

## Kernpunkte

### Problemlage

- ▶ Die Eurozone steckt in einer existentiellen Krise. Die immer dramatischeren Rettungsaktionen, die überschuldete Euro-Staaten vor der Zahlungsunfähigkeit bewahren sollen, haben ihr Ziel, die Lage zu beruhigen, ausnahmslos verfehlt.
- ▶ Dies liegt an einer gravierenden Fehleinschätzung der Politik – und auch der Finanzmärkte – über die eigentliche Ursache der Krise. Meist wird diese Ursache in einer Überschuldung der Staatshaushalte gesehen. Dies greift deutlich zu kurz.
- ▶ Das eigentliche Problem liegt in der Erosion der Kreditfähigkeit der betroffenen Volkswirtschaften *insgesamt*. Diese haben zunehmend an Wettbewerbsfähigkeit verloren und dadurch über Jahre für Importe mehr ausgegeben als durch Exporte eingenommen. Die resultierenden Leistungsbilanzdefizite wurden im Ausland kreditfinanziert.
- ▶ Um die Kredite zurückzahlen zu können, müssten diese Volkswirtschaften durch Leistungsbilanzüberschüsse mehr einnehmen als ausgeben. Mangels Wettbewerbsfähigkeit können sie dies nicht mehr. Die Folge ist eine Erosion ihrer Kreditfähigkeit.
- ▶ Der Staat ist dabei nur der größte Einzelschuldner. Für eine belastbare Bewertung der Kreditfähigkeit ist daher nicht nur der Staatshaushalt, sondern die gesamtwirtschaftliche Situation zu betrachten.

### CEP-Default-Index

- ▶ Der CEP-Default-Index misst, wie sich die Fähigkeit der einzelnen Länder zur Rückzahlung der Auslandskredite und damit die Kreditwürdigkeit entwickelt. Die Volkswirtschaften werden in vier Risikokategorien eingeteilt.
- ▶ Der Index setzt am gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS), der den Kapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft abbildet, und am Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen ( $I^k$ ) einer Periode an.
- ▶ Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen exportieren Kapital, verzeichnen folglich einen positiven GFS. Da sie keine Auslandskredite benötigen, sind sie nicht insolvenzgefährdet (Risikokategorie 1).
- ▶ Länder mit Leistungsbilanzdefiziten benötigen ausländisches Kapital, verzeichnen folglich einen negativen GFS. Für ihre mittelfristige Kreditfähigkeit kommt es darauf an, ob mit dem ausländischen Kapital kapazitätserhöhende Investitionen finanziert werden, aus deren Wertschöpfung die Tilgung des Auslandskredits erwirtschaftet werden kann, oder Konsumgüter finanziert werden, die durch Verbrauch vernichtet werden.
- ▶ Ein positiver Wert des CEP-Default-Index bedeutet: Die kapazitätserhöhenden Investitionen eines Jahres übersteigen die Nettokapitalimporte. In diesem Fall lässt sich nicht allgemein sagen, ob die Kreditfähigkeit der Volkswirtschaft gefährdet ist oder nicht (Risikokategorie 2).
- ▶ Ein negativer Wert des CEP-Default-Index bedeutet: 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. Diese Entwicklung bedroht die Solvenz (Risikokategorie 3).
- ▶ Ein über drei oder noch mehr Jahre negativer CEP-Default-Index bedeutet: Die Solvenzbedrohung hat sich verfestigt (Risikokategorie 4).

► Für die einzelnen Euro-Länder ergibt sich folgendes Bild:

Rang	Land	CEP-Default-Index 2010	Gesamtwirtschaft- licher Finanzierungssaldo 2010	Bewertung	Trend
Kategorie 1: Länder mit positivem CEP-Default-Index und positivem GFS					
1	Estland	+12,3	+ 9,6		
2	Luxemburg	+10,7	+ 7,3		
3	Deutschland	+ 7,8	+ 5,2		
4	Niederlande	+ 7,8	+ 6,0		
5	Österreich	+ 6,9	+ 3,4		
6	Belgien	+ 4,8	+ 2,6		
7	Finnland	+ 4,4	+ 2,9		
Kategorie 2: Länder mit positivem CEP-Default-Index und negativem GFS					
8	Slowenien	+ 3,4	- 1,1		
9	Slowakei	+ 0,7	- 0,6		
10	Irland	+ 0,5	- 0,8		
Kategorie 3: Länder mit negativem CEP-Default-Index im vergangenen Jahr					
11	Frankreich	- 0,6	- 3,8		
12	Spanien	- 1,6	- 9,2		
13	Italien	- 2,5	- 4,3		
Kategorie 4: Länder mit negativem CEP-Default-Index in den vergangenen drei Jahren					
14	Malta	- 0,6	- 3,1		
15	Zypern	- 4,4	- 9,4		
16	Portugal	- 7,5	- 8,4		
17	Griechenland	- 11,6	- 10,1		