

INVEST!



DAS MAGAZIN VON SPÄNGLER IQAM INVEST.

NR. 4 / 2019

Faktor Investing bei Aktienfonds

Faktor-Prämien vor,
in und nach Krisen

Innovativer Ansatz

Prognose der
Euro-Zinskurve

Attraktive Bewertung von Währungen

IQAM Bond LC Emerging
Markets setzt auf drei
Erfolgsfaktoren

Italien am Limit

Christian Keuschnigg im Interview



Italien am Limit

Im Trilemma:

Hohe Staatsverschuldung, mangelnde Wettbewerbsfähigkeit und schwache Banken machen Europas Stiefel krisenanfällig, hat Universitätsprofessor Christian Keuschnigg in einer aktuellen Studie analysiert.

Herr Professor Keuschnigg, warum geht es Italien so schlecht?

Die Eurozone verlangt Anpassungen der Wirtschaft und Italien hatte Schwierigkeiten nach den Grundprinzipien der Eurozone zu leben. Anders kann man das italienische Trilemma nicht verstehen.

Was meinen Sie damit?

Italien kämpft erstens mit einer hohen Staatsverschuldung, zweitens mit einem geringen Wachstum und drittens mit seinen schwachen Banken. Der Staat investiert kaum und trotzdem reichen die Steuereinnahmen nicht aus. Italien hat auch verabsäumt seine Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, um sich für den Euro fit zu machen. Abwerten geht nicht mehr. Daher wäre es umso wichtiger den Arbeitsmarkt flexibel zu gestalten. Es gilt, in Ausbildung, Forschung sowie Entwicklung zu investieren oder aber Löhne, Arbeitslosenhilfe als auch Pensionen auf ein Niveau zurückzuschrauben, das die Wirtschaft verdienen kann.



Wachstum durch Sozialabbau?

Das hat nichts mit Sozialabbau zu tun. Wenn ein ganzes Land zurückfällt, dann müssen alle zurückstecken. Zu hohe Ansprüche strangulieren die Wirtschaft. Italien ist neben Griechenland das einzige Land, das heute ein um fünf Prozent geringeres reales Pro-Kopf-Einkommen hat als vor der Euro-Einführung, während der Wohlstand in der Eurozone insgesamt um 15 Prozent, in Deutschland um 23 Prozent gestiegen ist.

Euro-Austritt würde schlag- artige Verarmung bedeuten

Italien war schon vor dem Euro hoch verschuldet.

Eine hohe Verschuldung schließt einen Euro-Beitritt ja nicht aus. Ein Land muss einen klaren Pfad in Richtung einer 60-prozentigen Staatsschuldenquote einschlagen. Zur Zeit des Euro-Beitritts lag die Verschuldung bei etwas über 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Sie ist im Zuge der Finanzkrise auf heute 130 Prozent angestiegen und nimmt nicht ab, wegen fehlender Budgetdisziplin und mangelndem Wachstum.

Wozu den Gürtel enger schnallen, wenn keine Sanktionen drohen?

Sanktionen durchzusetzen ist eben schwierig. Die EU ist ein kooperatives Projekt, bei dem sich die Mitgliedsländer selbst Euro-fit machen sollten. Österreich hatte jahrzehntlang die Schilling-D-Mark-Bindung. Das Verhältnis sieben zu eins war wie in Stein gemeißelt. Die Benya-Formel hat dabei jede Lohnsteigerung auf die Abgeltung des Produktivitätswachstums und der Inflation begrenzt. Das wäre die Politik, die auch Italien verfolgen müsste, damit der Euro als Außenwechsellkurs richtig ist.

Eine Benya-Formel für Italien?

Das würde Italien sicher helfen. Aber die mangelnde Produktivität ist nicht das einzige Thema. Dazu kommen noch die hohe Staatsverschuldung und die schwachen Banken. Die drei Krisen schaukeln sich gegenseitig auf. Wenn der Staat neue Defizite macht, werden die Finanzmärkte nervös. Es steigen die Risikoprämien und die Preise für Staatsanleihen sinken. Dadurch wird wiederum Vermögen der Banken, die diese Staatsanleihen halten, vernichtet und die Banken kommen erst recht in Schwierigkeiten. Es dauert sicher zehn bis 15 Jahre, bis der Bankensektor seine faulen Kredite wieder los wird und die Kreditversorgung nachhaltig steuern kann. Auch eine Staatsverschuldung lässt sich nicht in wenigen Jahren von 130 auf 60 Prozent senken. Es braucht über viele Jahre eine politische Disziplin, die ich nicht sehe. Das macht Italien verletzlich.

Verletzlicher als zu Beginn der Finanzkrise?

Vor der Finanzkrise lag der Anteil an schlechten Bankkrediten bei gerade noch akzeptablen sechs Prozent. Jetzt sind es 18 Prozent. Die Fähigkeit der Wirtschaft, Einkommen zu schaffen und Steuereinnahmen zu generieren ist geringer geworden. Da wird Budgetkonsolidierung wirklich schwierig.

Wie stark trifft das Italien-Tief den Rest der Eurozone?

Die Eurozone ist jetzt deutlich besser aufgestellt als zu Beginn der Finanzkrise. Man hat es in Griechenland quasi trainiert. Es wurden Notkredite vergeben, unter schwierigen Reformauflagen. Nun bessert sich die Lage langsam. Heute gibt es Institutionen wie den Europäischen Stabilitätsmechanismus und die Bankenunion mit einem Abwicklungsfonds, die bei Krisen bereit stehen. Die makroökonomische Überwachung ist sicher besser. Aber wenn Italien seine Situation nicht selbst korrigiert, muss man sich schon vor einem politischen Unfall fürchten. In Italien wird nicht zum ersten Mal über einen Euro-Austritt gesprochen. Italien ist eben ein sehr großes Land. Wenn die Lage eskaliert, kann das nicht ohne große Verwerfungen in der Eurozone bleiben.

Wären Deutschland und Österreich besonders betroffen?

Davon gehe ich aus. Die Frage ist: Wer genau hält die italienischen Staatsanleihen, wer Anteile an den italienischen Banken und Unternehmen und wer exportiert mehr nach Italien? Betroffen von einem Euro-Austritt wäre aber vor allem Italien selbst. Die Bevölkerung hält etwa ein Viertel der italienischen Staatsschulden. Die Banken sind mit 40 Prozent die größten Gläubiger. Die übrigen Euro-Staaten halten 21 Prozent und der Rest der Welt 14 Prozent. Wenn es da zu einer Finanzkrise kommt, folgt eine schwere Wirtschaftskrise mit dem Epizentrum in Italien und großen Schäden rundherum.

Wie kommt Italien aus diesem Trilemma heraus?

Die Banken müssen sich befreien, indem sie ihre faulen Kredite abbauen und genügend Eigenkapital bilden. Die Europäische Bankenunion muss italienische Banken mit einem guten Geschäftsmodell stabilisieren und stärken, die anderen sind abzuwickeln. Das geschieht in Europa zu wenig, wäre aber eine Voraussetzung für einen leistungsfähigen Bankensektor, der die Realwirtschaft sicher mit Krediten versorgen kann.

Wäre ein Euro-Austritt für das Land und die Eurozone nicht ohnehin besser?

Italien wird dadurch jedenfalls nicht reicher. Der Weg zu Reichtum führt innerhalb und außerhalb der Eurozone über eine Politik, die Wachstum fördert. Der Staat muss sich nachhaltig verschulden und in Forschung, Entwicklung und Bildung investieren. Vor allem darf nicht mehr Einkommen verteilt werden, als die Produktivitätssteigerungen hergeben. Wenn sie diesen Weg einschlagen, hat Italien auch kein Problem mit dem Euro. Bei einem Austritt käme es sicher zu einer Wirtschafts- und Finanzkrise, bevor das Land sich wieder erholen könnte. Das Wahrscheinlichste ist wohl, dass die Italiener gerade so viel machen, um es nicht eskalieren zu lassen. Damit werden sie sich aber nicht aus ihrem Trilemma befreien.

Ist Italien geholfen, wenn die neue EZB-Chefin Christine Lagarde die lockere Geldpolitik ihres Vorgängers fortsetzt?
Naja, mit einer Niedrigzinspolitik hilft man natürlich den ver-



schuldeten Ländern. Nur ist es keine vorrausschauende Politik, wenn man die Zinsen zu lange niedrig hält oder sogar ins Negative rutschen lässt. Es werden riesige Investitionen gemacht, die sich dann, wenn die Zinsen letztlich wieder steigen, nicht mehr rechnen. Dann haben wir wieder faule Kredite. Wenn die nächste Rezession kommt, hat die Europäische Notenbank im Gegensatz zur US-Notenbank keinen Spielraum mehr. Und es war ja nicht so, dass Italien die niedrigen Zinsen für einen Befreiungsschlag genützt hätte. Sondern sie haben sich weiter verschuldet und kommen von der Quote nicht runter. So paradox es klingt, nachhaltiges, stabiles Wachstum, das nicht in Überschuldung endet, braucht höhere, normale Zinsen, damit sich die Schuldner disziplinieren und nur rentable Investitionen tätigen.

Ist es für Italien nun zehn oder fünf vor zwölf?

Ich glaube nicht, dass es für Italien fünf vor zwölf ist. Das Problem ist eher, dass sie sich in eine Situation manövrieren, wo sie für lange Zeit den Anschluss verlieren. Sollten sie austreten, würde das eine schlagartige Verarmung durch Abwertung und Inflation bedeuten. Die Situation könnte eskalieren. Da sind dann kurzfristig auch Einkommenseinbußen von fünf bis sieben Prozent des Bruttoinlandsprodukts und eine große Vermögensvernichtung möglich. Man sollte aber auch nicht in totalen Pessimismus verfallen. Italien ist nicht Griechenland. Die italienische Wirtschaft hat schon eine Stärke, an die man glauben kann.

UNIV.-PROF. DR. CHRISTIAN KEUSCHNIGG

Der Ökonom ist Professor für Nationalökonomie an der Universität St. Gallen und Leiter des Wirtschaftspolitischen Zentrums WPZ Wien. Er ist Research Fellow in den Forschungsnetzwerken CEPR (Centre for Economic Policy Research, London), CESifo (Center for Economic Studies und Ifo Institut, München) sowie des Oxford University Centre for Business Taxation. Seine jüngste Modellanalyse „Italy and the Eurozone Trilemma“ berechnet Entwicklungsszenarien für Italien innerhalb und außerhalb der Eurozone.