

cepStudie

CEP-Default-Index

Zur Entwicklung der Kreditfähigkeit der Euro-Länder

Lüder Gerken & Matthias Kullas

Centrum für Europäische Politik (CEP)

Kaiser-Joseph-Straße 266 | 79098 Freiburg

Telefon 0761 38693-0 | www.cep.eu

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	Gesamtwirtschaftlicher 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		

Inhaltsverzeichnis

Kernpunkte.....	2
Inhaltsverzeichnis	4
1 Die Euro-Krise	5
2 Funktion des CEP-Default-Index	8
3 Aufbau des CEP-Default-Index.....	9
3.1 Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS)	9
3.2 Kapazitätssteigernde Investitionen (I ^k)	12
3.2.1 Allgemeine Problemstellung: Verwendung der Kapitalimporte	12
3.2.2 Besondere Problemstellung: Kapazitätswirkungen von Investitionen	13
3.3 Beschränkung auf die Stromgrößen des Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldos und der kapazitätserhöhenden Investitionen.....	14
3.4 Best-Case-Annahmen für die betrachteten Länder im CEP-Default-Index.....	15
3.5 Risikokategorien des CEP-Default-Index.....	15
3.5.1 Risikokategorie 1: Die Solvenz der Volkswirtschaft nimmt zu	16
3.5.2 Risikokategorie 2: Die Entwicklung der Solvenz der Volkswirtschaft ist unbestimmt	17
3.5.3 Risikokategorie 3: Die Solvenz der Volkswirtschaft nimmt ab.....	18
3.5.4 Risikokategorie 4: Die Abnahme der Solvenz der Volkswirtschaft hat sich verfestigt	19
3.6 CEP-Default-Index und Staatsverschuldung.....	19
3.7 Auswege aus der Kreditunfähigkeit.....	20
4 Datenbasis.....	22
5 Ergebnisse	23
5.1 Übersicht der Ergebnisse für 2010.....	24
5.2 Einzelergebnisse der Euro-Länder	25
5.2.1 Risikokategorie 1	25
5.2.2 Risikokategorie 2	30
5.2.3 Risikokategorie 3	33
5.2.4 Risikokategorie 4.....	36
5.3 Vergleichsergebnisse: Euroraum, Vereinigtes Königreich und USA.....	40

1 Die Euro-Krise

Seit geraumer Zeit erlebt die Euro-Zone einen Krisenfall nach dem anderen. Es begann am 20. Oktober 2009, als die neu gewählte griechische Regierung das Haushaltsdefizit drastisch nach oben korrigierte. Trotz des Versprechens, das Defizit schnell zu verringern, senkten im Dezember die Ratingagenturen Fitch und Standard & Poor's das Rating für Griechenland von A- auf BBB+. Die Finanzmärkte verloren daraufhin das Vertrauen in die Solvenz Griechenlands, die Kreditausfallversicherungen für griechische Staatsanleihen wurden zunehmend teurer. Die deutsche Bundesregierung lehnte damals finanzielle Hilfen für Griechenland explizit ab. Als jedoch absehbar wurde, dass sich Griechenland nur noch zu für den Staat nicht mehr leistbaren Zinsen am Kapitalmarkt würde refinanzieren können, erklärte die Eurogruppe am 25. März 2010, dass Griechenland notfalls bilaterale Kredite gewährt würden, um die unterstellten Spekulationen gegen das Land zu beenden. Man hoffte damit die Märkte zu beruhigen, so dass die Risikoaufschläge für griechische Staatsanleihen fallen würden und dadurch Griechenland die Hilfe nicht in Anspruch nehmen müsse. Da diese Wirkung jedoch nicht eintrat, sich die Risikoaufschläge sogar weiter erhöhten, beantragte die griechische Regierung am 23. April 2010 die Auszahlung der Hilfgelder. Am 2. Mai verständigten sich der Internationale Währungsfonds, die Europäische Zentralbank, die EU-Kommission, die Euro-Gruppe und die griechische Regierung über Umfang, Dauer und Bedingungen des Rettungspakets für Griechenland. Danach erhält der griechische Staat bis zum 30. Juni 2013 – bilateral direkt von den anderen Euro-Staaten sowie vom IWF – Kredite in Höhe 110 Mrd. Euro. Das Rettungspaket sah vor, dass Griechenland 2012 an den Kapitalmarkt zurückkehrt. Zudem wurde festgelegt, dass die Hilfgelder nur dann geleistet werden, wenn Griechenland die im Rettungspakt vereinbarten Sparziele einhält. Der Bundestag beschloss das entsprechende Gesetz am 8. Mai 2010.

Da die Staats- und Regierungschefs befürchteten, dass die Griechenland-Krise auf andere Euro-Staaten überspringt, vereinbarten sie in der Nacht vom 8. auf den 9. Mai 2010, zudem einen Rettungsschirm mit einem Volumen von 750 Mrd. Euro einzurichten, den die Finanzminister am 10. Mai 2010 förmlich beschlossen. Er speist sich aus Kreditlinien des Internationalen Währungsfonds (250 Mrd. Euro), der Europäischen Union (60 Mrd. Euro) und der Euro-Staaten (440 Mrd. Euro) und soll bis zum 30. Juni 2013 gelten. Gerechtfertigt wurde auch dieser Rettungsschirm mit der Behauptung, dass er Spekulationen beenden müsse und werde und dass er daher nicht in Anspruch genommen werde. Beides bewahrheitete sich nicht. Am 21. November 2010 beantragte Irland als erstes Land Hilfe aus dem Rettungsschirm und erhielt 85 Milliarden Euro. Abermals hieß es, dass man die Spekulationen an den Finanzmärkten damit beendet habe und kein weiteres Land Hilfen benötigen werde. Erneut blieb die prognostizierte Beruhigung der Märkte aus. Zudem zeigte sich sehr schnell, dass die effektive Ausleihkapazität des Rettungsschirms deutlich geringer war als zuvor angenommen. Dies führte zu Bedenken, ob der Rettungsschirm seine Funktion, die Märkte zu beruhigen, erfüllen könne, insbesondere da zunehmend Zweifel an der Zahlungsfähigkeit Portugals und Spaniens, vereinzelt auch an der Solvenz Italiens und Belgiens laut wurden. Auch zeichnete sich ab, dass die Schuldenkrise nicht bis zum 30. Juni 2013 überwunden sein werde. Aus diesem Grund beschlossen die Euro-Staaten am 16. Dezember 2010 die Einrichtung eines größeren und dauerhaften Rettungsschirms, des Europäischen Stabilitätsmechanismus. Die Grundzüge seiner Ausgestaltung wurden am 24. März 2011 beschlossen. Er soll ab Juli 2013 über eine effektive Ausleihkapazität von 750 Mrd. Euro verfügen.

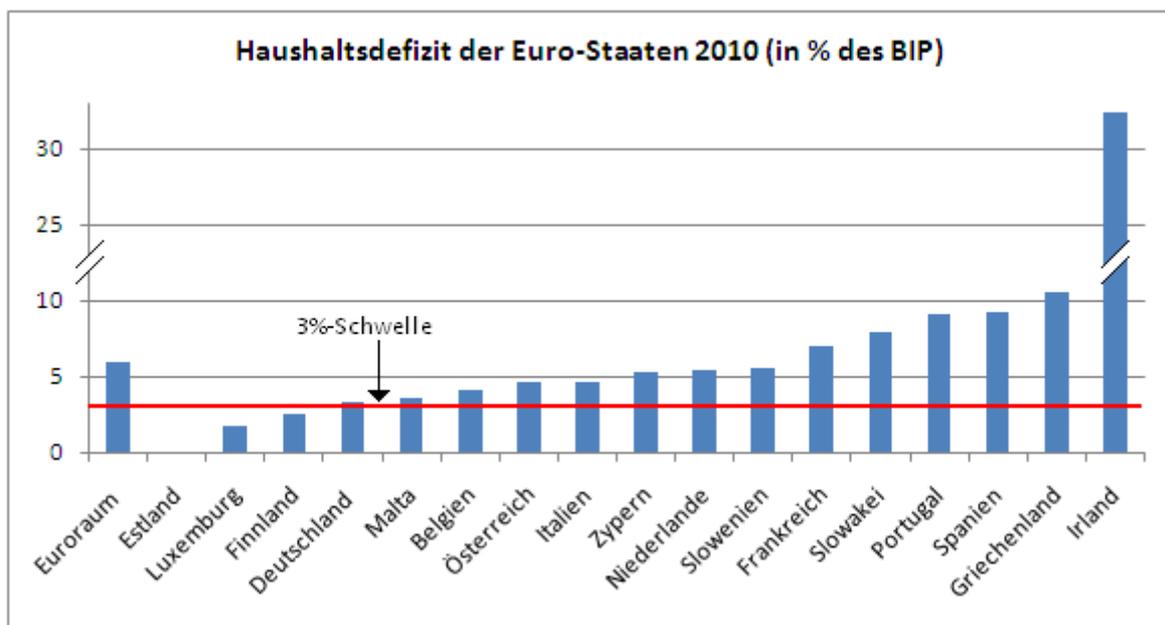
Am 6. April 2011 beantragte nach Irland auch Portugal Hilfgelder aus dem vorläufigen Euro-Rettungsschirm. Am 8. Mai 2011 wurden 78 Milliarden Euro gewährt. Parallel wurde deutlich, dass Griechenland die gesetzten Sparauflagen nicht erfüllt hat und 2012 auch nicht an den Kapitalmarkt wird zurückkehren können. Daher wurde am 24. Juni 2011 ein zweites Rettungspaket für Griechenland mit einer Größenordnung von bis zu 120 Milliarden Euro politisch vereinbart.

Die beschriebene Entwicklung zeigt, dass die Euro-Staaten immer größere Rettungspakete geschnürt haben und dass immer mehr Staaten finanzieller Beistand gewährt wurde – ohne dass die von der Politik jeweils vorausgesagten Wirkungen, eine Beruhigung der Finanzmärkte und sinkende Risikoaufschläge für Staatsanleihen, eintraten.

Es stellt sich – wenn man den Politikern zugutehält, dass sie ihre Prognosen und Versprechungen nicht wider besseres Wissen gemacht haben – in aller Dringlichkeit die Frage, warum sie so oft, so systematisch und so dramatisch irren konnten.

Gemeinhin wird die Ursache der europäischen Verschuldungskrise in der Überschuldung der Staatshaushalte gesehen. Die Staatsverschuldung ist in der Tat ein Problem. Sie betrifft jedoch nicht nur Griechenland, Irland und Portugal. So gelang es 2010 nur Finnland, Luxemburg und Estland, das Staatsdefizit unterhalb der Schwelle von 3% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu halten, die vom Stabilitäts- und Wachstumspakt als Messlatte vorgegeben wird (vgl. Abbildung 1). Das Defizit derjenigen Euro-Staaten, deren Zahlungsfähigkeit in Frage steht, ist besonders hoch. Insbesondere Irland sprengt mit einem Defizit von 32,4% des BIP den Rahmen. Aber auch die Staatsdefizite Griechenlands (10,5%), Spaniens (9,2%) und Portugals (9,1%) übertreffen die 3%-Schwelle um mehr als das Dreifache.

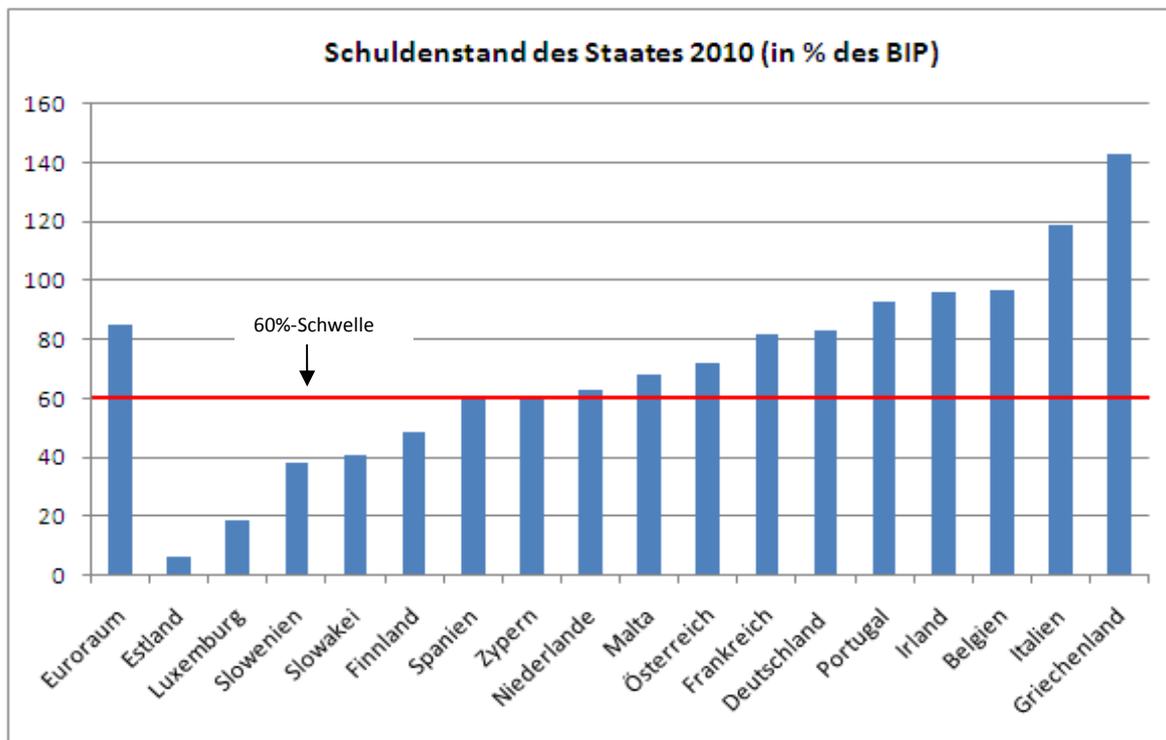
Abb. 1: Defizite der öffentlichen Haushalte in den Mitgliedstaaten des Euroraums



Quelle: Eurostat Datenbank.

Für den Schuldenstand ergibt sich noch ein etwas anderes Bild. Zwar blieben 2010 fünf Euro-Staaten – Finnland (48,4%), Slowakei (41,0%), Slowenien (38,0%), Luxemburg (18,4%) und Estland (6,6%) – unter der vom Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgegebenen Grenze von 60% des BIP (vgl. Abbildung. 2). Jedoch weisen – neben Griechenland (142,8%), Irland (96,2%) und Portugal (93,0%) – auch Belgien (96,8%) und Italien (119,0%) Schuldenstände von fast oder sogar mehr als 100% des BIP auf. Beide Staaten müssen bisher jedoch nur geringe Risikoaufschläge für ihre Staatsanleihen zahlen, da die Finanzmärkte sie weiterhin als solvent einstufen. Spanien hingegen, das mit 60,1% einen vergleichsweise geringen Schuldenstand aufweist, muss gegenwärtig höhere Risikoaufschläge zahlen als Belgien, Frankreich und Deutschland, obwohl all diese Staaten höher verschuldet sind.

Abb. 2: Schuldenstand der öffentlichen Haushalte in den Mitgliedstaaten des Euroraums



Quelle: Eurostat Datenbank.

Warum für die Beurteilung der Zahlungsfähigkeit der Euro-Staaten der kurzfristig angelegten Betrachtung der Neuverschuldung größere Bedeutung beigemessen wird als der langfristig angelegten Betrachtung der Gesamtverschuldung, ist schwer nachvollziehbar. Darin liegt jedoch nicht die eigentliche Ursache für die häufigen, systematischen und dramatischen Fehleinschätzungen der Politik über die Wirkungen ihrer Rettungsaktionen.

Der tiefere Grund für die Fehleinschätzungen liegt darin, dass die Wahrnehmung der Krisenphänomene – sowohl in der Politik als auch in der Öffentlichkeit, ja selbst an den Finanzmärkten – im allgemeinen, um es zurückhaltend auszudrücken, stark verkürzt ist:

Erstens ist die Erosion der Kreditfähigkeit der Staatshaushalte nicht allein auf verantwortungslose Schuldenaufnahmen der nationalen Regierungen und Parlamente zurückzuführen, sondern regelmäßig auch darauf, dass die betroffenen Staaten die Fähigkeit eingebüßt haben, sich durch Besteuerung der nationalen Volkswirtschaft ausreichend zu finanzieren. Die in der Vergangenheit verbreitete Vermutung, Staaten seien unbegrenzt kreditfähig, beruht auf der Annahme, dass sie sich kraft ihrer hoheitlichen Steuererhebungsgewalt nahezu beliebig Finanzmittel aus der nationalen Volkswirtschaft verschaffen können, die sie zur Bedienung der im Ausland aufgenommenen Staatskredite einsetzen können. Dieser Zusammenhang zerbricht dann, wenn die Volkswirtschaften ebenfalls vor gravierenden Problemen stehen. Ein Staat, dem mangels prosperierender Volkswirtschaft die besteuerten Quellen abhanden kommen, verfügt nicht mehr über jene Sicherheiten, die privaten, zumal ausländischen Kreditgebern in der Vergangenheit genügt haben, um ihn als kreditwürdig einzustufen.

Zweitens geht die Staatsverschuldung in den betroffenen Ländern meist einher mit einer zunehmenden Auslandsverschuldung auch großer Teile der Privatwirtschaft, insbesondere der Banken. Dieser private Kapitalbedarf ist vor allem Folge von Leistungsbilanzdefiziten, die über Kreditaufnahmen im Ausland finanziert werden. Fortbestehende Leistungsbilanzdefizite erfordern immer

neue Kreditaufnahmen im Ausland, führen also zu einer von Jahr zu Jahr höheren Verschuldung der Volkswirtschaft. Die im Ausland aufgenommenen Kredite können nur zurückgezahlt werden, wenn die Volkswirtschaft dafür die Mittel erwirtschaftet. Dies erfordert Leistungsbilanzüberschüsse. Die betroffenen Länder sind dazu jedoch meist nicht in der Lage.

Beide Phänomene, die in der politischen Debatte kaum eine Rolle spielen, haben ihre Ursache in massiven realwirtschaftlichen Verwerfungen, die in einem zunehmenden strukturellen Verlust der Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Volkswirtschaften münden.

Für die Einschätzung, welcher Staat wie lange noch am privaten Kapitalmarkt kreditfähig ist, bzw. für die Einschätzung, welcher Staat, der – wie Griechenland, Portugal und Irland – seine Kreditwürdigkeit bereits verloren hat, sich wann wieder am privaten Kapitalmarkt finanzieren kann, ist es daher unverzichtbar, nicht nur den Staatshaushalt, sondern die gesamtwirtschaftliche Situation, also die Volkswirtschaft insgesamt zu betrachten. Nur dieses Vorgehen gibt auch Auskunft darüber, wie sich die Kreditfähigkeit des Staates als des größten Einzelschuldners in dem betrachteten Land entwickelt.

2 Funktion des CEP-Default-Index

Der CEP-Default-Index misst auf der Basis der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den einzelnen Euro-Ländern, wie sich deren Kreditfähigkeit entwickelt: Er beschreibt, für welche Volkswirtschaften die Insolvenzgefahr zunimmt und für welche sie abnimmt.

Kreditfähigkeit bezeichnet im Folgenden die Fähigkeit einer Volkswirtschaft, Auslandskredite ordnungsgemäß zu bedienen, also Zinsen und Tilgung fristgerecht zu entrichten.

Im Gegensatz zur bisherigen öffentlichen Diskussion werden dabei nicht nur die Defizite der Staatshaushalte betrachtet. Vielmehr werden diese in den größeren Zusammenhang der Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaften insgesamt eingebettet. Ziel des CEP-Default-Index ist es, eine konkrete Aussage darüber zu ermöglichen, ob die Solvenz eines Euro-Landes zu- oder abnimmt.

3 Aufbau des CEP-Default-Index

Eine Volkswirtschaft ist dann solvent, wenn die Zinsen und Tilgungen für die im Ausland aufgenommenen Kredite fristgerecht gezahlt werden können. Hieran knüpft der CEP-Default-Index an. Er geht von der Prämisse aus, dass Nettokapitalimporte möglichst umfassend nicht für Konsumausgaben, sondern für Investitionen eingesetzt werden sollten, dass mit anderen Worten einem neuen Auslandskredit kapazitätserhöhende Neuinvestitionen gegenüberstehen sollten, aus deren zusätzlicher Wertschöpfung die Zinsen und die Tilgung des Kredits finanziert werden können.

Der CEP-Default-Index stellt daher zwei Werte einander gegenüber: den gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS), der den Nettokapitalbedarf der Volkswirtschaft abbildet, und die kapazitätssteigernden Investitionen (I^k):

$$\text{CEP-Default-Index} = \text{GFS} + I^k$$

Im Interesse der Vergleichbarkeit zwischen den einzelnen Euro-Ländern werden alle Werte in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) angegeben.

Nach einer näheren Erörterung der beiden Bestandteile des Index (3.1 und 3.2) wird begründet, warum es sinnvoll ist, den Index auf diese beiden Stromgrößen zu beschränken (3.3). Sodann wird die Lösung für ein statistisches Problem dargelegt (3.4), die Risikokategorien des Index erläutert (3.5) und der Bezug zur Staatsverschuldung hergestellt (3.6). Abschließend werden die für die betroffenen Staaten möglichen Wege aus der Kreditunfähigkeit kurz skizziert (3.7).

3.1 Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS)

Für Volkswirtschaften als ganze gilt letztlich das gleiche wie für Privathaushalte: Wer mehr ausgibt, als er einnimmt, muss einen Kredit aufnehmen. Auf gesamtwirtschaftliche Kategorien übertragen, bedeutet dies: Wenn in einer Volkswirtschaft die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern sowie nach Dienstleistungen die zur Verfügung stehende inländische Produktion übersteigt, muss der Mehrbedarf durch Importe gedeckt werden. Die Importe der Volkswirtschaft übersteigen in diesem Fall die Exporte. Die Volkswirtschaft greift auf die Ersparnisbildung einer anderen Volkswirtschaft zurück, die ihrerseits ihre gesamtwirtschaftliche Produktion nicht vollständig für die heimische Konsumgüter- und Investitionsnachfrage verwendet. Voraussetzung für die Deckung des Gütermehrbedarfs durch Importüberschüsse ist, dass die Volkswirtschaft sich aus dem Ausland Kapital beschafft, mit dem sie diesen Mehrbedarf finanziert.

Die Importe und Exporte von Waren werden in der Handelsbilanz, jene von Dienstleistungen in der Dienstleistungsbilanz erfasst. Beide sind Bestandteil der Leistungsbilanz. Weitere Elemente der Leistungsbilanz sind die Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die Bilanz der laufenden Übertragungen. Die Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen erfasst die Einnahmen aus dem Export von Faktorleistungen sowie die Ausgaben für den Import von Faktorleistungen. Das sind die Entlohnung inländischer Produktionsfaktoren, die im Ausland eingesetzt wurden, bzw. die Entlohnung ausländischer Produktionsfaktoren, die im Inland eingesetzt wurden. Hierunter fallen Kapitalerträge sowie Löhne und Gehälter von Grenzgängern. Die Bilanz der laufenden Übertragungen erfasst Beiträge an internationale Organisationen, z.B. den mitgliedstaatlichen Beitrag zum EU-Haushalt, und Heimatüberweisungen von Gastarbeitern. Wenn diese beiden Bilanzen ausgeglichen sind, führt ein Importüberschuss bei Waren und Dienstleistungen zu einem Leistungsbilanzdefizit und damit zu einem entsprechenden Bedarf an ausländischem Kapital.

Das Leistungsbilanzdefizit entspricht zwar im Wesentlichen dem aus dem Ausland befriedigten Kapitalbedarf, ist jedoch nicht völlig identisch mit ihm: Zu berücksichtigen sind außerdem

einmalige Vermögensübertragungen wie Schenkungen und Schuldenerlasse. Die Einbeziehung der Bilanz der Vermögensübertragungen führt zum gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS).

Der GFS lässt sich daher wie folgt berechnen¹:

$$\begin{aligned}
 & \text{Exporte von Gütern und Dienstleistungen} \\
 & - \text{Importe von Gütern und Dienstleistungen} \\
 & + \text{Einnahmen aus dem Export von Faktorleistungen} \\
 & - \text{Ausgaben für den Import von Faktorleistungen} \\
 & + \text{Laufende Vermögensübertragungen aus dem Ausland} \\
 & - \text{Laufende Vermögensübertragungen an das Ausland} \\
 & = \text{Leistungsbilanzsaldo} \\
 & + \text{Einmalige Vermögensübertragungen aus dem Ausland} \\
 & - \text{Einmalige Vermögensübertragungen an das Ausland} \\
 & = \text{Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS)}
 \end{aligned}$$

Da die einmaligen Vermögensübertragungen meist relativ gering sind, gilt näherungsweise die Faustregel: Länder mit Leistungsbilanzdefiziten haben einen negativen GFS, Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen einen positiven.

Beim GFS handelt es sich um eine Stromgröße, die die Veränderung der Auslandsverschuldung einer Volkswirtschaft misst. Sie gibt keine Auskunft über die absolute Höhe der Auslandsverschuldung.

Die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung und die europäische Statistikbehörde Eurostat ermitteln den GFS auf anderem Weg²: Von dem in der Periode nicht konsumierten verfügbaren Einkommen, also der realen Ersparnisbildung, werden die Nettoinvestitionen abgezogen. Der Saldo wird um die geleisteten und empfangenen Vermögenstransfers und um den Nettozugang an nicht produzierten Vermögensgütern bereinigt.³ Ergebnis ist ebenfalls der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo:

$$\begin{aligned}
 & \text{Ersparnisbildung} \\
 & - \text{Nettoinvestitionen} \\
 & + \text{Empfangene Vermögenstransfers} \\
 & - \text{Geleistete Vermögenstransfers} \\
 & - \text{Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern} \\
 & = \text{Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS)}
 \end{aligned}$$

Dem CEP-Default-Index liegt die Berechnungsmethode der europäischen Statistikbehörde Eurostat zugrunde, weil auch deren Daten verwendet werden.

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Bilanz der Vermögensübertragungen, www.bundesbank.de/bildung/bildung_glossar_b.php.

² Aufgrund statistischer Ungenauigkeiten können beide Berechnungsmethoden in einigen Ländern zu geringfügig abweichenden Werten führen.

³ Diese Positionen entsprechen den einmaligen Vermögensübertragungen in der obenstehenden Rechnung über die Leistungsbilanz. Eventuell unterschiedliche Zahlenwerte ergeben sich nur durch statistische Ungenauigkeiten.

Von zentraler Bedeutung ist die Leistungsbilanz: Volkswirtschaften, die ein Leistungsbilanzdefizit erwirtschaften, sind auf ausländisches Kapital angewiesen, um es zu finanzieren. Sie weisen einen negativen GFS, d.h. ein gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit, auf. Der GFS misst in diesem Fall den Umfang an Auslandskapital, das einer Volkswirtschaft aus dem Ausland zufließt und so, nach Abzug der einmaligen Vermögensübertragungen, deren Leistungsbilanzdefizit finanziert. Volkswirtschaften, die anderen Volkswirtschaften Kapital bereitstellen, weisen hingegen einen positiven GFS auf.

Ein positiver GFS, d.h. ein gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsüberschuss, erhöht die Solvenz der Volkswirtschaft, da die Auslandsforderungen zunehmen bzw. die Auslandsverbindlichkeiten abnehmen. Volkswirtschaften mit strukturell positivem GFS sind daher von Zahlungsunfähigkeit grundsätzlich nicht unmittelbar bedroht.⁴ Sie verfügen im Gegenteil über so viel Kapital, dass sie dieses anderen Volkswirtschaften zur Verfügung stellen können.

Dies wirkt sich auch positiv auf die Bonität des Staates als Schuldner aus. Der Zusammenhang zwischen dem GFS und der Bonität des Staates wird deutlich, wenn man den GFS in den Finanzierungssaldo des Staates und den Finanzierungssaldo der Privatwirtschaft aufteilt. Während der Finanzierungssaldo in nahezu allen Volkswirtschaften negativ ist, ist der privatwirtschaftliche Finanzierungssaldo – zumindest in den nicht insolvenzbedrohten Ländern – positiv. In dieser Konstellation bedeutet ein positiver GFS, dass die Kreditaufnahmen des Staates im Ausland durch die Kapitalexporte der Privatwirtschaft überkompensiert werden. Bei positivem GFS könnte daher auch die inländische Privatwirtschaft das Defizit des Staates finanzieren. Der Staat ist in diesem Fall nicht von den internationalen Kapitalmärkten abhängig, um sein Haushaltsdefizit zu finanzieren. Dies verleiht auch einem stark verschuldeten Staat eine hohe Bonität, denn mit seiner hoheitlichen Steuergewalt kann er auf die Einkommen der inländischen Volkswirtschaft zugreifen und sich so die Mittel besorgen, die er für die Bedienung seiner Schulden benötigt.

Für Volkswirtschaften mit negativem GFS, d.h. mit einem gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizit, gelten diese Zusammenhänge naturgemäß nicht. Wenn die inländische Konsumgüter- und Investitionsnachfrage über der inländischen Produktion liegt, wenn also mehr importiert als exportiert wird, verschuldet sich die Volkswirtschaft in dieser Periode bei anderen Volkswirtschaften. Eine Volkswirtschaft mit negativem GFS greift somit auf ausländische Ersparnisse zurück, um den eigenen Güterbedarf zu decken.

Bei Volkswirtschaften mit negativem GFS reicht folglich selbst ein positiver Finanzierungssaldo der Privatwirtschaft nicht aus, um das Finanzierungsdefizit des Staates zu decken. Der Staat in einer Volkswirtschaft mit negativem GFS ist somit auf Kapitalzufuhr aus dem Ausland angewiesen.

Bei negativem GFS stellt sich nicht nur für den Staat, sondern für die Volkswirtschaft insgesamt die Frage, ob sie als kreditfähig gelten kann oder nicht. Dies hängt maßgeblich davon ab, ob die Nettokapitalimporte für Konsumausgaben oder für Investitionen verwendet werden. Nur letztere führen zu einer zusätzlichen Wertschöpfung, die für die Bedienung des Auslandskredits verwendet werden kann. Der CEP-Default-Index gleicht daher den GFS der betrachteten Volkswirtschaft mit ihrem Investitionsverhalten ab.

⁴ Eine mittelbare Bedrohung kann sich hingegen daraus ergeben, dass der inländische Bankensektor in großem Umfang Kredite ins Ausland vergeben hat, die notleidend werden, und dass dadurch das inländische Bankensystem zu kollabieren droht.

3.2 Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k)

3.2.1 Allgemeine Problemstellung: Verwendung der Kapitalimporte

Länder mit negativem GFS finanzieren einen Teil ihrer Güternachfrage mit ausländischen Ersparnissen. Wenn dies eine vorübergehende, kurz anhaltende Erscheinung ist und danach der GFS wieder positiv wird, werden die ausländischen Kapitalgeber keine Sorge um die Zahlungsfähigkeit der inländischen Volkswirtschaft haben. Bei länger andauerndem negativen GFS dagegen kommt es wesentlich darauf an, wie das ausländische Kapital eingesetzt wird. Hier lassen sich drei große Kategorien unterscheiden:

- (1) **Ausländische Direktinvestitionen.** Bei ihnen investiert der ausländische Kapitalgeber unmittelbar im Inland, etwa in den Kauf oder in den Neubau einer Fabrik. Er selbst schafft mit anderen Worten einen produktiven Gegenwert, mit dem er seinen Kapitaleinsatz zurückzuholen gedenkt. Dies ist sein unternehmerisches Risiko. Direktinvestitionen haben daher keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Frage, ob eine Volkswirtschaft kreditfähig und kreditwürdig ist.

Unter diese Kategorie lassen sich auch der Erwerb ausländischer Aktien und Unternehmensobligationen sowie vergleichbare Portfolioinvestitionen fassen.

- (2) **Über Auslandskredite finanzierte inländische Investitionen.** Bei ihnen gibt ein ausländischer Kapitalanleger einem inländischen Kreditnehmer – sei es dem inländischen Staat, einer inländischen Bank oder einem inländischen Unternehmen – einen Kredit, den der inländische Kreditnehmer für ein Investitionsvorhaben einsetzt. Investitionen können den Kapitalstock einer Volkswirtschaft erhöhen und damit deren Leistungsfähigkeit und Produktivität verbessern. Wenn dadurch in den Folgeperioden das Produktionspotential der Volkswirtschaft so stark wächst, dass aus diesem Wachstum der Kredit bedient werden kann, wird die Kreditfähigkeit der Volkswirtschaft durch den negativen GFS nicht beeinträchtigt, ggf. langfristig sogar gestärkt.

Insbesondere die aufstrebenden und aufholenden Volkswirtschaften zeichnen sich durch zum Teil hohe gesamtwirtschaftliche Finanzierungsdefizite aus, die auf eine sehr rege, auslandsfinanzierte Investitionstätigkeit zurückzuführen sind. Diese Volkswirtschaften haben die Perspektive, dass der Zustand eines negativen GFS nur vorübergehend besteht und damit auch die Kreditfähigkeit der Volkswirtschaft nicht in Frage stellt.

- (3) **Über Auslandskredite finanzierte inländische Konsumausgaben.** Bei ihnen wird das aus dem Ausland stammende Kapital nicht investiv, sondern zu Konsumzwecken verwendet. Das bedeutet, dass das inländische Produktionspotential nicht gesteigert wird. Es wird kein Wachstum generiert, aus dem der Kredit bedient werden könnte. Im Gegenteil werden die Güter, die mit dem Kredit bezahlt werden, durch Verbrauch vernichtet.

Der GFS unterscheidet nicht zwischen diesen drei Verwendungsformen für ausländisches Kapital. Erschwerend kommt hinzu, dass, abgesehen von Direktinvestoren, auch die ausländischen Kapitalgeber im Regelfall nicht erfahren, ob mit ihrem Kredit Investitionen oder Konsumgüter finanziert werden. Auch die Statistikerhebungen der Staaten vermitteln diese Information nicht.

Die Unterscheidung zwischen investiven und konsumtiven Ausgaben ist aber von grundlegender Bedeutung für die Frage, ob eine Volkswirtschaft kreditfähig ist und bleibt bzw. ob sie ihre verlorene Kreditfähigkeit wiedergewinnen kann. Denn investiv eingesetzte Auslandskredite können die Voraussetzungen für ihre eigene Bedienung schaffen, konsumtiv eingesetzte dagegen nicht. Der CEP-Default-Index bietet hierfür eine Orientierung: Er bringt die Aussichten dafür zum Ausdruck,

dass eine Volkswirtschaft mit einem negativen GFS über ihre Investitionen mittelfristig die Rückflüsse für die ausländischen Kredite erwirtschaften kann.

3.2.2 Besondere Problemstellung: Kapazitätswirkungen von Investitionen

Da ein negativer GFS ohne Berücksichtigung der Investitionen keinen Rückschluss auf die zukünftige Solvenz einer Volkswirtschaft erlaubt, ist es notwendig, im CEP-Default-Index die Investitionen zu erfassen. Nicht alle Investitionen allerdings erhöhen das Produktionspotential. Zu unterscheiden ist vielmehr zwischen kapazitätssteigernden Investitionen und solchen, die die Produktionskapazität der Volkswirtschaft nicht erhöhen. Die europäische Statistikbehörde Eurostat gliedert Investitionen in drei Kategorien auf:

- Vorratsinvestitionen,
- Nettozugang an Wertsachen und
- Anlageinvestitionen.

Vorratsinvestitionen umfassen in erster Linie freiwillige und unfreiwillige Veränderungen der Lagerbestände von Unternehmen. Veränderungen der Vorratsbestände haben keinen Einfluss auf den Kapitalstock und verändern daher die Kapazität einer Volkswirtschaft nicht. Sie generieren mit anderen Worten kein Wachstum. Mit über Nettokapitalimporte finanzierten Vorratsinvestitionen werden folglich nicht die Voraussetzungen für Zinszahlungen und Tilgung der ausländischen Kredite geschaffen. Ähnliches gilt auch für den Nettozuwachs an Wertsachen. Dieser Posten erfasst die Zu- und Abgänge nichtfinanzieller Vermögensgüter, die nicht der Produktion oder dem Konsum, sondern primär der Wertanlage dienen. Dazu zählt insbesondere der Erwerb von Edelsteinen, Edelmetallen, Antiquitäten und sonstigen Kunstgegenständen. Auch eine Veränderung dieser Position hat keinen Einfluss auf die Kapazität einer Volkswirtschaft. Aus diesem Grund werden sowohl Änderungen der Vorratsinvestitionen als auch Änderungen des Nettozugangs an Wertsachen im CEP-Default-Index nicht berücksichtigt.

Die dritte Kategorie, die Anlageinvestitionen, erfasst den Erwerb neuer oder gebrauchter sowie die Veräußerung gebrauchter Anlagegüter durch gebietsansässige Produzenten. Die europäische Statistikbehörde Eurostat teilt sie in sechs Untergruppen:

- (1) Wohnungen,
- (2) Erzeugnisse der Land- und Forstwirtschaft sowie Fischerei,
- (3) Metallerzeugnisse und Maschinen,
- (4) Fahrzeuge,
- (5) sonstige Bauarbeiten und
- (6) sonstige Produkte.

Die Untergruppe (1) umfasst Gebäude, die ausschließlich oder hauptsächlich zu Wohnzwecken genutzt werden.⁵ Die Untergruppe (2) enthält Nutztiere und Nutzpflanzen, die für die Produktion benötigt werden. Die Untergruppe (3) umfasst Metallprodukte und Maschinen, die Untergruppe (4) gewerblich genutzte Fahrzeuge, die länger als ein Jahr im Produktionsprozess eingesetzt werden. Die Untergruppen 3 und 4 zusammen werden auch als Ausrüstungsinvestitionen bezeichnet. Die Untergruppe (5) umfasst Fabrik-, Geschäfts- und Verwaltungsgebäude, Lagerhäuser, Straßen und Tunnel. Die Untergruppe (6) enthält immaterielle Güter wie Software, Lizenzen und Urheberrechte.

⁵ Vgl. Circa, Europäisches System der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, insbesondere Kapitel 3 sowie die Anhänge 7.1 und IV.

Insbesondere beeinflussen Erhöhungen des Wohnungsbestandes, obwohl dieser zu den Anlageinvestitionen zählt, die Kapazität einer Volkswirtschaft nicht. Auch sie werden daher für den Investitionsbegriff, der dem CEP-Default-Index zugrundeliegt, nicht berücksichtigt. Die Ausklammerung der Wohnungsbau-Investitionen führt zudem dazu, dass Blasen auf den Märkten für Wohnimmobilien den Index nicht verzerren.

Die verbleibenden Anlageinvestitionen dagegen sind geeignet, die Kapazität der Volkswirtschaft zu erhöhen. Die dem CEP-Default-Index zugrundeliegenden kapazitätssteigernden Investitionen errechnen sich mithin wie folgt:

$$\begin{aligned}
 & \text{Investitionen} \\
 & - \text{Vorratsinvestitionen} \\
 & - \text{Nettozugang an Wertsachen} \\
 & - \text{Anlageinvestitionen in Wohnungen} \\
 & = \text{Kapazitätssteigernde Investitionen (I}^k\text{)}
 \end{aligned}$$

Alle Investitionswerte sind Nettogrößen, die sich aus den Bruttogrößen nach Abzug des Werteverzehrs durch Abschreibungen ergeben. Nur sie geben an, ob sich der Kapitalstock einer Volkswirtschaft vergrößert oder verkleinert.

Aus Gründen der sprachlichen Vereinfachung werden im Folgenden diejenigen Teile des gesamtwirtschaftlichen Einkommens, die nicht für kapazitätssteigernde Investitionen verwendet werden, als *Konsumausgaben im weiteren Sinne* bezeichnet. Sie umfassen die Konsumausgaben im eigentlichen Sinne, Vorratsinvestitionen, Nettozugänge an Wertsachen und Wohnungsbau.

Aus den beschriebenen Zusammenhängen folgt, dass sich eine Volkswirtschaft nur in dem Umfang im Ausland verschulden sollte, wie den damit einhergehenden Kapitalimporten kapazitätssteigernde Investitionen gegenüberstehen. Denn nur mit solchen Investitionen kann sich die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaft erhöhen, so dass Zinsen und Tilgung des Auslandskredits ohne eine Reduzierung des volkswirtschaftlichen Vermögens finanziert werden können.

3.3 Beschränkung auf die Stromgrößen des Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldos und der kapazitätserhöhenden Investitionen

Der CEP-Default-Index betrachtet die Entwicklung der Kreditfähigkeit über die letzten zehn Jahre. Er bildet also Stromgrößen ab. Dabei beschränkt er sich mit dem GFS und den kapazitätserhöhenden Investitionen strikt auf die beiden zentralen Einflussgrößen für die Solvenz einer Volkswirtschaft.

Vordergründig mag man hierin den Nachteil sehen, dass weitere eventuelle Einflussfaktoren für die Solvenz nicht erfasst werden und dass Aussagen zwar über die *Entwicklung* der Kreditfähigkeit im Zeitablauf gemacht werden können, nicht aber über den *Solvenz-Zustand* der Volkswirtschaft.

Bei näherer Betrachtung trifft dies jedoch nicht zu. Denn der Verzicht auf die Einbeziehung diverser harter und weicher potentieller Einflussfaktoren macht die andernfalls zwingende – notwendig willkürliche – Gewichtung dieser verschiedenen Faktoren obsolet, wie sie etwa von den Ratingagenturen vorgenommen werden muss. Im Übrigen lassen sich auch mit der Einbeziehung einer Vielzahl von Determinanten für die Kreditfähigkeit – wie die jüngste Vergangenheit gezeigt hat – zuverlässige, belastbare Aussagen über den *Solvenz-Zustand* von Kreditnehmern meist gar nicht oder zumindest nicht ausreichend frühzeitig treffen. Stromgrößen dagegen beschreiben die

Entwicklung im Zeitablauf. So kann der Index messen, ob sich eine Volkswirtschaft in Richtung Insolvenz bewegt oder ob sie sich dank durchgreifender struktureller Reformen davon entfernt.

Zudem sind nicht die Bestands-, sondern die Stromgrößen Hauptgrundlage für die direkte und indirekte Besteuerung. Dies gilt insbesondere für das Privatvermögen: In nennenswertem Umfang kann der Staat nur dessen Erträge besteuern, nicht jedoch die Substanz. Eine Substanzbesteuerung beispielsweise der privaten Sparguthaben etwa wäre in einer demokratischen Gesellschaft politisch nicht durchsetzbar. Letztlich nicht ermittelbar ist – gerade in insolvenzbedrohten Ländern – auch der Veräußerungswert von Staatsvermögen, das für einen Einmaleffekt herangezogen werden soll, um die Schuldenlast zu reduzieren – ganz abgesehen davon, ob die Veräußerung politisch durchsetzbar ist.

3.4 Best-Case-Annahmen für die betrachteten Länder im CEP-Default-Index

Der CEP-Default-Index vergleicht den Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo mit den kapazitätssteigernden Investitionen einer Volkswirtschaft:

$$\text{CEP-Default-Index} = \text{GFS} + I^k$$

Aus den offiziellen Statistiken lassen sich die empirischen Werte für den GFS und 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. Mit Auslandskrediten dagegen, die für Konsumausgaben verwendet wird, wird kein Wert geschaffen, über den die Zinszahlungen und die Rückzahlung des Kredites erwirtschaftet werden können. In diesem Fall muss für die Bedienung des Auslandskredits auf andere Quellen zurückgegriffen werden.

Um letztlich nicht belastbare Schätzungen zu vermeiden, wird für den CEP-Default-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, das deren Bedienung ermöglichen kann.

Dies führt zu einer systematischen Verzerrung: Der Index lässt die Volkswirtschaft mit großer Wahrscheinlichkeit gesünder aussehen, als sie 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.

3.5 Risikokategorien des CEP-Default-Index

Der CEP-Default-Index gleicht für das betrachtete Land die kapazitätssteigernden Investitionen eines Jahres mit dem GFS ab, indem er prüft, ob die kapazitätssteigernden Investitionen die Nettokapitalimporte übersteigen (positiver Wert) oder darunter liegen (negativer Wert). Er sagt mit anderen Worten aus, in welchem rechnerisch maximal möglichen Umfang ausländische Kredite für kapazitätssteigernde Investitionen eingesetzt werden.

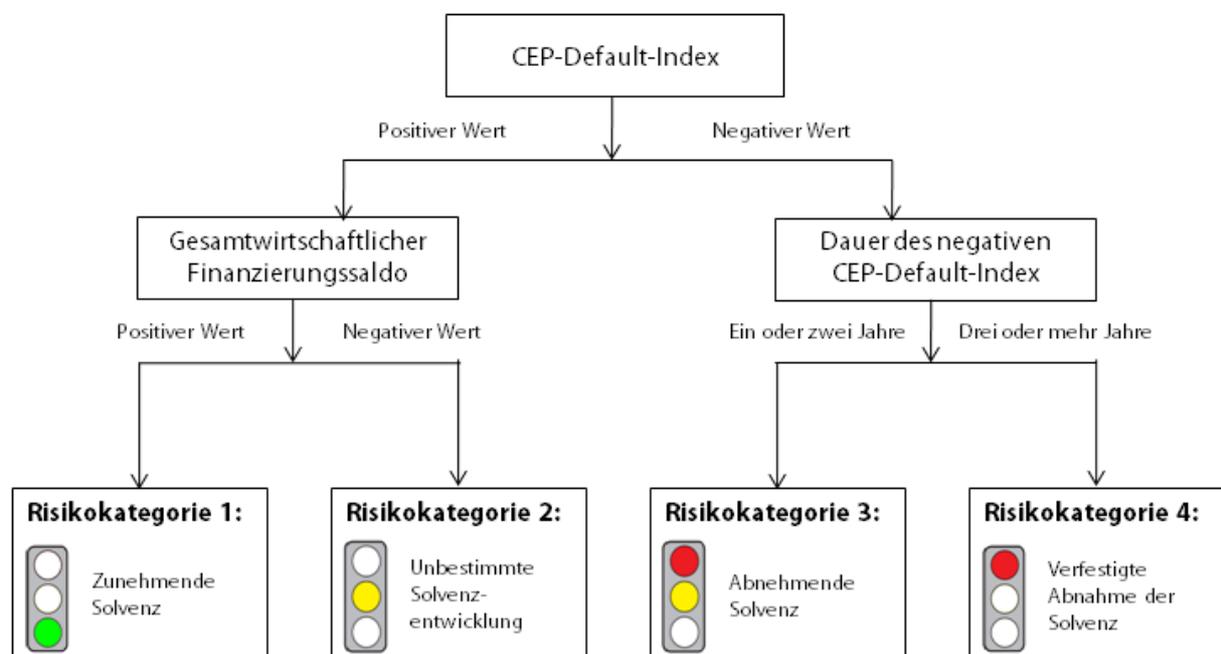
Je weniger ein Kapitalimportüberschuss durch kapazitätserhöhende Neuinvestitionen gedeckt ist und je länger ein solcher Zustand andauert, desto größer ist die Gefahr, dass das betrachtete Land seine Auslandskredite nicht ordnungsgemäß bedienen kann.

In einer geschlossenen Volkswirtschaft entspricht der Index dem Volumen der kapazitätssteigernden Investitionen. Denn der GFS ist Null. In einer offenen Volkswirtschaft dagegen kann und wird der CEP-Default-Index Werte annehmen, die vom Volumen der kapazitätssteigernden Investitionen abweichen.

Ein negativer Indexwert besagt: Der Nettokapitalimport der Volkswirtschaft übersteigt das Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen. Mehr als 100% des im Inland erwirtschafteten Einkommens werden folglich konsumiert; der darüber hinausgehende Konsum wird mit Auslandskrediten finanziert, denen insoweit keine Schaffung von Werten gegenübersteht. Nicht nur das im Inland erwirtschaftete Einkommen, sondern auch ein Teil des Nettokapitalimports wird durch Konsum verbraucht. Die Volkswirtschaft lebt über ihre Verhältnisse.

Die betrachteten Volkswirtschaften werden in vier Risikokategorien unterteilt, die sich danach unterscheiden, ob und in welchem Maß ihre Solvenz zu- oder abnimmt. Dies bemisst sich danach, ob der CEP-Default-Index positiv oder negativ ist. Im ersten Fall wird zusätzlich danach unterschieden, ob der GFS positiv (3.5.1) oder negativ (3.5.2) ist. Im zweiten Fall wird zusätzlich danach unterschieden, ob negative Indexwerte über ein oder maximal zwei Jahre aufgetreten sind (3.5.3) oder ob sie bereits seit drei oder mehr Jahren vorliegen (3.5.4).

Abb. 3: Der CEP-Default-Index und die daraus resultierenden Risikokategorien



3.5.1 Risikokategorie 1: Die Solvenz der Volkswirtschaft nimmt zu

In der Kategorie 1 ist nicht nur der CEP-Default-Index, sondern auch der GFS positiv. Bei positivem GFS exportiert die Volkswirtschaft netto Kapital. In diesem Fall ist die Kreditfähigkeit grundsätzlich nicht in Frage zu stellen, da eine solche Volkswirtschaft Auslandsforderungen auf- oder Auslandsverbindlichkeiten abbaut.

Theoretisch ist die inländische Volkswirtschaft daher auch in der Lage, im Ausland aufgenommene Staatskredite zu ersetzen; der Staat ist nicht auf ausländische Kapitalgeber angewiesen. Dies gilt letztlich auch unabhängig von der Höhe der Staatsverschuldung.

Ein Beispiel hierfür ist Belgien, das eine sehr hohe Staatsverschuldung aufweist, gleichzeitig aber auch einen positiven GFS (s.u. 5.2.1). Die Zweifel an der Bonität des belgischen Staates lassen sich daher allenfalls auf die Befürchtung zurückführen, dass dieser Staat zerbrechen und deshalb seine Auslandsschulden nicht mehr begleichen könnte. Die volkswirtschaftlichen Daten indessen rechtfertigen Zweifel an der Bonität nicht.

Volkswirtschaften mit positivem GFS werden in die Kategorie 1 „Zunehmende Solvenz“ eingeordnet.

3.5.2 Risikokategorie 2: Die Entwicklung der Solvenz der Volkswirtschaft ist unbestimmt

In der Kategorie 2 ist zwar der GFS negativ, der CEP-Default-Index allerdings positiv. Bei negativem GFS liegen Kapitalimportüberschüsse vor. Für diese Konstellation, bei der sich die inländische Volkswirtschaft im Ausland verschuldet, ist wesentlich, wofür die Kapitalimportüberschüsse eingesetzt werden. Der positive Wert des CEP-Default-Index in dieser Risikokategorie bedeutet, dass das Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen das Volumen des Kapitalimportüberschusses übersteigt.

Wie ein solcher Wert im Hinblick auf das Insolvenzrisiko zu bewerten ist, lässt sich an dem theoretischen Fall ersehen, dass der Index den Wert Null annimmt. In diesem Fall ist der Nettoumfang der Kapitalimporte identisch mit der Gesamtsumme der kapazitätssteigernden Investitionen, die zu einer Erhöhung des Produktionspotentials führen und über zusätzliche Wertschöpfung eine Rückzahlung von Krediten ermöglichen.

Unter der – rechnerischen, durchaus realitätsfernen – Annahme, dass alle inländischen Investitionen vom Ausland finanziert werden (also dass das inländische Einkommen vollständig konsumiert wird), erreicht das Investitionsvolumen gerade das Volumen der aufgenommenen Auslandskredite.

Im Falle einer Investitionsrendite, die im Durchschnitt dem Fremdkapitalzins entspricht⁶, wird die gesamte durch Neuinvestitionen erzielte Wertschöpfung benötigt, um die Auslandskredite zu bedienen. Es bleibt kein Raum für Wohlstandsgewinne oder Reinvestitionen im Inland.

Ein Indexwert von Null ist problematischer, als es den Anschein hat. Denn er bedeutet, dass auch all jene privat erwirtschafteten zusätzlichen Wertschöpfungen, die aus mit inländischem Eigenkapital finanzierten Investitionen resultieren, abgeschöpft werden müssten, um sie den ausländischen Kreditgebern zukommen zu lassen. Dies könnte allenfalls der Staat durch eine 100-prozentige Besteuerung leisten. Diese ist in einer rechtsstaatlichen marktwirtschaftlichen Ordnung kaum durchsetzbar.

Bei einem positiven Indexwert in der Nähe von Null ändert sich dieser Befund nicht grundsätzlich. Auch bei einem solchen Wert ist daher davon auszugehen, dass die Volkswirtschaft nicht in der Lage ist, die in der fraglichen Periode aufgenommenen Kredite aus der Wertschöpfung der

⁶ Belastbare empirische Daten über die gesamtwirtschaftliche Rendite gibt es verständlicherweise nicht. Die Annahme einer im Durchschnitt dem Fremdkapitalzins entsprechenden Rendite ist nicht ganz abwegig. Denn erstens erzielt ein Großteil der Investitionen – vor allem solche des Staates – keine eigene Rendite, über die sich die für die Investition aufgenommenen Kredite zurückzahlen ließen. Zweitens erfüllen bei weitem nicht alle Investitionen die in sie gesetzten Renditeerwartungen. Drittens schließlich ist der Fremdkapitalzins gerade für insolvenzbedrohte Volkswirtschaften aufgrund von Risikoaufschlägen besonders hoch, so dass auch die Investitionsrendite in diesen Ländern besonders hoch zu sein hätte, um die Annahme zu erfüllen.

Neuinvestitionen zu bedienen. Ein (geringfügig) positiver Wert bedeutet folglich keine Entwarnung für die Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft.

Ein Beispiel für diese Konstellation ist der augenblickliche Zustand Irlands (s.u. 5.2.2). Zwar ist der CEP-Default-Index für Irland auch 2010 noch leicht positiv, so dass Irland formal weiterhin der Risikokategorie 2 zuzuordnen ist. Gleichwohl hat das Land das Vertrauen der internationalen Kapitalanleger verloren und musste die Hilfe des Rettungsschirms von Euro-Staaten, EU und IWF in Anspruch nehmen.

Ab welchem positiven Wert die Kreditfähigkeit gewährleistet ist, kann nicht allgemeingültig gesagt werden. Dies hängt nicht zuletzt davon ab, wie hoch der GFS ist, wie hoch die Investitionsquote ist und in welchem Umfang die Auslandskredite für Konsumausgaben i.w.S. verbraucht werden. Gerade letzteres lässt sich nicht belastbar ermitteln. Für den CEP-Default-Index wird daher darauf verzichtet, eine nach dem Index-Wert differenzierende Aussage über die Kreditfähigkeit der betrachteten Volkswirtschaft zu machen, wenn diese einen positiven Index-Wert aufweist. Vielmehr fallen Volkswirtschaften mit positivem Indexwert und negativem GFS in die Kategorie 2 „Unbestimmte Entwicklung der Solvenz“.

Dessen unbeschadet lassen sich jedoch im Einzelfall anhand der Entwicklung des Index und der Investitionsquote im Zeitablauf zumindest Indizien darüber gewinnen, in welche Richtung sich das Land bewegt.

3.5.3 Risikokategorie 3: Die Solvenz der Volkswirtschaft nimmt ab

Wenn der CEP-Index einen negativen Wert annimmt, übersteigt der GFS, also der Nettoumfang der neu aufgenommenen Auslandskredite, den Umfang der kapazitätssteigernden Investitionen. Dies bedeutet zwingend, dass rechnerisch neben dem vollständigen im Inland erwirtschafteten Einkommen zumindest auch ein Teil der Kapitalimporte für Konsumausgaben i.w.S. verbraucht wird.

Denn nicht einmal unter der – theoretischen, realitätsfernen – Annahme des günstigsten Falles, dass alle inländischen Investitionen vom Ausland finanziert werden, erreicht das Investitionsvolumen das Auslandskreditvolumen. Selbst in diesem Extremfall, in dem das gesamte inländische Einkommen für Konsumausgaben i.w.S. verbraucht wird, wird auch ein Teil der Kapitalimporte konsumiert und steht nicht für Kapazitätssteigerungen, aus denen die Zins- und Tilgungszahlungen für den Auslandskredit finanziert werden könnten, zur Verfügung.

Die Realität wird für die fragliche Volkswirtschaft noch ungünstiger aussehen: Mit großer Wahrscheinlichkeit wird ein Teil des inländischen Einkommens für Investitionen verwendet werden, so dass der Anteil der Kapitalimporte, die für Investitionen eingesetzt werden, noch geringer ist.

Beispiel: Liegt der CEP-Default-Index einer Volkswirtschaft bei minus eins (–1% des BIP) und beträgt der GFS dieser Volkswirtschaft minus drei (–3% des BIP), dann wird – bereits unter der rechnerischen Annahme, dass alle Investitionen auslandsfinanziert sind – neben dem gesamten inländischen Einkommen auch ein Drittel der Kapitalimporte für Konsum i.w.S. ausgegeben. Unter Verzicht auf die (für die Volkswirtschaft günstige) Annahme, dass alle Investitionen auslandsfinanziert sind, wird sogar – wahrscheinlich deutlich – mehr als ein Drittel der Kapitalimporte für Konsum ausgegeben.

Konsumausgaben zeichnen sich dadurch aus, dass sie keine Werte schöpfen, mit denen sich Kredite zurückzahlen lassen. Dies bedeutet, dass bei rein periodenbezogener Betrachtung keine Kreditfähigkeit vorliegt.

Unter der Annahme, dass die gesamtwirtschaftliche Rendite aller getätigten – privaten und staatlichen – Investitionen im statistischen Mittel dem Fremdkapitalzins entspricht, heißt dies, dass die Volkswirtschaft nicht in der Lage ist, die in der fraglichen Periode aufgenommenen Kredite aus der Wertschöpfung der Neuinvestitionen zu bedienen.

Eine Volkswirtschaft mit negativen Indexwerten hat – vor allem, wenn der negative Wert Resultat einer mehrjährigen Abwärtsbewegung ist – erheblichen Bedarf an strukturellen, realwirtschaftlichen Reformen, wenn sie nicht vollends in die Kreditunfähigkeit abgleiten will. Länder mit einem CEP-Default-Index, der erstmals oder im zweiten Jahr negativ ist, fallen in die Kategorie 3 „Abnehmende Solvenz“.

3.5.4 Risikokategorie 4: Die Abnahme der Solvenz der Volkswirtschaft hat sich verfestigt

Ein Indexwert, der nur einmalig negativ ist, wird im Regelfall noch nicht in die Kreditunfähigkeit münden, sofern die Volkswirtschaft in früheren Jahren ausreichendes Vermögen aufgebaut hat, von dessen Substanz sie zehren kann. Ein abwärts weisender Trend in der Entwicklung der Indexwerte, der in eine bereits länger anhaltende Phase mit negativen Werten geführt hat, kann jedoch die zukünftige Kreditfähigkeit sehr wohl in Frage stellen. Je länger der CEP-Default-Index negativ oder auch nur Null ist, desto größer ist die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit.

Eine Festlegung, nach wie vielen Jahren negative Werte als kritisch anzusehen sind, lässt sich nicht allgemeingültig treffen. Für den CEP-Default-Index wurde eine Schwelle von drei Jahren festgelegt: Wenn der Index drei Jahre lang in Folge negative Werte annimmt, ist von einer Verstetigung und Verfestigung der Entwicklung auszugehen.

In diesem Fall sind strukturelle, realwirtschaftliche Reformen dringend geboten, denn erfahrungsgemäß dauert es seinerseits etliche Jahre, bis sich solche Reformen in der tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklung niederschlagen und dazu führen, dass das Volumen der kapazitätssteigernden Investitionen deutlich steigt. Die Dauer von drei Jahren wurde auch deshalb gewählt, weil selbst ein Indexwert von Null oder geringfügig über Null keinesfalls bedeuten muss, dass die betrachtete Volkswirtschaft kein Zahlungsfähigkeitsproblem habe. Eine solche Aussage ist nur und erst möglich, wenn auch der GFS den negativen Bereich hinter sich lässt.

Länder mit einem CEP-Default-Index, der seit drei Jahren negativ ist, fallen daher in die Kategorie 4 „Verfestigte Abnahme der Solvenz“.

3.6 CEP-Default-Index und Staatsverschuldung

Der CEP-Default-Index misst die Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft insgesamt. Er ist damit nicht auf die zu enge Frage beschränkt, ob (statt der Volkswirtschaft insgesamt) „nur“ der Staat insolvenzbedroht ist.

Grundsätzlich führt die Kreditunfähigkeit der Volkswirtschaft freilich auch zur Kreditunfähigkeit des Staates, dem größten Einzelschuldner des Landes. Denn Kreditunfähigkeit tritt ein, wenn das Land – wegen eines Nettokapitalimportvolumens, das strukturell das Volumen der kapazitätssteigernden Investitionen übersteigt – auch mittelfristig nicht in der Lage ist, seinen negativen GFS zu verringern, was zur Folge hat, dass die volkswirtschaftliche Auslandsverschuldung immer weiter zunimmt.

Unmittelbar kann daran auch der Staat nichts ändern. Denn er ist nicht in der Lage, die Leistungsbilanzüberschüsse selbst zu erwirtschaften, zu denen die Volkswirtschaft nicht imstande ist, die aber

erforderlich sind, um die aufgenommenen Auslandskredite zurückzuzahlen und so die Kreditfähigkeit zu bewahren oder zurückzugewinnen. Es ist insoweit folglich sekundär, ob die Auslandsverschuldung vom Staat oder von der Privatwirtschaft verursacht wird.

Ein CEP-Default-Index unter Null ist somit – zumal im Falle der strukturellen, mehrjährigen Verfestigung – ein Indiz dafür, dass auch der Verlust der Kreditfähigkeit des Staates droht oder bereits eingetreten ist.

Mittelbar und mittel- bis langfristig hat der Staat allerdings sehr wohl die Möglichkeit, auf die Kreditfähigkeit der Volkswirtschaft Einfluss zu nehmen: Durch realwirtschaftliche Strukturreformen kann er die Voraussetzungen für zukünftiges Wachstum schaffen, aus dem die Auslandskredite bedient werden können. Solche Reformen erleichtern es nicht nur bestehenden inländischen Unternehmen, auf den internationalen Gütermärkten wettbewerbsfähiger zu werden, sondern erhöhen auch die Standortattraktivität für ausländische Investoren.

Diese Zusammenhänge gelten anders herum nicht zwingend. Wenn der GFS negativ ist, lässt sich nicht ausschließen, dass der Staatshaushalt trotz positivem CEP-Default-Index insolvenzbedroht ist. Denn die eventuelle Aussicht, dass der GFS aufgrund hoher Investitionen mittelfristig ausgeglichen wird, kann bei übermäßigem Ausgabengebahren des Staates von den ausländischen Kreditgebern als nicht ausreichend wahrgenommen werden, um das Vertrauen in die Fähigkeit des Staates zu bewahren, die Kredite zu bedienen.

Eine wichtige Eigenschaft des Index besteht darin, dass er im Falle einer Verringerung des GFS, die durch die Verringerung des staatlichen Haushaltsdefizits und damit der gesamtwirtschaftlichen Nettoneuverschuldung im Ausland erreicht wird, explizit danach differenziert, ob die Reduktion der Staatsausgaben über Einsparungen im konsumtiven oder im investiven Bereich vorgenommen wird: Bei einer Reduktion der konsumtiven Staatsausgaben steigt der Index an. Bei einer Reduktion der Investitionsausgaben dagegen ändert sich der Indexwert nicht.

3.7 Auswege aus der Kreditunfähigkeit

Die eigentliche Ursache der verloren gegangenen Kreditfähigkeit liegt in der abhanden gekommenen Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Volkswirtschaften. Diese Entwicklung wiederum ist zurückzuführen auf zu hohe Lohnstückkosten und zu geringe Innovationstätigkeiten, verbunden mit Überregulierung und Bürokratie. Dieser Befund ist nicht neu. In vergangenen Jahrzehnten wurde das Problem freilich über Währungsabwertungen gelöst. In der Eurozone ist dies nicht mehr möglich.

Die Veräußerung staatlichen Vermögens und ein partieller Schuldenerlass ändern nichts an dem eigentlichen Problem der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft. In beiden Fällen handelt es sich um Einmaleffekte, die nicht beliebig wiederholbar sind.

Bei einem Verkauf von Immobilien an ausländische Kapitalgeber etwa handelt es sich um einmalige Vermögensübertragungen an das Ausland (s. 3.1), die den GFS nur im Jahr des Verkaufs verringern würden. Bereits im Folgejahr wäre diese Wirkung verpufft.⁷ Im Übrigen weiß niemand, welchen Veräußerungswert insbesondere die staatlichen Vermögensbestände in von Insolvenz bedrohten Volkswirtschaften tatsächlich besitzen.

⁷ Allenfalls könnte eine Privatisierung von Staatsunternehmen auf lange Sicht die Wettbewerbsfähigkeit des Landes erhöhen, wenn man unterstellt, dass privat betriebene Unternehmen eine höhere Effizienz aufweisen als staatliche.

Ein Schuldenerlass würde nur dann die Volkswirtschaft entlasten, wenn er so umfassend ausfiele, dass der GFS durch den Wegfall der erlassenen Zins- und Tilgungszahlungen an das Ausland statt negativer positive Werte annähme, das Land also jährliche Finanzierungsüberschüsse erzielen könnte. Dies erscheint unrealistisch.

Griechenland würde nicht einmal der Erlass sämtlicher Staatsschulden helfen. Denn in diesem Fall hätte sich das griechische Staatsdefizit 2010 noch immer auf 4,9% des BIP belaufen, so dass sofort neue Auslandskredite hätten aufgenommen werden müssen. Mangels Kreditfähigkeit wäre dies nicht möglich gewesen.

Es verbleiben daher nur drei Auswege, die allesamt schmerzhaft Anpassungsprozesse – allerdings jeweils bei unterschiedlichen Betroffenen in unterschiedlichen Volkswirtschaften – hervorrufen:

- (1) die drastische und sofortige Reduktion der Lohnstückkosten und von Regulierung,
- (2) der Austritt aus der Eurozone und die Wiedereinführung einer nationalen Währung bei gleichzeitiger Abwertung,
- (3) die dauerhafte Alimentierung durch einen Staatenfinanzausgleich zwischen den Euro-Staaten.

Wenn man die Kreditfähigkeitslücken der von Insolvenz bedrohten Volkswirtschaften zusammenzählt, ergibt sich als Orientierung für die Größenordnung eines Staatenfinanzausgleichs eine Summe von 108 Mrd. Euro allein für 2010.

4 Datenbasis

Der CEP-Default-Index basiert im Wesentlichen auf den offiziellen Statistikdaten von Eurostat. Einige wenige Daten, die Eurostat nicht bereitstellt, wurden der Ameco-Datenbank der Europäischen Kommission entnommen oder geschätzt. Letzteres führt, wenn überhaupt, allenfalls zu marginalen Abweichungen, da die geschätzten Positionen mit einem vernachlässigbaren Gewicht in den Index einfließen. Die folgende Tabelle stellt die Datenbasis für die verwendeten Kennzahlen dar.

Tab. 1 Datenbasis

Länder		Zeitraum	Datenbank
Bruttoinlandsprodukt			
alle Länder		2001–2010	Eurostat
Bruttoinvestitionen			
alle Länder		2001–2010	Eurostat
Bruttoanlageinvestitionen insgesamt			
alle Länder		2001–2010	Eurostat
Bruttoanlageinvestitionen in Wohnungen			
alle Länder		2001–2010	Eurostat
außer:	Belgien	2001–2010	Ameco
	Frankreich, Irland	2010	
	USA	2001–2009	Wert aus 2009
	2010		
Abschreibungen			
alle Länder		2001–2010	Eurostat
außer:	Luxemburg	2010	Ameco
Nettosparen			
alle Länder		2001–2010	Eurostat
außer:	Euroraum gesamt	2008–2010	Ameco
	Luxemburg, Malta	2001–2010	
Nettozugang an nicht produzierten Vermögensgütern			
alle Länder		2001–2010	Eurostat
außer:	Luxemburg, Malta, USA	2001–2010	Null (Schätzung)
Saldo der Vermögenstransfers mit der übrigen Welt			
alle Länder		2001–2010	Eurostat
außer:	Euroraum gesamt	2008–2010	Ameco
	Malta, USA	2001–2010	
	Luxemburg	2002–2010	
		2001	Null (Schätzung)
Datenstand 28. Juni 2011			

5 Ergebnisse

Kapitel 5.1 enthält eine Übersicht über die Entwicklung der Kreditfähigkeit aller Euro-Länder im Jahre 2010 sowie den Entwicklungstrend, der sich aus den empirischen Werten des CEP-Default-Indexes von 2001 bis 2010 ergibt.

Kapitel 5.2 gibt einen Überblick über die Entwicklung in jedem einzelnen Euro-Land. Dabei werden die Länder in der Reihenfolge ihres Rangs in den beschriebenen Risikokategorien behandelt. Von den nicht insolvenzgefährdeten Ländern der Risikokategorie 1 werden nur die Ergebnisse für Deutschland und Belgien, dessen Bonität bisweilen in Frage gestellt wird, kommentiert. Die dortigen Ausführungen lassen sich analog auf die übrigen Länder der Risikokategorie 1 übertragen.

Kapitel 5.3 enthält zum Vergleich die Ergebnisse für die Eurozone, das Vereinigte Königreich und die USA. Die Daten der Eurozone wurden aus den Werten jeweils derjenigen Länder aggregiert, die im fraglichen Jahr Mitglied der Währungsunion gewesen sind.

5.1 Übersicht der Ergebnisse für 2010

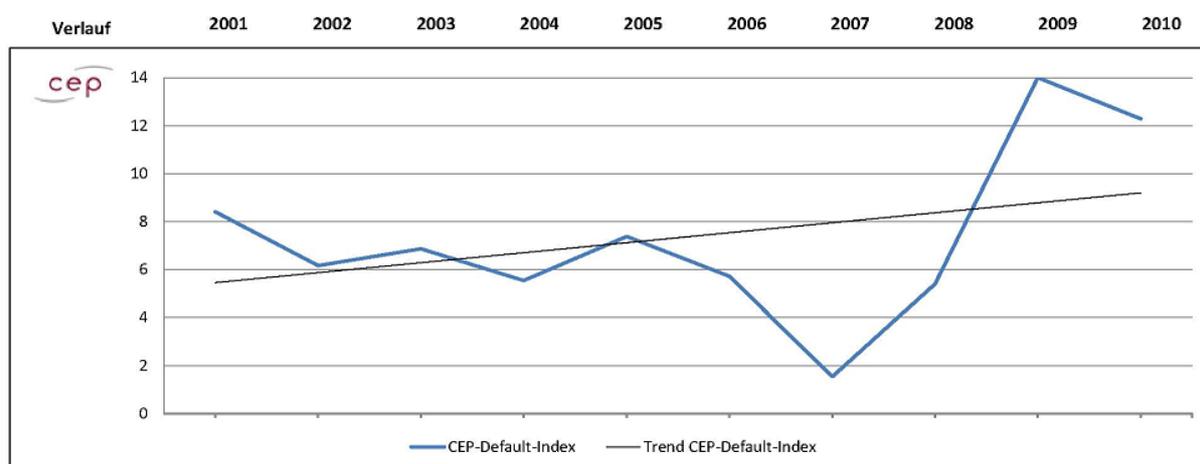
Rang	Land	CEP-Default-Index 2010	Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo 2010	Bewertung	Trend
Kategorie 1: Länder mit positivem CEP-Default-Index und positivem GFS					
1	Estland	+12,3	+ 9,6		
2	Luxemburg	+10,7	+ 7,3		
3	Deutschland	+ 7,8	+ 5,2		
4	Niederlande	+ 7,8	+ 6,0		
5	Österreich	+ 6,9	+ 3,4		
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		

5.2 Einzelergebnisse der Euro-Länder

5.2.1 Risikokategorie 1

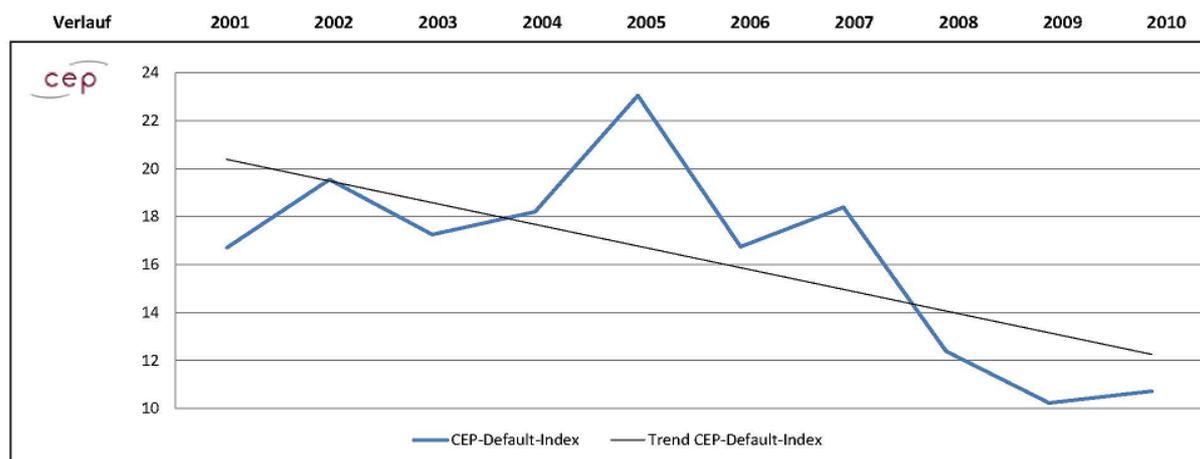
Estland

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-4,8	-9,9	-10,7	-10,7	-9,4	-13,6	-16,6	-7,7	9,1	9,6
\dot{K}	13,2	16,1	17,6	16,2	16,8	19,3	18,1	13,1	4,9	2,7
CEP-Default-Index	8,4	6,2	6,9	5,5	7,4	5,7	1,5	5,4	14,0	12,3
Risikokategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1



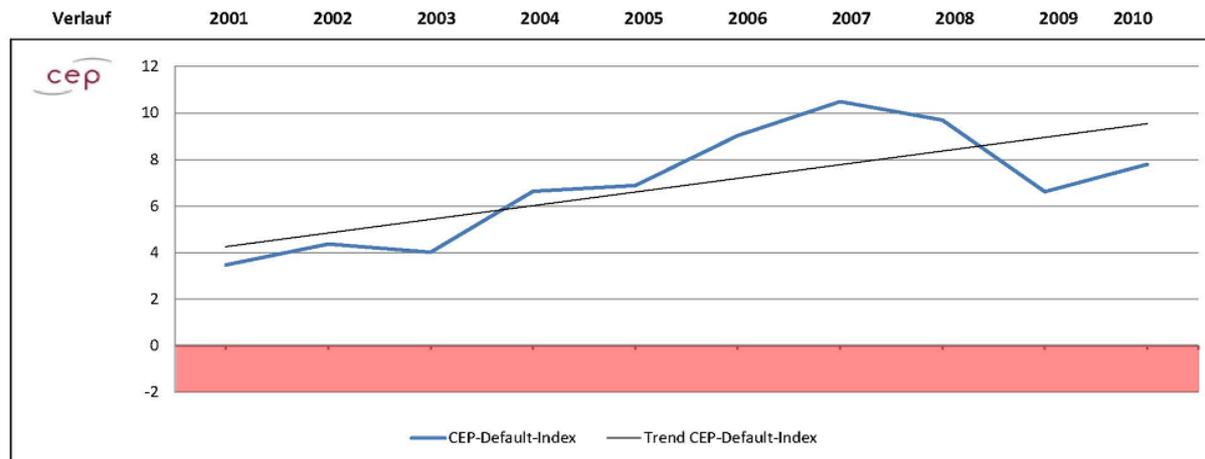
Luxemburg

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	8,8	10,1	7,6	9,5	14,7	9,5	9,8	4,7	6,1	7,3
\dot{P}^S	7,9	9,4	9,6	8,7	8,4	7,2	8,6	7,7	4,1	3,4
CEP-Default-Index	16,7	19,5	17,3	18,2	23,0	16,7	18,4	12,4	10,2	10,7
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1



Deutschland

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	0,0	2,1	2,0	4,8	5,2	6,6	7,7	6,7	5,0	5,2
I^k	3,5	2,3	2,0	1,8	1,7	2,4	2,8	3,0	1,6	2,6
CEP-Default-Index	3,5	4,4	4,0	6,6	6,9	9,0	10,5	9,7	6,6	7,8
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Deutschland verzeichnet seit 2002 Kapitalexportüberschüsse. Seit 2005 hat es anderen Volkswirtschaften Kapital im Umfang von 5% des BIP und mehr zur Verfügung gestellt und so deren Leistungsbilanzdefizite finanziert.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die Investitionsquote lag bis 2009 unter dem Durchschnitt der Euro-Länder. 2010 hat sich dies geändert.

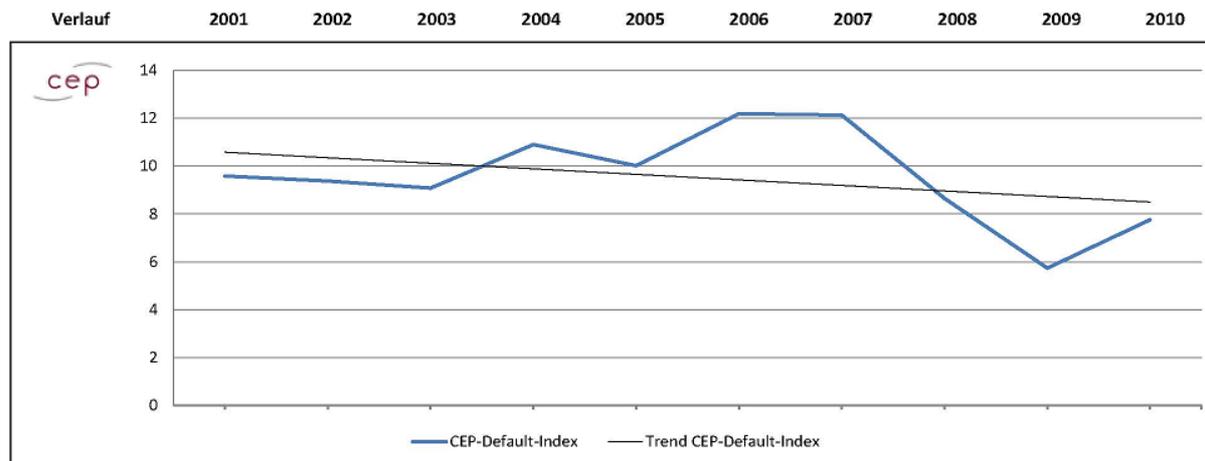
CEP-Default-Index: Der CEP-Default-Index ist bis 2007 auf einen zweistelligen Wert gestiegen, seitdem etwas gesunken, 2010 allerdings erneut angestiegen.

Risikokategorie 1: Deutschlands Solvenz hat über den gesamten Zeitraum kontinuierlich zugenommen.

Ausblick: Die Solvenz Deutschlands wird so lange weiter zunehmen, wie das Land Leistungsbilanz- und damit Kapitalexportüberschüsse erwirtschaftet oder eintretende Leistungsbilanzdefizite nicht unter das Investitionsvolumen sinken. Eine negative Leistungsbilanz ist für Deutschland nicht erkennbar. Eine mittelbare Gefahr für die Solvenz zumindest des deutschen Staates kann allerdings aus immer umfangreicheren Krediten und Kreditgarantien resultieren, die dieser anderen, von Insolvenz bedrohten Ländern der Eurozone gewährt.

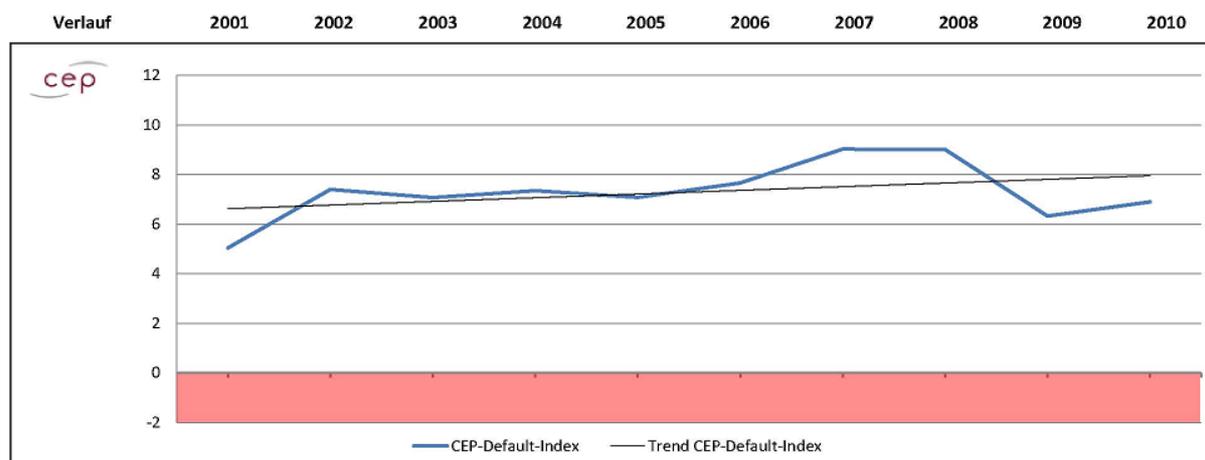
Niederlande

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	5,0	5,8	5,9	8,3	7,2	8,7	8,3	4,4	3,2	6,0
μ^k	4,6	3,6	3,2	2,6	2,8	3,5	3,8	4,3	2,5	1,8
CEP-Default-Index	9,6	9,4	9,1	10,9	10,0	12,2	12,1	8,7	5,7	7,8
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1



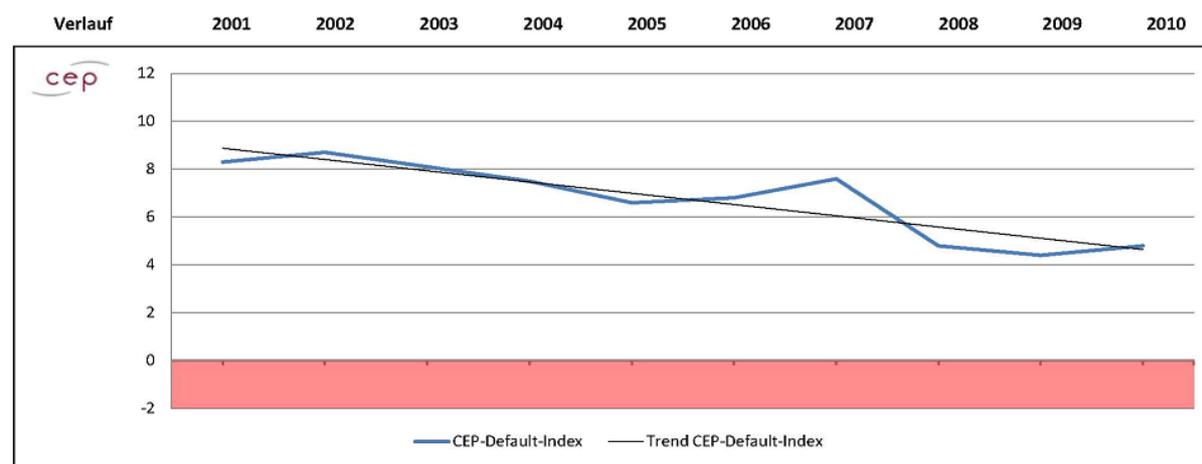
Österreich

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-1,1	2,5	1,6	2,2	2,1	2,9	4,0	3,6	2,5	3,4
μ^k	6,1	4,9	5,5	5,2	5,0	4,8	5,0	5,4	3,8	3,5
CEP-Default-Index	5,0	7,4	7,1	7,4	7,1	7,7	9,0	9,0	6,3	6,9
Risikokategorie	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1



Belgien

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	4,1	5,8	5,6	4,4	3,1	3,4	3,6	0,7	1,6	2,6
I ^K	4,2	2,9	2,5	3,1	3,5	3,4	4,0	4,1	2,8	2,2
CEP-Default-Index	8,3	8,7	8,1	7,5	6,6	6,8	7,6	4,8	4,4	4,8
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Belgien hat seit 2001 ununterbrochen netto Kapital exportiert. 2010 stellte die belgische Volkswirtschaft Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten Kapital in Höhe von 2,6% seines BIP zur Verfügung.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^K): Die Investitionsquote Belgiens lag bis 2009 unter dem Durchschnitt der Eurostaaten. Wie überall in Europa ging sie im Zuge der Finanzkrise zurück. Verglichen mit den anderen Euro-Staaten war der Einbruch jedoch gering.

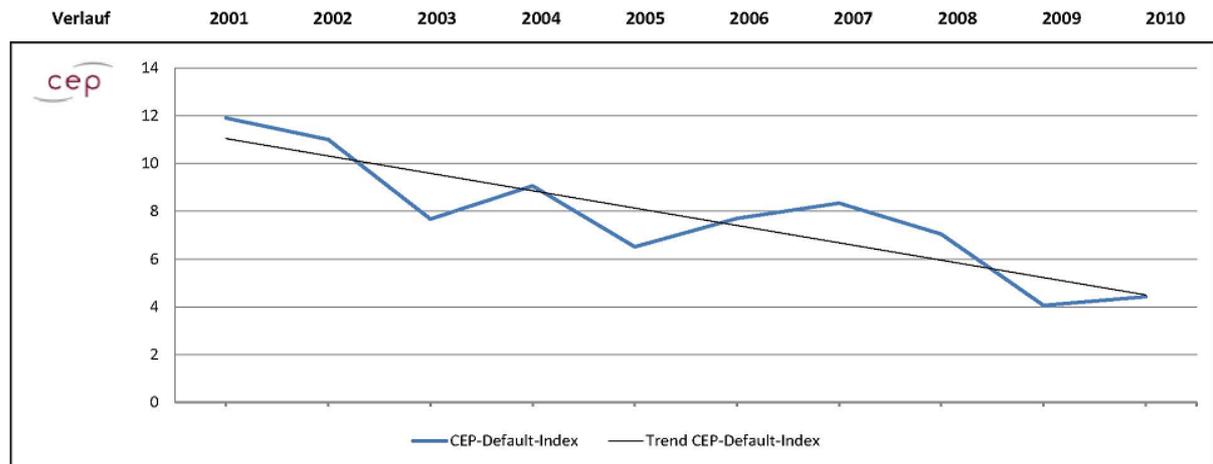
CEP-Default-Index: Der Index weist durchgehend positive Werte auf, mit einem relativen Maximum von 7,6% des BIP 2007. Seitdem ist er gefallen, aber weiterhin im hohen positiven Bereich.

Risikokategorie 1: Die Solvenz der belgischen Volkswirtschaft ist zwar gesunken. Sorgen um die Zahlungsfähigkeit des Landes sind angesichts der volkswirtschaftlichen Daten aber unbegründet.

Ausblick: Zweifel an der wirtschaftlichen Solidität des Landes sind auch für die nähere Zukunft nicht angebracht. Allenfalls können Risiken daraus entstehen, dass der belgische Staat zerbricht und deshalb seine Auslandsschulden nicht mehr begleicht. Hierbei handelt es sich allerdings um ein politisches und kein ökonomisches Risiko.

Finnland

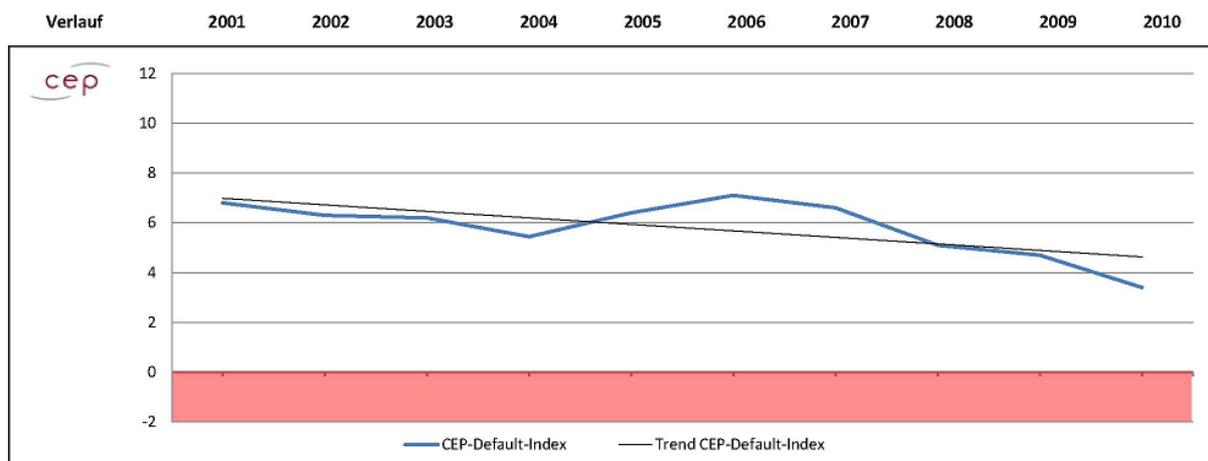
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	8,6	8,6	5,2	6,4	3,6	4,8	4,3	3,1	2,3	2,9
I^K	3,3	2,4	2,5	2,7	2,9	2,9	4,0	3,9	1,8	1,5
CEP-Default-Index	11,9	11,0	7,7	9,1	6,5	7,7	8,3	7,0	4,1	4,4
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1



5.2.2 Risikokategorie 2

Slowenien

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-0,2	0,2	-1,5	-3,0	-2,2	-2,8	-4,6	-6,6	-1,5	-1,1
I^k	7,0	6,1	7,7	8,4	8,6	9,9	11,2	11,7	6,2	4,5
CEP-Default-Index	6,8	6,3	6,2	5,4	6,4	7,1	6,6	5,1	4,7	3,4
Risikokategorie	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Slowenien weist seit 2003 Kapitalimportüberschüsse auf. Das Land verschuldete sich im Ausland, um seine Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren. 2009 und 2010 wurde das Finanzierungsdefizit allerdings deutlich reduziert.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die Investitionsquote Sloweniens liegt seit 2001 weit über dem Durchschnitt der Euro-Staaten.

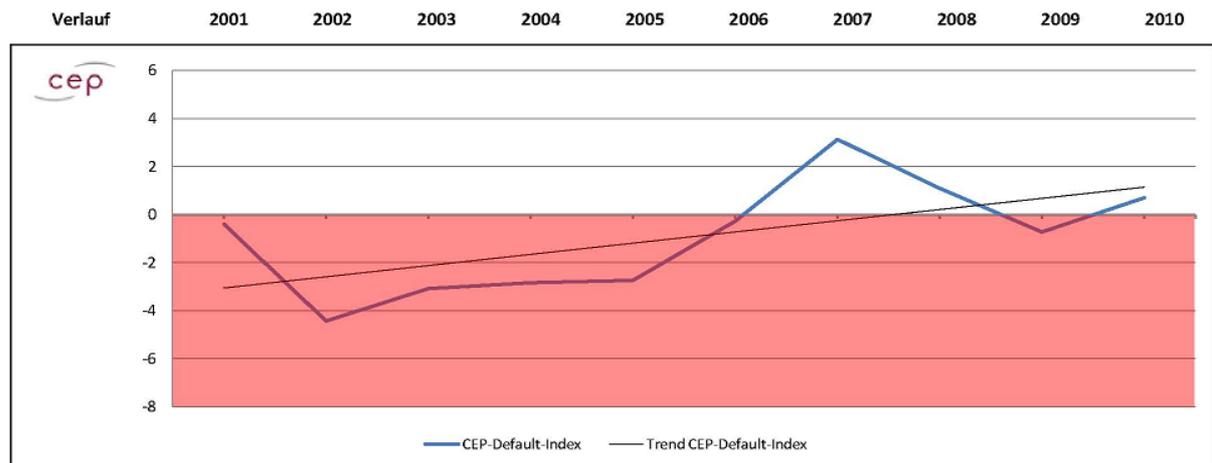
CEP-Default-Index: Der Index weist durchgehend positive Werte auf. Sloweniens Investitionsausgaben liegen über dem Nettokapitalimportbedarf. Gerade in der jüngsten Vergangenheit sind die Indexwerte allerdings deutlich zurückgegangen.

Risikokategorie 2: Mit Ausnahme von 2002, als die Auslandsverschuldung Sloweniens sank, ist die Solvenzentwicklung des Landes unbestimmt. Die in der Vergangenheit hohe Investitionsquote lässt derzeit – noch – nicht auf nachlassende Kreditfähigkeit schließen. Die weitere Entwicklung des CEP-Default-Index muss allerdings beobachtet werden.

Ausblick: Die Trendlinie verläuft leicht negativ. Wenn das Land nicht in den Sog anderer Staaten geraten will, sollte es damit beginnen, Reformen zu ergreifen, die sicherstellen, dass sich die Relation zwischen Investitionen und Nettokapitalimporten wieder verbessert.

Slowakei

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-7,3	-10,3	-6,8	-6,6	-9,2	-7,8	-5,2	-5,9	-2,2	-0,6
I ^k	6,9	5,9	3,7	3,8	6,5	7,5	8,3	7,0	1,6	1,4
CEP-Default-Index	-0,4	-4,4	-3,1	-2,8	-2,7	-0,3	3,1	1,1	-0,7	0,7
Risikokategorie	3	3	4	4	4	4	2	2	3	2



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Die Slowakei ist seit 2001 Nettokapitalimporteur. Das Land hat in jedem Jahr Kredite im Ausland aufgenommen, um seinen Güterbedarf decken zu können. 2009 und 2010 ist das Finanzierungsdefizit jedoch deutlich zurückgegangen.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die Investitionen in der Slowakei lagen viele Jahre über dem Durchschnitt der Euro-Staaten. 2009 und 2010 sind sie jedoch eingebrochen. Mit einem Rückgang der Investitionstätigkeit um 77% wurde die Slowakei von der Finanzkrise stärker getroffen als alle anderen Euro-Staaten.

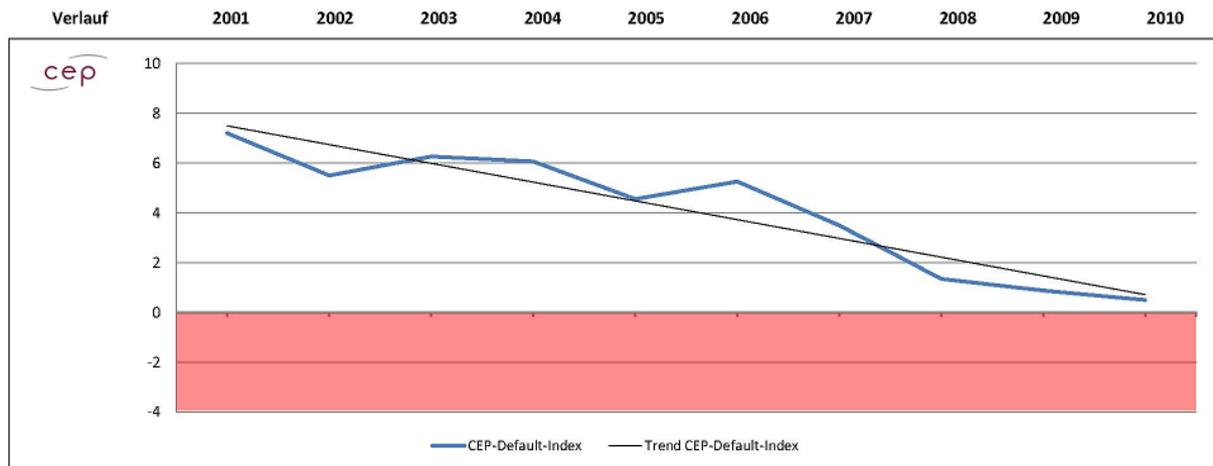
CEP-Default-Index: Der CEP-Index war bis 2006 durchgehend negativ, da rechnerisch ein Teil der ausländischen Kredite konsumiert wurde. Nach positiven Werten 2007 und 2008 und einem leicht negativen Wert 2009 erreichte der Index 2010 gerade noch den positiven Bereich.

Risikokategorie 2: Die Solvenz der Slowakei verschlechterte sich von 2001 bis 2006 fortwährend. Dies änderte sich 2007. Mit Ausnahme des Rezessionsjahres 2009 ist seitdem die Solvenzentwicklung unbestimmt.

Ausblick: Die steigende Trendlinie zeigt, dass der Nettokapitalbedarf sinkt. Wenn dieser Trend anhält, kann die Slowakei in den kommenden Jahren damit beginnen, die Auslandsverschuldung abzubauen.

Irland

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-0,4	-1,3	-0,4	-1,2	-3,5	-3,1	-5,6	-6,0	-3,4	-0,8
I ^k	7,6	6,8	6,7	7,3	8,1	8,4	9,1	7,3	4,3	1,3
CEP-Default-Index	7,2	5,5	6,3	6,1	4,6	5,3	3,5	1,3	0,9	0,5
Risikokategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Irland weist seit 2001 ununterbrochen Kapitalimportüberschüsse auf, mit besonders hohen Werten 2007 und 2008. 2009 und 2010 hat sich das Finanzierungsdefizit allerdings deutlich verringert.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Irland verzeichnete über viele Jahre eine sehr hohe Investitionsquote. 2005 bis 2007 waren die irischen Investitionen fast doppelt so hoch wie der Durchschnitt der Euro-Staaten. 2009 und mehr noch 2010 ist die Investitionsquote jedoch stark gesunken.

CEP-Default-Index: Der CEP-Default-Index ist seit 2006 kontinuierlich gefallen, wenngleich er 2010 noch immer leicht positiv ist. Der Rückgang der Investitionen war gerade in den letzten Jahren noch stärker als der Abbau der Kapitalimportüberschüsse.

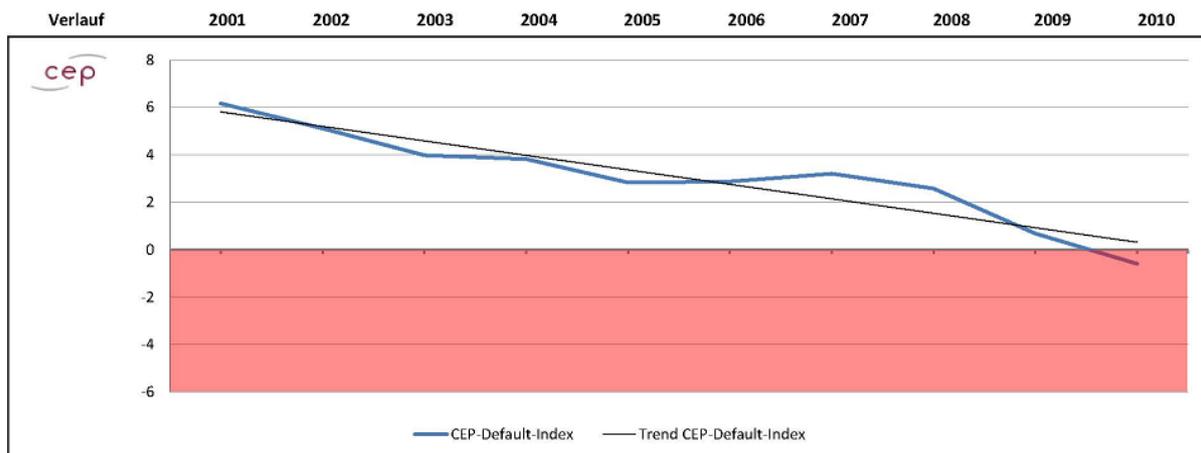
Risikokategorie 2: Zwar fällt Irland auch 2010 noch in die Risikokategorie 2, für die eine belastbare Aussage über die Entwicklung der Kreditfähigkeit im allgemeinen nicht möglich ist. Dass Irland inzwischen die Finanzhilfe des Rettungsschirms von Euro-Staaten, EU und IWF in Anspruch nehmen musste, zeigt aber, dass die Kreditfähigkeit des Landes überaus fraglich ist. Der deutlich fallende CEP-Default-Index und die nachlassende Investitionstätigkeit erhärten diesen Befund.

Ausblick: Der Trend verläuft deutlich negativ. Ohne durchgreifende und rasch wirkende Reformen ist damit zu rechnen, dass Irland bereits 2011 in die Risikokategorie 3 abgleitet. Es bleibt abzuwarten, ob die inzwischen eingeleiteten Strukturreformen diese Entwicklung abwenden können.

5.2.3 Risikokategorie 3

Frankreich

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	1,7	1,3	0,2	-0,1	-1,4	-1,6	-1,9	-2,4	-2,9	-3,8
I ^k	4,5	3,8	3,8	3,9	4,2	4,5	5,1	5,0	3,6	3,2
CEP-Default-Index	6,2	5,1	4,0	3,8	2,8	2,9	3,2	2,6	0,7	-0,6
Risikokategorie	1	1	1	2	2	2	2	2	2	3



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Nachdem Frankreich 2001 bis 2003 noch netto Kapital exportiert und mithin Auslandsvermögen aufgebaut hat, wurde es 2004 zum Nettokapitalimporteur und seitdem zu einem immer größeren Schuldner. 2010 lag der saldierte Kapitalbedarf der französischen Volkswirtschaft bereits bei 3,8% des BIP. Dies entspricht einer gesamtwirtschaftlichen Neuverschuldung von 74 Mrd. Euro.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die Investitionen beliefen sich bis 2005 durchschnittlich auf 4% des BIP, stiegen dann bis 2008 auf 5%. Seitdem sind sie deutlich zurückgegangen, liegen aber noch immer über dem Durchschnitt der Eurozone.

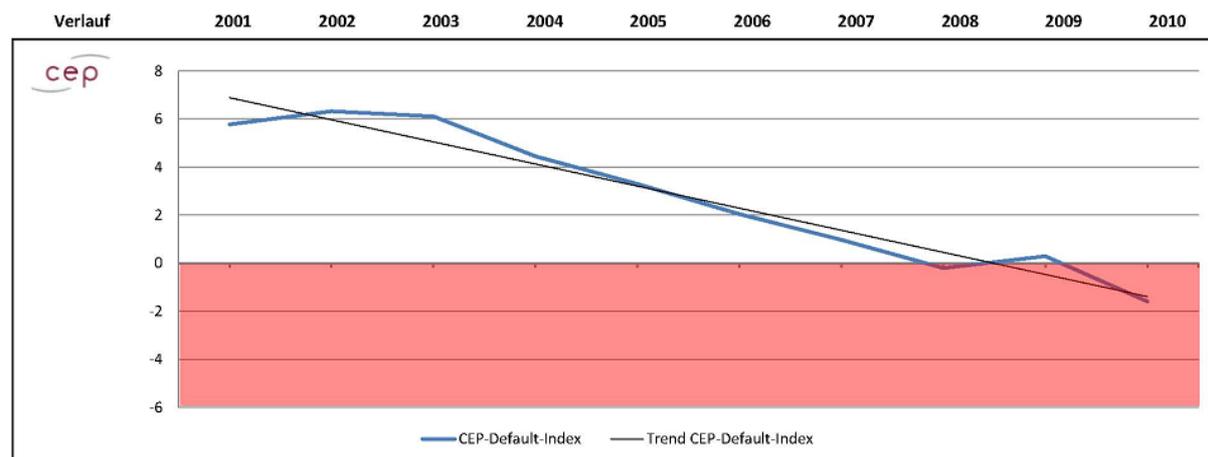
CEP-Default-Index: Der Index weist, außer in einer Stagnationsphase 2006 und 2007, über den gesamten Zeitraum einen fallenden Verlauf auf. 2010 fiel er erstmals unter Null. Die Konsumausgaben überstiegen folglich das im Inland erwirtschaftete Einkommen. Die Kreditfähigkeitslücke betrug 2010 mindestens 0,6% des BIP = 12 Mrd. Euro.

Risikokategorie 3: Frankreich ist in immer höhere Risikokategorien abgeglitten. Nachdem bis 2003 die Solvenz noch zunahm, dann lange Zeit unbestimmt war, ist sie 2010 eindeutig gesunken. Der negative Trend des Index lässt vermuten, dass die Kreditfähigkeit Frankreichs schon früher abgenommen hat.

Ausblick: Ohne grundlegende realwirtschaftliche Reformen droht Frankreich mittelfristig der Verlust der Kreditfähigkeit.

Spanien

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-3,4	-2,6	-3,0	-4,8	-6,5	-8,4	-9,5	-9,2	-5,1	-9,2
I ^k	9,2	8,9	9,1	9,2	9,8	10,4	10,5	9,0	5,4	7,6
CEP-Default-Index	5,8	6,3	6,1	4,4	3,3	2,0	1,0	-0,2	0,3	-1,6
Risikokategorie	2	2	2	2	2	2	2	3	2	3



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Seit 2001 ist Spanien Nettokapitalimporteur. Um seine Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren, hat sich das Land jedes Jahr im Ausland höher verschuldet. Nur vorübergehend ging das Finanzierungsdefizit 2009 zurück. 2010 lag es wieder auf dem Niveau von 2008.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die spanische Investitionsquote ist sehr hoch. Sie liegt seit 2001 deutlich über dem Durchschnitt der Eurozone. 2009 und 2010 lag sie allerdings unter den früheren Werten.

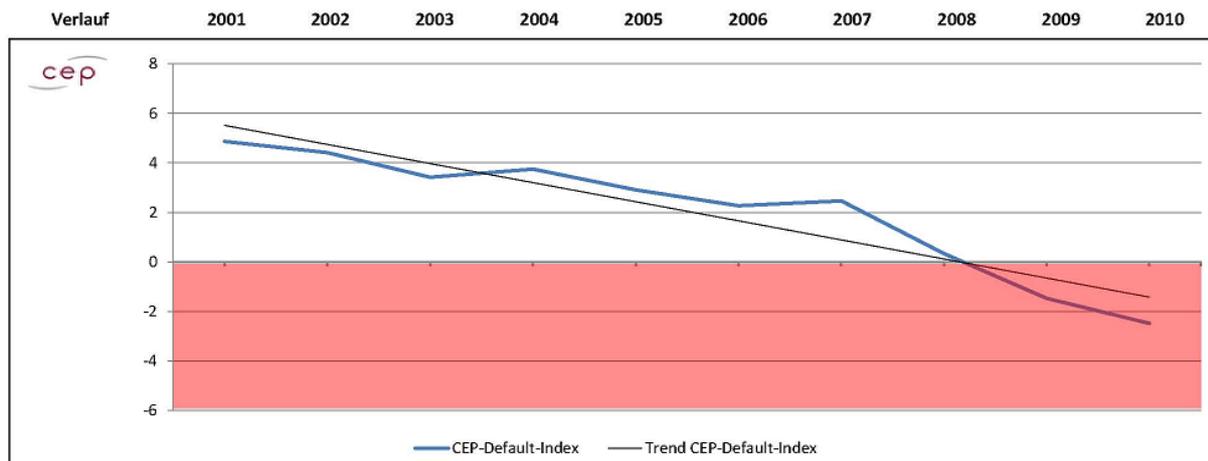
CEP-Default-Index: Der Index ist mit einer Ausnahme seit 2004 kontinuierlich gesunken: Es wurde immer mehr konsumiert, und immer geringere Anteile der Summe aus im Inland erwirtschaftetem Einkommen und Finanzierungsdefizit wurden investiv verwendet. 2008 und 2010 überstiegen die Konsumausgaben sogar das inländische Einkommen, Spanien hat somit rechnerisch auch seine Nettokapitalimporte für Konsum herangezogen. 2010 belief sich die Kreditfähigkeitslücke auf mindestens 1,6% des BIP = 17 Mrd. Euro.

Risikokategorie 3: Spaniens Solvenzentwicklung war über lange Zeit unbestimmt, da dem Kapitalimportbedarf Investitionen gegenüber standen, die zumindest rechnerisch zur Bedienung der Auslandskredite herangezogen werden konnten. Zumindest 2008 und 2010 lebte Spanien von der Substanz; in diesen Jahren hat seine Kreditfähigkeit abgenommen. Der negative Trend des Index lässt jedoch vermuten, dass die Kreditfähigkeit Spaniens schon früher zu erodieren begann.

Ausblick: Es bedarf grundlegender Strukturreformen, um den Trend eines immer weiteren Absinkens des CEP-Default-Index umzukehren. Werden nur halbherzige Maßnahmen ergriffen, ist die Solvenz Spaniens stark gefährdet. Ob die beschlossenen Reformen ausreichen, bleibt abzuwarten.

Italien

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	0,4	-0,3	-0,7	-0,4	-1,1	-1,9	-1,7	-3,1	-3,0	-4,3
I ^K	4,5	4,7	4,1	4,2	4,0	4,2	4,2	3,4	1,5	1,8
CEP-Default-Index	4,9	4,4	3,4	3,8	2,9	2,3	2,5	0,3	-1,5	-2,5
Risikokategorie	1	2	2	2	2	2	2	2	3	3



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): 2001 exportierte Italien per saldo noch Kapital, so dass die Volkswirtschaft Vermögen im Ausland aufbaute. Seit 2002 wurden jedoch Leistungsbilanzdefizite im Ausland kreditfinanziert. Der Nettokapitalbedarf ist außer 2004, 2007 und 2009, als er stagnierte, jedes Jahr angestiegen.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^K): Die Investitionen beliefen sich bis 2007 auf 4% des BIP oder mehr. 2008 gingen sie jedoch deutlich zurück und brachen 2009 mit einem Rückgang um deutlich mehr als die Hälfte förmlich ein.

CEP-Default-Index: Seit 2001 fällt der Index, mit Ausnahme der Jahre 2004 und 2007, kontinuierlich. Erstmals 2009 und erneut 2010 standen einem Teil der Nettokapitalimporte keine Investitionen gegenüber. Die Kreditfähigkeitslücke Italiens ist von mindestens 1,5% des BIP = 22 Mrd. Euro im Jahr 2009 auf mindestens 2,5% = 38 Mrd. Euro im Jahr 2010 gestiegen.

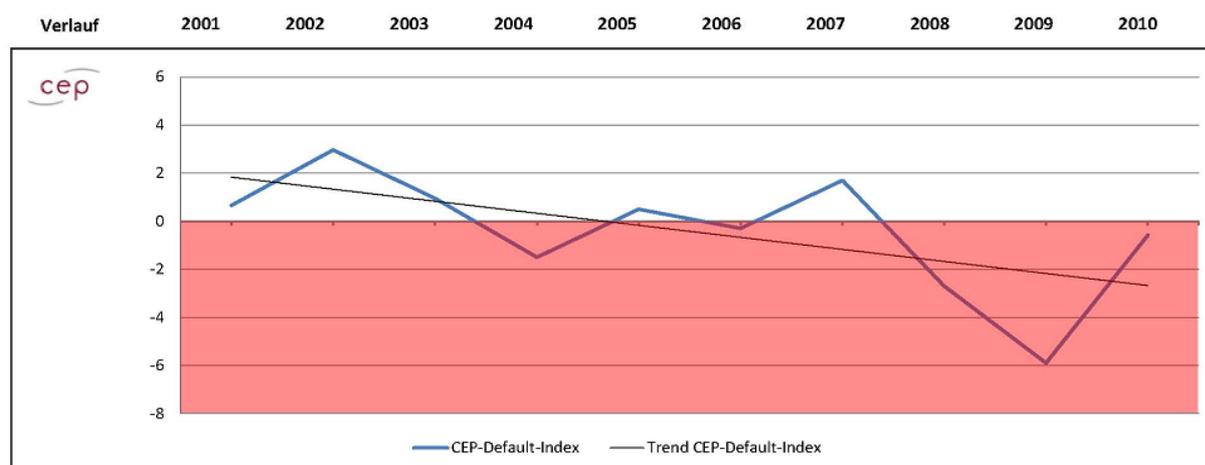
Risikokategorie 3: Während 2001 die Solvenz noch zunahm, war die Entwicklung ab 2002 zunächst unbestimmt. Die systematisch sinkenden Indexwerte sprechen bereits in diesen Jahren für eine nachlassende Kreditfähigkeit. Dies wird durch die eindeutigen Zahlen seit 2009 erhärtet: 2009 und stärker noch 2010 hat das Insolvenzrisiko deutlich zugenommen.

Ausblick: Ohne grundlegende und überdies rasch greifende realwirtschaftliche Reformen wird sich die Tendenz abnehmender Solvenz verfestigen. Angesichts der Ende Juni 2011 politisch beschlossenen Vertagung solcher Reformen auf die Zeit ab 2013 droht Italien bereits 2011 in die Risikokategorie 4 eines verfestigt steigenden Insolvenzrisikos abzugleiten.

5.2.4 Risikokategorie 4

Malta

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-3,7	2,5	-2,8	-5,2	-5,8	-6,3	-4,9	-5,6	-6,6	-3,1
I ^k	4,4	0,4	3,7	3,7	6,3	6,0	6,6	2,9	0,7	2,5
CEP-Default-Index	0,7	3,0	0,9	-1,5	0,5	-0,3	1,7	-2,7	-5,9	-0,6
Risiko-Kategorie	2	1	2	3	2	3	2	3	3	4



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Seit 2003 ist Malta aufgrund von Leistungsbilanzdefiziten Nettokapitalimporteur. Der Tiefststand wurde 2009 erreicht. 2010 verringerte sich das Finanzierungsdefizit allerdings um mehr als die Hälfte.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): 2001 bis 2004 lagen die Investitionen unterhalb des Durchschnitts der Euro-Staaten. 2005, als Malta dem Wechselkursmechanismus II beitrug, stiegen sie sprunghaft an. 2008, dem Jahr des Euro-Beitritts, brachen sie jedoch wieder ein und haben sich seitdem nicht systematisch erholt.

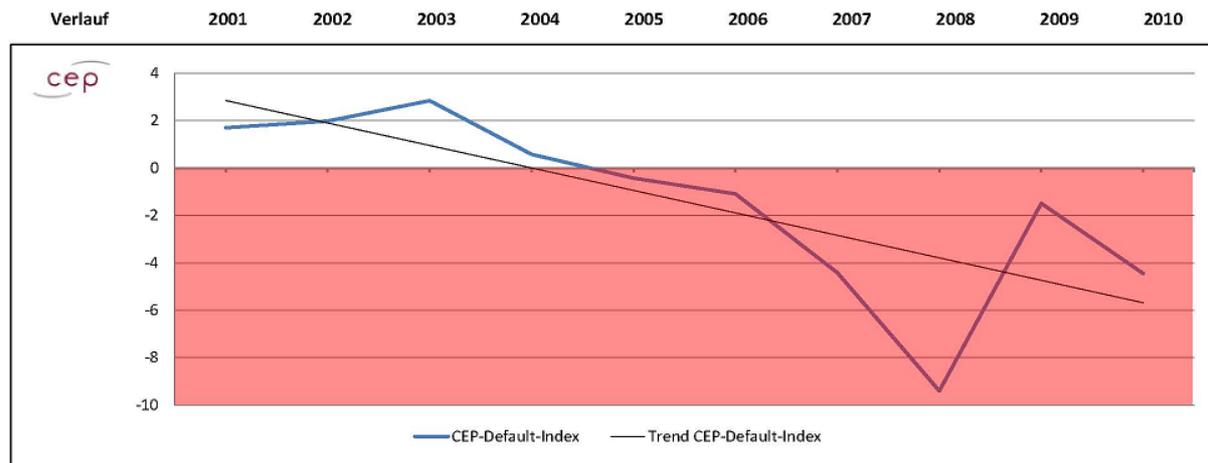
CEP-Default-Index: Der Index wies bis 2003 positive Werte auf, da zumindest rechnerisch den Kapitalimporten Malts Investitionen gegenüberstanden. Erstmals 2004 und seit 2008 durchgehend verwendet Malta jedoch einen Teil der Kapitalimporte für den Konsum. 2009 wurde nahezu der gesamte Kapitalimport konsumiert. Die als Mindestwert anzunehmende Kreditfähigkeitslücke, die 2009 noch 5,9% des BIP = 346 Mio. Euro betragen hatte, konnte allerdings 2010 auf 0,6% des BIP = 36 Mio. Euro verringert werden.

Risikokategorie 4: Malta weist seit drei Jahren einen negativen CEP-Default-Index auf. Die abnehmende Solvenz der maltesischen Volkswirtschaft hat sich mithin verstetigt.

Ausblick: Trotz der Verringerung der Kreditfähigkeitslücke 2010 verläuft die statistische Trendlinie weiterhin negativ. Ob die Entwicklung im vergangenen Jahr den Beginn einer Gesundung der maltesischen Volkswirtschaft markiert, bleibt abzuwarten.

Zypern

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-3,1	-3,5	-2,0	-4,9	-5,6	-7,1	-11,6	-17,0	-7,5	-9,4
I ^K	4,8	5,5	4,8	5,5	5,2	6,0	7,2	7,6	6,0	5,0
CEP-Default-Index	1,7	2,0	2,8	0,6	-0,4	-1,1	-4,4	-9,4	-1,5	-4,4
Risikokategorie	2	2	2	2	3	3	4	4	4	4



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Seit 2001 hat Zypern ununterbrochen mehr Kapital importiert als exportiert. 2008, dem Jahr des Euro-Beitritts, wies das Land ein Finanzierungsdefizit von 17% des BIP auf, ein Wert der weder vorher noch nachher von einem anderen Euro-Land erreicht wurde. Nach einer deutlichen Verringerung des Finanzierungsdefizits 2009 stieg dieses 2010 wieder an. Seit Zypern Mitglied der Währungsunion ist, verschuldete sich die Volkswirtschaft pro Jahr durchschnittlich mit 11,3% des BIP im Ausland. Dies entspricht exakt dem Wert Griechenlands seit dessen Euro-Beitritt.

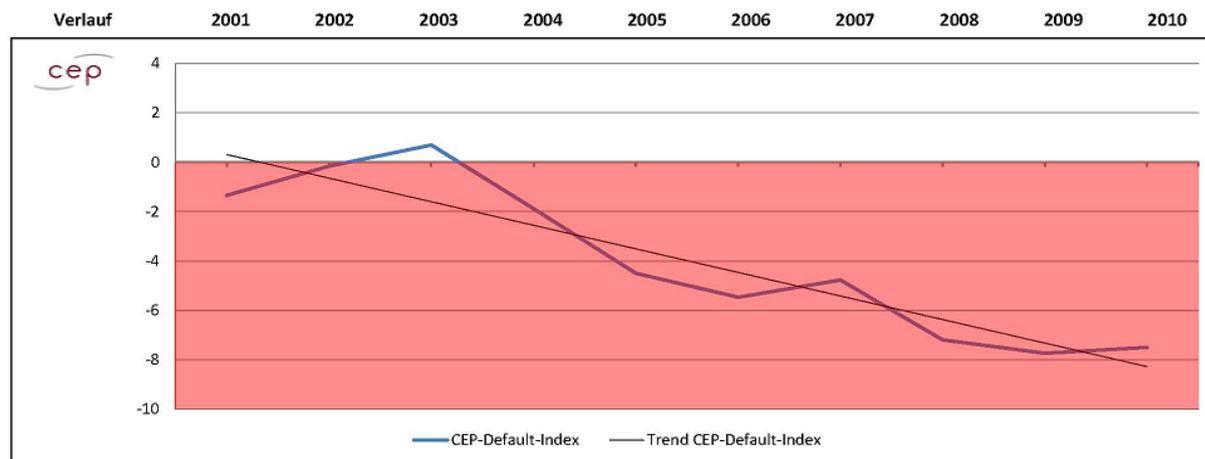
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^K): Die Investitionsquote Zyperns liegt seit 2002 über dem Durchschnitt der Euro-Staaten. Sie erwies sich auch während der Finanzkrise als recht robust. Der Rückgang von 20% im Jahr 2009 war der geringste aller Euro-Staaten.

CEP-Default-Index: Der Index weist seit 2005, dem Jahr, als Zypern dem Wechselkursmechanismus II beitrug, einen negativen Wert auf. Seitdem liegen die Konsumausgaben über dem im Inland erwirtschafteten Einkommen. 2008 wurden ausländische Kredite rechnerisch in Höhe von 9,4% des BIP konsumtiv verwendet. Nach einer Verringerung der Kreditfähigkeitslücke 2009 stieg sie 2010 wieder auf mindestens 4,4% des BIP = 776 Mio. Euro an. Seit dem Euro-Beitritt waren es im Durchschnitt 5,1% des BIP. Im Euroraum wird dieser Wert nur noch von Griechenland übertroffen.

Risikokategorie 4: Die Solvenz Zyperns hat seit 2005 stetig abgenommen. Das Land droht in die Insolvenz abzugleiten, wenn nicht unverzüglich substantielle realwirtschaftliche Reformen ergriffen werden.

Portugal

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-9,1	-6,7	-4,4	-6,7	-8,9	-9,5	-9,0	-11,3	-9,6	-8,4
I ^k	7,8	6,5	5,1	4,8	4,4	4,0	4,2	4,1	1,9	0,9
CEP-Default-Index	-1,3	-0,2	0,7	-1,9	-4,5	-5,5	-4,8	-7,2	-7,7	-7,5
Risikokategorie	3	3	2	3	3	4	4	4	4	4



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Aufgrund von Leistungsbilanzdefiziten hat Portugal seit 2001 erheblichen Nettokapitalimportbedarf. Das gesamtwirtschaftliche Finanzierungsdefizit ist 2009 und 2010 allerdings leicht gesunken.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die Investitionsquote Portugals ist seit 2001, mit Ausnahme einer Stagnationsphase in den Jahren 2007 und 2008, kontinuierlich gefallen. Besonders stark fiel der Rückgang 2009 und 2010 aus.

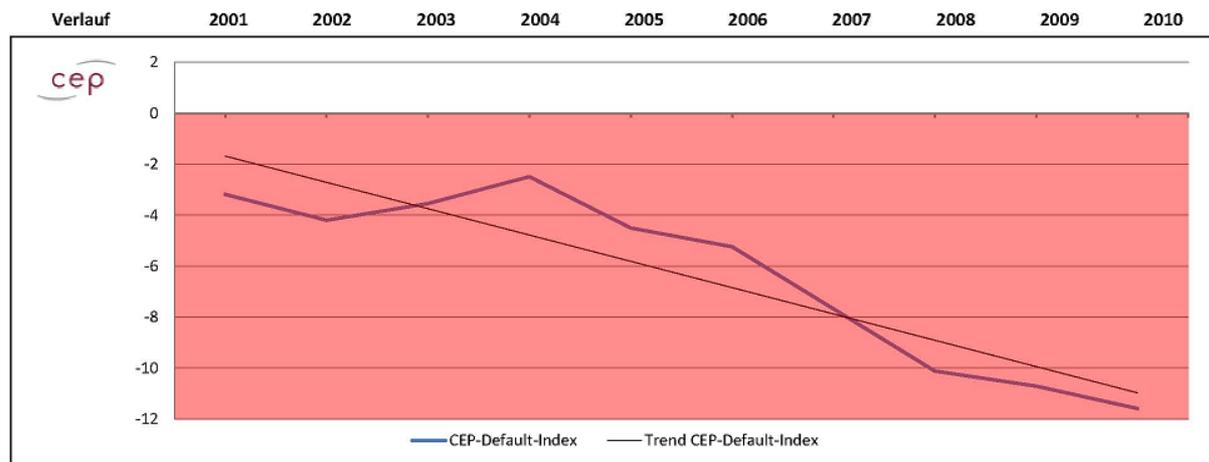
CEP-Default-Index: Außer 2003 verzeichnet Portugal negative Indexwerte. Die leichte Verringerung des Finanzierungsdefizits 2009 und 2010 wurde durch den Rückgang der Investitionen überkompensiert, so dass der Index seine niedrigsten Werte sogar in diesen Jahren angenommen hat. Die Kreditfähigkeitslücke betrug allein 2010 mindestens 7,5% des BIP = 13 Mrd. Euro.

Risikokategorie 4: Die Kreditfähigkeit Portugals ist bereits seit 2004 kontinuierlich gesunken. Diese Entwicklung kulminierte 2011, als das Land die Finanzhilfe des von Euro-Staaten, EU und IWF finanzierten Rettungsschirms in Anspruch nehmen musste, um nicht zahlungsunfähig zu werden. Das Land ist faktisch nicht mehr kreditfähig.

Ausblick: Die Aussichten dafür, dass Portugal relativ rasch wieder kreditfähig wird, sind angesichts der Entwicklung in der Vergangenheit gering. Voraussetzung dafür wäre, dass die eingeleiteten Reformen den Konsum drastisch beschneiden und die Investitionen drastisch steigen lassen. Die Entwicklung der Investitionsquote seit 2009 lässt nicht erkennen, dass dies in der näheren Zukunft gelingt.

Griechenland

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-10,1	-11,6	-10,8	-9,0	-9,4	-10,4	-13,4	-15,0	-12,9	-10,1
I ^k	6,9	7,4	7,3	6,5	4,9	5,2	5,7	4,9	2,2	-1,5
CEP-Default-Index	-3,2	-4,2	-3,5	-2,5	-4,5	-5,2	-7,7	-10,1	-10,7	-11,6
Risikokategorie	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4



Erläuterung

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Griechenland benötigte seit 2001 ununterbrochen Nettokapitalimporte – in der Regel in Höhe von 10% des BIP und mehr –, um seine Leistungsbilanzdefizite mit Auslandskrediten zu finanzieren. Allerdings verringerte sich der Nettokapitalbedarf, der 2008 noch 15,0% des BIP betragen hatte, 2010 auf 10,1%, den Wert von 2001.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die Investitionen lagen von 2001 bis 2008 über dem Durchschnitt der Eurozone. Dies änderte sich 2009. 2010 waren sie sogar erstmals negativ; der Kapitalstock ist mithin geschrumpft. Dies ist bislang einmalig in der Eurozone.

CEP-Default-Index: Der Index war immer negativ, seit 2004 mit stetig steigender Tendenz; die Konsumausgaben überstiegen in immer höherem Maße das im Inland erwirtschaftete Einkommen. 2010 überstiegen sie sogar die Summe aus inländischem Einkommen und gesamtem Nettokapitalimport um 1,5% des BIP. Dieser Konsum wurde mit Desinvestitionen finanziert. Der Rückgang des Kapitalimportüberschusses nach 2008 wurde durch den Einbruch bei den Investitionen überkompensiert. Die Kreditfähigkeitslücke betrug allein 2010 mindestens 10,1% des BIP = 23 Mrd. Euro.

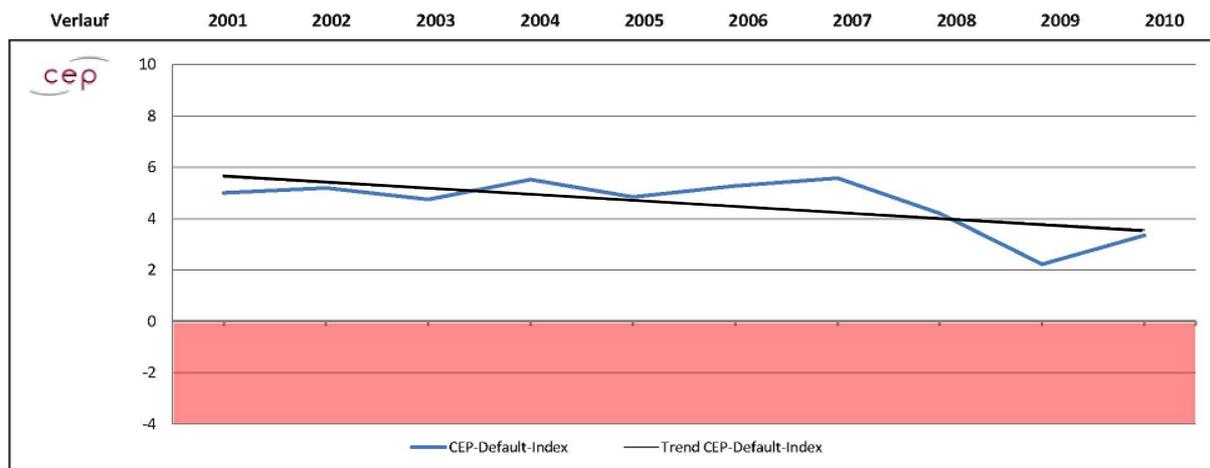
Risikokategorie 4: Die Solvenz Griechenlands hat nicht nur in den vergangenen drei Jahren, sondern bereits seit 2001 fortwährend abgenommen. Das Land ist nicht kreditfähig.

Ausblick: Die Aussichten, dass Griechenland auch nur mittelfristig in den positiven Indexbereich zurückkehrt, sind verschwindend gering. Hierfür müssten Strukturreformen das Wirtschaftswachstum drastisch befeuern. Die Investitionsquote war 2010 jedoch im Gegenteil sogar negativ. Das Land verarmt. Chancen auf Rückkehr an den Kapitalmarkt sind daher derzeit nicht erkennbar.

5.3 Vergleichsergebnisse: Euroraum, Vereinigtes Königreich und USA

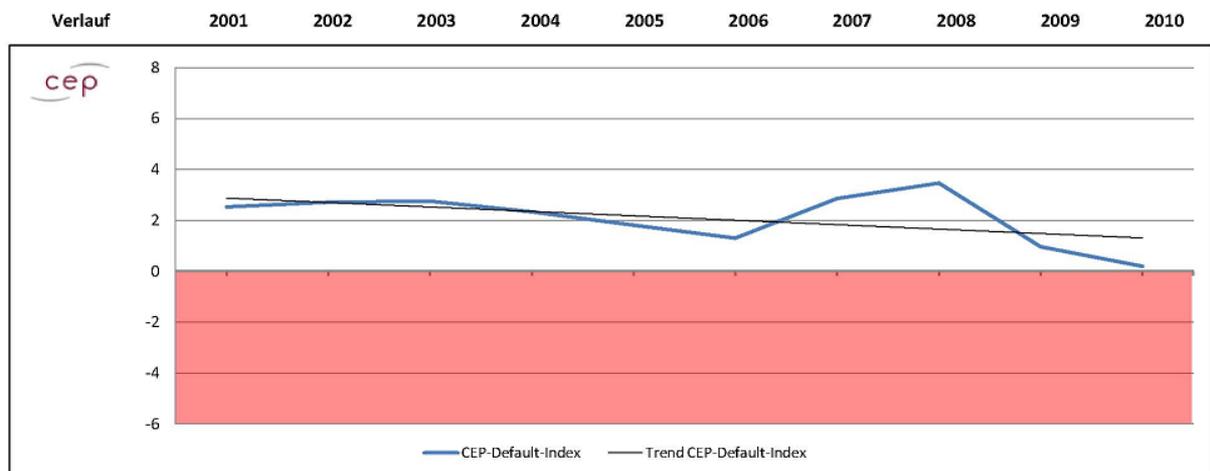
Euroraum

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	0,2	1,0	0,7	1,5	0,7	0,7	0,6	-0,5	-0,6	2,1
j^k	4,8	4,2	4,0	4,0	4,1	4,6	5,0	4,7	2,8	1,2
CEP-Default-Index	5,0	5,2	4,7	5,5	4,8	5,3	5,6	4,2	2,2	3,3
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1



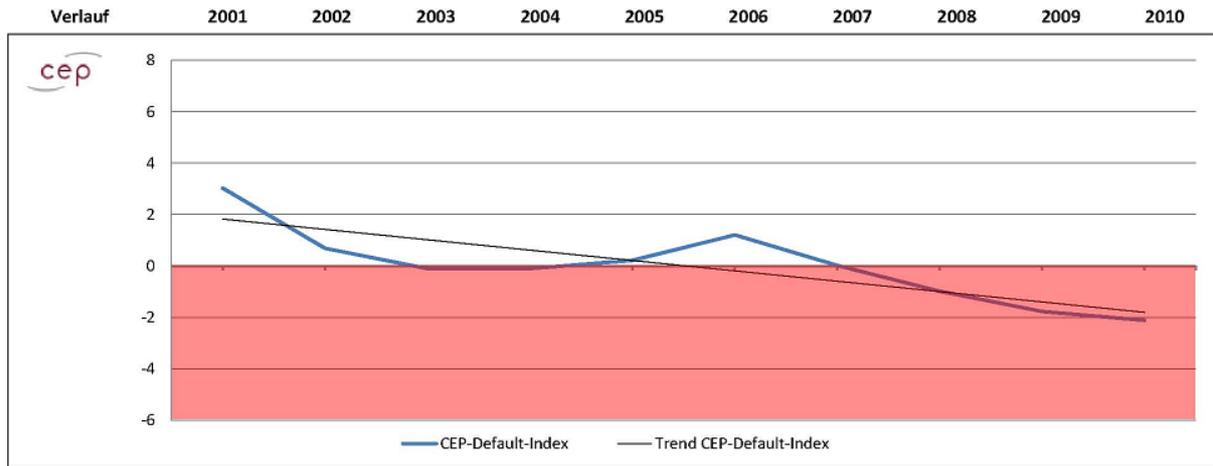
Vereinigtes Königreich

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-2,0	-1,7	-1,5	-1,9	-2,6	-3,3	-2,4	-1,4	-1,6	-2,5
j^k	4,5	4,4	4,3	4,2	4,4	4,6	5,3	4,9	2,6	2,7
CEP-Default-Index	2,5	2,7	2,8	2,3	1,8	1,3	2,9	3,5	1,0	0,2
Risikokategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2



USA

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GFS	-2,7	-4,0	-4,7	-5,1	-5,1	-4,3	-5,2	-5,5	-3,9	-4,4
μ^k	5,7	4,7	4,6	5,0	5,3	5,5	5,2	4,5	2,1	2,3
CEP-Default-Index	3,0	0,7	-0,1	-0,1	0,2	1,2	0,0	-1,0	-1,8	-2,1
Risikokategorie	2	2	3	3	2	2	2	3	3	4



Die Autoren

Lüder Gerken ist Vorstand des Centrums für Europäische Politik. Matthias Kullas verantwortet 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. Dem Kuratorium des CEP gehören der frühere Bundespräsident Roman Herzog, der ehemalige polnische Finanzminister und Notenbankpräsident Leszek Balcerowicz, der frühere EU-Kommissar Frits Bolkestein und der ehemalige Präsident der Deutschen Bundesbank Hans Tietmeyer an.