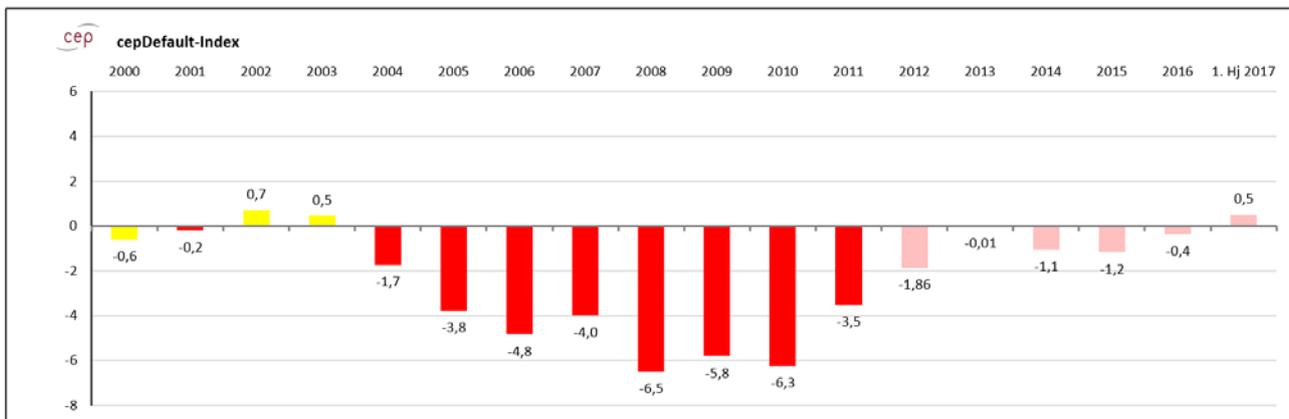


cepDefault-Index Portugal

Weitere Erosion der Kreditfähigkeit Portugals

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	3	3	2	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
I ^k	9,0	8,5	7,2	5,7	5,4	5,0	4,7	4,9	4,9	3,2	2,7	0,5	-1,87	-2,33	-2,1	-1,5	-1,4	-0,5
GFS	-9,6	-8,7	-6,9	-5,2	-7,1	-8,8	-9,5	-8,9	-11,4	-9,0	-9,0	-4,0	0,01	2,32	1,0	0,3	1,0	1,0
I ^k + GFS	-0,6	-0,2	0,7	0,5	-1,7	-3,8	-4,8	-4,0	-6,5	-5,8	-6,3	-3,5	-1,86	-0,01	-1,1	-1,2	-0,4	0,5



- ▶ Die portugiesische Kreditfähigkeit verfällt seit 2004 ununterbrochen. Daran hat sich auch im ersten Halbjahr 2017 nichts geändert. Lediglich die Geschwindigkeit der Erosion hat sich verringert.
- ▶ Der Verfall der Kreditfähigkeit ist zum einen auf den seit 2012 schrumpfenden Kapitalstock zurückzuführen.
- ▶ Zum anderen konsumiert das Land nach wie vor über seine Verhältnisse. Die Konsumquote liegt nach wie vor über der kritischen Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens.

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

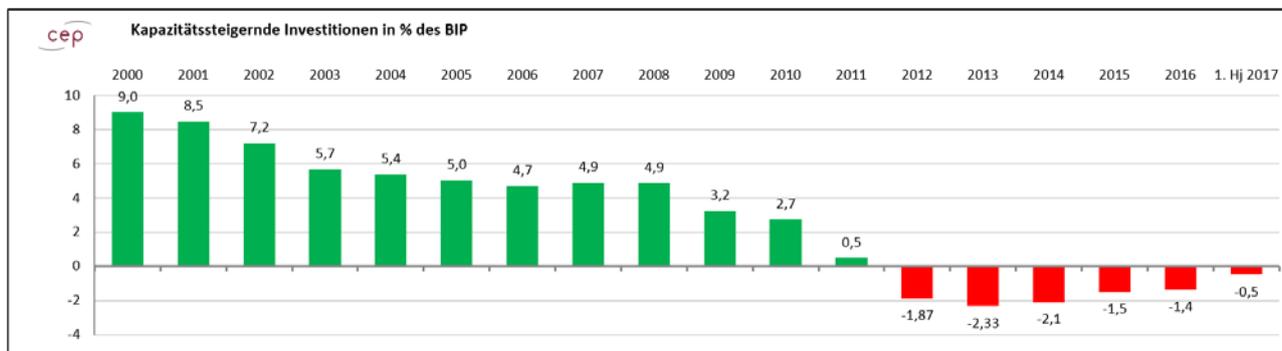
Risikokategorie 1 (grüne Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt zu. Risikokategorie 2 (gelbe Ampel) bedeutet: Die Entwicklung der Kreditfähigkeit ist unbestimmt. Risikokategorie 3 (rot-gelbe Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit nimmt ab. Risikokategorie 4 (rote Ampel) bedeutet: Die Kreditfähigkeit 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 Portugal

Überblick: Die portugiesische Kreditfähigkeit erodiert seit 2004. Diese Entwicklung setzte sich auch im ersten Halbjahr 2017 fort, wenn auch in geringerem Maße als in den Jahren zuvor.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj. 2017
Risiko-kategorie	2	3	3	2	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
I^k	9,0	8,5	7,2	5,7	5,4	5,0	4,7	4,9	4,9	3,2	2,7	0,5	-1,87	-2,33	-2,1	-1,5	-1,4	-0,5
GFS	-9,6	-8,7	-6,9	-5,2	-7,1	-8,8	-9,5	-8,9	-11,4	-9,0	-9,0	-4,0	0,01	2,32	1,0	0,3	1,0	1,0
$I^k + \text{GFS}$	-0,6	-0,2	0,7	0,5	-1,7	-3,8	-4,8	-4,0	-6,5	-5,8	-6,3	-3,5	-1,86	-0,01	-1,1	-1,2	-0,4	0,5

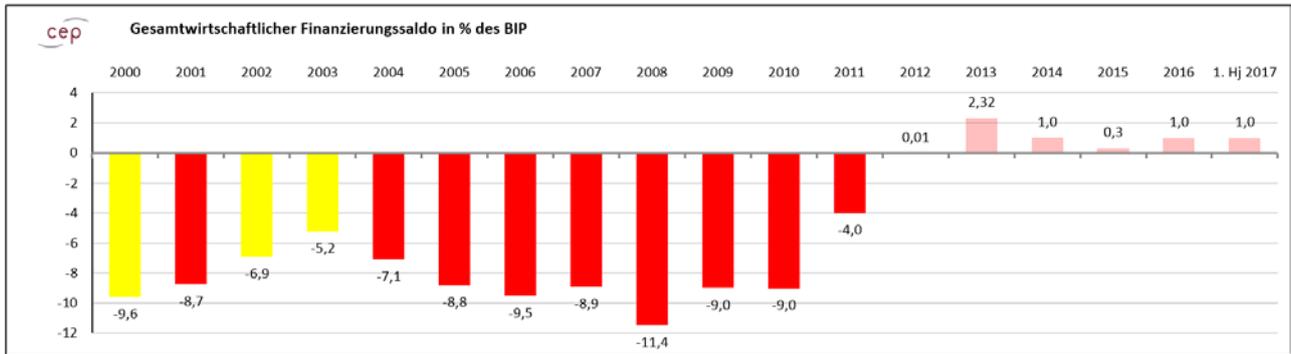
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Seit 2012 schrumpft der portugiesische Kapitalstock. Dieser negative Trend hat sich seit seinem Höhepunkt 2013, als der Kapitalstock um 2,3% zurückging, kontinuierlich verlangsamt. Im ersten Halbjahr 2017 schrumpfte er noch im Umfang von 0,5% des BIP. Wenngleich auch die Privatinvestitionen zurückgingen, ist die Hauptursache ein Einbruch bei den öffentlichen Investitionen.² Dies ist eine Folge der hohen Staatsverschuldung von rund 130% des BIP. Sie führt dazu, dass der Anteil der öffentlichen Ausgaben für Zinsen (gemessen in % des BIP) der höchste aller Mitgliedstaaten ist. Dieses Geld fehlt für öffentliche Investitionen.



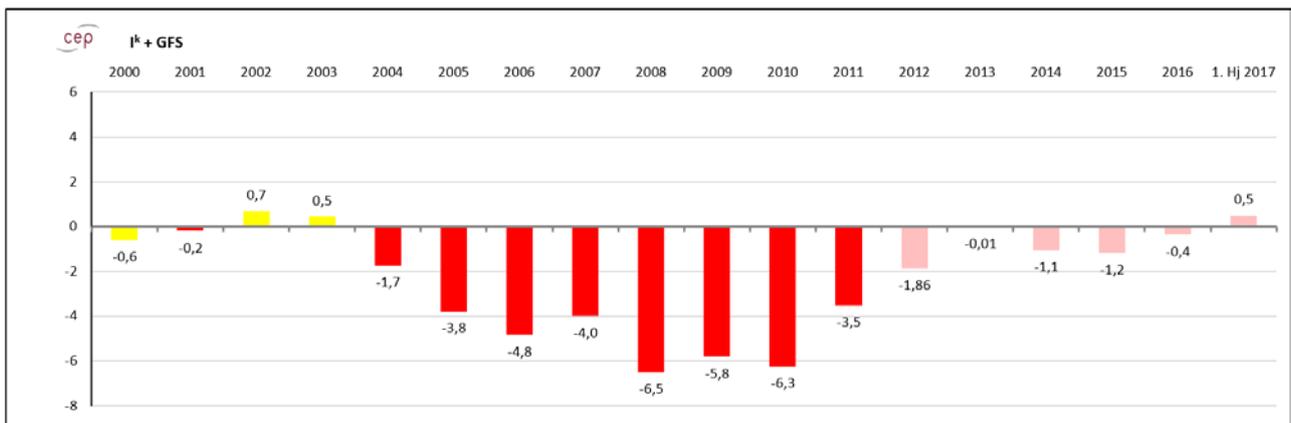
¹ Für eine ausführliche Erläuterung siehe Gerken/Kullas/Brombach (2017): cepDefault-Index, Kapitel 2.

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.

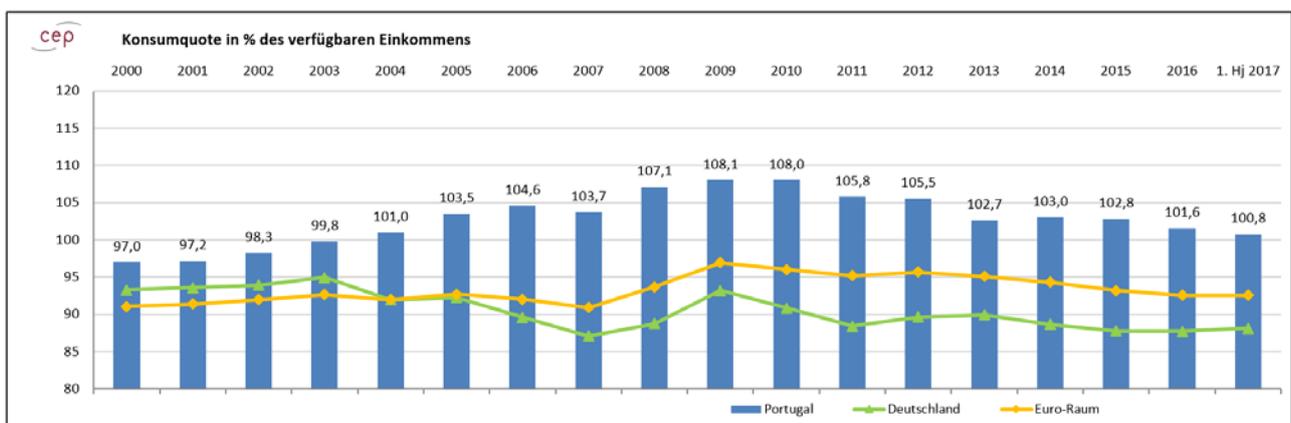
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Portugal war bis 2011 Netto-Kapitalimporteur. Seit 2012 verlässt per saldo Kapital das Land. Das Ausmaß scheint sich auf ein Prozent des BIP einzupendeln. Dieses Geld wird dringend benötigt, um den portugiesischen Kapitalstock wenigstens zu erhalten.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS war von 2004 bis 2016 negativ. Im ersten Halbjahr 2017 nahm sie zwar einen leicht positiven Wert an. Dies bedeutet jedoch nur, dass der Kapitalstock weniger stark schrumpft, als Kapital das Land verlässt.



Konsumquote: Portugals Konsum liegt seit 2004 über der kritischen Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Das Land konsumiert somit seit dreizehneinhalb Jahren über seine Verhältnisse. Zwar ist das Konsumniveau seit seinem Höhepunkt 2009 merklich gesunken, es liegt jedoch nach wie vor deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,6 % des verfügbaren Einkommens.



Befund: Die portugiesische Kreditfähigkeit erodiert seit 2004. Der Anstieg der Investitionsquote auf einen nur noch leicht negativen Wert und der Rückgang der Konsumquote auf nur noch knapp über 100% des verfügbaren Einkommens zeigen jedoch eine Tendenz zur Besserung.

Ursache: Die anhaltende Erosion der portugiesischen Kreditfähigkeit ist zum einen auf den weiterhin, wenn auch nur noch wenig schrumpfenden Kapitalstock zurückzuführen. Hierzu hat insbesondere die geringe Investitionsquote des öffentlichen Sektors beigetragen. Zum anderen konsumiert das Land nach wie vor über seine Verhältnisse, wenngleich die Konsumquote seit ihrem Höhepunkt 2009 merklich gesunken ist.

Handlungsempfehlung: Damit die Tendenz zur Besserung aufrechterhalten und die Erosion der portugiesischen Kreditfähigkeit nachhaltig gestoppt werden kann, müssen die öffentlichen Ausgaben weniger für Konsum und mehr für Investitionen verwendet werden; Spielräume hierfür würde insbesondere auch ein Abbau der hohen öffentlichen Verschuldung eröffnen, weil dadurch die Zinsausgaben des Staates sinken. Zudem müssen die Rahmenbedingungen für private Investitionen verbessert werden.