

Sorge um Europa: Schuldenkrise und (drohendes) Defizitverfahren gegen Italien – wie geht es weiter?

Die Euro-Finanzminister sind angesichts der geplanten Ausgabenerhöhung des hoch verschuldeten Italiens in Besorgnis. Die EU-Kommission verzichtete zwar vorerst auf ein Defizitverfahren, obwohl die italienische Regierung die EU-Haushaltsvorschriften noch immer nicht erfüllt und die Staatsfinanzen Italiens weiterhin Anlass zur Sorge geben. Aber sollten die getroffenen Vereinbarungen zwischen der EU-Kommission und der Regierung in Rom nicht eingehalten werden, könnte bis Februar doch noch ein Strafverfahren eingeleitet werden. Stürzt Italien Europa in eine neue Krise?

Dirk Meyer*

Der Fortbestand der Europäischen Währungsunion wird durch Italien infrage gestellt

»Scheitert der Euro, dann scheidet Europa«. Dieser Satz aus der Regierungserklärung Angela Merkels vom 19. März 2010 wurde zum Leitspruch für die »Euro-Rettung« von Beginn an. Doch nicht die Stabilität des Kreises der Mitglieder der Europäischen Währungsunion (EWU), sondern die Stabilität der Euro-Währung (Art. 127 AEUV) sowie das Verbot der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) und das Bailout-Verbot (Art. 125 AEUV) sind der Auftrag. Weder Griechenland als kleines Land mit 1,6% des BIP der Eurozone, noch Großbritannien (Brexit) als Nicht-Euromitglied stellen eine Bedrohung für diese Ziele dar. Die eigentliche Gefahr in zweierlei Hinsicht ist Italien: Mangelndes Können und Wollen der italienischen Entscheidungsträger gefährden die Stabilität des Euro, die Mitgliedschaft Italiens in der EWU und letztlich den Bestand der Währungsunion insgesamt (vgl. auch Meyer 2018a, S. 22 f.).

MANGEL AN POTENZIAL UND MOTIVATION – ENTZUG DER VERTRAUENSGRUNDLAGE

Bei einem Anteil von 15% des Eurozonen-BIP hält Italien 23% der Euro-Staatsverschuldung. Eine Schuldenquote von 132% und ein laufendes Defizit

von über 2% sind das Spiegelbild. Bereits bei Aufnahme in die EWU lag die Schuldenquote mit 110% etwa doppelt so hoch wie als Konvergenzkriterium vorgesehen. Die Aufnahme war ein politisches Zugeständnis. Seither hat das Land auch das Defizitkriterium von 3% neunmal überschritten. Ein überaus geringes Wirtschaftswachstum von im Durchschnitt 0,5% (2000–2009) und – 0,4% (2010–2014) mit einem folgenden Anstieg auf 1,5% (2017) lassen Zweifel an der langfristigen Schuldentragfähigkeit aufkommen. Zudem prägt den Bankensektor, bedingt durch den hohen Bestand an Staatspapieren von 433 Mrd. Euro (Stand: September 2018), eine starke Abhängigkeit vom Staat. Sie übersteigen bereits das Eigenkapital von 400 Mrd. Euro. 264 Mrd. Euro (entsprechend 13%/BIP) aller Bankkredite gelten als ausfallgefährdet (Stand: Oktober 2017).

Zwei Indizien machen die Gefahren einer Staatsinsolvenz und einer umfassenden Bankenkrise offensichtlich. Zum einen sind die italienischen Target-Defizite seit 2011 auf 492 Mrd. Euro (Stand: November 2018) angestiegen. Generell ist dies ein Zeichen, dass das Vertrauen in das italienische Bankensystem und den Staat gestört ist. So können Importe nicht durch Kredite zwischen Geschäftsbanken der jeweiligen Länder finanziert werden. Vielmehr wird der Umweg über eine Geldschöpfung durch die nationalen Notenbanken unter Einbezug der EZB notwendig. Erlöse aus dem Verkauf italienischer Staatsanleihen an die EZB verbleiben nicht im Land, sondern werden etwa in Deutschland investiert.¹ Auch eine Kapitalflucht wird so finanziert. Zum anderen ermöglicht das so-



Dirk Meyer

* Prof. Dr. Dirk Meyer ist Inhaber des Lehrstuhls für Ordnungsökonomik an der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

¹ Laut Zentralbankpräsident Ignazio Visco haben ausländische Investoren ihre Anlagen in Italien zwischen Mai und August diesen Jahres um 82 Mrd. Euro verringert, darunter 67 Mrd. Euro Staatsanleihen (vgl. Piller 2018).

genannte ANFA-Abkommen den Erwerb von Wertpapieren – beispielsweise Staatsanleihen – durch die nationalen Notenbanken. De facto ist dies eine autonome Geldschöpfung, die lange Zeit außer Acht blieb. Dieser ›Geldeigendruck‹ machte 2017 etwa 13% der Bilanzsumme der Banca d'Italia aus. Rechnet man die Staatsanleihekäufe der Banca d'Italia im Rahmen des SMP- und des PSPP-Programms hinzu, dann erhöhen sich die Eigengeschäfte auf 46% der Bilanzsumme.² Das Refinanzierungsvolumen des italienischen Staates an fälligen Anleihen betrug von Juni bis Dezember 2018 ca. 136,1 Mrd. Euro (vgl. hierzu Lenz 2018, S. 3). Im Rahmen der PSPP-Anleihekäufe dürften entsprechend dem italienischen EZB-Kapitalanteil 18,4 Mrd. Euro durch Neukäufe und etwa 12,7 Mrd. Euro durch eine Wiederanlage fälliger Anleihen von der Banca d'Italia und der EZB angekauft worden sein. Für 31,1 Mrd. Euro (22,9%) hatte Italien demnach einen sicheren Absatz seiner Anleihen. Die Wertung als *monetäre Staatsfinanzierung* liegt nicht fern.³

Problematisch wird diese national initiierte Geldschöpfung insbesondere dann, wenn sie von den Eurostaaten asymmetrisch vorgenommen wird. Denn für eine Einheitswährung gilt der Grundsatz der *Kongruenz von Emissions- und Geldannahmemeinschaft*. Er ist die Stabilitätsvoraussetzung einer jeden Währungsunion. Er verhindert eine Aushöhlung des Zentralbankmonopols der Geldschaffung durch die Nationalstaaten. Entsprechend obliegt es dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB), »die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen« (Art. 127 Abs. 1 AEUV). Durch die nationale Geldschöpfung wird nationales Zusatzgeld erzeugt. Im Ausmaß der – gemessen am EZB-Kapitalanteil – ungleichgewichtigen nationalen Geldschöpfung (zunächst) auf eigene Rechnung zerbricht diese Kongruenz. Wie die Untersuchung von Hansen und Meyer⁴ zeigt, ist die Abweichung insbesondere für Italien besonders hoch.

Die *Gefahren* für die Kernländer wie auch für die EWU in ihrer Gesamtheit werden offensichtlich, wenn ein mangelnder Common Sense und/oder die fiskalisch-ökonomische Heterogenität der Mitgliedstaaten – wie im Fall Italiens – nationalen Interessen Vorrang gebietet: eine Liquiditätsversorgung nationaler Banken und Unternehmen, die wegen Altlasten nur schwer einen Kreditzugang auf dem freien Kapitalmarkt finden; die Substitution einer marktlich-fiska-

lischen Staatsfinanzierung über Steuern und Marktkredite durch eine monetär unterstützte Finanzierung des Staatshaushalts; die Finanzierung einer Kapitalflucht/eines Bank Runs sowie die Erzielung nationaler Seigniorage.

Scheint schon das *Potenzial* für einen Verbleib in der EWU als fragwürdig, so kommt eine mangelnde *Motivation* der italienischen Politik zur Einhaltung der Regeln hinzu. Von Beginn an waren die unterschiedlichen Regierungen gegen die strengen Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts und schließlich für eine Aufweichung des zwischenzeitlich verschärften fiskalischen Regelwerks. Allerdings bestand bislang ein Grundkonsens hinsichtlich der Gültigkeit dieser Regeln. Die jetzige Regierung besteht hingegen aus euroskeptischen bzw. eurofeindlichen Parteien. Sie lehnen den Fiskalpakt ab, fordern seine Abschaffung, plädieren für eine institutionalisierte Schuldenvergemeinschaftung und haben in der jüngsten Vergangenheit ihre Absicht zur Parallelwährung bzw. zum Euro-Austritt betont. Im Haushaltskonflikt mit der EU-Kommission entfiel zeitweise jegliche Gesprächs- und Kompromissbereitschaft. Es droht ein Entzug der gegenseitigen Vertrauensgrundlage. Ohne Vertrauen werden auch die Sanktionsinstrumente eines Defizitverfahrens wirkungslos. Wirksame Sanktionen werden vornehmlich die Kapitalmärkte aussenden. Gemeinhin gilt als Referenz der Risikozuschlag auf eine (sichere) zehnjährige Bundesanleihe. Mitte November 2018 betrug dieser Spread 3,1 Prozentpunkte. Bei 4 Prozentpunkten werden Schwierigkeiten für die italienische Banken vorhergesagt, die aufgrund des Wertberichtigungsbedarfes neues Eigenkapital benötigen werden. Erfahrungen aus den Staatsschuldenkrisen Griechenlands zeigen zudem, dass ein Land ab einem Zuschlag von 450 Basispunkten den Marktzugang verliert (*skyrocket*) (vgl. Meyer 2018b, S. 409).

DAS TRILEMMA UND HANDLUNGSOPTIONEN

Damit stehen die übrigen Mitglieder der EWU vor einem *Trilemma*. Zunächst: »*too big to fail*« versus »*too big to bail*«: Einerseits ist Italien zu groß, um ohne Gefahren für die EWU insolvent zu gehen. Andererseits wäre eine Rettung ähnlich Griechenlands über die Rettungsfonds zu teuer. Schließlich würde Italien ein streng konditioniertes Hilfsprogramm (Art. 136 Abs. 3 AEUV) ablehnen. Aus europäischer und italienischer Sicht entstehen drei Handlungsoptionen:

Option 1: Transferunion

Ein supranationaler Europäischer Währungsfonds (EFW) könnte permanente Transfers leisten (vgl. Meyer 2018c). Dieser würde gemäß dem Vorschlag der EU-Kommission vom Dezember 2017 einen Nothilfefonds im Sinne des ESM-Rettungsfonds, eine Letztsicherung für den Bankenabwicklungs-

² Berechnungen des Autors auf der Grundlage der Banca d'Italia (2018, S. 41 f.).

³ Eine besondere Brisanz erfährt der Ankauf eigener Staatsanleihen durch das Verbot von Primärmarktankäufen. In einer Veröffentlichung der Bundesbank wurde für Sekundärmarktankäufe »eine Karenzzeit von fünf Tagen« genannt, »bevor eine neu emittierte Staatsanleihe gekauft werden darf.« Eistert (2018, S. 90). In einer aktualisierten Online-Version wurde diese konkrete Angabe entfernt. Vgl. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/759192/f0b0769d-486635e277648ff424b962df/mL/wochenschau-sonderausgabe-data.pdf>, aufgerufen am 12. November 2018.

⁴ Vgl. hierzu ausführlich Hansen und Meyer (2017a; 2017b). Darüber hinaus nutzen Griechenland und Irland die national-autonome Geldschöpfung im Verhältnis zu ihrem Kapitalanteil an der EZB besonders intensiv (vgl. Hansen und Meyer 2017a, S. 235 für 2015 und 2017b, S. 520 für 2016).

fonds (SRF), einen »Stabilisierungsfonds« für den Fall asymmetrischer Schocks, einen »Konvergenzfonds« zur Finanzierung technischer und finanzieller Hilfen zugunsten beitragswilliger Länder und einen »Reform-Finanzierungsfonds« zur Unterstützung von Strukturreformen umfassen. Die Beschlüsse vom Dezember 2018 setzen bereits Teile davon um. Neben der Sozialisierung von Kosten einer Bankenabwicklung auf EU-Ebene käme ein Europäischer Einlagen-sicherungsfonds hinzu. Konsequenz: kollektiv-europäisches Siechtum mit Unzufriedenheit auf allen Seiten – es wird zu wenig gegeben und gleichzeitig zu viel genommen. Die Risikovergemeinschaftung führt zu steigenden Risiken.

Option 2: Reinstitutionalisierung von Fiskalpakt und No-Bailout/»Liro«

Konsequenz: Italien bekommt akute Liquiditätsprobleme, und es droht die Insolvenz. Einher gehen erhebliche Turbulenzen und Gefahren für den Fortbestand der EWU. Um den fälligen Zahlungsverpflichtungen gegenüber privaten Dienstleistern staatlicher Aufträge, den Steuererstattungen und den zusätzlichen Ausgaben aus umgesetzten Reformversprechen an Sozialhilfeempfänger und Rentner problemlos und ohne Beanspruchung des Kapitalmarktes nachkommen zu können, beschließt die italienische Regierung annahmegemäß per Dekret die Einführung von Minibots als Zahlungsmittel.⁵ Dieser »Liro« (italienischer Euro) ist ein *nationales Regierungsgeld* – eine Art *Euro-Zweitwährung*. Es sind staatliche Schuldscheine, die unverzinst und ohne Ablaufdatum dem Papiergeld gleich kommen. Um den Einsatz für alltägliche Transaktionen möglich zu machen, soll der »Liro« in einer Stückelung von 5 bis 500 Euro emittiert werden. Da der Barwert eines solchen Papierses finanzmathematisch den Wert von null annimmt, ergibt sich der Zahlungswert lediglich dadurch, dass die Regierung den »Liro« zum einen als Monopolemittell ausgibt und die Zweitwährung somit prinzipiell knapp ist. Zum anderen kann die Regierung den Gebrauch des »Liro« befördern, indem sie ihn – neben dem Euro – zum schuldbefreienden, gesetzlichen Zahlungsmittel für Verträge mit Inlandsbezug erklärt. Per Dekret könnten zudem alle bestehenden inländischen Forderungen und Verbindlichkeiten in »Liro« umgewandelt werden.⁶ Damit kann das Regierungsgeld den inländischen Wirtschaftskreislauf durchdringen.

⁵ So der Vorschlag des Lega-Wirtschaftssprechers, Claudio Borghi (vgl. <https://www.youtube.com/watch?v=Tz05I-U8Gz8>, aufgerufen am 13. November 2018) Der Begriff Minibot leitet sich aus BOTS (Buoni del Tesoro) her. Dies sind kurzlaufende Geldmarktpapiere des italienischen Staates mit einer Laufzeit von zwölf Monaten und einer Stückelung im Mindestwert von 1 000 Euro. Der italienische Staat (Stand: 30. Mai 2018) finanziert sich im Umfang von 113 Mrd. Euro (5% der Staatsschulden) durch BOTS (vgl. Lenz 2018, S. 4, ausführlich zum »Liro« Meyer 2018d).

⁶ Dies käme einer enteignungsgleichen Währungsreform gleich, weshalb sich die Italiener bereits weit im Vorhinein diesem Eingriff antizipativ durch die Umwandlung ihrer Eurosicht- und -spareinlagen in Bargeld oder einen Transfer in den weiteren Euroraum als sicheren Hafen entziehen werden. Ein Indiz mag die Entwicklung der

Italien hat somit zwei Währungen: Als Vertrags- und Zahlungswährung würde der »Liro« für die alltäglichen Geschäfte im Inland dominieren. Bei Zahlungen auf Ziel und bei Ratenzahlungen, bei langfristigen Verträgen mit wiederholten Leistungs- und Zahlungsvorgängen (Löhne, Mieten, Abos) sowie bei einem zeitlichen Auseinanderfall von Leistung und Gegenleistung (Lebensversicherungen, Sparverträge) würde als Vertragswährung vermutlich der Euro eher gewählt werden, um Wertverluste eines inflationierenden »Liro« auszuschließen. Jedoch ist Geld ein Netzwerkgut, dessen Nutzen mit zunehmender Durchdringung für die Geldhalter steigt. Dem steht die Verwendung zweier Währungen parallel zu gleicher Zeit in einem Land tendenziell entgegen. Deshalb könnte als Zahlungsmittel auch bei langfristig angelegten Verträgen weiterhin der zum tagesaktuellen Eurokurs umgerechnete »Liro« dienen. Die Vertragswährung Euro würde eine Entwertung des »Liro« bei seiner gleichzeitigen Nutzung als Zahlungsmittel umgehen. Schließlich dürfte der »Liro« kaum bei Verträgen mit Auslandsbezug Verwendung finden. Da die Euroschulden in abgewerteter »Liro« zu bedienen wären, wäre ein Schuldenschnitt Italiens wahrscheinlich. Er würde zu 48% inländische Gläubiger treffen.⁷

Der *relative Wert des »Liro«* im Verhältnis zum Euro ergibt sich aus der Höhe des Primärdefizits, das laufend durch die Ausgabe des Regierungsgeldes finanziert wird – ein klassisches Gelddrucken der Regierung. Darüber hinaus sind die Erwartungen bezüglich seines zukünftigen Geldwertes wesentlich. Da die Regierung Wahlversprechungen gemacht hat, die bei Realisierung mit erheblichen, periodisch wiederkehrenden Mehrausgaben verbunden wären, dürfte der »Liro« mit hohen Inflationserwartungen verbunden sein. Folglich wird vorzugsweise der Euro die wichtige Funktion eines Wertaufbewahrungsmittels erfüllen. Deshalb wird ein Wechselkurs Euro/»Liro« entstehen, bei dem der Regierungs-Euro »Liro« mit einem Abschlag zum Euro gehandelt wird. Er wird zum Euro zweiter Klasse.

Option 3: Kernwährungsunion und Zulassung einer italienischen Parallelwährung

In Kombination mit Option 2 wird der Euro-Austritt langfristig vorbereitet/erzwungen. Zeitgleich wären Schutzvorkehrungen für die Kernunion zu treffen. Target-Kredite müssten fortan mit werthaltigen Aktiva unterlegt werden. Außerdem müssten Kapitalverkehrskontrollen rechtzeitig erlassen werden, um eine Kapitalflucht einzugrenzen und Probleme einer Über-

Target-Salden während der Regierungsbildung von April bis Mai 2018 geben. Für Deutschland stieg der Saldo in diesem Zeitraum von 902,4 auf 956,1 Mrd. Euro, während er für Italien von minus 426,1 auf 464,7 Mrd. Euro anstieg. Zu den aktuellen Salden vgl. <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004859>.

⁷ Vgl. Frühauf (2018), der sich auf eine Untersuchung der Commerzbank bezieht.

schussgeldmenge in der Kernunion nach dem Austritt zu vermeiden.

FAZIT

Einen selbstbestimmten Weg aus dem Trilemma bieten aus europäischer Sicht vornehmlich die Optionen 2 und 3. Option 3 scheint die für den Fortbestand der EWU und der EU die tragfähigste, aber auch in der Durchführung schwierigste Alternative zu sein. In jedem Fall werden die Kosten für Deutschland als Gläubigerland immens. Sowohl die Stabilität des Euro wie auch der Zusammenhalt der Währungsunion und der EU stehen auf dem Spiel.

LITERATUR

Banca d'Italia (2018), *Annual Accounts 2017*, Rom.

Eistert, T. (2018), »Die Politik der »quantitativen Lockerung« – Worum geht es und welche Ziele werden damit verfolgt?«, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Geld und Geldpolitik*, Wochenschau Verlag, Frankfurt am Main, 88–93.

Frühau, M. (2018), »Italiens Risikoaufschlag steigt deutlich«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 29. Mai, 23.

Hansen, A. und D. Meyer (2017a), »ANFA – National Money Creation as an Existential Threat to the Currency Union?«, *Intereconomics* 52(4), 230–237.

Hansen, A. und D. Meyer (2017b), »ANFA – A National Licence to Print Money within the Eurosystem?«, *Journal of International Banking Law & Regulation* 32(12), 513–525.

Lenz, D. (2018), *EWU-Politik: Das Risiko einer Italien-Pleite – ein Szenario*, Research-Publikation der DZ BANK AG, verfügbar unter: https://bielmeiersblog.dzbank.de/wp-content/uploads/2018/06/EWU-Politik_Das_Risiko_einer_Italien-Pleite_ein_Szenario_05062018.pdf, aufgerufen am 23. August 2018.

Meyer, D. (2018a), »Der Fortbestand der Europäischen Währungsunion hängt von Italien ab«, in: Ludwig-Erhard-Stiftung (Hrsg.), *Wohlstand für alle – 70 Jahre Währungsreform*, Ludwig-Erhard-Stiftung, München, 22–23.

Meyer, D. (2018b), »Schuldenerleichterungen für Griechenland – ein Überblick«, *Wirtschaftsdienst* 98(6), 405–410.

Meyer, D. (2018c), »Europäischer Währungsfonds – Zum Vorschlag der EU-Kommission«, *Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*, 23. März, verfügbar unter: <http://www.ludwig-erhard.de/orientierungen/europaeischer-waehrungsfonds-zum-vorschlag-der-eu-kommission/>.

Meyer, D. (2018d), »Minibots: Ein ‚Liro‘ als Parallelwährung für Italien?«, mimeo, Veröffentlichung im ersten Quartal 2019.

Piller, T. (2018), »Italiens Staatschef fürchtet um Souveränität des Landes«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1. November, 17.