

Italien: Bail-in darf nicht zur neuen Religion werden

Ende Juni legte die italienische Regierung überraschend den Vorschlag eines Bankenrettungspakets auf den Tisch. Nach dem Brexit-Referendum waren europaweit die Kurse von Bankaktien abgerutscht. Von einer „Welle der Unsicherheit, die gravierende Auswirkungen auf die Finanzmärkte habe“, wie der italienische Finanzminister Padoan in der Bild-Zeitung schrieb, war aber – zumindest außerhalb Italiens – eher wenig zu spüren. Der erwähnte Kursrutsch war lediglich einer von mehreren seit Anfang dieses Jahres. Entsprechend zeigte kaum jemand Verständnis für eine massive Intervention mit Staatsgeldern.

Ob der Brexit-Entscheid nun nur ein Vorwand war oder der berühmte Tropfen, der das Fass zum Überlaufen brachte – Italiens Bankensystem gilt seit langem als angeschlagen. Schon im Stresstest 2014 kamen neun von 25 durchgefallenen europäischen Banken aus Italien – neben der Bank Monte dei Paschi und der Banca Carige noch sieben Genossenschaftsbanken. Die daran anschließenden punktuellen Maßnahmen haben an der schwierigen Lage nur wenig geändert.

Italiens Wirtschaft lahmt seit Jahren. Die Wirtschaftsleistung (BIP) erreichte erst 2015 wieder den Stand von 2008. Die Arbeitslosigkeit ist von 6,5 auf über 11 Prozent gestiegen. Italien hat seit Ausbruch der Krise ein Viertel seiner Industrieproduktion verloren. 97 Prozent der Haushalte haben laut einer McKinsey-Studie ein niedrigeres oder gleich großes Markteinkommen wie vor zehn Jahren.¹ Die Krise wirkte sich auch auf die Banken aus.

Italiens Banken hatten weder in großem Stil in spekulative Finanzprodukte mit US-Immobilien investiert, noch gab es eine Immobilienblase wie in Spanien oder Irland. Italiens Wirtschaft geriet dennoch 2009 in den weltweiten Abwärtssog. Während vielerorts in Europa riesige Bankenrettungsprogramme geschnürt wurden, brachte der italienische Staat aber lediglich einen Kredit in Höhe von vier Milliarden Euro für die Bank Monte dei Paschi auf. Bis 2014 stieg das Volumen notleidender Kredite infolge der Rezessionen stark an. Die schleichende Zerrüttung der Bankbilanzen kam in den letzten beiden Jahren jedoch zum Erliegen.

Laut aktuellen Zahlen lasten immer noch 360 Milliarden Euro notleidender Kredite auf den Bilanzen der italienischen Banken (16 Prozent aller Bankkredite). Notleidend bedeutet, dass der Schuldner insolvent, säumig oder mit großer Wahrscheinlichkeit als zahlungsunfähig eingestuft wird. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass laut italienischer Zentralbank die Kredite im Aggregat praktisch

¹ <http://www.mckinsey.com/global-themes/employment-and-growth/poorer-than-their-parents-a-new-perspective-on-income-inequality?cid=other-eml-alt-mip-mgi-oth-1607>

vollständig durch Rückstellungen und Sicherheiten gedeckt sind.² Sie würden erst dann zum Knock-out führen, wenn die Banken durch realwirtschaftliche Veränderungen oder Intervention der Aufsicht zu einer Wertkorrektur gezwungen würden oder Investoren durch Zweifel oder Panik im großen Stil den Geldhahn zudrehen würden – alles keine undenkbaren Szenarien.

Als Reaktion darauf hat die italienische Regierung dieses Frühjahr den von der italienischen Finanzwirtschaft finanzierten Bankenrettungsfonds Atlante ins Leben gerufen. Sie hat auch einen eher dubios wirkenden Mechanismus eingeführt, mit dem Banken ihre notleidenden Kredite verbrieften, mit staatlichen Garantien absichern und damit leichter abstoßen können. Atlante soll einerseits hierbei unterstützen, andererseits aber auch Kapital in kriselnde Banken einschießen. Der Fonds ist jedoch nur 4,2 Milliarden Euro groß und inzwischen zu mehr als der Hälfte ausgeschöpft. Einer Vergrößerung sind Grenzen gesetzt, da er wegen des EU-Beihilferechts nur aus privaten Geldern gespeist werden darf.

Um die notleidenden Kredite abzubauen und das davon gebundene Kapital freizusetzen, gibt es verschiedene Möglichkeiten. Sie sind natürlich nur sinnvoll, wenn die Banken hinterher stärker dastünden. Eine Möglichkeit ist der natürliche Abbau, der jedoch durch die langwierigen italienischen Insolvenzverfahren erschwert wird (durchschnittlich sieben Jahre). Diese Verfahren sollen künftig deutlich beschleunigt werden. Eine andere Möglichkeit ist der Abbau durch Verkauf (bei einigen Banken wurde er schon von der Aufsicht erzwungen). Dies geht aber nur mit Abschlägen und bei groß angelegten Verkäufen würden die Verluste durch den damit einhergehenden Preisverfall noch verstärkt. Um dies zu vermeiden, könnten die notleidenden Kredite stattdessen in eine Bad Bank überführt und dort langsam abgewickelt werden. Ob die Bankbilanzen dadurch kurzfristig ent- oder belastet würden, hängt aber von den für die übertragenen Kredite festgesetzten Kursen ab. Zu hoch angesetzte Kurse wären ein Geschenk an die Banken (weswegen die EU-Kommission schon Vorschläge zu einer landesweiten Bad Bank als unzulässige Beihilfe abgelehnt hat), zu niedrig angesetzte Kurse würden neue Kapitallücken schaffen, die dann womöglich durch neu zugeführtes Kapital oder durch Verlustbeteiligung der Anteilseigner oder Gläubiger geschlossen werden müssten („Bail-in“). Eine Bewertung zu Marktpreisen hätte genau das zur Folge.

Bankenrettung im Jahr 2016

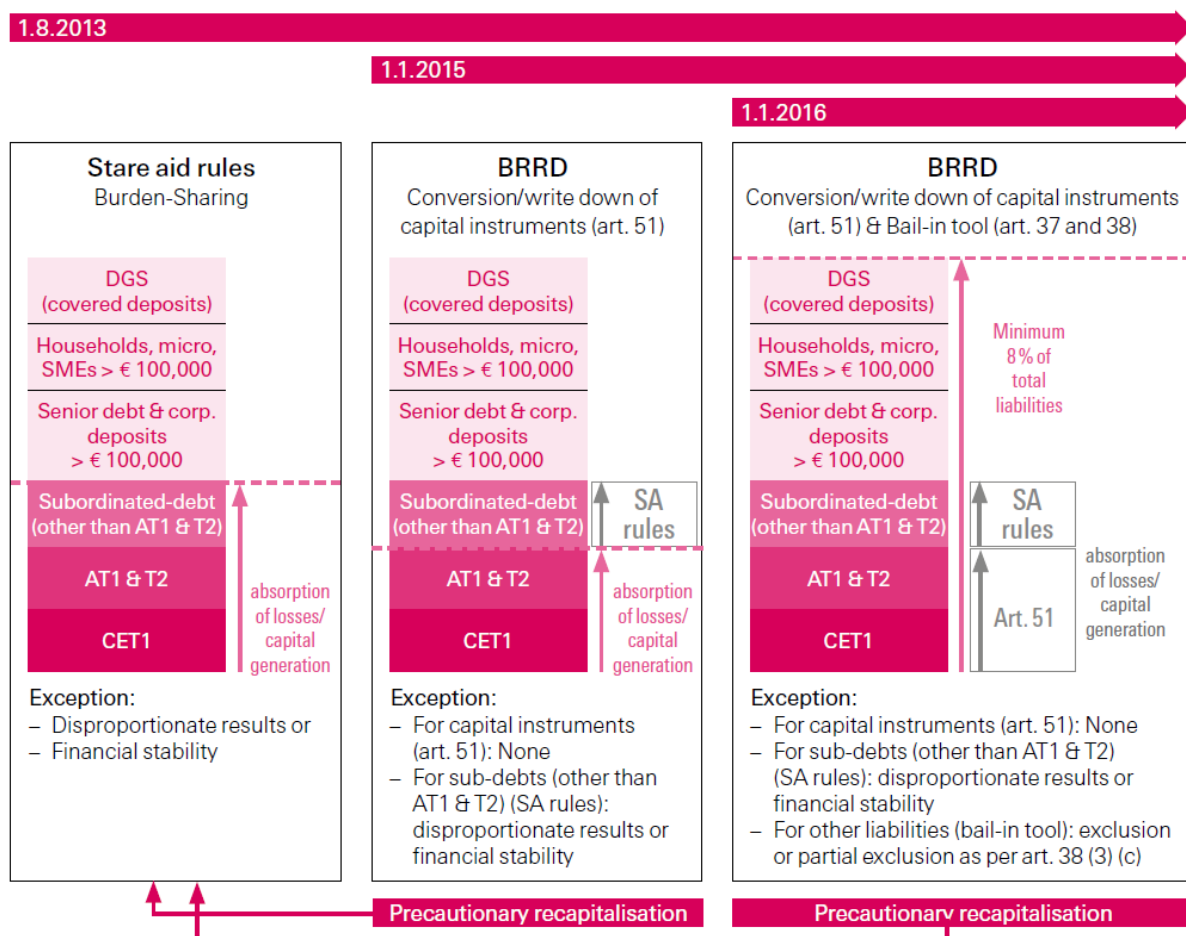
Seit 2015 gelten in der EU neue Regeln zur Abwicklung von Banken. Die Bankenabwicklungsrichtlinie mit ihrem EU-weit einheitlichen Instrumentarium soll staatliche Bankenrettungen zur Ultima Ratio machen. Zudem entscheidet seit 2016

² Laut italienischer Zentralbank stammen 210 der 360 Milliarden Euro notleidender Kredite von insolventen Schuldern („bad loans“), der Rest entfällt auf säumige oder stark ausfallbedrohte Schuldner. Den 360 Milliarden Euro stehen allerdings Rückstellungen von 163 Milliarden Euro gegenüber. Gleichzeitig würden die Banken noch auf 160 Milliarden Euro an Immobilien und 52 Milliarden Euro an sonstigen Sicherheiten zurückgreifen können.

nicht mehr die nationale Aufsicht, sondern der Ausschuss des „einheitlichen Bankenabwicklungsmechanismus“ über die Abwicklung kriselnder Banken im Euro-Raum. Parallel sind 2016 verschärfte Regeln für die Beteiligung von Bankgläubigern in Kraft getreten: Bevor Gelder des Staates oder des gemeinsamen Bankenrettungsfonds aufgewendet werden, müssen Eigentümer und Gläubiger für Verluste von mindestens 8 Prozent der Bilanzsumme aufgekommen sein (die genaue Reihenfolge regelt eine Haftungskaskade – vgl. Abbildung).

Seit Ende 2014 ist zudem die EZB für die Aufsicht über die „bedeutenden Banken“ der Eurozone zuständig. Da das italienische Bankensystem aber sehr kleinteilig ist, fallen nur 14 der über 400 italienischen Banken unter EZB-Aufsicht, der Rest wird durch die italienische Zentralbank beaufsichtigt. Darüber hinaus ist bei Stützungsmaßnahmen zwingend die EU-Kommission involviert, die über die EU-Beihilfavorschriften wacht. Alle diese Akteure haben ihre eigene Agenda – eine einfache und schnelle Lösung wird es daher nicht geben. Wenigstens der ESM scheidet aus. Er könnte laut geltenden Statuten nur dann Geld beisteuern, wenn wirklich alle anderen Möglichkeiten ausgeschöpft sind.

Abbildung: Wann gilt welche Haftungskaskade? Umfang und Systematik des Bail-in laut Beihilfavorschriften und BRRD



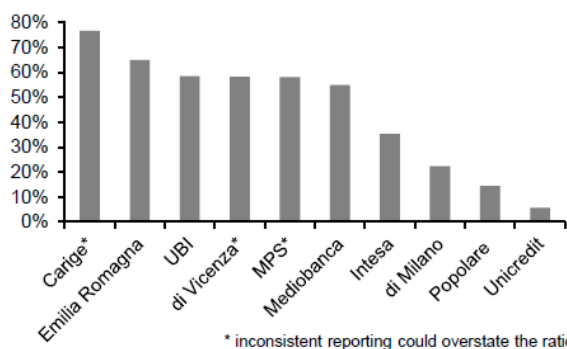
Quelle: EU-Kommission: Applicable legal framework in the light of AQR/stress test results, Note from the Commission services, Brüssel 2014

Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA mit Sitz in London) wird Ende Juli die Ergebnisse des neuen Banken-Stresstests verkünden. Er fällt diesmal kleiner aus als der vorige und umfasst statt 130 nur 53 Bankengruppen, davon fünf aus Italien (Banca Monte dei Paschi, Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, UniCredit, UBI Banca). Unter diesen Banken gilt Monte dei Paschi als größter Problemfall. Wie mit ihr umgegangen wird, dürfte als Präzedenzfall für den gesamten italienischen Bankensektor von großer Bedeutung sein.

Die bisherige Zurückhaltung der italienischen Regierung erklärt sich aus der Historie. Schon Ende 2015 hatte sie vier kleinere Banken abwickeln müssen. Auf Druck der EU setzte sie ein Bail-in durch, dass neben den Aktionären auch Anleihegläubiger traf, worunter sich – eine italienische Besonderheit – viele Kleinanleger befanden. Dies sorgte für einen Sturm der Entrüstung, nicht nur weil sich ein um seine Altersersparnisse gebrachter Rentner umbrachte, sondern weil Bankanleihen in der Bevölkerung sehr verbreitet sind und als sichere Anlage galten (und ihnen auch so verkauft worden waren, lange Zeit gab es dafür sogar Steuervorteile). Das Bail-in, das gemeinhin als ordnungspolitische Revolution und „Kapitalistenpein“ gefeiert wird, steht seitdem in Italien für ein Finanzmassaker an kleinen Leuten.³

Smaller Italian banks have issued the majority of their bonds to retail investors

% of bonds placed with retail investors



Source: Commerzbank Research, company data

ders hoch (siehe Abbildung links). Dies macht die Sache zu einem besonderen Politikum.

Bevor der italienische Staat oder der europäische Bankenrettungsfonds Gelder in die Monte dei Paschi pumpen könnten, müssten durch die 8-Prozent-Hürde bei einer Bilanzsumme von 170 Milliarden Euro mindestens 13,6 Milliarden Euro bei Aktionären, Anleihegläubigern und eventuell noch Einlegern abgeschrieben werden. Italienische Kleinanleger wären dann mit einem hohen Milliardenbetrag dabei, viele wären mit existenzbedrohenden Verlusten konfrontiert. Schäuble kön-

Dies droht nun im großem Stil: Italienische Haushalte haben insgesamt 200 Milliarden Euro in Bankanleihen angelegt (23 Milliarden Euro subordinated bonds, 173 Milliarden Euro senior unsecured bonds, siehe Tabelle. Es handelt sich wohlgerne um Anleihen und nicht um Einlagen wie Spar- und Girokonten).⁴ Die Anteile von Privatanlegern sind bei der stark angeschlagenen Monte dei Paschi (MPS) und der Banca Carige besonders hoch (siehe Abbildung links).

³ Lesenswert: Die Welt: „Dein Geld bekommst du nicht. Die Bank ist pleite“, 16.12.2015, <http://www.welt.de/wirtschaft/article150019052/Dein-Geld-bekommst-du-nicht-Die-Bank-ist-pleite.html>

⁴ Bei größeren Verlusten stünden auch noch ungedeckte Einlagen in Höhe von 225 Milliarden Euro im Feuer (die Einlagensicherung schützt Einlagen von Privatpersonen und kleinen Unternehmen bis 100.000 Euro).

nen die egal sein, Renzi nicht. Kein Wunder, dass die italienische Regierung nach Alternativen sucht.

Table 24: Households' investment in debt issued by banks (€bn / % household wealth)

	Bank debt instruments		Subject to bail-in						Not subject to bail-in			
			Subordinated bonds		Senior unsecured		Deposits > €100k		Deposits < €100k		Senior covered	
2008	994	26.4%	27	0.7%	330	8.7%	183	4.9%	454	12.0%	--	0.0%
2011	1,017	28.6%	35	1.0%	341	9.6%	184	5.2%	457	12.9%	0.4	0.0%
2015	921	22.9%	29	0.7%	173	4.3%	225	5.6%	493	12.3%	0.1	0.0%

Source: Bank of Italy, BofA Merrill Lynch Global Research

Die Alternativen sind jedoch begrenzt. Die einzige EU-rechtliche Möglichkeit, ein Bail-in zu umgehen, ist eine präventive Finanzsektorhilfe („precautionary recapitalisation“, siehe Schaubild oben). Diese ist allerdings solventen Instituten vorbehalten – ob Monte dei Paschi dazugehört, müsste die Aufsicht entscheiden. Falls nicht, müsste getrickst werden (z.B. mit einer begrenzten privaten Kapitalzufuhr). Um als solvent eingestuft zu werden, müsste MPS die Kapitalvorschriften der Bankenaufsicht aktuell oder auf kurze Sicht erfüllen (sie müsste in einem Stresstest also zumindest das Basis-Szenario bestehen).

Präventive Finanzsektorhilfen wurden für Stresstests und ähnliche aufsichtliche Übungen konzipiert. Bei einem Stresstest spielt die Aufsicht die Werthaltigkeit einer Bank unter ungünstigen wirtschaftliche Szenarien durch. Dadurch kann die Kapitalausstattung der Bank evaluiert werden und Zufuhren derart bemessen werden, dass unter einem ungünstigen Szenario eine bestimmte Kapitalquote eingehalten wird. Präventive Finanzsektorhilfen dienen dann dazu, in einer systemischen Krise – also bei panischen Märkten, abgestürzten Börsenkursen, etc. – flächendeckend die Kapitalausstattung der Banken zu stärken und das Vertrauen wiederherzustellen. Sie ähneln dem US-Vorgehen, wo die Banken vom Staat zwangskapitalisiert wurden.

Präventive Finanzsektorhilfen setzen zwar die Haftungskaskade außer Kraft, aber nicht die EU-Beihilfenvorschriften. Für die EU-Kommission gibt es nichts Schlimmeres, als wenn ein einzelnes Unternehmen gegenüber einem anderen durch staatliche Hilfen bevorzugt würde. Deswegen sind Beihilfen nur unter strengen Einschränkungen erlaubt. Auch diese Vorschriften sehen eine Verlustbeteiligung vor, wenn auch weniger weitreichend. Nach der aktuell gültigen Bankenmitteilung der EU-Kommission müssen mindestens Anteilseigner und Halter von nachrangigen Schuldverschreibungen („sub-ordinated debt“) so weit wie möglich für Verluste herangezogen werden, aber nicht zwingend die für Kleinanleger viel wichtigeren nachrangigen Anleihen und Einlagen. Zwar könnte die EU-Kommission die Verlustbeteiligung noch unter Hinweis auf die Finanzstabilität außer Kraft setzen. Sie hat sich aber bereits dagegen ausgesprochen, was auch

im Einklang mit ihrem strengen Vorgehen bei Bankenrekapitalisierungen in Griechenland und Spanien steht – beides schwerwiegende Fälle.⁵

Die Gefahr von Dominoeffekten ist einerseits durchaus ernst zu nehmen. Auch wenn natürlich jederzeit eine Massenpanik losbrechen kann, scheint die von italienischen Banken ausgehende Ansteckungsgefahr derzeit aber überzeichnet zu werden. Zwar soll rund ein Drittel der Anleihen italienischer Banken bei anderen Banken liegen. Europas Banken haben ihre grenzüberschreitenden Geschäfte in den letzten Jahren jedoch stark zurückgefahren. Zudem ist bei Profi-Anlegern inzwischen das Bewusstsein gewachsen, dass bei Bankanleihen mit einem Bail-in zu rechnen ist.

Dennoch muss zu denken geben, dass der Chef-Volkswirt der Deutschen Bank im Verweis auf Italien ein 150 Milliarden Euro schweres Bankenrettungsprogramm in den Raum stellte – obwohl deutsche Banken nur noch mit 90 Milliarden Euro in italienischen Banken engagiert sind. Wie passt das zusammen? Europäische Bankaktien haben seit Jahresbeginn 30 Prozent ihres Werts verloren (Italien überproportional mit über 55 Prozent). Deutsche Banken sind keineswegs vorbildlich aufgestellt. Nach einem Kursrutsch im Februar wirkte plötzlich die Pleite der Deutschen Bank als zwar unwahrscheinliches, aber durchaus mögliches Szenario. Auch andere deutsche Banken haben nach wie vor Leichen im Keller, etwa die norddeutschen Landesbanken mit ihren Schiffskrediten. Zu den vielen Instabilitäten tragen womöglich auch die neuen Bail-in-Instrumente bei, weil sie Kurschwankungen verstärken und zu Herdenverhalten führen können.⁶ Sobald erstmal eine Panik entstanden ist, setzt sich schnell eine Abwärtsspirale in Gang. Das Abschreiben großer Verluste wird immer zu Verwerfungen führen und es ist kaum wahrscheinlich, dass die Pleite einer Deutschen Bank oder Commerzbank ohne groß-skalige Interventionen des Staates zur Vermeidung einer systemischen Krise abgewehrt werden kann – Bail-in hin oder her.

Anders als mit präventiven Finanzsektorhilfen ist ein Umgehen des Bail-in nicht erlaubt, jedenfalls nicht ohne erhebliche „Kreativität“ und entgegen der Rechtsauffassung der EU-Kommission und zahlreicher Regierungen.⁷ Denn abgesehen von der in der Abwicklungsrichtlinie explizit erwähnten Ausnahme wird jede Bank, der Staatshilfen zugeschanzt werden, automatisch als in Abwicklung befindlich eingestuft, was ein vorheriges Bail-in erforderlich macht. Die EU-Kommission hätte als Wächterin über das Beihilferecht ohnehin in jedem Fall ein Vetorecht.

⁵ European Parliament Think Tank: „The Implementation of Bail-In in Recent Resolution and State Aid Cases“, 7.7.2016, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/574395/IPOL_IDA\(2016\)574395_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/574395/IPOL_IDA(2016)574395_EN.pdf)

⁶ European Parliamentary Research Service: „Contingent convertible securities. Is a storm brewing?“, Mai 2016

⁷ Siehe dazu ausführlich: Axel Troost & Rainald Ötsch: „Bankenabwicklung - Zwischen Fata Morgana und Wirklichkeit“, RLS-Analysen, Juli 2015. <https://www.rosalux.de/publication/41636/bankenabwicklung-zwischen-fata-morgana-und-wirklichkeit.html>

Wohin geht die Reise?

Die Pressemeldungen der letzten Wochen passten gut ins Klischee – dort die schludrigen, staatsgläubigen Italiener, hier die aufrechten und auf der Seite der Steuerzahler stehenden Hüter des Rechts. Doch diese Geschichte ist viel zu einfach. Denn zum einen sieht das EU-Recht ohnehin auch bei Staatshilfen eine praktisch zwingende Verlustbeteiligung der Eigentümer und Gläubiger vor. Zum anderen muss die Verwendung von Staatsgeldern zur Stützung von (solventen) Banken, die mit einer Entwertung der Anteile der Alteigentümer einhergeht, kein Schaden für die Steuerzahler sein. Der US-Staat erhielt im Gegenzug für seine Zwangskapitalisierung Bankaktien, die er im Anschluss verkaufen konnte – Gewinn ca. 25 Milliarden Dollar. Ähnlich gut lief es in der Schweiz. Hohe Verluste drohen dagegen aus den indirekten Kosten einer Bankenkrise und diese sind umso höher, je länger die Krise dauert.

In Wahrheit gilt es nun bei der Lastenteilung eine angemessene Balance zu finden und vor allem die italienische Wirtschaft wieder auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu bringen. Das ist schon auf dem Reißbrett schwierig genug. Die vielen rechtlichen Einschränkungen und die vielen beteiligten Akteure machen es zu einer Quadratur des Kreises.

Den Eigentümern und professionellen Gläubigern von Problembanken wie der Monte dei Paschi (dort z.B. Deutsche Bank⁸, Blackrock) wären einschneidende Verluste sicherlich zu gönnen. Anders sieht es aus bei den vielen Kleinanlegern, denen Anleihen der Bank empfohlen wurden – nicht als spekulatives Produkt, sondern zum Werterhalt oder zur Altersvorsorge. Die sauberste Lösung wäre es, diese Geschäfte als Fehlberatungen rückabzuwickeln. Dies ist jedoch unrealistisch. Eine andere Lösung wäre, die Kleinanleger in der Rangfolge der Haftungskaskade besser zu stellen als z.B. institutionelle Investoren. Ob das rechtlich möglich ist, ist aber unklar. Drittens sehen Beihilferecht und Abwicklungsrichtlinie Möglichkeiten vor, bestimmte Verbindlichkeiten vom Bail-in auszuschließen (z.B. Artikel 44 BRRD mit Hinweis auf die Abwendung erheblicher Störungen). Auch dem sind aber wohl aus Gründen der Gleichbehandlung Grenzen gesetzt. Die letzte Möglichkeit wäre es, Kleinanleger nachträglich mithilfe eines Entschädigungsfonds (teilweise) zu entschädigen.

Eine andere Frage ist, ob darüber hinaus eine systemweite Lösung in Form einer flächendeckenden Rekapitalisierung der Banken oder die Auslagerung erheblicher Teile der notleidenden Kredite in Bad Banks notwendig ist. Statt von Rekapitalisierungen in Höhe von 40 Milliarden Euro ist in italienischen Regierungskreisen inzwischen nur noch von zehn Milliarden Euro die Rede. Das klingt nach einer kleineren Lösung – gerade ausreichend für Monte dei Paschi und einige kleinere

⁸ Siehe auch Axel Troost: „Die Deutsche Bank – eine der kriminellsten Banken der Welt?“
<http://www.axel-troost.de/article/8867.die-deutsche-bank-eine-der-kriminellsten-banken-der-welt.html>

Banken. Zumindest das Problem der Kleinsparer wird sich bald aber schon automatisch stetig verringern, da ein erheblicher Teil ihrer Anleihen bis 2017 und der größte Teil bis 2020 auslaufen wird.⁹

Insgesamt zeigt sich am Beispiel Italien aber auch, dass mit der Bankenabwicklungsrichtlinie und dem Bail-in keinesfalls ein Allheilmittel befunden worden ist. Hierauf hatten wir bereits in den Debatten im Bundestag sowie in ausführlichen Auswertungspapieren hingewiesen. „Für Optimismus bieten die neuen Regeln also keinen Anlass. Das neue Abwicklungsregime schiebt die Hemmschwelle für Rettungsaktionen zwar ein Stück hinauf und senkt ihre Kosten. Sinnvoll ist es aber in erster Linie bei einzelnen Bankpleiten und der Abwicklung mittelgroßer Banken. ... Eine vom Finanzsektor ausgehende Systemkrise ist so oder so mit hohen wirtschaftlichen und sozialen Kosten verbunden. Deswegen ist es höchste Zeit für wirkliche Reformen, die den Finanzsektor auf ein kontrollierbares Maß zurückstutzen. ... Um den Bankensektor wieder vom Kopf auf die Füße zu stellen, sollten Banken auf eine Dienstleistungsfunktion gegenüber der Realwirtschaft beschränkt werden – und damit auf die Geschäftsfelder Zahlungsverkehr, Ersparnisbildung und Finanzierung. Dazu gehören eine verpflichtende Gemeinwohlorientierung, die in den Unternehmensstatuten zu verankern wäre, sowie eine stärkere gesellschaftliche Kontrolle durch gestärkte und personell anders besetzte Kontrollorgane. Im Sinne einer Beweislastumkehr sollten zudem künftig nur noch Geschäfte erlaubt sein, die von einem Finanz-TÜV explizit zugelassen wurden.“¹⁰

Zuallerletzt: Nach wie vor steckt das große Problem aber außerhalb der Banken. Die italienische Realwirtschaft leidet nicht an einer Kreditklemme, sondern seit vielen Jahren an der schlechten Konjunktur. Ob eine Bilanzbereinigung daher den Durchbruch bringt, ist wenig wahrscheinlich – solange dort und in vielen Ländern vor allem in Süd-Europa Unternehmen, Privathaushalte und der Staat sparen, ihre Schulden zu verringern suchen, Unternehmenskredite wegen Insolvenzen und Immobilienkredite in Folge von Arbeitslosigkeit nicht mehr bedient werden können.

Solange in Europa daher weiter die „Spar-Ayatollahs“ den Ton angeben,¹¹ hat Renzi wenig Grund für überhastete Schritte.

25. Juli 2016

⁹ IWF: "Italy - 2016 Article IV Consultation - Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive", Juli 2016

¹⁰ Axel Troost & Rainald Ötsch, a.a.O., S. 34f.

¹¹ Siehe auch Stephan Schulmeister, Die rechten Verführer und ihre Wegbereiter. Aus: Blätter für deutsche und internationale Politik 8/2016