

## Was kommt nach der Wahl?

Bei den italienischen Parlamentswahlen im März dieses Jahres gewannen populistische Kräfte die meisten Stimmen. Die Fünf-Sterne-Bewegung (M5S) gewann die meisten Stimmen und die Lega Nord verdrängte Silvio Berlusconis Forza Italia als größte Partei auf der rechten Seite des politischen Spektrums.

Die traditionellen Volksparteien mussten heftige Verluste hinnehmen. Diese Situation macht es schwierig, eine Regierung zu bilden, die wirtschaftliche Entwicklung bleibt somit unklar. Das Wahlergebnis ist Teil eines breiteren Trends in den westlichen Demokratien, etablierte Parteien der politischen Mitte verlieren Stimmen an geschickt agierende Graswurzelbewegungen von links und rechts.

### **Koalition von M5S und Lega würde das Länderrating beeinflussen**

In dem Sonderbericht „Election Risk to Reforms Clouds Italian Sovereign Outlook“ vom 5. Februar wies Scope kurz vor der Wahl darauf hin, dass eine Pattsituation im Parlament wahrscheinlich sei und spielte verschiedene Szenarien durch. In einem Szenario bildet die Fünf-Sterne-Bewegung eine Anti-Establishment-Regierung, entweder im Rahmen eines Bündnisses mit der Lega Nord oder in einer eher linksgerichteten Regierung mit der Mitte-Links-Partei Partito Democratico (PD).

Das Risiko einer radikalen Koalition von M5S und Lega würde das Länderrating Italiens am stärksten beeinflussen. Scope bewertet das Land derzeit mit „A-“ bei stabilem Ausblick. Beide Parteien sind in einigen Punkten unterschiedlicher Auffassung, etwa wem im Falle einer Koalition das Ministerpräsidentenamt zusteht und ob Forza Italia ebenfalls an der Regierung beteiligt werden soll.

### **Anhänger befürworten Koalition**

Es gibt jedoch wichtige Überschneidungspunkte und die Anhänger beider Parteien scheinen einer solchen Koalition zuzustimmen. Das belegt eine Umfrage des Meinungsforschungsinstituts SWG für die italienische Tageszeitung Il Messaggero. Sie wurde am 24. März veröffentlicht und ergab, dass 59 Prozent der Wähler der Fünf-Sterne-Bewegung und 58 Prozent der Lega-Anhänger eine Koalition zwischen beiden Parteien befürworten.

Die Alternative wäre eine Kooperation der PD mit der M5S. Eine solche Regierung wäre gemäßiger, da die PD dank ihrer Regierungserfahrung unrealistische und haushaltspolitisch bedenkliche Pläne der M5S stoppen könnte. Eine dritte Möglichkeit wäre eine von Teilen der PD geduldete Mitte-Rechts-Koalition.

In jedem Fall wird die Unsicherheit um die Bildung und die Stabilität der italienischen Regierung einige Zeit andauern, und es ist denkbar, dass es zu Neuwahlen kommt.

In den vergangenen Monaten sind die Renditen für italienische Staatsanleihen gesunken. Das hat einige Analysten zu der irrtümlichen Annahme verleitet, dass der Wahlausgang sich nur wenig auf die Märkte auswirkt und dass die Anleger die innenpolitischen Risiken in Italien weitgehend ausblenden.

Die Auswirkungen der politischen Unsicherheiten waren im derzeitigen Marktumfeld gering, verglichen beispielsweise mit den Folgen auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise. Es gibt mehrere Erklärungen dafür wie die expansive Geldpolitik der EZB und die jüngst fallenden Renditen an den Anleihemärkten der Eurozone. Diese Entwicklungen sind verbunden mit globalen Marktereignissen wie dem Handelsstreit zwischen den USA und China. Deshalb suchen Anleger nach sicheren Häfen in den

Märkten der Eurozone.

Ein näherer Blick zeigt, dass der ungewisse politische Kurs Italiens die Kreditspreads und somit die relativen Finanzierungskosten nach oben getrieben hat. Das bedeutet, dass italienische Staatsanleihen nicht so stark vom derzeit günstigen Marktumfeld profitieren wie spanische oder portugiesische Staatsanleihen

Bei den zehnjährigen Laufzeiten ist der Spread von italienischen Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen in den vergangenen Monaten ungefähr gleichgeblieben, während die Rendite portugiesischer Staatsanleihen seit Dezember stetig sinkt.

## **Portugal kann sich derweil zu besseren Konditionen finanzieren**

Das hat dazu geführt, dass sich Portugal, trotz seines schlechteren BBB-Ratings von Scope, mittlerweile zu günstigeren Konditionen finanzieren kann als Italien. Spanien, das mit A- über das gleiche Scope-Rating wie Italien verfügt, kann Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit um etwa 45 Basispunkte billiger emittieren als Italien. Im Dezember 2017 hatte der Spread bei lediglich 24 Basispunkten gelegen. Diese Entwicklung ist vermutlich zum Großteil auf die politischen Unsicherheiten in Italien zurückzuführen.

Im Moment schließt Scope weder eine anhaltende Pattsituation im Parlament aus, noch Neuwahlen oder die Machtübernahme durch eine populistische Regierung, die die Reformen der Vorgängerregierungen rückgängig machen könnte. Das kann in der nächsten Zeit zu einer eingepreisten Risikoprämie in die italienischen Anleihenmärkte führen.

Sogar im Fall einer Koalition zwischen M5S und Lega Nord dürften sich die politischen Risiken weitgehend auf die italienischen Anleihenmärkte beschränken. Die Auswirkungen auf andere europäische Märkte dürften sich angesichts der expansiven Wirtschaftspolitik und den lockeren Finanzierungskonditionen in Grenzen halten.

## **Notwendige Strukturreformen werden wohl nicht umgesetzt**

Bereits vor den Wahlen war klar, dass ihr Ausgang die Reformpläne und somit das A-Rating von Italien gefährden könnte. Da die Anti-Establishment-Kräfte gut abgeschnitten haben und die nächste Regierung wahrscheinlich schwach sein wird, werden Strukturreformen in dieser Legislaturperiode wohl nicht umgesetzt. Somit werden die Probleme des Landes nicht angegangen und die Wettbewerbsfähigkeit sinkt.

Stattdessen schlägt der M5S ein bedingungsloses Grundeinkommen vor, das den Staat jährlich 15 bis 29 Milliarden Euro, 0,9 bis 1,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), kosten könnte. Die Lega Nord will die Rentenreform rückgängig machen, die unter Ministerpräsident Monti im Jahr 2011 beschlossen wurde.

Die kumulierten Kosten dessen würden sich bis zum Jahr 2060 auf 20 Prozent des BIP belaufen. Populistische Vorschläge dieser Art sind nicht mit dem erforderlichen Schuldenabbau vereinbar und stellen die Nachhaltigkeit der Finanzpolitik infrage. Vermutlich werden nicht alle Wahlkampfversprechen dieser Art tatsächlich umgesetzt. Trotzdem sind die Forderungen nach höheren Staatsausgaben, niedrigeren Steuern und einer Umkehr gerade verabschiedeter Reformen, wie der Anhebung des Rentenalters, ungünstig für den Rating-Ausblick Italiens.

## **Italien erzielt mehrfach hintereinander Primärüberschuss**

Andererseits tragen mehrere positive Faktoren zu einem günstigen Risikoprofil Italiens bei und stützen so das aktuelle Rating. Die Staatsverschuldung ist zwar hoch, doch die durchschnittliche Laufzeit der Anleihen ist mit sieben Jahren relativ lang. Dazu werden fast 70 Prozent der Papiere von Inländern gehalten. Dadurch ist das Land relativ unabhängig vom Vertrauen ausländischer Anleger.

Darüber hinaus hat Italien bereits mehrmals hintereinander einen Primärüberschuss erzielt und kann einen Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von mehr als zwei Prozent des BIP aufweisen. Scope ist ferner der Ansicht, dass die institutionellen Reformen auf europäischer Ebene sowie die unkonventionelle Geldpolitik der EZB die Eurozone insgesamt gestärkt haben und die Mitgliedstaaten unempfindlicher für Schwankungen gemacht haben. Im Vergleich zu anderen Ratingagenturen hat Scope die institutionellen Reformen in Europa stärker in den Länderratings für Euro-Mitgliedsländer berücksichtigt, auch für Italien.

## **Verhältnis nächster Regierung und der EU womöglich distanzierter**

Das Wahlergebnis sollte keinen „Italexit“ zur Folge haben, selbst im ungünstigsten Szenario nicht, in dem eine radikale Regierung an die Macht kommt. Wahrscheinlicher ist, dass die nächste italienische Regierung eine distanzierte Haltung gegenüber europäischen Institutionen einnehmen wird. Daraus ergeben sich Implikationen für künftige institutionelle Reformen in Europa.

M5S und Lega Nord haben bereits wiederholt angedeutet, ein Referendum über einen Austritt Italiens aus dem Euro abhalten zu wollen. Lega Nord hat sogar gedroht, die EU zu verlassen, falls Brüssel die Souveränitätsrechte nicht wie gefordert rückübertragen würde.

Allerdings bezeichnete die M5S ein Referendum über den Euro kürzlich als „letztes Mittel“. Das zeigt, dass die Partei unter ihrem neuen Vorsitzenden Luigi Di Maio gemäßigte Töne anschlägt. Darüber hinaus ist klar, dass es wirtschaftlich und politisch von Nachteil wäre, die Währungsunion oder gar die EU zu verlassen. Die langwierigen Austrittsverhandlungen Großbritanniens mit der EU dienen als abschreckendes Beispiel, ebenso wie die erfolglosen Versuche Griechenlands, im Jahr 2015 einen Umbau Europas nach eigenen Vorstellungen zu erzwingen.

## **Ein Austritt Italien wäre mühselig**

Ein Austrittsverfahren würde im Fall Italiens zudem die Unterstützung der anderen politischen Parteien erfordern. Das wäre ein langwieriger, legislativer Prozess und die Verfassung müsste geändert werden, bevor ein solches Referendum überhaupt abgehalten werden könnte.

Eine Verfassungsänderung muss durch eine Zweidrittelmehrheit in beiden Parlamentskammern oder eine Volksabstimmung abgesegnet werden, denn die italienische Verfassung verbietet die Aufhebung internationaler Abkommen durch eine Volksabstimmung.

Das Wahlergebnis kann sich jedoch erheblich auf die europäische Reformagenda auswirken, nicht nur wegen der Anti-Establishment-Rhetorik und der euroskeptischen Zwischentöne während der Kampagne, sondern wegen Italiens Pattsituation im Parlament. Dadurch kann sich das Land nicht selbstbewusst in die Diskussionen um den Kurs der EU einbringen.

Die US-Regierung ist unberechenbar, Länder wie Russland und China agieren selbstsicher. In diesem weltpolitischen Umfeld kann sich die EU neben den komplizierten Austrittsverhandlungen mit Großbritannien keine weiteren internen Auseinandersetzungen leisten. Die Gemeinschaft muss wichtige

Weichen stellen, die Integration und die institutionelle Weiterentwicklung voranzutreiben.

## **Anleger sollten das italienische Wahlergebnis im Auge behalten**

So kann sie sich vor wirtschaftlichen und geopolitischen Krisen schützen. Sollte die M5S oder die Lega an die Macht kommen, könnte das die Vertiefung der europäischen Integration erschweren. Das geschähe zu einem Zeitpunkt, zu dem sich mit der großen Koalition in Deutschland und der Macron-Regierung in Frankreich gerade erst die Chance auf einen größeren Konsens ergeben hat.

Inwieweit die europäische Banken- und Kapitalmarktunion, die finanzpolitischen Regeln und die Institutionen zur Krisenbekämpfung weiterentwickeln und bestehende Schwachstellen beseitigt werden, ist für den langfristigen Wirtschafts-, Finanz- und Bonitätsausblick der Europäischen Union sehr wichtig.

Es bleibt also abzuwarten, bis sich in Italien eine neue Regierung gebildet hat. Anleger sollten die möglichen Auswirkungen des italienischen Wahlergebnisses demnach im Auge behalten.