

cepStudie

cepDefault-Index 2014

Zur Entwicklung der Kreditfähigkeit der Problemländer der Euro-Zone

Land	cepDefault-Index	Entwicklung der Kreditfähigkeit
Belgien	- 0,5	
Finnland	- 0,1	
Frankreich	1,7	
Griechenland	- 9,8	
Irland	6,7	
Italien	- 1,1	
Portugal	- 2,0	
Spanien	2,3	

Lüder Gerken und Matthias Kullas

Februar 2014

Centrum für Europäische Politik

Kaiser-Joseph-Straße 266 | 79098 Freiburg

Telefon 0761 38693-0 | www.cep.eu

Kernpunkte

- ▶ Der erfolgreiche Abschluss der irischen und spanischen Anpassungsprogramme darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Probleme, die zur Euro-Krise geführt haben, weiterhin bestehen und sich sogar auf weitere Länder ausgeweitet haben.
- ▶ **Belgien** und **Finnland** weisen im ersten Halbjahr 2013 erstmals eine abnehmende Kreditfähigkeit auf. Da beide Länder per saldo noch über Auslandsvermögen verfügen, ist die Schuldentragfähigkeit noch nicht unmittelbar bedroht. 
- ▶ Die Entwicklung der Kreditfähigkeit von **Frankreich** ist nach wie vor unbestimmt, eine Trendwende hin zu einer eindeutig zunehmenden Kreditfähigkeit ist weiterhin nicht auszumachen. Aufgrund seiner Bedeutung für die Euro-Zone und angesichts der fortschreitenden Kreditfähigkeitsprobleme in Italien, Portugal und Griechenland sowie neuerdings auch in Belgien und Finnland ist es dringend notwendig, dass die französische Regierung Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen ergreift, damit die Wettbewerbsfähigkeit und mithin die Kreditfähigkeit des Landes wieder ansteigen. 
- ▶ **Griechenland** bleibt das Sorgenkind der Euro-Zone. Die Kreditfähigkeit des Landes verfällt weiter und zwar deutlich schneller als die aller anderen Euro-Länder. Die Wiedererlangung der griechischen Kreditfähigkeit ist nicht absehbar. 
- ▶ **Irland** hat, wie die kontinuierliche Zunahme der Kreditfähigkeit seit 2010 zeigt, die Krise überwunden. Aufgabe muss es nun sein, die Investitionen, die auf fast Null gesunken sind, deutlich zu steigern. 
- ▶ Die seit 2009 zu beobachtende Erosion der Kreditfähigkeit von **Italien** hält an. Gegenüber 2012 hat sich der Verfall beschleunigt. Es ist fraglich, ob sich dies auf absehbare Zeit ändert. Denn die hierfür notwendigen Reformen und Konsolidierungsmaßnahmen wurden von der italienischen Regierung bisher nicht ergriffen. 
- ▶ Zwar erodiert die portugiesische Kreditfähigkeit noch immer. Der ununterbrochene Anstieg des cepDefault-Indexes seit 2011 zeigt jedoch, dass **Portugal** erhebliche Anstrengungen unternommen und Anpassungen bewältigt hat. Unbeschadet dieser positiven Entwicklungen ist es allerdings fraglich, ob Portugal bereits ohne weitere Finanzhilfen auskommen wird, wenn das Anpassungsprogramm Mitte 2014 ausläuft. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Spanien** nimmt erstmals seit Einführung des Euros zu. Diese positive Entwicklung darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Land noch weitere Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen umsetzen muss, um die in den Krisenjahren drastisch angestiegene Staatsverschuldung und die hohe Arbeitslosigkeit zu reduzieren. 

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	4
2	Methodik des cepDefault-Indexes	5
3	Belgien	8
4	Finnland	10
5	Frankreich	12
6	Griechenland.....	14
7	Irland	16
8	Italien	18
9	Portugal	20
10	Spanien	22

1 Einleitung

Auf den ersten Blick scheint die Euro-Zone in den vergangenen Monaten zur Ruhe gekommen zu sein. Die Renditen für Staatsanleihen der Peripheriestaaten sind ausnahmslos gesunken. Spanien und Irland konnten die Anpassungsprogramme abschließen und sind mittlerweile erfolgreich an den Kapitalmarkt zurückgekehrt. Wie der aktuelle cepDefault-Index zeigt, haben diese beiden Länder im vergangenen Jahr in der Tat ihre Kreditfähigkeit erhöht. In Spanien ist diese Entwicklung 2013 erstmalig zu beobachten, in Irland hingegen bereits seit 2010. Auch Portugal ist auf gutem Wege und konnte den Verfall der Kreditfähigkeit deutlich verlangsamen, wenngleich noch nicht vollständig stoppen, so dass die geplante Rückkehr an den Kapitalmarkt im Sommer 2014 fraglich ist.

Diese positiven Nachrichten dürfen jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Probleme, die zur Euro-Krise geführt haben, nicht nur weiterhin bestehen, sondern sich sogar auf weitere Länder ausgeweitet haben: Die Kreditfähigkeit Griechenlands verfällt weiter ungebremst. Die seit 2009 zu beobachtende Erosion der italienischen Kreditfähigkeit hat sich im ersten Halbjahr 2013 sogar noch beschleunigt. Und auch die Entwicklung in Frankreich gibt nach wie vor Anlass zu Besorgnis. Dass diese drei Länder vor mehr oder weniger großen Problemen stehen, hat bereits der cepDefault-Index von 2011 gezeigt. Die neuesten Zahlen zeigen, dass weitere Länder in einen Abwärtssog mit erodierender Kreditfähigkeit geraten sind, nämlich Belgien und Finnland. Nunmehr sind also auch nordeuropäische Länder befallen.

Aus diesem Grund dürfen die Reform- und Konsolidierungsanstrengungen der betroffenen Staaten nicht nachlassen. Die in der Hochphase der Euro-Krise auf EU-Ebene beschlossenen Maßnahmen – insbesondere die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, die Ex-ante-Überprüfung der nationalen Haushaltsentwürfe durch die Kommission, der Fiskalpakt und die makroökonomische Überwachung – können, eine konsequente Anwendung vorausgesetzt, dabei unterstützend wirken, indem sie die nationale Bevölkerung von der Notwendigkeit zu Reformen überzeugen. Denn ohne den Rückhalt oder gar gegen den Willen der Bevölkerung lassen sich strukturelle Probleme einer Volkswirtschaft nicht lösen.

Nach einer Darlegung der Methodik des cepDefault-Indexes im folgenden Kapitel wird die Entwicklung der Kreditfähigkeit der Problemländer behandelt. Zu diesen zählen

- jene Euro-Staaten, die gegenwärtig Finanzhilfen erhalten oder in der Vergangenheit erhalten haben: Griechenland, Irland, Portugal und Spanien¹,
- die weiteren Euro-Staaten, die eine abnehmende Kreditfähigkeit aufweisen: Belgien, Finnland und Italien,
- Frankreich.

In einem Anhang² wird die Entwicklung des cepDefault-Indexes für die restlichen Euro-Länder, den Euro-Raum insgesamt, die sonstigen EU-Mitgliedstaaten sowie ausgewählte weitere Länder – Island, Japan, Norwegen, die Schweiz, Südkorea und die USA – dargestellt.

Aus Kroatien, Luxemburg, Malta und Zypern liegen keine belastbaren Daten vor, so dass der Index für diese Länder nicht ermittelt werden konnte.

¹ Für Zypern liegen keine belastbaren Daten vor.

² Nur online verfügbar; vgl. cepDefault-Index 2014 Anhang, www.cep.eu.

2 Methodik des cepDefault-Indexes³

Der cepDefault-Index misst, wie sich die Fähigkeit eines Landes zur Rückzahlung der Auslandskredite und damit die Kreditfähigkeit entwickelt.⁴ Dies hängt nicht nur von der Verschuldung des Staates ab. Vielmehr ist die Solidität der gesamten Volkswirtschaft ausschlaggebend. Insbesondere die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen auf den Weltmärkten beeinflusst die Kreditfähigkeit eines Landes. So führt eine Erosion der Wettbewerbsfähigkeit regelmäßig zu höheren Importen und geringeren Exporten und damit zu Leistungsbilanzdefiziten.⁵ Deren Kehrseite ist eine zunehmende Verschuldung⁶ der privaten Wirtschaftsakteure im Ausland. Der cepDefault-Index berücksichtigt daher neben den Staatshaushalten auch das Kreditverhalten der Banken, Unternehmen und Konsumenten und misst entsprechend die Entwicklung der Kreditfähigkeit des Landes insgesamt.

Der Index setzt am Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS), der den Auslandskreditbedarf einer Volkswirtschaft abbildet, und am Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen (I^k) einer Periode an.

Ein Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit (negativer GFS) entsteht zum einen durch – mangels Wettbewerbsfähigkeit auftretende – Leistungsbilanzdefizite, die durch ausländisches Kapital finanziert werden. Es kann zum anderen entstehen durch grenzüberschreitende Zahlungen aus Erwerbs- oder Vermögenseinkommen sowie laufende Übertragungen, und zwar dann, wenn in einem Land mehr ausländisches Geld angelegt wurde bzw. wird, als die Einwohner dieses Landes im Ausland angelegt haben bzw. anlegen. Ein solcher Nettotransfer ins Ausland führt nur dann nicht zu einem negativen GFS, wenn er durch Leistungsbilanzüberschüsse kompensiert wird. Auch dafür muss das Land ausreichend wettbewerbsfähig sein.

Zu den kapazitätssteigernden Investitionen zählen die Nettowerte (nach Abschreibungen) der Anlageinvestitionen der Unternehmen sowie der öffentlichen Hand. Der Wohnungsbau zählt jedoch nicht dazu, da er zu keiner Ausweitung des Produktionspotentials führt. Die Nichtberücksichtigung des Wohnungsbaus im cepDefault-Index hat den willkommenen Begleiteffekt, dass sich die Entwicklung der Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft messen lässt, ohne dass das Ergebnis durch Preisblasen auf dem Wohnungsbaumarkt verzerrt wird.

Der Index wird aus der Summe von GFS und I^k gebildet; beide Größen werden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gemessen:

$$\text{cepDefault-Index} = \text{GFS} + I^k.$$

Für eine leichtere Interpretierbarkeit der Index-Ergebnisse werden die untersuchten Volkswirtschaften in vier Risikokategorien eingeteilt.

Risikokategorie 1 (grüne Ampel): Ein positiver Wert des cepDefault-Indexes bei gleichzeitigem Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss bedeutet: Das Land benötigt in der betrachteten Periode keine Auslandskredite, da die kapazitätssteigernden Investitionen und der Konsum aus heimischer Ersparnis finanziert werden. Es steigert daher seine Kreditfähigkeit.

Länder mit Leistungsbilanzdefiziten benötigen ausländisches Kapital, um diese Defizite zu finanzieren. Sie verzeichnen folglich ein Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit. Für ihre mittelfristige

³ Für eine ausführliche Erläuterung siehe Gerken/Kullas (2011), cepDefault-Index, Kapitel 3.

⁴ Er ist damit kein Bestands-, sondern ein Prozessmaß.

⁵ Bei flexiblen Wechselkursen erfolgt über die Zeit eine Anpassung, die zum Ausgleich der Leistungsbilanz führt. In einer Währungsunion ist eine solche Anpassung allerdings nicht möglich.

⁶ Oder ein Abbau von Privatvermögen.

Kreditfähigkeit kommt es darauf an, ob mit dem ausländischen Kapital kapazitätssteigernde Investitionen finanziert werden, aus deren Wertschöpfung die Tilgung des Auslandskredits erwirtschaftet werden kann, oder ob Konsumgüter⁷ finanziert werden, die durch Verbrauch vernichtet werden.

Risikokategorie 2 (gelbe Ampel): Ein positiver Wert des cepDefault-Indexes bei gleichzeitigem Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizit bedeutet: Die kapazitätssteigernden Investitionen eines Jahres übersteigen die Nettokapitalimporte. In diesem Fall lässt sich nicht allgemein sagen, ob die Kreditfähigkeit der Volkswirtschaft erodiert oder nicht.

Denn aus den offiziellen Statistiken lässt sich zwar das Volumen der kapazitätssteigernden Investitionen errechnen; nicht ermittelbar ist dagegen, in welchem Umfang das Investitionsvolumen aus inländischem Einkommen und in welchem Umfang es aus den Kapitalimporten finanziert wird. Dies ist von Bedeutung, denn mit Auslandskrediten, die für kapazitätssteigernde Investitionen verwendet werden, wird ein Sachwert geschaffen, über den bei entsprechender Investitionsrendite die Zinszahlungen und die Rückzahlung des Kredites erwirtschaftet werden können. Ein derart bedingtes Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit kann sogar ein Ausdruck hoher Standortattraktivität sein, da ausländische Investoren im Inland rentable Investitionsmöglichkeiten wahrnehmen und zu nutzen trachten. Mit Auslandskrediten dagegen, die für Konsumausgaben verwendet werden, wird kein Wert geschaffen, über den die Zinszahlungen und die Rückzahlung des Kredites erwirtschaftet werden können. In diesem Fall muss für die Bedienung der Auslandskredite auf inländische Quellen zurückgegriffen werden. Ein derart bedingtes Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit bildet sich insbesondere dann, wenn die Volkswirtschaft ihre Wettbewerbsfähigkeit auf den Weltmärkten einbüßt oder bereits eingebüßt hat.

Um letztlich nicht belastbare Schätzungen zu vermeiden, wird für den cepDefault-Index – zugunsten der betrachteten Volkswirtschaft – ein Best-Case-Szenario angenommen: Es wird rechnerisch unterstellt, dass die inländischen Investitionen vorrangig aus den Kapitalimporten finanziert werden, während das inländische Einkommen vorrangig für Konsumausgaben verwendet wird. Es wird mit anderen Worten unterstellt, dass die Auslandskredite ein Maximum an Wertschöpfung erzeugen, welches deren Bedienung ermöglichen kann.

Dies führt zu einer systematischen Verzerrung: Der Index lässt das Land gesünder aussehen, als es tatsächlich ist. Denn er geht davon aus, dass für die Zins- und Tilgungszahlungen im maximal möglichen Umfang neue, dem Auslandskredit zuordenbare Produktionskapazitäten entstehen, deren zusätzliche Wertschöpfung die Bedienung der aufgenommenen Auslandskredite ermöglicht. In der Realität ist dies selbstverständlich nicht der Fall.

Risikokategorie 3 (gelb-rote Ampel): Ein negativer Wert des cepDefault-Indexes kann auf zwei Weisen entstehen. Erstens: Die Nettokapitalimporte übersteigen die kapazitätssteigernden Investitionen. Das Land konsumiert rechnerisch nicht nur 100% des im Inland erwirtschafteten Einkommens, sondern darüber hinaus auch einen Teil des Nettokapitalimports. Die Volkswirtschaft verschuldet sich folglich im Ausland, um Konsumausgaben finanzieren zu können. Diese Entwicklung bedroht die Kreditfähigkeit. Zweitens und noch problematischer: Kapital verlässt das Land, so dass der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo positiv ist. Gleichzeitig jedoch schrumpft der Kapitalstock – ausgedrückt durch einen negativen I^k -Wert –, und zwar in einem Ausmaß, welches das Ausmaß des GFS übersteigt. Auch in diesem Fall konsumiert das Land mehr, als es erwirtschaftet;

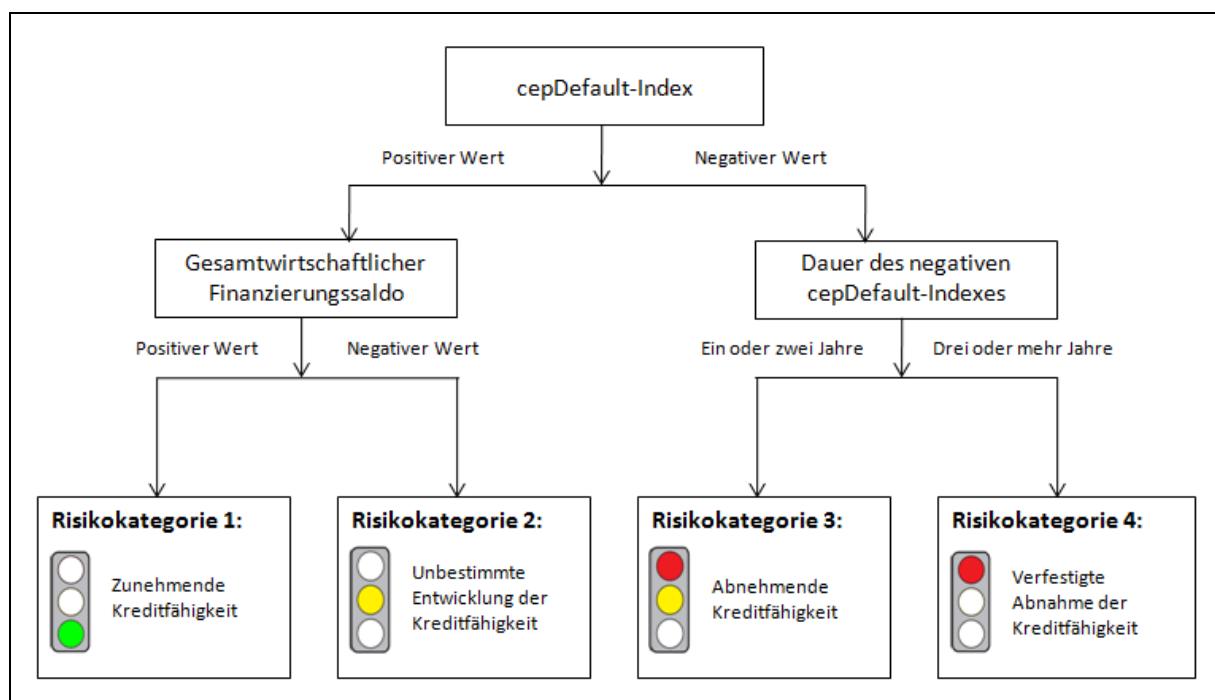
⁷ Unter Konsum sind hier und im Folgenden sämtliche Ausgaben zu verstehen, die keine kapazitätssteigernden Investitionen darstellen. Konsum in diesem Sinne umfasst folglich insbesondere auch den privaten Wohnungsbau.

die Kapitalexporte sind ceteris paribus auf eine zurückgehende Investitionstätigkeit zurückzuführen. Das Land verarmt.

Diese Zusammenhänge offenbaren eine wichtige Eigenschaft des cepDefault-Indexes: Er unterscheidet danach, ob ein Problemland seinen Auslandskreditbedarf durch Verringerung des Konsums oder durch Reduktion der kapazitätssteigernden Investitionen senkt. Nur der erstgenannte Reformkurs ist nachhaltig und findet daher im Index Niederschlag. Ein Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizits auf Kosten der kapazitätssteigernden Investitionen hingegen wirkt sich auf den Indexwert nicht aus. Damit sich der Indexwert verbessert, muss ein Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizits mit Konsumverzicht statt mit Investitionsverzicht einhergehen. Denn Letzteres hat zur Folge, dass das Produktionspotential der Volkswirtschaft abnimmt. Dies erschwert die Schuldentragfähigkeit. Diese Entwicklung ist, wie der cepDefault-Index offenlegt, leider in zahlreichen Euro-Ländern zu beobachten.

Risikokategorie 4 (rote Ampel): Ein über drei oder noch mehr Jahre negativer cepDefault-Index bedeutet: Die Erosion der Kreditfähigkeit ist kein vorübergehendes, sondern ein strukturelles Problem; die Gefahr der Kreditunfähigkeit hat sich verfestigt oder ist faktisch eingetreten.

Der Aufbau des cepDefault-Indexes:



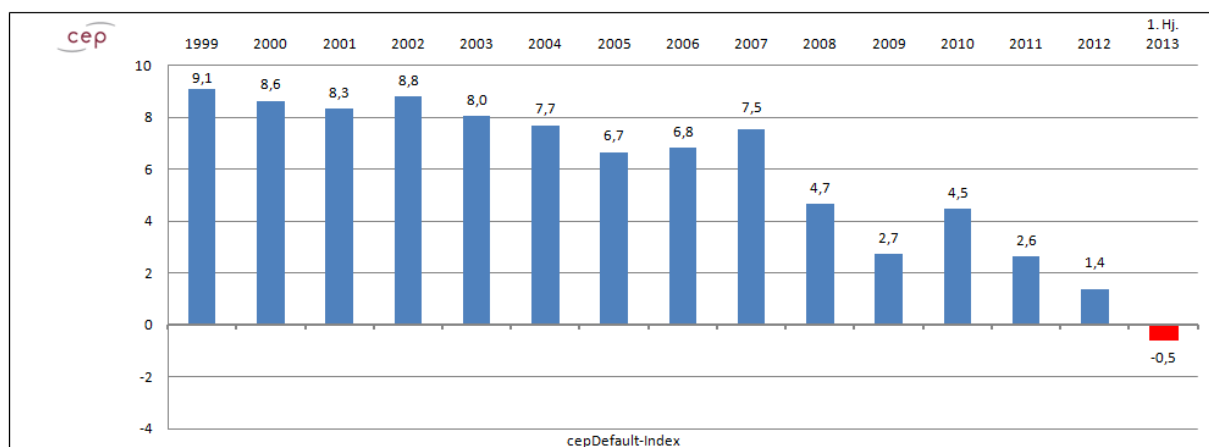
Risiken für die Fiskalpolitik eines Landes, die sich aus Blasen im Immobilien- und Bankensektor ergeben, betrachtet der cepDefault-Index bewusst nur so weit, wie sie zu Kreditbedarf aus dem Ausland oder negativen Nettoinvestitionen führen. Denn eine solche Blase kann die internationale Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft nur in diesen Fällen beschädigen.

Auch abstrahiert der cepDefault-Index bewusst von der Herkunft der ausländischen Kreditzufuhr. Dies ist geboten, denn die staatlichen Finanzhilfen – von ESM, EFSF, EFSM, IWF und einzelnen Euro-Ländern – ersetzen letztlich nur private ausländische Gläubiger durch öffentliche ausländische Gläubiger, ohne den ausländischen Kapitalbedarf direkt zu ändern. Nur diese Vorgehensweise macht den Blick auf die strukturelle Situation der Volkswirtschaft frei.

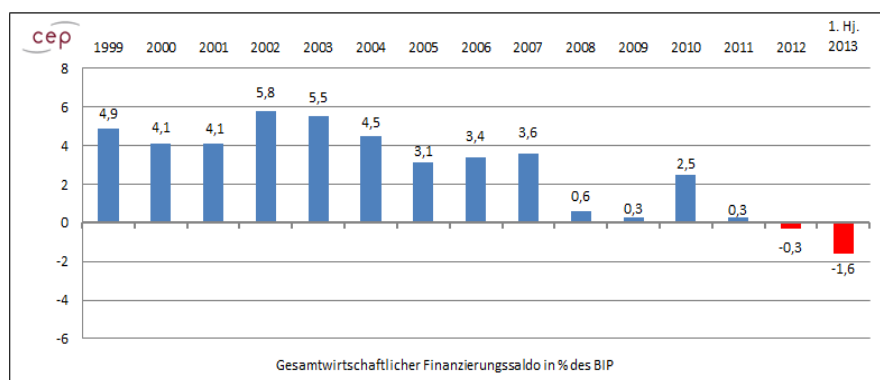
3 Belgien⁸

Entwicklung des cepDefault-Indexes: Belgien wies im ersten Halbjahr 2013 erstmals seit Einführung des Euros eine abnehmende Kreditfähigkeit auf. Ein Trend dorthin zeichnete sich bereits seit 2008 ab, als der Indexwert deutlich einbrach. Mit einer Ausnahme sank er auch in den darauffolgenden Jahren. 2012 war die Entwicklung unbestimmt. Im ersten Halbjahr 2013 nahm die Kreditfähigkeit ab.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1. Hj. 2013
GFS	4,9	4,1	4,1	5,8	5,5	4,5	3,1	3,4	3,6	0,6	0,3	2,5	0,3	-0,3	-1,6
I ^k	4,2	4,5	4,2	3,0	2,5	3,2	3,6	3,4	3,9	4,1	2,4	2,0	2,3	1,7	1,1
cepDefault-Index	9,1	8,6	8,3	8,8	8,0	7,7	6,7	6,8	7,5	4,7	2,7	4,5	2,6	1,4	-0,5
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	3

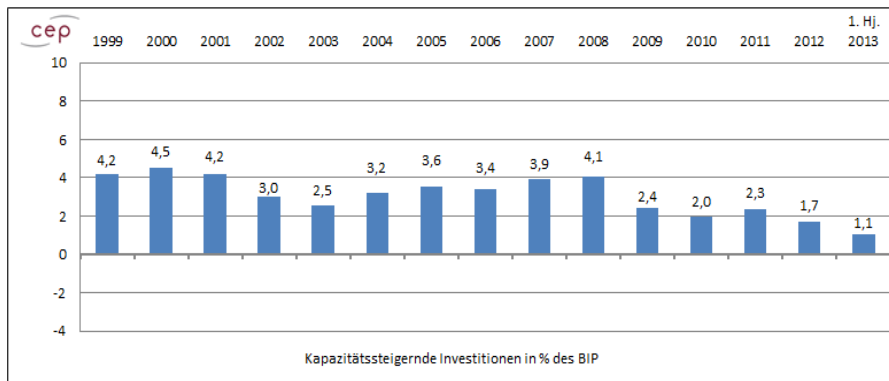


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): 2012 wurde Belgien erstmals seit Einführung des Euros zum Nettokapitalimporteur. Die Kapitalimporte nahmen im ersten Halbjahr 2013 nochmals zu. Dies ist umso bemerkenswerter, als die kapazitätssteigernden Investitionen im gleichen Zeitraum gesunken sind, was sich dämpfend auf die Kapitalnachfrage ausgewirkt hat.

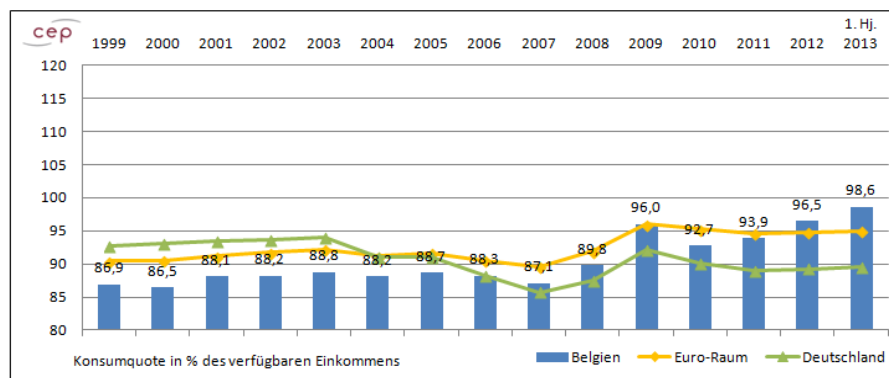


⁸ Die Werte für die Bruttoanlageinvestitionen in Wohnungen, die zur Berechnung der kapazitätssteigernden Investitionen (I^k) benötigt werden, wurden für das erste Halbjahr 2013 – auf Grundlage einer Jahresprognose der Kommission – geschätzt.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die kapazitätssteigernden Investitionen sind 2009 um 1,7 Prozentpunkte auf 2,4% des BIP eingebrochen. Seither haben sie sich abermals halbiert auf nunmehr 1,1% des BIP. Sie liegen damit unterhalb des Euro-Raum- Durchschnitts von 1,3%. Ohne den Rückgang der kapazitätssteigernden Investitionen wären die Kapitalimporte – bei gegebenem Konsum – noch größer ausgefallen.



Konsumquote: Die negative Entwicklung der belgischen Kreditfähigkeit ist auf eine zu hohe Konsumneigung zurückzuführen. Seit Einführung des Euros ist die Konsumquote – gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens – um 11,7 Prozentpunkte von 86,9% auf 98,6% gestiegen. Seit 2012 liegt sie damit deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 94,9%. Damit die belgische Kreditfähigkeit wieder zunimmt, muss die Konsumneigung sinken. Dies würde dazu führen, dass mehr inländisches Geld für Investitionen zur Verfügung steht, so dass der Auslandskreditbedarf sinkt.

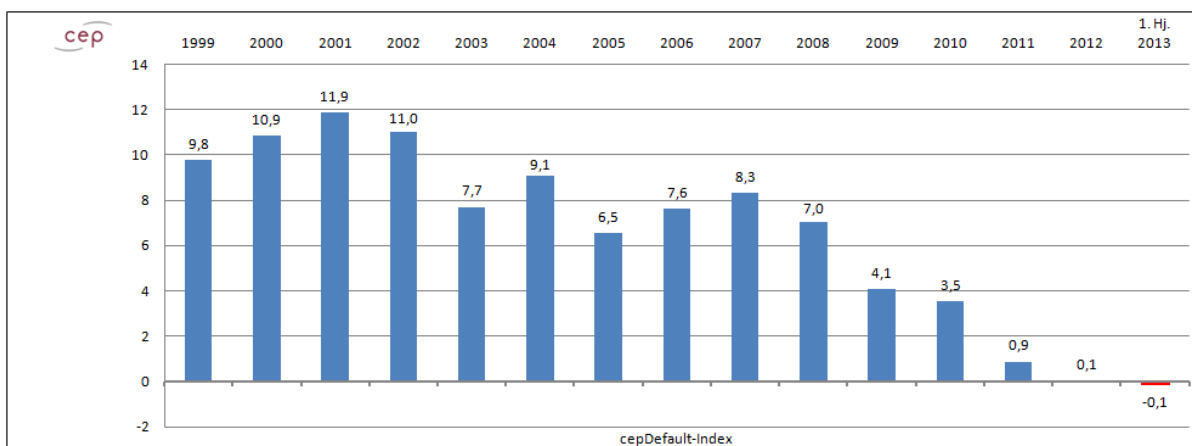


Fazit: Belgiens Kreditfähigkeit hat im ersten Halbjahr 2013 abgenommen. Da diese Entwicklung erstmals aufgetreten ist und Belgien zudem per saldo noch über Auslandsvermögen in Höhe von 46% des BIP verfügt, ist die Schuldentragfähigkeit Belgiens zwar nicht unmittelbar bedroht. Die Entwicklung in anderen Staaten zeigt jedoch deutlich, dass eine solche Entwicklung problematisch wird, wenn sie über einen längeren Zeitraum anhält.

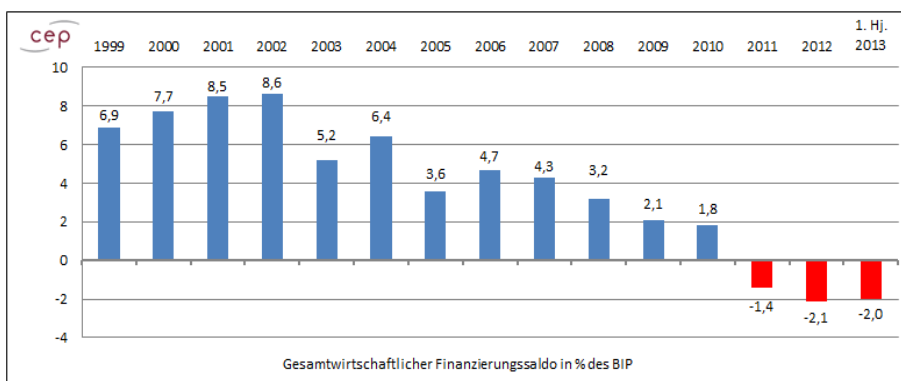
4 Finnland

Entwicklung des cepDefault-Indexes: Finnland wies im ersten Halbjahr 2013 erstmals seit Einführung des Euros eine abnehmende Kreditfähigkeit auf. Diese Entwicklung ist nicht überraschend. Der Indexwert ist seit 2008 jedes Jahr gesunken. Besonders große Einbrüche gab es 2009 und 2011, als der Indexwert um 2,9 bzw. 2,6 Punkte sank.

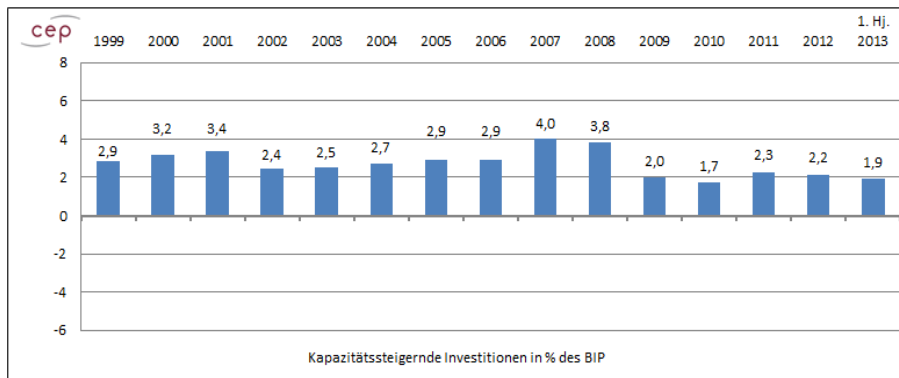
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1. Hj. 2013
GFS	6,9	7,7	8,5	8,6	5,2	6,4	3,6	4,7	4,3	3,2	2,1	1,8	-1,4	-2,1	-2,0
I ^k	2,9	3,2	3,4	2,4	2,5	2,7	2,9	2,9	4,0	3,8	2,0	1,7	2,3	2,2	1,9
cepDefault-Index	9,8	10,9	11,9	11,0	7,7	9,1	6,5	7,6	8,3	7,0	4,1	3,5	0,9	0,1	-0,1
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3



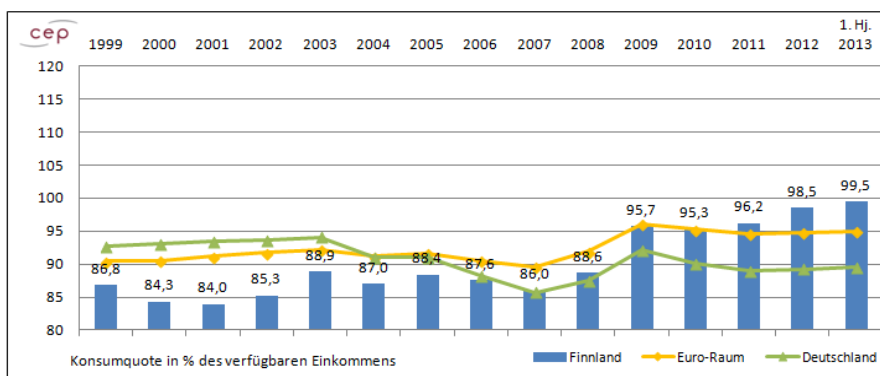
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Finnland ist bereits seit 2011 Nettokapitalimporteur. 2011 und 2012 standen den Kapitalimporten noch kapazitätssteigernde Investitionen gegenüber, deren Rendite zur Bedienung der Schulden verwendet werden konnte. Im ersten Halbjahr 2013 änderte sich dies: Ein Teil der Kapitalimporte wurde für den Konsum verwendet.



Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die kapazitätssteigernden Investitionen haben im ersten Halbjahr 2013 leicht um 0,3 Prozentpunkte auf 1,9% des BIP abgenommen. Sie liegen jedoch noch immer über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 1,3% des BIP.



Konsumquote: Die negative Entwicklung des finnischen Default-Indexes manifestiert sich in der Entwicklung der Konsumquote. Seit Einführung des Euros ist sie um 12,7 Prozentpunkte auf nunmehr 99,5% des verfügbaren Einkommens angestiegen. Sie liegt damit deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 94,9%. Damit die finnische Kreditfähigkeit wieder zunimmt, muss die Konsumneigung sinken.

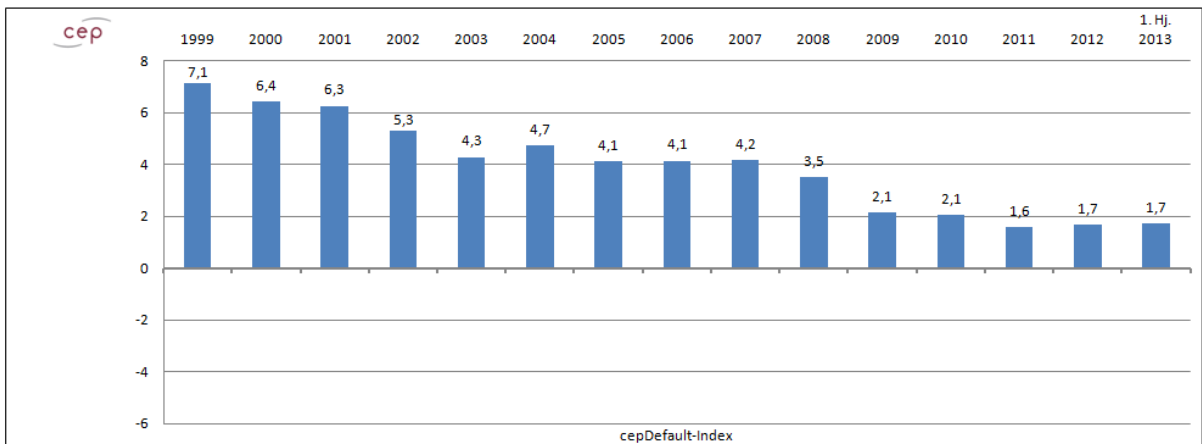


Fazit: Die finnische Kreditfähigkeit nahm im ersten Halbjahr 2013 erstmals – wenn auch nur leicht – ab. Diese Abnahme ist per se noch nicht problematisch, da Finnland per saldo noch über ein Auslandsvermögen in Höhe von 18% seines BIP verfügt. Jedoch weist der cepDefault-Index für Finnland bereits seit geraumer Zeit einen negativen Trend auf, der dringend gestoppt und ins Gegenteil verkehrt werden muss.

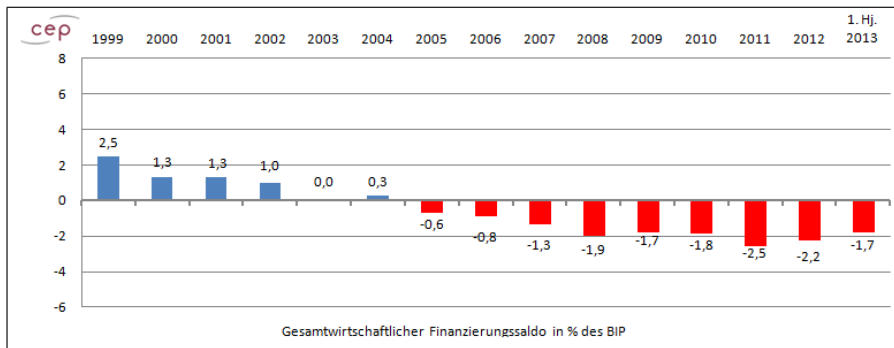
5 Frankreich

Entwicklung des cepDefault-Indexes: Die Entwicklung der französischen Kreditfähigkeit war im ersten Halbjahr 2013 unbestimmt. Der Indexwert veränderte sich gegenüber 2011 und 2012 kaum. Der Rückgang des Indexwertes, der mit Einführung des Euros einsetzte, scheint damit zwar im Augenblick gestoppt. Ein Trend zur Besserung ist jedoch nicht erkennbar.

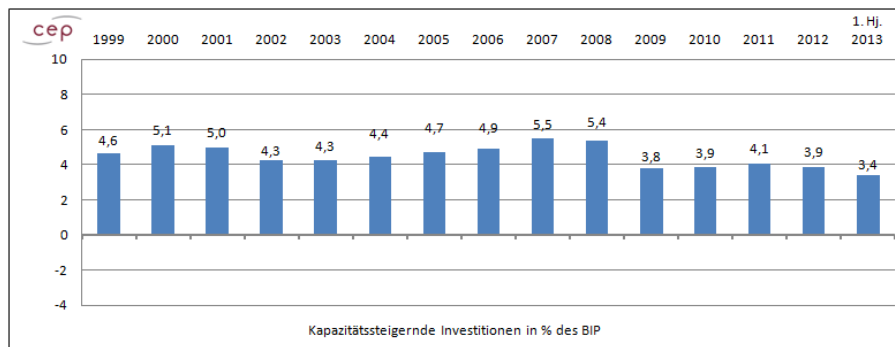
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1. Hj. 2013
GFS	2,5	1,3	1,3	1,0	0,0	0,3	-0,6	-0,8	-1,3	-1,9	-1,7	-1,8	-2,5	-2,2	-1,7
i ^k	4,6	5,1	5,0	4,3	4,3	4,4	4,7	4,9	5,5	5,4	3,8	3,9	4,1	3,9	3,4
cepDefault-Index	7,1	6,4	6,3	5,3	4,3	4,7	4,1	4,1	4,2	3,5	2,1	2,1	1,6	1,7	1,7
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2



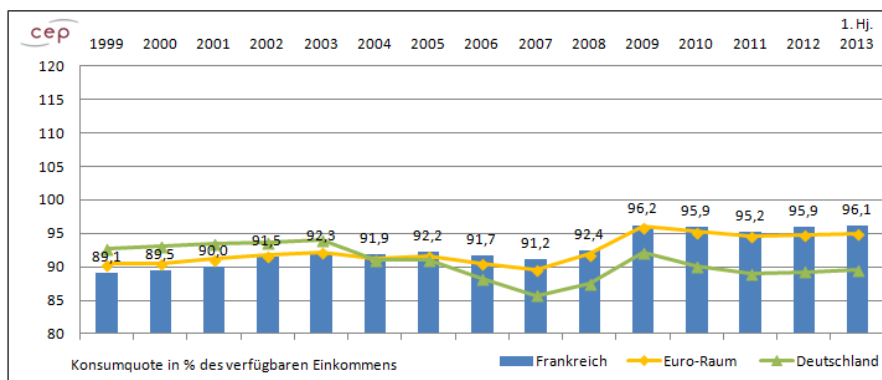
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo: Frankreich weist seit 2005 ein Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit auf. Der ausländische Kreditbedarf ist im ersten Halbjahr 2013 um 0,5 Prozentpunkte auf 1,7% des BIP gesunken. Dies ist jedoch nicht auf einen Rückgang des französischen Konsums, sondern ausschließlich auf einen Rückgang der kapazitätssteigernden Investitionen zurückzuführen. Da dies die Kreditfähigkeit nicht verbessert, hat sich der Wert des cepDefault-Indexes nicht verändert.



Kapazitätssteigernde Investitionen: Die kapazitätssteigernden Investitionen sind im ersten Halbjahr 2013 weiter gesunken. Mit 3,4% des BIP investiert Frankreich jedoch noch immer deutlich mehr als der Durchschnitt der Euro-Staaten von 1,3%.



Konsumquote: Seit Einführung des Euros ist die französische Konsumquote – gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens – um 7 Prozentpunkte gestiegen. Mit 96,1% liegt sie deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 94,9%. Nachdem sie 2010 und 2011 leicht gesunken ist, steigt sie seit 2012 wieder an.



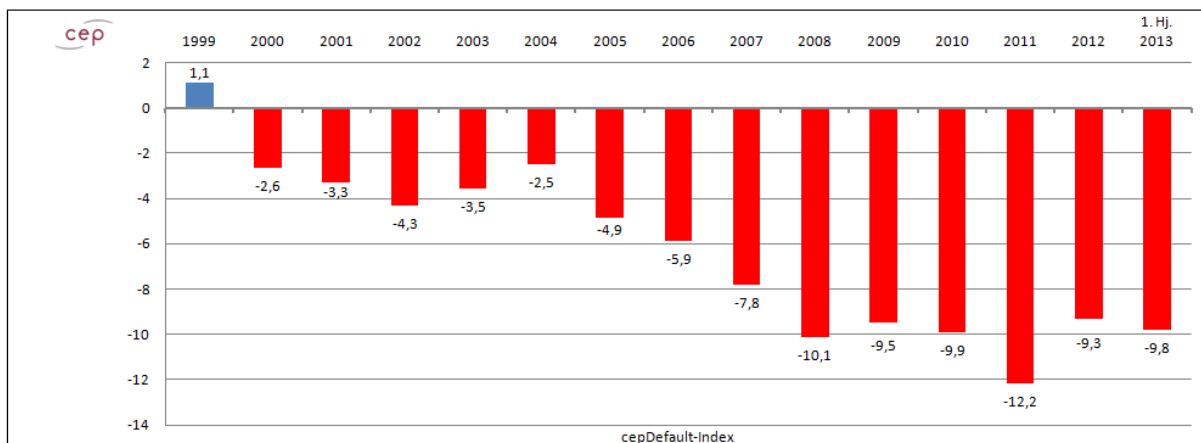
Fazit: Die Entwicklung der französischen Kreditfähigkeit ist nach wie vor unbestimmt. Der langfristige negative Trend des cepDefault-Indexes macht deutlich, dass dies auf eine nachlassende Wettbewerbsfähigkeit der französischen Wirtschaft zurückzuführen ist. Immerhin hat sich der Indexwert seit 2011 stabilisiert. Eine Trendwende hin zu einer eindeutig zunehmenden Kreditfähigkeit ist bisher jedoch nicht auszumachen. Aufgrund der wirtschaftlichen und politischen Bedeutung Frankreichs für die Euro-Zone und angesichts der fortschreitenden Kreditfähigkeitsprobleme in Italien und Griechenland sowie neuerdings auch in Belgien und Finnland ist es dringend notwendig, dass die französische Regierung umfassende Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen ergreift, die die Wettbewerbsfähigkeit und mithin die Kreditfähigkeit des Landes wieder ansteigen lassen. Die Neujahrsansprache des französischen Präsidenten François Hollande im Januar 2014 zeigt, dass Frankreich diese Notwendigkeit zumindest erkannt hat.⁹

⁹ Börsenzeitung vom 15.01.2014, S. 1.

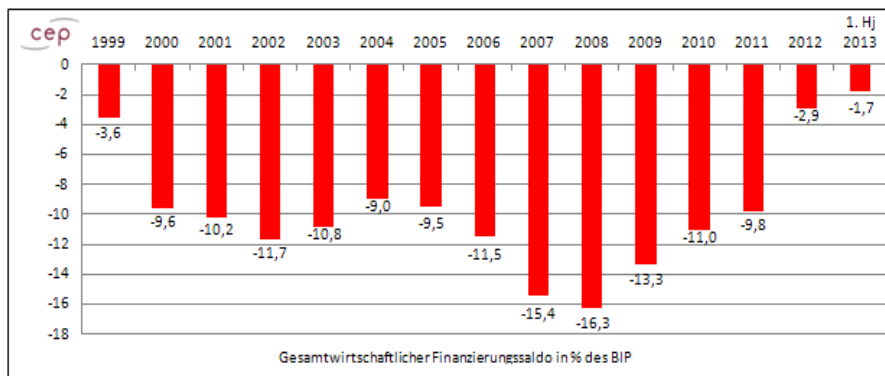
6 Griechenland¹⁰

Entwicklung des cepDefault-Indexes: Griechenlands Kreditfähigkeit erodiert seit 2000. Diese Entwicklung hielt auch im ersten Halbjahr 2013 an. Im Vergleich zu 2012 verschlechterte sich der Indexwert um 0,5 Punkte von -9,3 auf -9,8 – also auf einen Wert wie zu Beginn der Krise. Die Konsolidierung im Jahr 2012 setzte sich folglich nicht fort. Während alle anderen Staaten, die Finanzhilfen erhalten haben oder noch erhalten, ihren Indexwert deutlich verbessern konnten, bleibt diese Entwicklung in Griechenland aus. Griechenland ist nach wie vor weit davon entfernt, seine Kreditfähigkeit wiederzugewinnen.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1. Hj. 2013
GFS	-3,6	-9,6	-10,2	-11,7	-10,8	-9,0	-9,5	-11,5	-15,4	-16,3	-13,3	-11,0	-9,8	-2,9	-1,7
I ^k	4,7	7,0	6,9	7,4	7,3	6,5	4,6	5,6	7,6	6,2	3,8	1,1	-2,4	-6,4	-8,1
cepDefault-Index	1,1	-2,6	-3,3	-4,3	-3,5	-2,5	-4,9	-5,9	-7,8	-10,1	-9,5	-9,9	-12,2	-9,3	-9,8
Risikokategorie	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4

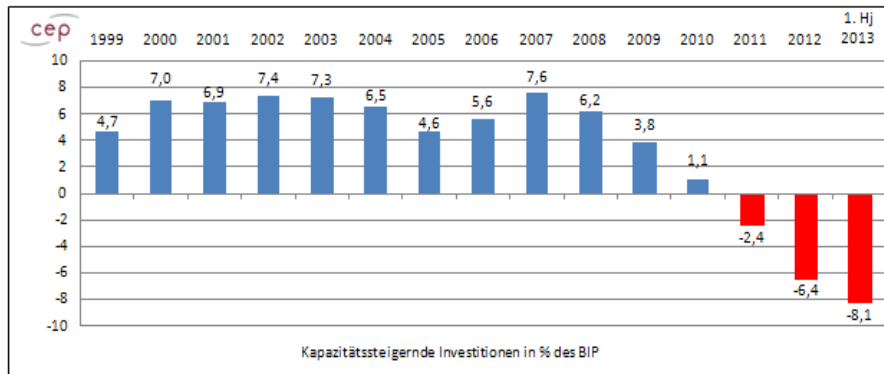


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Der Nettokapitalimport Griechenlands nimmt zwar seit 2009 kontinuierlich ab. Da diese Entwicklung aber nicht auf eine Senkung des Konsums in Griechenland, sondern auf einen Rückgang der kapazitätssteigernden Investitionen zurückzuführen ist, hat sich der Wert des cepDefault-Indexes kaum verändert.

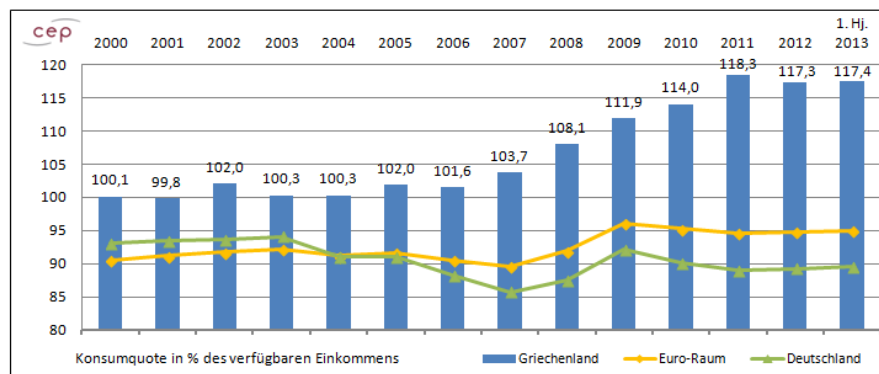


¹⁰ Die Daten zur Berechnung des Indexes von 1999 wurden der Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco, entnommen. Die restlichen Daten wurden der Datenbank Eurostat entnommen. Die Daten für das erste Halbjahr 2013 beruhen auf den nicht-saisonbereinigten Daten der Quartale 3/2012 bis 2/2013.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Im Jahr 2011 wies Griechenland erstmals eine negative Investitionsquote auf. Diese problematische Entwicklung hält seitdem nicht nur an, sondern hat sich sogar noch beschleunigt. Eine negative Investitionsquote hat zur Folge, dass der Kapitalstock schrumpft. Dies reduziert die Möglichkeiten Griechenlands, durch wirtschaftliches Wachstum die Krise hinter sich zu lassen. In der Euro-Zone weisen neben Griechenland nur noch Italien und Portugal einen schrumpfenden Kapitalstock auf – jedoch in deutlich geringerem Ausmaß.



Konsumquote: Die griechische Konsumquote – gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens – ist die höchste nicht nur im Euro-Raum, sondern in der gesamten Europäischen Union. Seit 2002 liegt sie ausnahmslos über 100%. Im ersten Halbjahr 2013 ist sie gegenüber 2012 sogar wieder leicht gestiegen. Eine Wiedererlangung der Kreditfähigkeit ist für Griechenland nur möglich, wenn die Konsumquote drastisch sinkt. Hierfür gibt es keine Anzeichen.

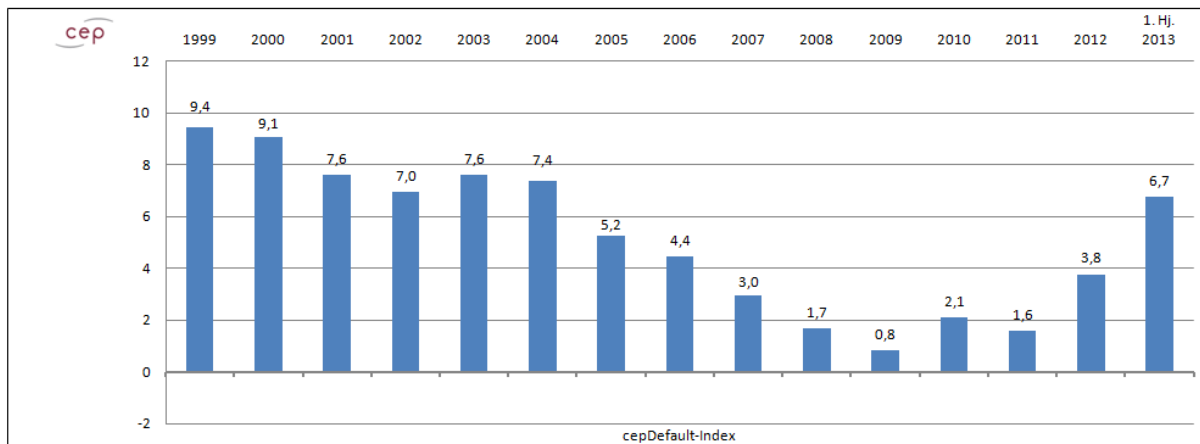


Fazit: Griechenland bleibt das Sorgenkind der Euro-Zone. Der Indexwert von $-9,8$ ist nach wie vor der mit Abstand schlechteste Wert aller untersuchten Länder. Die Kreditfähigkeit des Landes verfällt also weiter, und zwar deutlich schneller als die der anderen Länder. Die Wiedererlangung der griechischen Kreditfähigkeit ist nicht absehbar. Vielmehr wird das Land auch zukünftig auf die Hilfen anderer Staaten angewiesen sein.

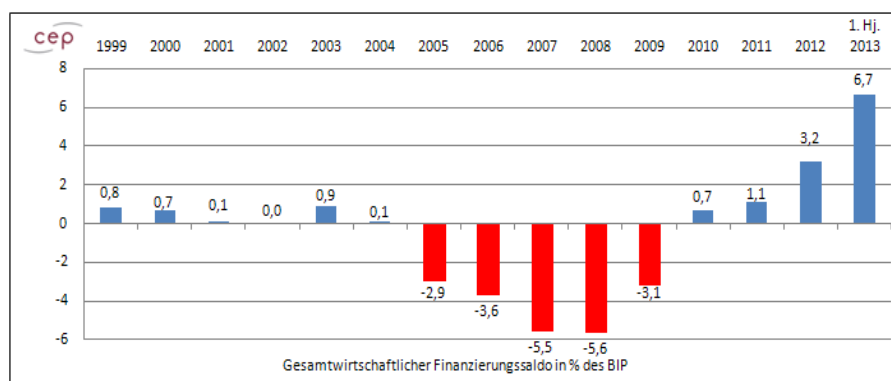
7 Irland¹¹

Entwicklung des cepDefault-Indexes: Die irische Kreditfähigkeit nimmt seit nunmehr dreieinhalb Jahren kontinuierlich zu. Im ersten Halbjahr 2013 beschleunigte sich diese Entwicklung nochmals deutlich. Der Indexwert von 6,7 ist der höchste Wert, den das Land seit Beginn der irischen Krise 2007 erreicht hat. Die erfolgreiche Rückkehr an den Kapitalmarkt, die in den vergangenen Monaten zu beobachten war, ist vor diesem Hintergrund keine Überraschung.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1. Hj. 2013
GFS	0,8	0,7	0,1	0,0	0,9	0,1	-2,9	-3,6	-5,5	-5,6	-3,1	0,7	1,1	3,2	6,7
I ^k	8,6	8,4	7,5	7,0	6,7	7,3	8,1	8,0	8,5	7,3	3,9	1,4	0,5	0,6	0,0
cepDefault-Index	9,4	9,1	7,6	7,0	7,6	7,4	5,2	4,4	3,0	1,7	0,8	2,1	1,6	3,8	6,7
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	1	1	1	1

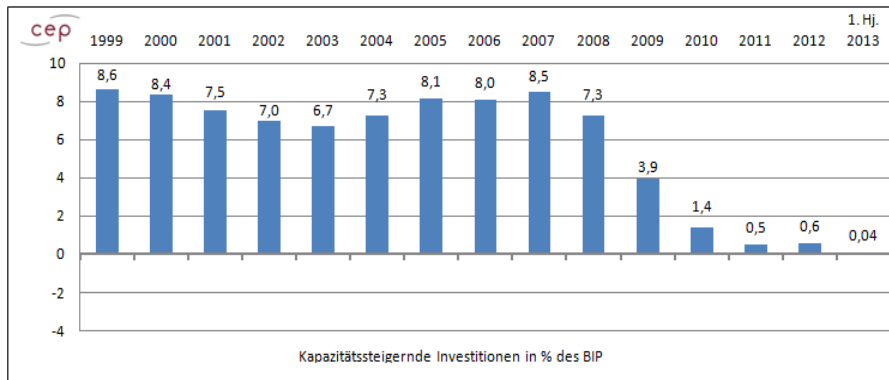


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Irland verzeichnet bereits seit 2010 Kapitalexportüberschüsse. Im ersten Halbjahr 2013 stiegen sie nochmals deutlich. Diese Entwicklung ist zum einen darauf zurückzuführen, dass die irische Wirtschaft weniger investiert. Zum anderen ist sie auf eine gesunkene Konsumneigung zurückzuführen. Mit den Kapitalexporten kann das Land seine hohe Auslandsverschuldung von per saldo 112% des irischen BIP abbauen. Außer Portugal mit 115% und Griechenland mit 109% drücken kein anderes Euro-Land ähnlich hohe Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Kapitalgebern.

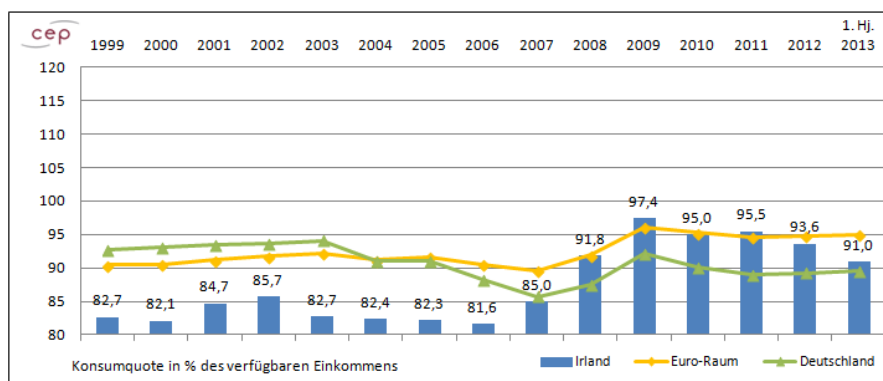


¹¹ Die Werte für die Bruttoanlageinvestitionen in Wohnungen, die zur Berechnung der kapazitätssteigernden Investitionen (I^k) benötigt werden, wurden für das erste Halbjahr 2013 – auf Grundlage einer Jahresprognose der Kommission – geschätzt.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die kapazitätssteigernden Investitionen sind bei Ausbruch der irischen Krise stark eingebrochen. Der rückläufige Trend hält nach wie vor an. Im ersten Halbjahr 2013 sind die kapazitätssteigernden Investitionen auf nahezu Null Prozent des BIP (exakt: 0,04%) gesunken. Wenn diese Entwicklung fort dauert, leidet das Wachstumspotenzial der irischen Volkswirtschaft, was die Wohlstandsentwicklung des Landes hemmt. Dies hat dann Auswirkungen auf die Kreditfähigkeit des Landes, wenn die Bevölkerung ihre Konsumansprüche nicht entsprechend anpasst.



Konsumquote: Die Verbesserung des irischen Indexwertes ist insbesondere auf die gesunkene Konsumneigung der irischen Volkswirtschaft zurückzuführen. Seit ihrem Höchststand im Jahr 2009 hat sie – gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens – um 6,4 Prozentpunkte auf nunmehr 91% abgenommen. Sie liegt damit unterhalb des Euro-Raum-Durchschnitts von 94,9%.

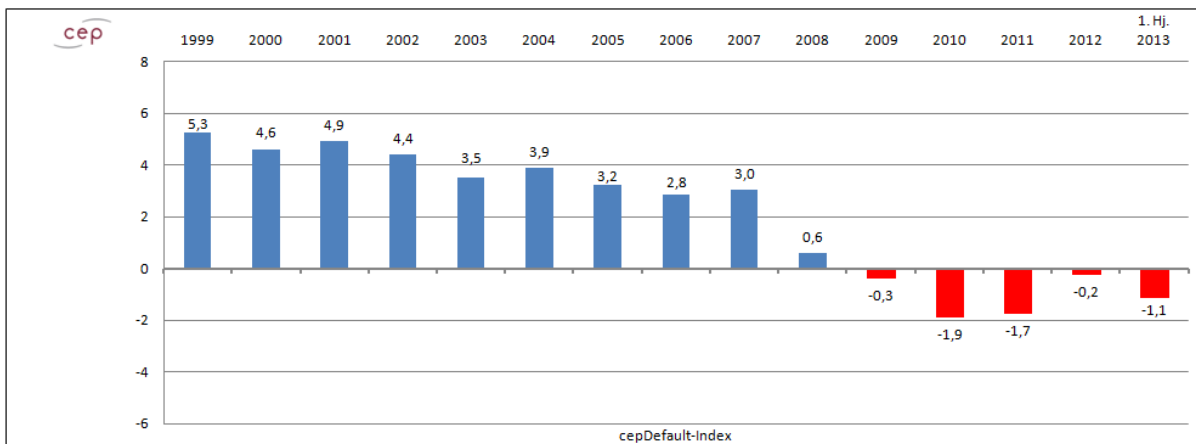


Fazit: Die nun seit dreieinhalb Jahren andauernde Zunahme des cepDefault-Indexes zeigt, dass das zurückgekehrte Vertrauen der Kapitalanleger in Irland berechtigt ist. Aufgabe muss es nun sein, die Investitionen, die auf fast Null gesunken sind, deutlich zu steigern.

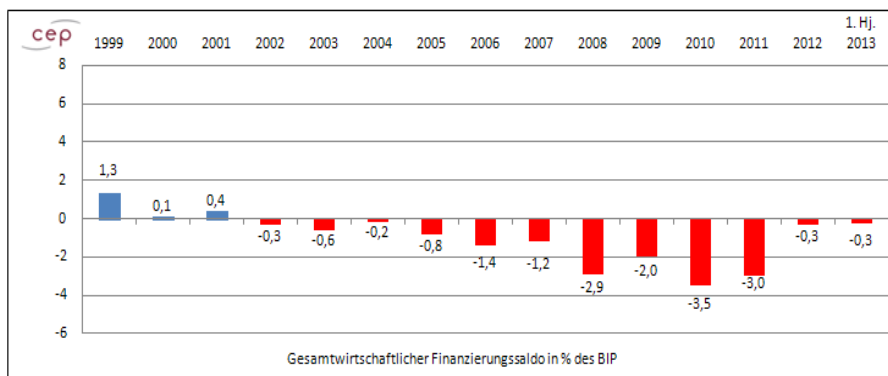
8 Italien

Entwicklung des cepDefault-Indexes: Italiens Kreditfähigkeit erodiert bereits seit viereinhalb Jahren. Der Verfall konnte zwar 2012 etwas gebremst werden, er beschleunigte sich jedoch im ersten Halbjahr 2013 wieder. Zwar ist diese Entwicklung mit einem Indexwert von $-1,1$ – insbesondere im Vergleich zu Griechenland – gering. Problematisch ist jedoch die Dauer der Erosion, da auch mit zunehmender Dauer die Insolvenzgefahr steigt. Wie ernst die Situation ist, zeigt sich bereits daran, dass in der Euro-Zone neben Italien nur noch Portugal und Griechenland eine verfestigte abnehmende Kreditfähigkeit aufweisen. Beide Länder haben keinen oder nur eingeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt.

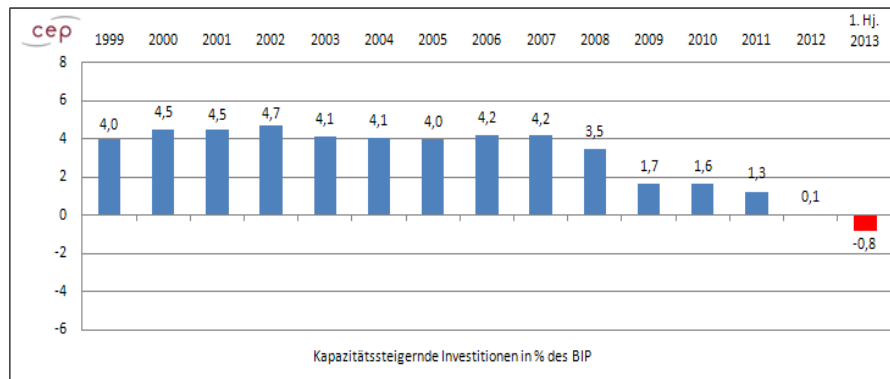
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1. Hj. 2013
GFS	1,3	0,1	0,4	-0,3	-0,6	-0,2	-0,8	-1,4	-1,2	-2,9	-2,0	-3,5	-3,0	-0,3	-0,3
I^k	4,0	4,5	4,5	4,7	4,1	4,1	4,0	4,2	4,2	3,5	1,7	1,6	1,3	0,1	-0,8
cepDefault-Index	5,3	4,6	4,9	4,4	3,5	3,9	3,2	2,8	3,0	0,6	-0,3	-1,9	-1,7	-0,2	-1,1
Risikokategorie	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	3	3	4	4	4



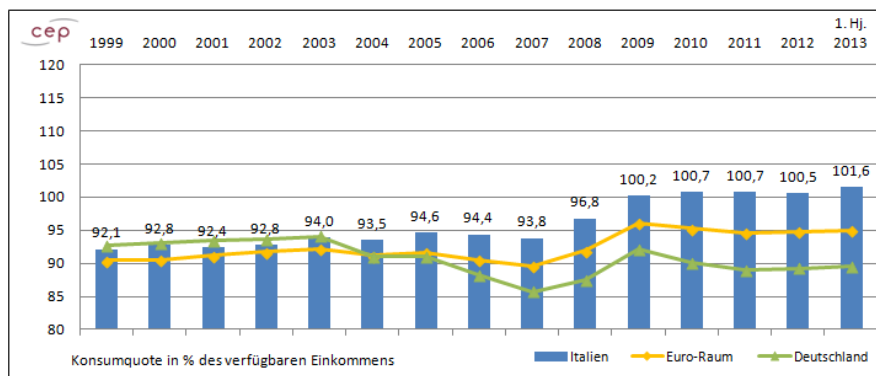
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Italien ist seit 2002 Nettokapitalimporteur. Im Jahr 2010 erreichten die Kapitalimporte mit 3,5% des BIP ihren bisherigen Höchststand. In den folgenden zwei Jahren sind sie auf 0,3% gesunken. Dass dieser Wert auch im ersten Halbjahr 2013 nicht gestiegen ist, ist auf einen Rückgang der kapazitätssteigernden Investitionen zurückzuführen.



Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die kapazitätssteigernden Investitionen waren im ersten Halbjahr 2013 negativ. Der Kapitalstock des Landes ist mithin geschrumpft. Dies hat Auswirkungen auf die Wirtschaftskraft des Landes und erschwert die Rückzahlung der ausländischen Kredite. In der Euro-Zone weisen neben Italien nur noch Portugal und Griechenland einen abnehmenden Kapitalstock auf.



Konsumquote: In den vergangenen viereinhalb Jahren konsumierte die italienische Bevölkerung ununterbrochen über 100% des verfügbaren Einkommens. Im ersten Halbjahr 2013 waren es mit 101,6% sogar 1,1 Prozentpunkte mehr als 2012. Seit Einführung des Euros stieg die Konsumquote um 9,5 Prozentpunkte. Eine zentrale Voraussetzung für die Gesundung Italiens ist, dass die Konsumquote deutlich sinkt, da nur so inländisches Kapital für kapazitätssteigernde Investitionen zur Verfügung steht, ohne die die Erosion der Kreditfähigkeit nicht gestoppt werden kann.

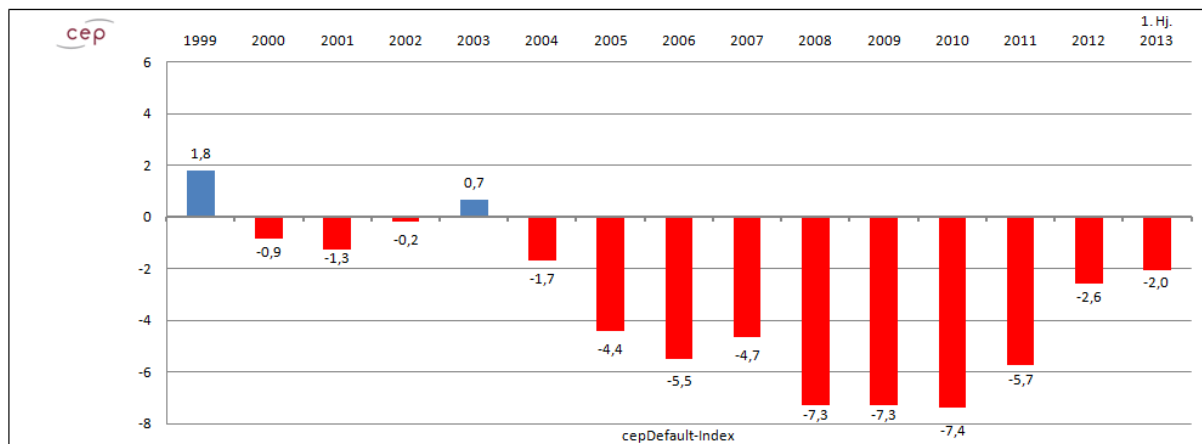


Fazit: Der Verfall der italienischen Kreditfähigkeit hält an. Es ist fraglich, ob sich dies auf absehbare Zeit ändert. Denn die hierfür notwendigen Reformen und Konsolidierungsmaßnahmen wurden von der italienischen Regierung bisher nicht ergriffen.

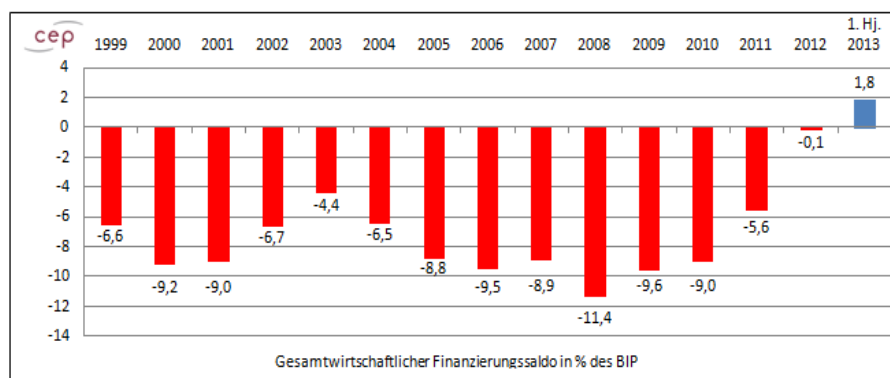
9 Portugal

Entwicklung des cepDefault-Indexes: Portugals Kreditfähigkeit erodiert nach wie vor. Im Vergleich zum Höhepunkt der Krise 2010 ist der Indexwert jedoch deutlich gestiegen. Portugal ist es in den vergangenen zweieinhalb Jahren somit gelungen, den Verfall substantiell zu verlangsamen.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1. Hj. 2013
GFS	-6,6	-9,2	-9,0	-6,7	-4,4	-6,5	-8,8	-9,5	-8,9	-11,4	-9,6	-9,0	-5,6	-0,1	1,8
I ^k	8,4	8,3	7,7	6,5	5,1	4,8	4,4	4,0	4,2	4,1	2,3	1,6	-0,1	-2,5	-3,8
cepDefault-Index	1,8	-0,9	-1,3	-0,2	0,7	-1,7	-4,4	-5,5	-4,7	-7,3	-7,3	-7,4	-5,7	-2,6	-2,0
Risikokategorie	2	3	3	4	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4

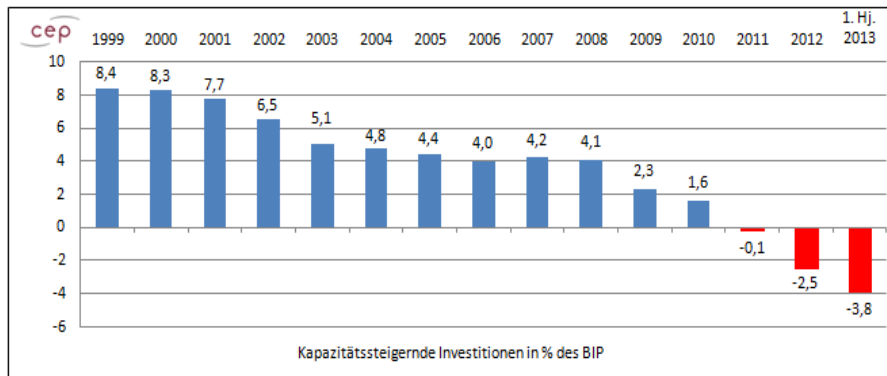


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Portugal wies im ersten Halbjahr 2013 erstmals seit Euro-Einführung Kapitalexporthüberschüsse auf. Das Land ist somit vom Kapitalimporteur zum Kapitalexporteur geworden. Zum großen Teil ist diese Entwicklung jedoch auf einen Rückgang der kapazitätssteigernden Investitionen zurückzuführen.

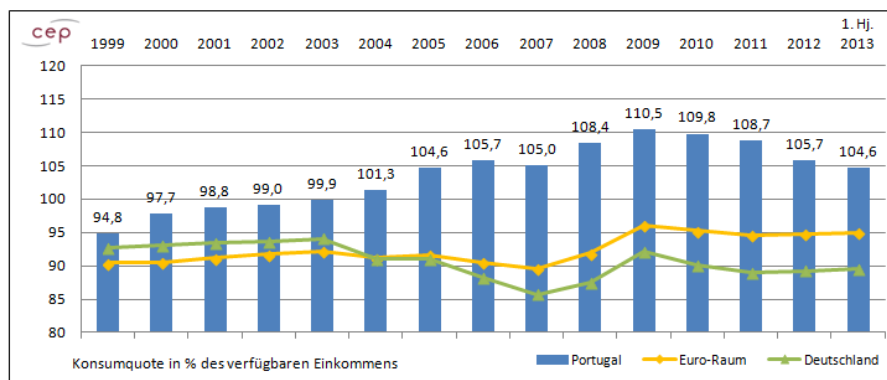


Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die kapazitätssteigernden Investitionen waren auch im ersten Halbjahr 2013 negativ. Der portugiesische Kapitalstock schrumpft seit zweieinhalb Jahren, wobei sich diese Entwicklung von Jahr zu Jahr beschleunigt hat. Der Kapitalstock schrumpft, wenn die Abschreibungen, die kapazitätssteigernden Investitionen übersteigen. Neben Portugal weisen im Euro-Raum nur noch Italien und Griechenland einen schrumpfenden Kapitalstock auf. Die geringe Investitionstätigkeit verringert zwar einerseits den Kapitalbedarf der portugiesischen Volkswirtschaft, wodurch die Abhängigkeit von ausländischem Kapital sinkt. Andererseits schrumpft das

Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft. Dies führt – wenn die Konsumneigung unverändert bleibt – zukünftig zu einem Rückgang der Kapitalexporte.



Konsumquote: Die portugiesische Bevölkerung konsumierte im ersten Halbjahr 2013 rund 105% des verfügbaren Einkommens. Dies ist die dritthöchste Konsumquote in der Euro-Zone. Immerhin ist sie gegenüber ihrem Höchststand 2009 um 5,9 Prozentpunkte gesunken. Damit die Kreditfähigkeit des Landes wieder zunimmt, ist ein weiterer Rückgang der Konsumquote jedoch unerlässlich.

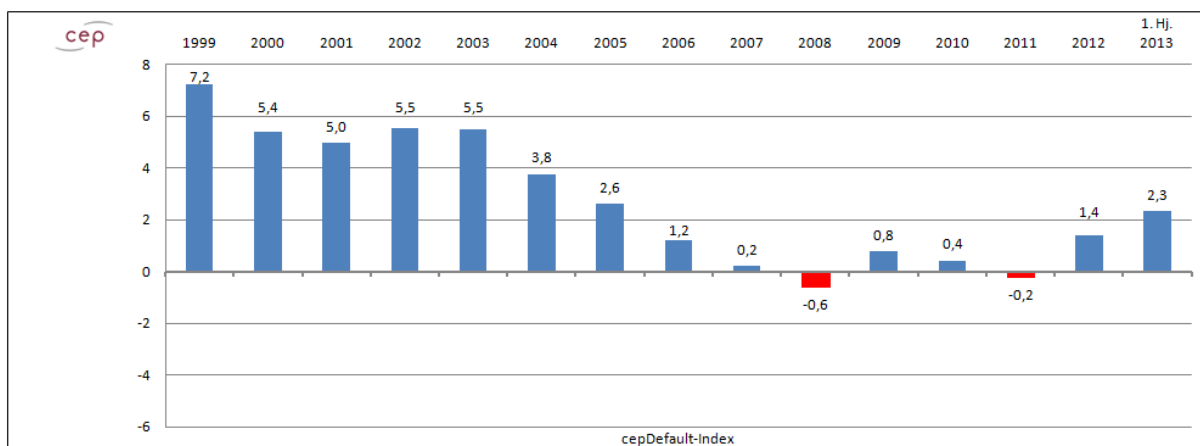


Fazit: Zwar erodiert die portugiesische Kreditfähigkeit noch immer. Die Entwicklung des Indexwertes zeigt jedoch, dass Portugal erhebliche Anstrengungen unternommen und Anpassungen bewältigt hat. Damit die Kreditfähigkeit des Landes wieder zunimmt, muss der eingeschlagene Weg weiter fortgesetzt werden. Insbesondere müssen die Investitionen wieder ansteigen. Geboten ist zugleich eine Verringerung der hohen Konsumneigung. Unbeschadet der positiven Entwicklungen ist es fraglich, ob Portugal bereits ohne weitere Finanzhilfen auskommen wird, wenn das Anpassungsprogramm Mitte 2014 ausläuft. Irland und Spanien konnten zwar nach Abschluss ihrer Anpassungsprogramme erfolgreich an die Kapitalmärkte zurückkehren. Beide Länder weisen jedoch, anders als Portugal, eine zunehmende Kreditfähigkeit auf.

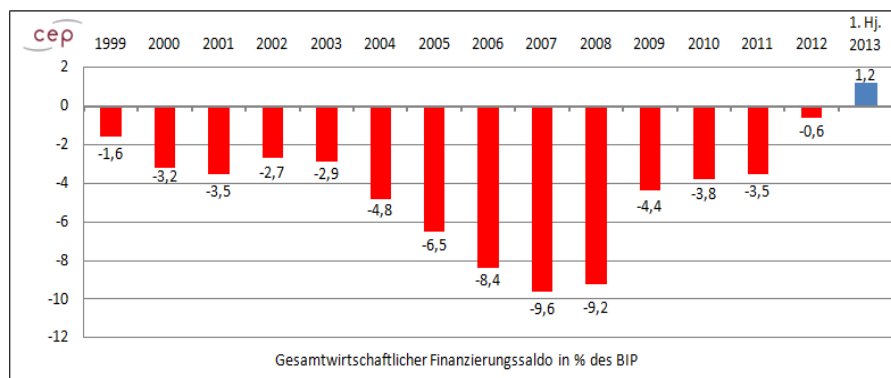
10 Spanien¹²

Entwicklung des cepDefault-Indexes: Spaniens Kreditfähigkeit hat im ersten Halbjahr 2013 erstmals seit Einführung des Euros zugenommen. Das Land hat damit einen wichtigen Schritt getan, um das Vertrauen in die Tragfähigkeit seiner Schulden zu stärken. Der Indexwert ist im ersten Halbjahr 2013 zum zweiten Mal in Folge gestiegen und belief sich auf 2,3 Punkte.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1. Hj. 2013
GFS	-1,6	-3,2	-3,5	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-8,4	-9,6	-9,2	-4,4	-3,8	-3,5	-0,6	1,2
I ^k	8,8	8,6	8,5	8,2	8,4	8,6	9,1	9,6	9,8	8,6	5,2	4,2	3,3	2,0	1,1
cepDefault-Index	7,2	5,4	5,0	5,5	5,5	3,8	2,6	1,2	0,2	-0,6	0,8	0,4	-0,2	1,4	2,3
Risikokategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2	3	2	1

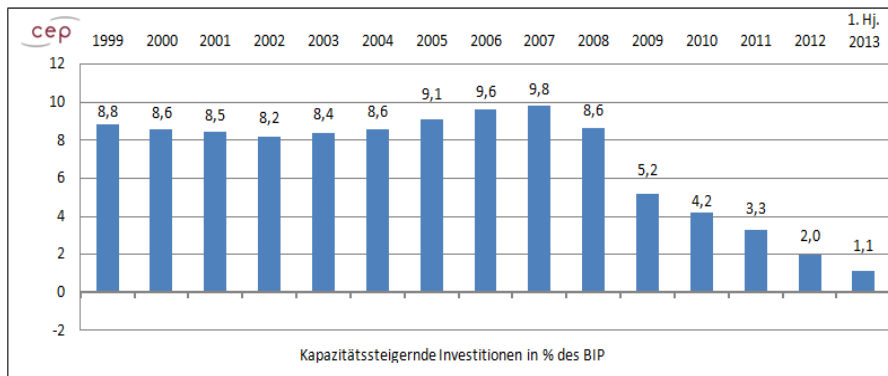


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Im ersten Halbjahr 2013 hat Spanien erstmals seit Einführung des Euros per saldo Kapital exportiert. Diese Entwicklung zeichnete sich bereits dadurch ab, dass der Nettokapitalimport des Landes seit 2008 kontinuierlich rückläufig war. Allein 2012 sank er um 2,9 Prozentpunkte des BIP. Dieser Trend ist zum einen auf einen Rückgang der Investitionen zurückzuführen. Zum anderen ist die Konsumneigung gesunken. Ein gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsüberschuss ist notwendig, damit Spanien seine Auslandsverschuldung in Höhe von per saldo 91,4% des BIP abbauen kann.

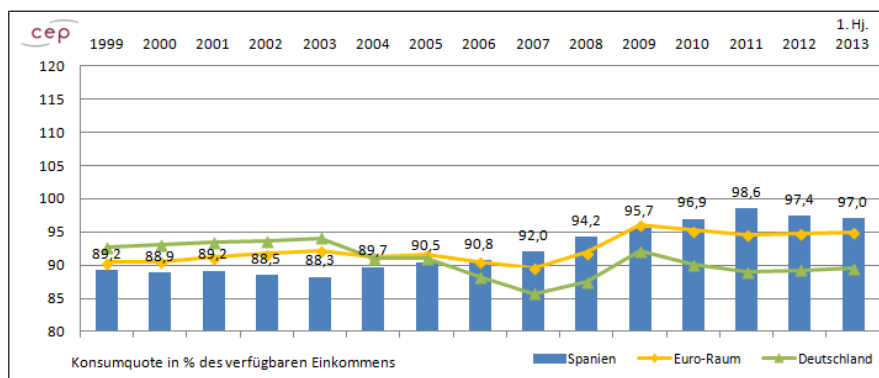


¹² Die Daten für das erste Halbjahr 2013 beruhen auf den nicht-saisonbereinigten Daten der Quartale 3/2012 bis 2/2013.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die kapazitätssteigernden Investitionen sinken seit 2008 kontinuierlich. Mit einer Investitionsquote von 1,1% des BIP liegt Spanien jedoch nur knapp unter dem Durchschnitt des Euro-Raums von 1,3%.



Konsumquote: Die spanische Konsumquote – gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens – liegt mit 97% zwar nach wie vor über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 94,9%. Sie ist jedoch seit ihrem Höchststand 2011 um 1,6 Prozentpunkte gesunken. Zudem lag sie zu keiner Zeit über der 100-Prozent-Schwelle, wie dies in Griechenland, Portugal und Italien der Fall war und weiterhin ist.



Fazit: Spaniens Kreditfähigkeit nimmt zu. Dies darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Land noch weitere Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen umsetzen muss, um die in den Krisenjahren drastisch angestiegene Staatsverschuldung und die hohe Arbeitslosigkeit zu reduzieren.

Die Autoren

Prof. Dr. Lüder Gerken ist Vorstand des Centrums für Europäische Politik.

Dr. Matthias Kullas leitet am Centrum für Europäische Politik den Fachbereich Wirtschafts- und Stabilitätspolitik.

Centrum für Europäische Politik

Das Centrum für Europäische Politik (cep) in Freiburg ist der europapolitische Think Tank der gemeinnützigen Stiftung Ordnungspolitik. Es ist ein unabhängiges Kompetenzzentrum zur Recherche, Analyse und Bewertung von EU-Politik.