet werden (Kurzläufer). Zinsänderungen schlagen hier binnen Jahresfrist auf die zu tragende Zinslast durch. Weitere 10 Prozent werden über eine Laufzeit von 2 Jahren finanziert, 20 Prozent über 5 Jahre, 30 Prozent über 10 Jahre und 5 Prozent über 30 Jahre (Tabelle 1). Emissionen mit höherer Laufzeit verbleiben länger im Markt und haben daher einen vergleichsweise großen Anteil an den insgesamt umlaufenden Anleihen. Durch diese Modellierung ist gewährleistet, dass die Laufzeitenstruktur der umlaufenden Anleihen in etwa auf dem gegenwärtigen Niveau stabil bleibt.¹ Dabei wird die Laufzeitenstruktur annahmegemäß nicht strategisch je nach Zinshöhe angepasst und es werden keine Finanzderivate zur Zinssicherung verwendet.

Tabelle 1:
Modellierte Verteilung der Laufzeiten von Neuemissionen

Laufzeit (Jahre)	Anteil an Neuemissionen	Langfristiger Anteil an umlaufenden Anleihen
1	35%	5,8%
2	10%	3,3%
5	20%	16,5%
10	30%	49,6%
30	5%	24,8%

Quelle: Eigene Berechnungen und Darstellung.

Darüber hinaus sind folgende vereinfachende Annahmen getroffen worden, die das Ergebnis nicht systematisch verzerren dürften: Erstens wurde angenommen, dass der nicht über die Staatsanleihen erfasste Anteil der gesamtstaatlichen Bruttoschuldenlast dieselbe Fälligkeitsstruktur hat wie die umlaufenden Anleihen. Diese Anleihen decken die gesamtstaatliche Schuldenlast weitgehend, aber nicht vollständig ab. Zweitens wurde angenommen, dass der Zinsdienst für auslaufende Anleihen im Fälligkeitsjahr wegfällt, während der Zinsdienst für die neu ausgegebenen Anleihen unmittelbar beginnt und damit sofort wirksam für die errechnete Zinslast im Emissionsjahr wird. Drittens wurde unterstellt, dass alle Anleihen, ausgenommen die in den Jahren 2018 und 2019 fällig werdenden Kurzläufer, einen identischen Zinssatz tragen. Der implizite Durchschnittszins der gesamten Staatsverschuldung für das Jahr 2018 wurde aus der Datenbank Ameco der Europäischen Kommission übernommen. Dieser liegt für Deutschland bei 1,6 Prozent, für Frankreich bei 1,8 Prozent, für Italien bei 2,8 Prozent und für Spanien bei 2,5 Prozent. Die Kurzläufer der Jahre 2018 und 2019, die einen einstelligen Prozentsatz der Gesamtschulden ausmachen, werden im Rahmen dieser Model-

¹ Eine Analyse über die Laufzeiten der im Frühjahr 2017 umlaufenden Anleihen ergab, dass die gewählte Verteilung das in den betrachteten Ländern übliche Laufzeitenspektrum recht gut abbildet.

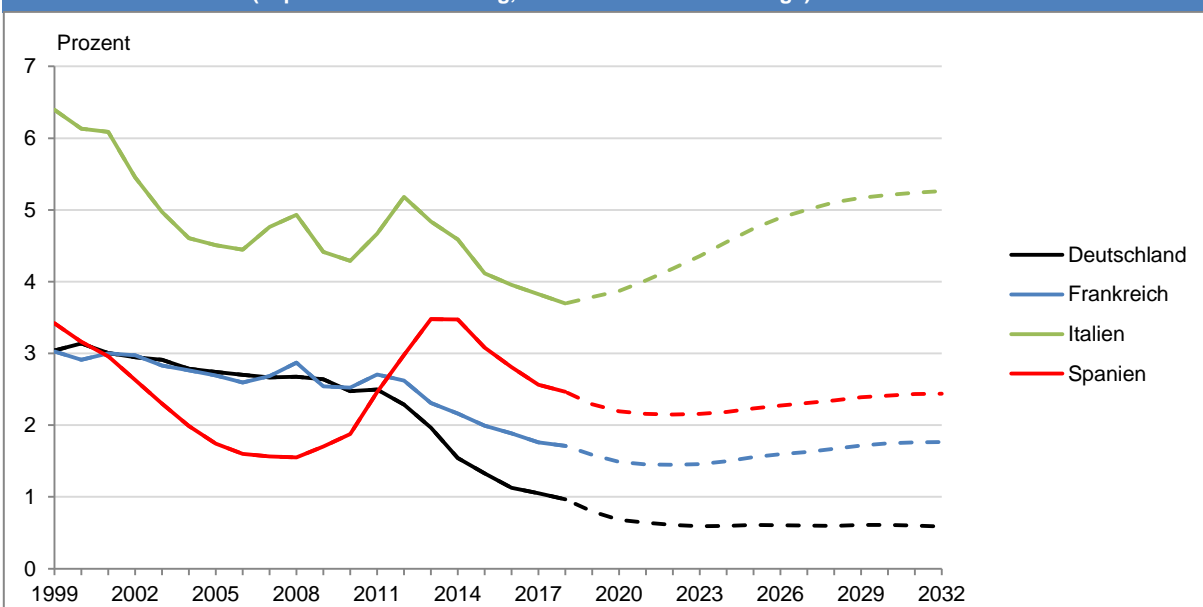
lierung allerdings mit dem sehr niedrigen Durchschnittszins für einjährige Staatsanleihen verzinst, der in den vergangenen 12 Monaten am Markt verlangt worden ist. Diese Kurzläufer werden schließlich aus dem Schuldenaggregat herausgerechnet, so dass die übrigen Anleihen entsprechend etwas höher verzinst werden.

6 ERGEBNISSE DER ZINSLASTPROJEKTIONEN

Szenario 1a: Implizite Markterwartung, konstante Risikoaufschläge

Bei eingefrorenen Risikoaufschlägen und einem Zinspfad gemäß impliziter Markterwartungen steigt die gesamtwirtschaftliche Zinslast für Italien bis 2032 gegenüber 2018 um 1,6 Prozentpunkte auf 5,3 Prozent (Abbildung 11). Diese Größenordnung der Zinsbelastung hat es in Italien zwar in den früheren Jahren der Währungsunion bereits gegeben, und noch im Jahr 2012 war die Zinsbelastung ähnlich hoch. Sie hat sich seitdem im Niedrigzinsumfeld allerdings deutlich abgemildert. Um ein stabiles Haushaltsdefizit zu erreichen, müsste der Italienische Staat auch bei diesem recht milden Anstieg der Zinsen einige Anstrengungen unternehmen, um die zwischen 2020 und 2026 um durchschnittlich 5 Mrd. Euro pro Jahr steigenden Zinsausgaben durch Mehreinnahmen oder Minderausgaben wieder hereinzuholen. Der Primärsaldo müsste sich in dieser Phase pro Jahr um knapp 0,2 Prozentpunkte in Relation zur Wirtschaftsleistung verbessern. Um die Vorgaben des Fiskalpaktes zu erfüllen, der das um

Abbildung 11:
Zinslast im Szenario 1a (Implizite Markterwartung, konstante Risikoaufschläge) 1999–2032^a



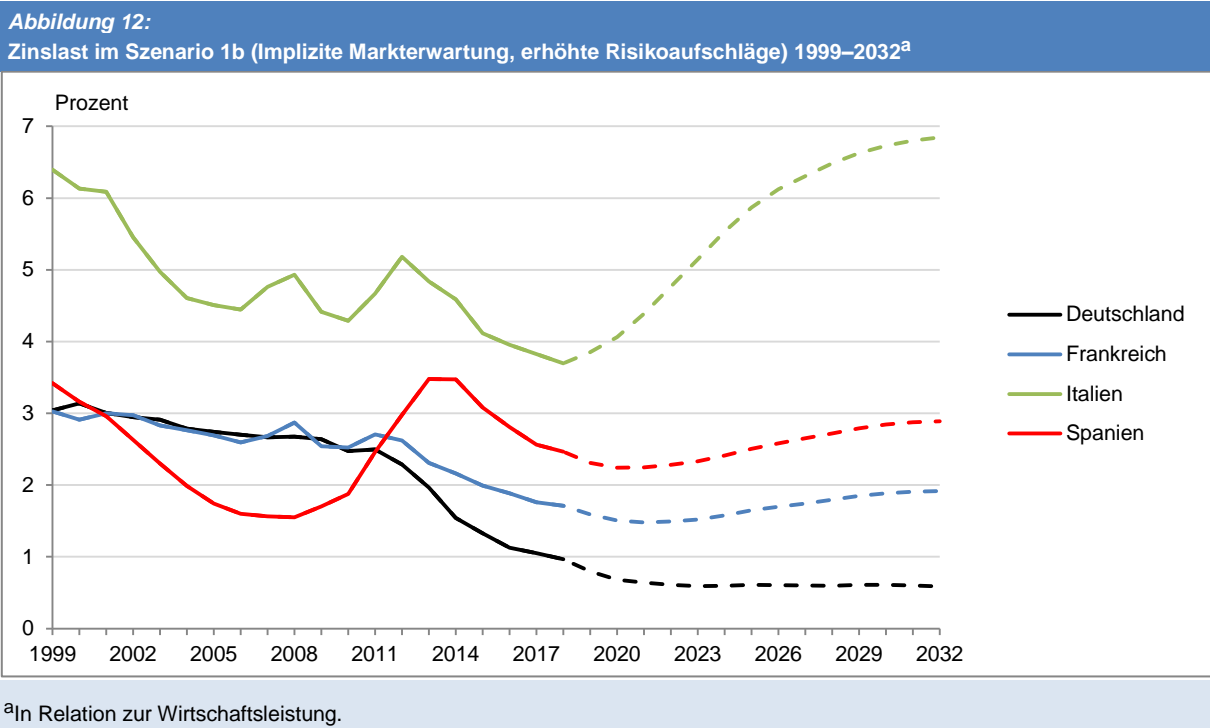
^aIn Relation zur Wirtschaftsleistung.

Quelle: Thomson Reuters Eikon; Europäische Kommission, Ameco; eigene Berechnungen und Darstellung.

konjunkturelle Effekte bereinigtes Budgetdefizit auf maximal 0,5 Prozent beschränkt, wären zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen erforderlich. Für die übrigen drei Länder bleibt die Zinsbelastung in diesem Szenario gering. Insbesondere für Deutschland gehen die Zinsausgaben weiter zurück, da die Schuldenquote annahmegemäß rückläufig bleibt, während die Refinanzierungszinsen derzeit spürbar unter der Durchschnittsverzinsung der Altschulden liegen und dieses Niveau auch dauerhaft nicht überschritten wird.²

Szenario 1b: Implizite Markterwartung, erhöhte Risikoaufschläge

Sollten die Risikoaufschläge für die übrigen Länder außer Deutschland dauerhaft um 50 Prozent höher liegen als zuletzt, so hätte vor allem Italien ein Problem (Abbildung 12). Die Zinsausgaben steigen zwischen 2020 und 2026 durchschnittlich um fast 9 Mrd. Euro pro Jahr. Um das Haushaltsdefizit stabil zu halten, müsste der Primärsaldo Jahr für Jahr um gut 0,3 Prozentpunkte verbessert werden. Bis zum Jahr 2032 würde sich die Zinslast in Relation zur Wirtschaftsleistung gegenüber 2018 auf fast 7 Prozent nahezu verdoppeln. Es ist nicht zu erwarten, dass Italien dauerhaft so hohe Refinanzierungszinsen aufbringen und über viele Jahre einen straffen Konsolidierungskurs fahren kann. Für Frankreich und Spanien sind die zu erwartenden Mehrausgaben für den Zinsdienst wiederum moderat. Der Grund ist, dass das Zinsniveau gemäß impliziter Markterwartungen auch langfristig vergleichsweise niedrig bleibt und die Risikoaufschläge für diese Länder derzeit nicht sehr hoch liegen.



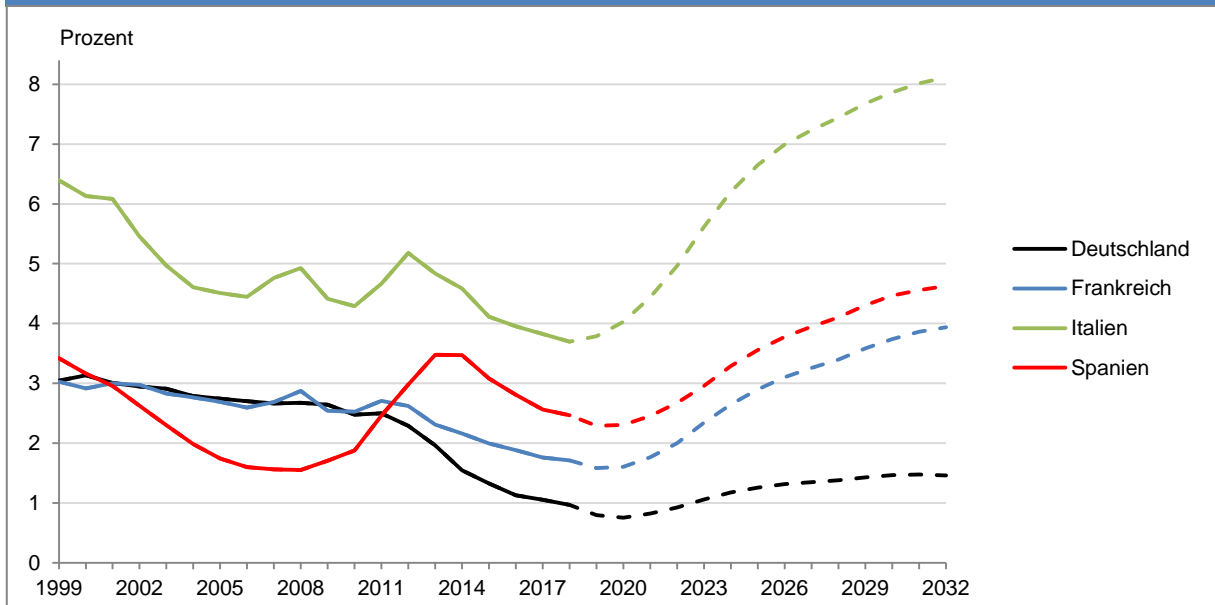
Quelle: Thomson Reuters Eikon; Europäische Kommission, Ameco; eigene Berechnungen und Darstellung.

² Der Rückgang der Zinsausgaben in den kommenden zwei Jahren dürfte das Kostensenkungspotenzial insbesondere in Deutschland allerdings ein wenig überzeichnen, beispielsweise da nicht alle Teilbereiche des Gesamtstaates – wie etwa Gebietskörperschaften – dieselben Kreditkonditionen genießen.

Szenario 2a: Geldpolitische Normalisierung, konstante Risikoaufschläge

Im Fall einer geldpolitischen Normalisierung in dem Sinne, dass die Zinsstruktur in Deutschland zu den Durchschnittsniveaus der Jahre 1999 bis 2007 zurückkehrt, hätten alle Länder mit einer spürbar höheren Zinsbelastung zu rechnen (Abbildung 13). Italien dürfte in diesem Szenario sehr schnell seine Belastungsgrenze überschreiten. Im Jahr 2032 würde die Belastung auf über 8 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung steigen. Die Zinslast würde zwischen 2020 und 2026 um durchschnittlich knapp 12 Mrd. Euro pro Jahr anwachsen; der erforderliche Primärsaldo zur Aufrechterhaltung eines stabilen Haushaltsdefizits müsste in dieser Phase jährlich um knapp ein halbes Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung erhöht werden, was einer äußerst restriktiven Fiskalpolitik entspräche und konjunkturell kaum verkraftbar wäre. Auch für Frankreich und Spanien würde die Zinslast bis 2032 um mehr als 2 Prozentpunkte anwachsen und sich gegenüber 2018 mehr als verdoppeln; sie wäre am Ende des Projektionszeitraums höher als je zuvor seit Bestehen der Währungsunion. Die Kombination zweier Ursachen ist für diese schlechten Aussichten verantwortlich: Erstens ist der öffentliche Schuldenstand heute in vielen Ländern deutlich höher als vor den Krisenjahren. Die Schuldenquote in Frankreich ist von 64 Prozent (2007) auf zuletzt fast 100 Prozent gestiegen, in Italien von 100 Prozent auf über 130 Prozent, in Spanien von unter 40 auf fast 100 Prozent. Zweitens sind heute Risikoaufschläge fällig, die vor den Krisenjahren praktisch nicht existierten. Wenn die Zinsstruktur Deutschlands sich also annahmegemäß auf dem Vorkrisendurchschnitt einpendelt, dann kommen bei den anderen Ländern die Risikoaufschläge noch hinzu.

Abbildung 13:
Zinslast im Szenario 2a (Geldpolitische Normalisierung, konstante Risikoaufschläge) 1999–2032^a



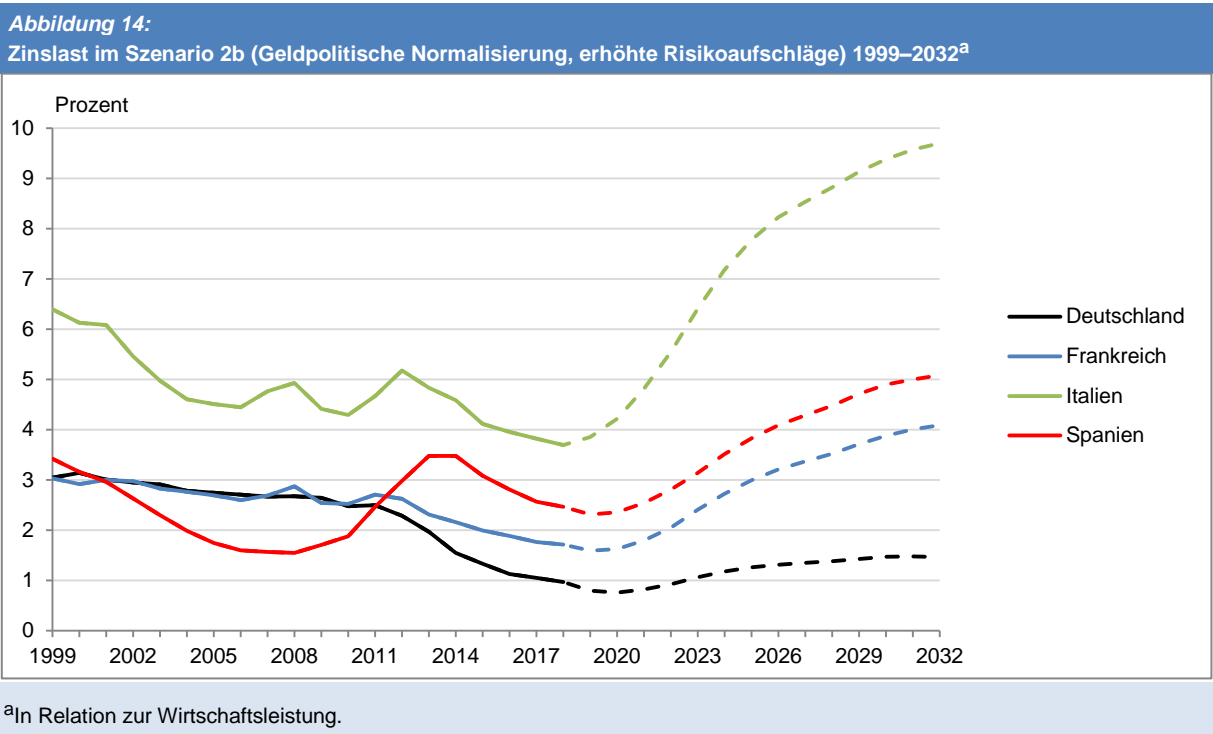
^aIn Relation zur Wirtschaftsleistung.

Quelle: Thomson Reuters Eikon; Europäische Kommission, Ameco; eigene Berechnungen und Darstellung.

Eine mögliche Schlussfolgerung aus dieser Analyse ist, dass die EZB unter den gegenwärtig erhöhten Risikoaufschlägen für Italien gar nicht in der Lage wäre, die Zinsen auf das Durchschnittsniveau von vor der globalen Finanzkrise zu erhöhen, selbst wenn dies aus geldpolitischer Sicht geboten wäre. Denn damit könnte sie eine erneute Staatsschuldenkrise auslösen und womöglich den Zusammenbruch des Währungsgebiets riskieren.

Szenario 2b: Geldpolitische Normalisierung, erhöhte Risikoaufschläge

Schließlich wird die geldpolitische Normalisierung mit steigenden Risikoaufschlägen kombiniert, was für Italien schon einzeln kaum durchzuhalten wäre. In der Kombination würden die Refinanzierungszinsen in einem Ausmaß anziehen, dass die hohe Schuldenlast keinesfalls mehr als tragfähig erachtet werden könnte (Abbildung 14). Die errechnete Zinslast würde zwischen 2020 und 2026 um durchschnittlich 15 Mrd. Euro pro Jahr ansteigen, was einem jährlichen Anstieg des erforderlichen Primärsaldos um gut 0,6 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung entspräche. Der Versuch, durch Einsparungen gegenzusteuern und das Haushaltsdefizit stabil zu halten, würde die Konjunktur empfindlich treffen und wohl in eine Rezession münden, durch die eine Staatsschuldenkrise zusätzlich befeuert würde. Aber auch Frankreich und Spanien würde in diesem Szenario erhebliche Konsolidierungsanstrengungen abverlangt, da die Zinsbelastung sich im Projektionszeitraum mehr als verdoppeln würde.



Quelle: Thomson Reuters Eikon; Europäische Kommission, Ameco; eigene Berechnungen und Darstellung.

Weitere Szenarien: Rückläufige Risikoaufschläge

Würde der Risikoaufschlag Italiens dagegen in den kommenden Jahren wieder auf das Niveau des Frühjahrs zurückgehen, beispielsweise von derzeit rund 300 Basispunkten auf 150 Basispunkte, so bliebe die zu erwartende Zinsbelastung spürbar geringer. Werden die um 50 Prozent reduzierten Risikoaufschläge mit einer Zinsentwicklung gemäß impliziter Markterwartungen kombiniert, so bleibt die gesamtstaatliche Zinsbelastung auch langfristig bis ins Jahr 2032 stabil auf dem Niveau des Jahres 2018. Auch das Szenario einer geldpolitischen Normalisierung fällt bei halbierten Risikoaufschlägen etwas verträglicher für Italiens Staatsfinanzen aus. Statt auf über 8 Prozent wie im Szenario 2a würde die Zinsbelastung bis zum Jahr 2032 nur auf 6,5 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung zulegen. Die zusätzlichen Mehrkosten bei einer Normalisierung des Zinsniveaus wären gleichwohl erheblich für den italienischen Staat und es stellt sich die Frage, ob die EZB angesichts der hohen Staatsverschuldung in einigen Ländern überhaupt zu den geldpolitischen Rahmenbedingungen der Jahre 1999 bis 2007 zurückkehren könnte, wenn dies zukünftig aus geldpolitischer Sicht geboten sein sollte. Für Frankreich und Spanien wäre die zusätzliche Zinsbelastung im Falle einer geldpolitischen Normalisierung auch bei halbierten Risikoaufschlägen nur unwesentlich geringer als im Szenario 2a.

7 SCHLUSSFOLGERUNGEN

Gemessen an dem zu erwartenden Anstieg der Zinsbelastung verkraften Italiens Staatsfinanzen wohl weder eine geldpolitische Normalisierung bei gleichbleibenden Risikoaufschlägen noch einen weiteren Anstieg dieser Zinsunterschiede zwischen den Ländern. Selbst in dem Szenario mit nur leicht steigendem Zinsniveau, basierend auf impliziten Markterwartungen, kommen bei den zuletzt gestiegenen Risikoaufschlägen nicht unerhebliche Mehrkosten auf Italien zu. Nun lässt sich zwar keine genaue Grenze ziehen, ab der ein bestimmter Zinsdienst nicht mehr erbracht werden kann. Gleichwohl erscheint Italien aufgrund der chronischen Wachstumsschwäche (Gern und Stolzenburg 2016), der hohen Schuldenlast und der politischen Großwetterlage besonders anfällig für eine neuerliche Staatsschuldenkrise. Falls der befürchtete Anstieg der Zinsausgaben durch Einsparungen an anderer Stelle bzw. Steuererhöhungen aufgefangen werden sollte, besteht die Gefahr, dass eine über viele Jahre sehr restriktive Fiskalpolitik die ohnehin nur schleppende wirtschaftliche Erholung torpediert und das Land über kurz oder lang in die Rezession zurückfällt. Hinzu kommt, dass die politischen Fliehkräfte bei einem jahrelangen, strikten Konsolidierungskurs weiter zunehmen dürften. Falls der Anstieg der Zinsausgaben dagegen durch zusätzliche neue Schulden finanziert würde, so stiege die Schuldenquote entsprechend weiter an. In beiden Fällen droht eine Zuspitzung der aufkeimenden Staatsschuldenkrise: Das Vertrauen der Finanzinvestoren in die Schuldentragfähigkeit würde weiter abnehmen, die Risikoaufschläge steigen und Italien wäre wohl über kurz oder lang nicht mehr in der Lage, sich eigenständig an den Finanzmärkten zu refinanzieren.

Kann Italien im Notfall mit Finanzhilfen rechnen? Der installierte Rettungsmechanismus, bei dem sich ein Staat in Bedrängnis um Finanzhilfen der europäischen Partner bemühen kann (Europäischer Stabilitätsmechanismus, kurz: ESM), steht unter den gegenwärtigen politischen Vorzeichen mit hoher Wahrscheinlichkeit für Italien nicht zur Verfügung. Erstens müsste die italienische Regierung dann über ein makroökonomisches Anpassungsprogramm verhandeln, das mitunter schmerzhaft Reformen erfordert und die wirtschaftspolitische Souveränität zeitweilig in erheblicher Weise einschränken würde. Es ist kaum vorstellbar, dass die derzeitige Regierung hierzu bereit wäre. Zweitens stellt sich die Frage, ob die gegenwärtige Kapitalausstattung des ESM (rund 700 Mrd. Euro) überhaupt ausreichen würde, um den italienischen Schuldenberg über mehrere Jahre umzuschulden – allein im Jahr 2019 benötigt Italien nach den hier vorliegenden Modellrechnungen rund 400 Mrd. Euro, um fällige Alt-schulden abzulösen und das geplante Haushaltsdefizit zu finanzieren. Drittens ist unsicher, ob die übrigen europäischen Regierungen einem teuren Hilfsplan für Italien zustimmen würden – auch der deutsche Bundestag müsste beispielsweise grünes Licht geben. Es erscheint unwahrscheinlich, dass in Italien ein Rettungspaket wie im Fall von Griechenland zum Einsatz kommen könnte.

Drohen nun die Staatspleite Italiens und ein Zusammenbruch der Währungsunion? Analysen zeigen, dass die erhöhten Risikoaufschläge zum Teil auch das Risiko widerspiegeln, dass Italien den Euroraum verlassen könnte (Gros 2018). Sofern bei einer weiteren Eskalation der Krise keine Finanzhilfen zur Verfügung stehen, müsste Italien irgendwann den Schuldendienst einstellen und mit den Gläubigern über eine Restrukturierung der Schulden verhandeln (Staatspleite). Die Folgen wären dramatisch, denn die enge Verflechtung zwischen Staaten und Banken („doom loop“) besteht weiterhin: Viele italienische Banken, in deren Bilanzen sich überproportional viele italienische Staatsanleihen befinden, würden wohl insolvent und bekämen keine Liquidität mehr von der EZB. Kapital- und Liquiditätsflucht würde einsetzen und das italienische Finanz- und Bankensystem zum Einsturz bringen. Die Regierung wäre alsbald gezwungen, eine eigene Währung einzuführen, denn ohne Zugang zu Geld und ohne ein funktionierendes Finanzsystem würde auch die realwirtschaftliche Aktivität einbrechen. Darüber hinaus wären auch Banken in anderen europäischen Ländern von einer italienischen Staatspleite schwer getroffen, eine Ansteckung auf andere Länder wäre wahrscheinlich. Angesichts der engen Verflechtung Italiens mit dem übrigen Europa über Finanzwirtschaft und Handel, angesichts der Größe der italienischen Schuldenlast und der damit verbundenen drohenden Forderungsausfälle – man denke hier auch an das Target-System, wo Italien mit rund 500 Mrd. Euro im Soll steht – hätte eine Staatspleite Italiens in Verbindung mit einem ungeordneten Austritt aus dem Euro unabsehbare Folgen für Europa und die Weltwirtschaft. Es bleibt die berechtigte Hoffnung, dass die Mehrzahl der Entscheidungsträger nicht nur in Italien, sondern auch im übrigen Europa und darüber hinaus alle Hebel in Bewegung setzen würden, um dieses unkalkulierbare Risiko unbedingt zu vermeiden. Zieht man die ausgeprägte Risikoaversion der meisten Entscheidungsträger mit ins Kalkül, dann erscheint es sogar sehr wahrscheinlich, dass eine Staatspleite Italiens irgendwie abgewendet werden wird – selbst Griechenland wurde schließlich wiederholt gerettet, obwohl es längst als hoffnungsloser Fall galt.

Wie geht es weiter in Italien? Falls die Risikoaufschläge weiter steigen, könnte der Druck auf die italienische Regierung derart zunehmen, dass sie sich an einem bestimmten Punkt zur

Aufgabe gezwungen sieht. Bereits im Jahr 2012 wurde eine gewählte Regierung unter Führung von Silvio Berlusconi angesichts immer weiter steigender Risikoprämien aus dem Amt gedrängt und durch eine sogenannte „Technokratenregierung“ unter Mario Monti ersetzt. Eine solche Entwicklung könnte sich wiederholen, wenn die Risikoaufschläge weitere psychologisch wichtige Schwellenwerte überschritten und es unübersehbar würde, dass Italiens Wirtschaft durch die Politik der offenen Konfrontation ins Abseits und in existenzielle Nöte geriete. Denkbar ist aber auch, dass die italienische Regierung unter steigendem Druck der Finanzmärkte vorher ihre Ausgabenpläne ändert. So könnten sich EU-Kommission und italienische Regierung auf einen für beide Seiten gesichtswahrenden Kompromiss einigen. Die Kommission hat letztlich ohnehin keine Möglichkeit, um Italien wirksam zur Einhaltung der bisherigen Budgetziele zu zwingen, sie kann aber die offene Regelverletzung auch nicht gleichgültig zur Kenntnis nehmen, ohne ihre Glaubwürdigkeit als Hüterin des fiskalischen Regelwerks völlig aufzugeben. Eine weitere Eskalation der Krise liegt aber eigentlich weder im Interesse der Kommission, noch im Sinne der italienischen Regierung. Somit erscheint es wahrscheinlich, dass sich beide Seiten lediglich nach außen unnachgiebig zeigen, in direkten Gesprächen aber aufeinander zubewegen und bald eine Kompromisslinie finden. Wenn der Konflikt um den Haushaltsentwurf anschließend aus dem Fokus der Öffentlichkeit verschwindet, dürften über kurz oder lang auch die Risikoaufschläge wieder zurückgehen. Da eine Eskalation des Haushaltsstreits zu einer ausgewachsenen Staatsschuldenkrise dramatische Konsequenzen hätte, erscheint eine baldige Deeskalation sogar der wahrscheinlichste Ausgang dieses Konflikts zu sein.

LITERATUR

- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, D. Groll, S. Kooths und U. Stolzenburg (2018). Konjunktur im Euroraum: Runter von der Überholspur. Kieler Konjunkturberichte Euroraum, Nr. 46 (2018|Q3). Via Internet (26.10.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/konjunktur-im-euroraum-runter-von-der-ueberholspur-0/>>.
- Europäische Kommission (2018). European Economic Forecast. Summer 2018 (Interim), Juli. Via Internet (26.10.2018) <https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/european-economic-forecast-summer-2018-interim_en>.
- Gern, K.-J., und U. Stolzenburg (2016). Italien am Scheideweg: Wachstumsschwäche erfordert weitere Reformen. Kiel Policy Brief 102. Via Internet (26.10.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/datenmigration/publikationen/document-store/italien-am-scheideweg-wachstumsschwaecherfordert-weitere-reformen-7924/>>.
- Gros, D. (2018). Italian risk spreads: Fiscal versus redenomination risk. Voxeu.org, 29.8.2018. Via Internet (26.10.2018) <<https://voxeu.org/article/italian-risk-spreads-fiscal-versus-redenomination-risk>>.
- Ji, K., und D. Kingma (2018). Forecasting long-term interest rates. CPB Background document, March 2018. Via Internet (26.10.2018) <<https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Backgrounddocument-March-2018-Forecasting-long-term-interest-rates.pdf>>.
- Prometeia (2018). Italy in the Global Economy – Prometeia Brief, Oktober 2018. Via Internet (26.10.2018) <<https://www.prometeia.it/en/research-insights/brief>>.

IMPRESSUM

DR. KLAUS SCHRADER

Leiter Bereich Schwerpunktanalysen
Head of Area Special Topics

> klaus.schrader@ifw-kiel.de

Herausgeber:

Institut für Weltwirtschaft (IfW)
Kiellinie 66, D-24105 Kiel
Tel.: +49-431-8814-1
Fax: +49-431-8814-500

Redaktionsteam:

Dr. Klaus Schrader (Schriftleitung, v.i.S.d.
§ 6 MDStV), Ilse Büxenstein-Gaspar, M.A.,
Margitta Führmann.
Das Institut für Weltwirtschaft ist eine rechtlich
selbständige Stiftung des öffentlichen Rechts des
Landes Schleswig-Holstein.

Umsatzsteuer ID:

DE 251899169

Das Institut wird vertreten durch:

Prof. Dennis J. Snower, Ph.D. (Präsident)

Cover Foto:

© M&S Fotodesign - Fotolia

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Ministerium für Bildung, Wissenschaft und
Kultur des Landes Schleswig-Holstein



© 2018 Institut für Weltwirtschaft.
Alle Rechte vorbehalten.

<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kiel-policy-briefs/>