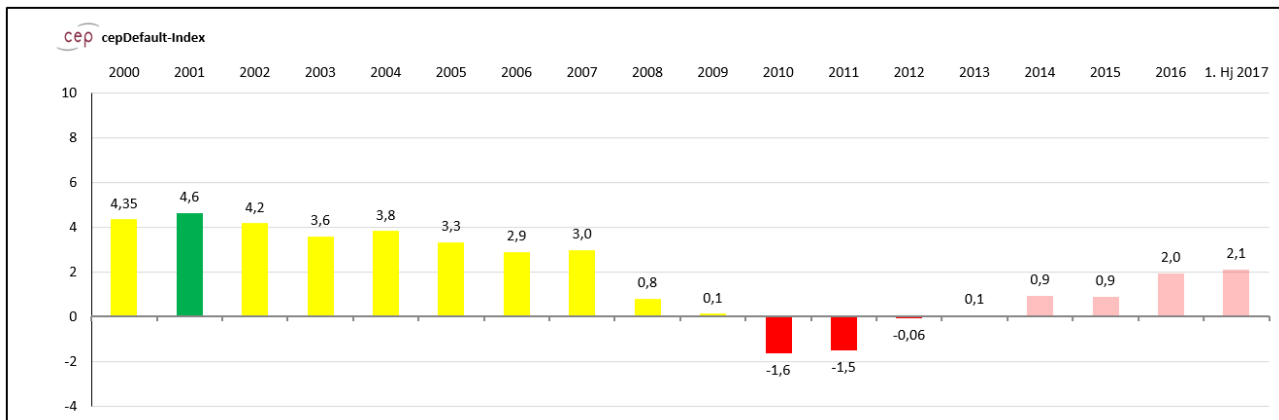


cepDefault-Index Italien

Verfestigter Verfall der Kreditfähigkeit Italiens

Prof. Dr. Lüder Gerken, Dr. Matthias Kullas und Till Brombach

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 1. Hj 2017 |
|------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------------|
| Risiko-kategorie | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| I^k | 4,37 | 4,4 | 4,7 | 4,2 | 4,2 | 4,1 | 4,3 | 4,3 | 3,6 | 2,0 | 1,8 | 1,4 | 0,06 | -0,8 | -1,1 | -0,8 | -0,5 | -0,4 |
| GFS | -0,02 | 0,2 | -0,5 | -0,6 | -0,4 | -0,8 | -1,4 | -1,3 | -2,8 | -1,9 | -3,4 | -2,9 | -0,12 | 0,9 | 2,0 | 1,7 | 2,5 | 2,5 |
| $I^k + GFS$ | 4,35 | 4,6 | 4,2 | 3,6 | 3,8 | 3,3 | 2,9 | 3,0 | 0,8 | 0,1 | -1,6 | -1,5 | -0,06 | 0,1 | 0,9 | 0,9 | 2,0 | 2,1 |



- ▶ Die italienische Kreditfähigkeit erodiert seit 2010 kontinuierlich. Dass sich Italien trotz dieser Entwicklung günstig am Kapitalmarkt finanzieren kann, ist insbesondere auf die massiven Ankäufe italienischer Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank (EZB) zurückzuführen.
- ▶ Grund für die Erosion der italienischen Kreditfähigkeit war von 2010 bis 2012 die zu hohe Konsumneigung der italienischen Bevölkerung. In dieser Zeit wurde der Konsum teilweise durch Nettokapitalimporte finanziert.
- ▶ Seit 2013 ist die erodierende Kreditfähigkeit auf einen Abbau des italienischen Kapitalstocks zurückzuführen. Der Abbau ist sowohl auf negative öffentliche als auch negative private Nettoinvestitionen zurückzuführen.

1 Aufbau und Aussagekraft des cepDefault-Indexes

Der cepDefault-Index misst, wie sich die Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft insgesamt – also nicht nur die des Staates – entwickelt. Er berücksichtigt neben dem Staat auch das Kreditverhalten der Finanzwirtschaft, Unternehmen und Konsumenten. Der Index setzt am Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS), der den Auslandskreditbedarf einer Volkswirtschaft abbildet, und am Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen (I^k) einer Periode an. Der Index wird aus der Summe von GFS und I^k gebildet; beide Größen werden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gemessen: $\text{cepDefault-Index} = \text{GFS} + I^k$.¹

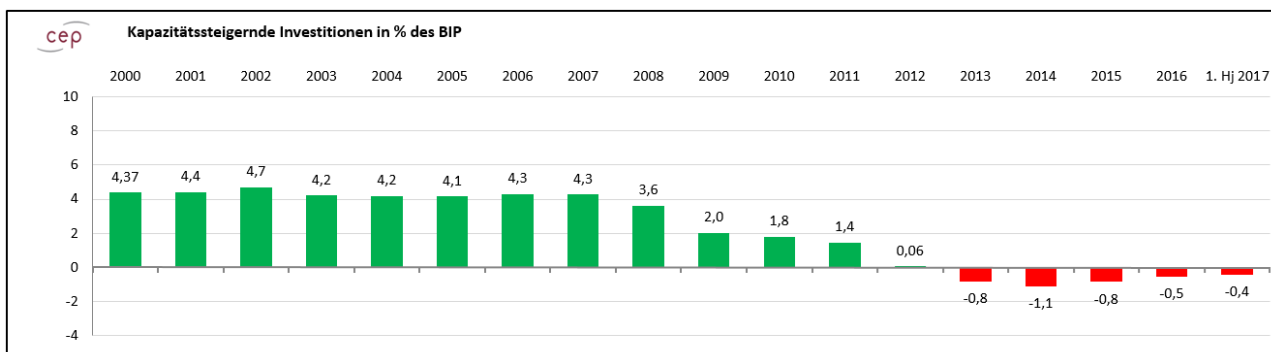
Risikokategorie 1 (grüne Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt zu. Risikokategorie 2 (gelbe Ampel) bedeutet: Die Entwicklung der Kreditfähigkeit ist unbestimmt. Risikokategorie 3 (rot-gelbe Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt ab. Risikokategorie 4 (rote Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt seit drei oder noch mehr Jahren kontinuierlich ab; die Erosion der Kreditfähigkeit ist kein vorübergehendes, sondern ein strukturelles Problem; die Gefahr der Kreditunfähigkeit hat sich verfestigt oder ist faktisch eingetreten.

2 Der cepDefault-Index für Italien

Überblick: Die italienische Kreditfähigkeit nimmt seit 2010 kontinuierlich ab.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 1. Hj 2017 |
|--------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------------|
| Risiko-kategorie | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| I^k | 4,37 | 4,4 | 4,7 | 4,2 | 4,2 | 4,1 | 4,3 | 4,3 | 3,6 | 2,0 | 1,8 | 1,4 | 0,06 | -0,8 | -1,1 | -0,8 | -0,5 | -0,4 |
| GFS | -0,02 | 0,2 | -0,5 | -0,6 | -0,4 | -0,8 | -1,4 | -1,3 | -2,8 | -1,9 | -3,4 | -2,9 | -0,12 | 0,9 | 2,0 | 1,7 | 2,5 | 2,5 |
| $I^k + \text{GFS}$ | 4,35 | 4,6 | 4,2 | 3,6 | 3,8 | 3,3 | 2,9 | 3,0 | 0,8 | 0,1 | -1,6 | -1,5 | -0,06 | 0,1 | 0,9 | 2,0 | 2,1 | |

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Italien weist seit 2013 eine negative Investitionsquote auf, seit 2014 allerdings mit abnehmender Tendenz. Im ersten Halbjahr 2017 schrumpfte der Kapitalstock im Umfang von 0,4% des BIP. Hauptgrund ist der starke Rückgang der öffentlichen Nettoinvestitionen. Diese sind seit 2012 – mit zunehmender Tendenz – negativ.² Dies ist auf die hohe öffentliche Verschuldung des Staates und die dadurch bedingte hohe Zinslast zurückzuführen; der Anteil der öffentlichen Ausgaben für Zinsen ist der zweithöchste in der EU.³ Dieses Geld fehlt für öffentliche Investitionen. Doch auch die privaten Investitionen tragen zum Abbau des Kapitalstocks bei, denn seit 2013 sind auch sie negativ, wenn auch mit abnehmender Tendenz.

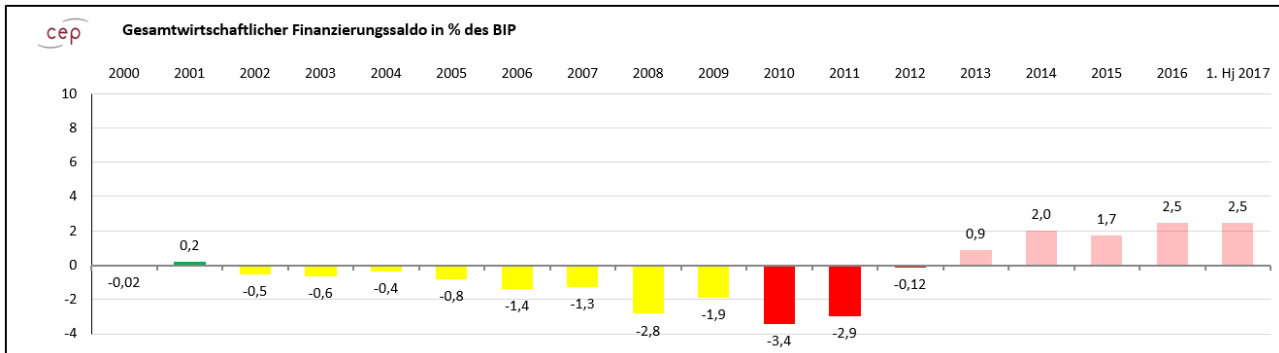


¹ Für eine ausführliche Erläuterung siehe Gerken/Kullas/Brombach (2017): cepDefault-Index, Kapitel 2.

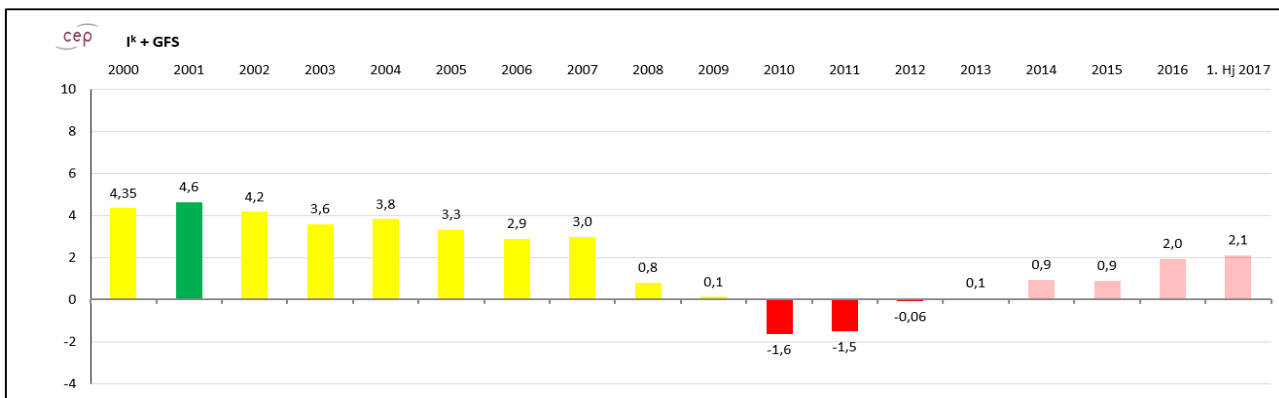
² Vgl. Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco online unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, abgerufen am 12.01.2018.

³ Vgl. Eurostat, gemessen in % des BIP.

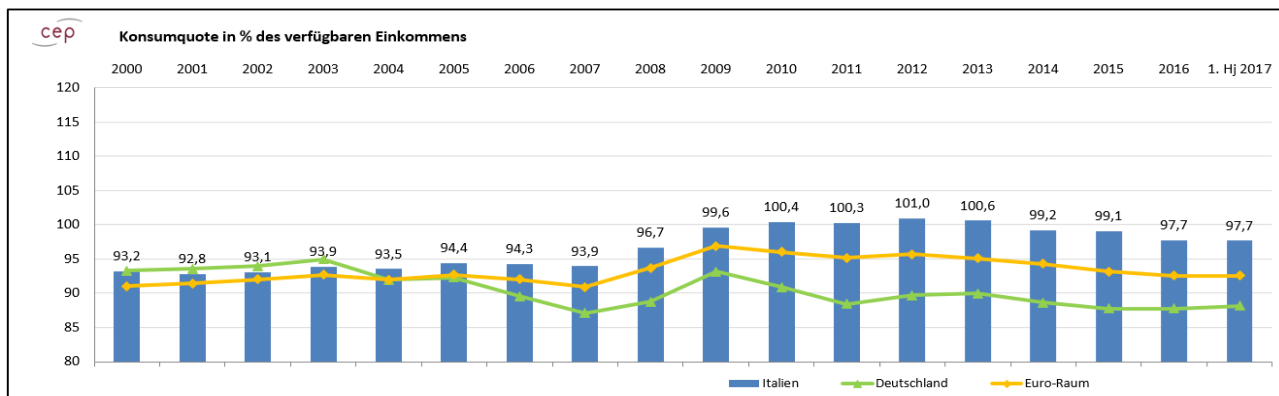
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Während Italien von 2002 bis 2012 per saldo Kapital importierte, verlässt seit 2013 Kapital das Land. Da gleichzeitig der italienische Kapitalstock schrumpft, ist der Kapitalexport keine Zeichen hoher Wettbewerbsfähigkeit, sondern ein Zeichen von Kapitalflucht. Kapital, das dringend für Investitionen benötigt wird, verlässt das Land.



I^k + GFS: Bis 2009 überstiegen die kapazitätssteigernden Investitionen den Kapitalimport; die Summe aus I^k und GFS war bis 2009 also positiv. Von 2010 bis 2012 kehrte sich dies um. Der Indexwert ist seit 2013 zwar wieder positiv, allerdings schrumpft seither der italienische Kapitalstock. Dies indiziert eine Kapitalflucht und verschlechtert die Kreditfähigkeit Italiens somit weiter.



Konsumquote: Die italienische Konsumquote lag von 2010 bis 2013 oberhalb der Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Von 2014 bis 2016 sank die Quote wieder auf 97,7% und stagnierte dort im ersten Halbjahr 2017. Damit liegt sie immer noch 5,1 Prozentpunkte über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,6%.



Befund: Die italienische Kreditfähigkeit erodiert seit 2010 kontinuierlich. Dass sich Italien trotz dieser Entwicklung günstig am Kapitalmarkt finanzieren kann, ist insbesondere auf die massiven Ankäufe italienischer Staatsanleihen durch die EZB zurückzuführen.

Ursache: Grund für die erodierende italienische Kreditfähigkeit war anfangs die zu hohe Konsumneigung der italienischen Bevölkerung, die teilweise durch Nettokapitalimporte finanziert wurde. Seit 2013 ist die erodierende Kreditfähigkeit insbesondere auf einen Abbau des Kapitalstocks zurückzuführen; sowohl die öffentlichen als auch die privaten Investitionen sind negativ. Ersteres ist unter anderem eine Folge der hohen Zinslast des Staates, die wiederum auf die hohe öffentliche Verschuldung zurückzuführen ist. Letzteres ist ein Zeichen mangelnder Standortattraktivität.

Handlungsempfehlung: Der italienische Kapitalstock muss durch mehr Investitionen wieder wachsen. Hierzu muss die Regierung in erster Linie den öffentlichen Konsum zurückfahren und stärker investieren. Gleichzeitig sollte die italienische Regierung damit beginnen, die öffentlichen Schulden abzubauen, um die Zinslast zu senken. Zudem muss das Investitionsklima für private Investitionen verbessert werden, damit der private Kapitalstocks wieder zunimmt.