

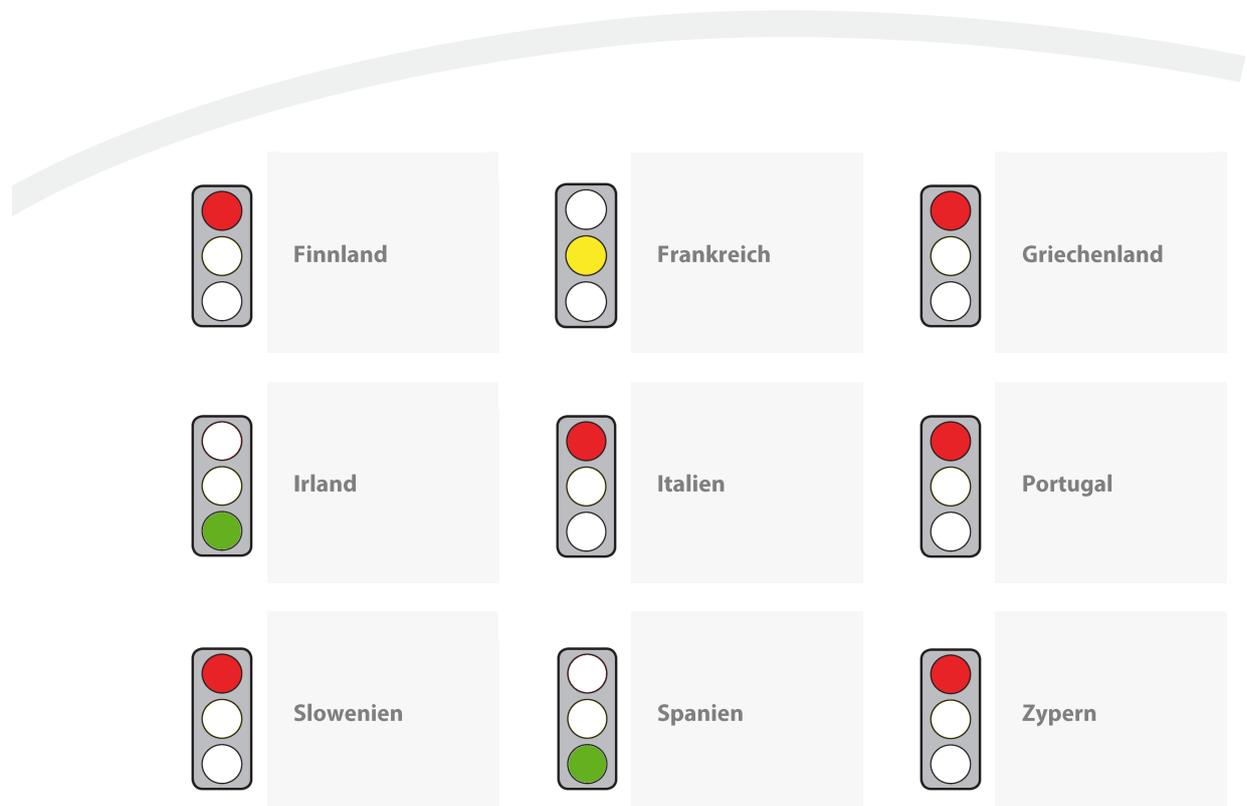
cep**Studie**

cepDefault-Index 2016

Entwicklung der Kreditfähigkeit der Euro-Länder und weiterer Länder

von Lüder Gerken, Matthias Kullas und Stephan Lammerich

Februar 2016



Kernpunkte

- ▶ Der cepDefault-Index 2016 beschreibt die aktuelle Entwicklung der Kreditfähigkeit von 25 EU-Ländern¹ sowie Islands, Japans, Kanadas, Norwegens, der Schweiz und der USA.
- ▶ Die Probleme im Euro-Raum sind nach wie vor nicht gelöst. Gegenwärtig weisen sechs Euro-Länder eine verfestigte abnehmende Kreditfähigkeit auf. Dies sind **Finnland, Griechenland, Italien, Portugal, Slowenien** und **Zypern**.
- ▶ **Finnland** weist seit 2013 eine abnehmende Kreditfähigkeit auf. Seither verwendet das Land ausländische Kredite zur Finanzierung des Binnenkonsums. Für eine Trendwende müssen insbesondere die privaten Investitionen steigen. 
- ▶ Die Entwicklung der Kreditfähigkeit von **Frankreich** ist seit 2005 unbestimmt, tendiert aber spätestens seit 2012 in Richtung Erosion. Seit 2012 werden selbst im Best-Case-Szenario nahezu die gesamten kapazitätssteigernden Investitionen nicht mit inländischer Ersparnis, sondern mit ausländischem Geld finanziert. Hierzu hat die deutlich angestiegene Konsumneigung beigetragen. 
- ▶ **Griechenland** bleibt nicht kreditfähig. Eine Trendwende ist nicht auszumachen. Selbst die umfassenden Kredithilfen der anderen Euro-Staaten und des IWF werden angesichts der weiterhin schlechten Rahmenbedingungen durch die Kapitalflucht von Ausländern und Inländern deutlich überkompensiert. Die Unsicherheit über die wirtschaftliche und politische Zukunft Griechenlands hat Investoren zusätzlich verprellt. 
- ▶ **Irland** weist seit 2010 eine Zunahme der Kreditfähigkeit auf. Dank der konsequenten Reformen konnte Irland die Krise – die ihren Grund nicht in einer erodierenden Wettbewerbsfähigkeit, sondern in einer Immobilien- und Kreditblase hatte – rasch überwinden. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Italien** erodiert seit 2010. Bis 2012 war dies darauf zurückzuführen, dass Italien seine Kapitalimporte zumindest zum Teil konsumtiv verwendete. Seit 2013 geht der Verfall auf einen schrumpfenden Kapitalstock zurück. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Portugal** erodiert seit 2004. Dies war bis 2011 darauf zurückzuführen, dass Kapitalimporte für Konsumzwecke verwendet wurden. Seit 2012 geht der Verfall der Kreditfähigkeit auf einen sinkenden Kapitalstock zurück. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Slowenien** verfällt seit 2012. Aufgrund schlechter Investitionsbedingungen schrumpft der Kapitalstock des Landes. Investitionshemmend wirkt neben den zahlreichen bürokratischen Hürden insbesondere der starke staatliche Einfluss auf die slowenische Wirtschaft. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Spanien** nimmt seit 2013 schrittweise zu. Um das Erreichte nicht zu gefährden, sollte die zukünftige Regierung den eingeschlagenen Reformkurs weiterverfolgen. Keinesfalls dürfen bereits getätigte Reformen zurückgenommen werden. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Zypern** verfällt seit 2013. Sollte Zypern das Hilfsprogramm wie geplant im 1. Quartal 2016 verlassen, müssen weitere Reformen durchgeführt werden, damit das Land nicht Gefahr läuft, abermals Finanzhilfen zu benötigen. 

¹ Für Bulgarien, Kroatien und Lettland sind nicht alle Daten verfügbar.

► Entwicklung der Kreditfähigkeit im ersten Halbjahr 2015²

Rang	Land	Entwicklung der Kreditfähigkeit	I ^k : Kapazitätssteigernde Investitionen	GFS: Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo	I ^k + GFS
Kategorie 1: Länder mit zunehmender Kreditfähigkeit					
1	Norwegen		6,2	9,4	15,6
2	Schweiz		2,3	10,9	13,2
3	Malta		5,5	6,2	11,7
4	Schweden		5,8	5,8	11,6
5	Estland		7,4	3,5	10,9
6	Ungarn		4,2	6,0	10,2
7	Irland		5,1	5,0	10,1
8	Deutschland		1,6	8,2	9,8
8	Litauen		5,6	4,2	9,8
10	Luxemburg		6,1	3,5	9,6
11	Polen		7,2	1,0	8,2
12	Niederlande		1,9	6,0	7,9
13	Dänemark		0,6	6,7	7,3
14	Österreich		3,6	2,0	5,6
15	Rumänien		3,1	2,2	5,3
16	Island		0,9	3,3	4,2
17	Euro-Raum (19 Länder)		1,5	2,6	4,1
18	Tschechische Republik		3,4	0,6	4,0
19	Belgien		3,1	0,6	3,7
19	Spanien		1,7	2,0	3,7
21	Japan		1,0	0,5	1,5
22	Slowakei		0,3	0,4	0,7
Kategorie 2: Länder mit unbestimmter Entwicklung der Kreditfähigkeit					
23	Kanada		4,7	-2,6	2,1
24	USA		3,1	-2,3	0,8
25	Frankreich		2,1	-1,8	0,3
Kategorie 3: Länder mit abnehmender Kreditfähigkeit					
	-		-	-	
Kategorie 4: Länder mit verfestigter abnehmender Kreditfähigkeit					
26	Vereinigtes Königreich		2,9	-5,0	-2,1
27	Finnland		0,7	-0,8	-0,1
28	Slowenien		-0,6	7,1	6,5
29	Italien		-1,2	2,1	0,9
30	Portugal		-1,5	1,3	-0,2
31	Zypern		-1,7	-3,6	-5,3
32	Griechenland		-5,9	2,8	-3,1

² Die Euro-Länder sind fett gesetzt. Für die Euro-Länder Luxemburg, Österreich und Zypern sowie die Nicht-Euro-Länder Island, Japan, Kanada, Norwegen, Polen, Rumänien, Schweiz, Ungarn und USA wird die Entwicklung der Kreditfähigkeit im Jahr 2014 dargestellt, da nicht alle Daten für 2015 vorliegen.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
2	Methodik des cepDefault-Indexes	3
3	Die cepDefault-Index-Werte der untersuchten Länder im Überblick.....	6
4	Problemländer	9
4.1	Finnland	10
4.2	Frankreich.....	12
4.3	Griechenland.....	14
4.4	Irland	16
4.5	Italien.....	18
4.6	Portugal.....	20
4.7	Slowenien.....	22
4.8	Spanien.....	24
4.9	Zypern.....	26
5	Restliche Euro-Länder und Euro-Raum insgesamt.....	28
5.1	Belgien.....	28
5.2	Deutschland.....	29
5.3	Estland	30
5.4	Litauen.....	31
5.5	Luxemburg.....	32
5.6	Malta.....	33
5.7	Niederlande	34
5.8	Österreich	35
5.9	Slowakei	36
5.10	Euro-Raum insgesamt.....	37
6	Restliche EU-Länder	38
6.1	Dänemark.....	38
6.2	Polen.....	39
6.3	Rumänien	40
6.4	Schweden.....	41
6.5	Tschechische Republik.....	42
6.6	Ungarn.....	43
6.7	Vereinigtes Königreich.....	44
7	Länder außerhalb der EU	45
7.1	Island	45
7.2	Japan	46
7.3	Kanada.....	47
7.4	Norwegen.....	48
7.5	Schweiz.....	49
7.6	USA.....	50
	Anhang I: Datenbasis.....	51

1 Einleitung

Nachdem sich die Euro-Staaten mit Griechenland auf ein weiteres, drittes Hilfspaket verständigt haben, ist die mediale Aufmerksamkeit für die Euro-Krise deutlich gesunken. Dies sollte jedoch nicht zu dem Schluss verleiten, dass die Probleme in der Eurozone gelöst wären. Vielmehr zeigt der cepDefault-Index 2016, dass nach wie vor zahlreiche Euro-Staaten – Finnland, Slowenien, Italien, Portugal, Zypern und Griechenland – eine verfestigte abnehmende Kreditfähigkeit aufweisen; eine Entwicklung, die über kurz oder lang zu einem Verlust der Kreditwürdigkeit führt.

Dass der Euro-Raum nach wie vor in einem fragilen Zustand ist, zeigt sich insbesondere in Finnland. Die anhaltende Wirtschaftskrise führt dort dazu, dass der Euro als Landeswährung zur Disposition steht und in einer Volksabstimmung über seine Abschaffung entschieden werden soll.

Weitere Gefahr droht zudem dadurch, dass der Kapitalstock in etlichen Euro-Volkswirtschaften nunmehr anhaltend schrumpft: Die Investitionen sind negativ und Kapital verlässt die betroffenen Länder. Diese Entwicklung, die in den ersten Jahren der Euro-Krise noch nicht ausgeprägt war, lässt sich in Griechenland, Italien, Portugal, Slowenien und Zypern beobachten. Um diesem Phänomen Rechnung zu tragen, wurde die Methodik des cepDefault-Indexes entsprechend erweitert (s. Kapitel 2).

Die gegenwärtige Ruhe am Markt für Staatsanleihen ist somit trügerisch. Sie ist nicht auf eine nachhaltige Gesundung des Euro-Raums zurückzuführen, sondern auf das Eingreifen der Europäischen Zentralbank (EZB), die Staatsanleihen kauft und die Kapitalmarktakteure so beruhigt. Maßnahmen zur dauerhaften Stabilisierung des Euro-Raums sind daher nach wie vor dringend notwendig. An erster Stelle muss dabei die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften in den Problemländern stehen. Die EU-Kommission hat hierauf nur begrenzten Einfluss. Hierfür bedarf es nationaler Reformbereitschaft.

Der vorliegende cepDefault-Index beschreibt die Entwicklung der Kreditfähigkeit der Euro- und der übrigen EU-Länder sowie ausgewählter Länder außerhalb der EU.

Der Index misst nicht nur die Entwicklung der Kreditfähigkeit des öffentlichen Sektors, sondern die der gesamten Volkswirtschaft, bezieht also Privathaushalte und Unternehmen einschließlich der Finanzbranche mit ein. Dies ist essentiell, denn die Kreditfähigkeit des öffentlichen Sektors hängt stark von seiner Fähigkeit ab, Steuern zu erheben und so Finanzmittel zu generieren. Diese Fähigkeit wiederum ist abhängig von der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen: Bei einer sinkenden Wettbewerbsfähigkeit des privaten Sektors wird dem öffentlichen Sektor zunehmend die Besteuerungsgrundlage entzogen.

Kapitel 2 beschreibt zunächst die Methodik und den Aufbau des cepDefault-Indexes. Kapitel 3 präsentiert einen Überblick über die Kreditfähigkeitsentwicklung der beurteilten Volkswirtschaften.

Die Kapitel 4 bis 7 beschreiben die Entwicklung der Kreditfähigkeit in der Europäischen Union und in wichtigen Drittländern seit 1999. Für die meisten EU-Länder konnten bereits die Daten für das erste Halbjahr 2015 zugrundegelegt werden. Für Luxemburg, Österreich, Polen, Rumänien, Ungarn und Zypern sowie für die untersuchten Drittländer lagen diese Daten noch nicht vor, so dass für sie die Entwicklung bis Ende 2014 dargestellt wird. Bulgarien, Kroatien und Lettland konnten mangels belastbarer Daten nicht untersucht werden.

Kapitel 4 enthält die Länderberichte der Problemländer der Euro-Zone: Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Slowenien, Spanien, Portugal und Zypern. Kapitel 5 enthält die aktuellen Werte des cepDefault-Indexes für die restlichen Euro-Länder – Belgien, Deutschland, Estland, Li-

tauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich und Slowakei – sowie für den Euro-Raum insgesamt.

In Kapitel 6 sind die Indexwerte der übrigen EU-Mitgliedsländer – Dänemark, Polen, Rumänien, Schweden, Tschechische Republik, Ungarn und Vereinigtes Königreich – aufgeführt. Kapitel 7 enthält die Werte wichtiger Volkswirtschaften außerhalb der EU, namentlich Island, Japan, Kanada, Norwegen, die Schweiz und die USA.

Im September 2014 stellten die Europäische Statistikbehörde Eurostat und die nationalen Statistikämter ihre Datenerhebung auf das 2010 beschlossene „Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene“ (ESVG 2010) um. Das ESVG 2010 hat das ESVG 1995 abgelöst. Entsprechend liegen auch dem cepDefault-Index 2016 die nach diesem System erhobenen Daten zugrunde. Um die Untersuchung von Zeitreihen ohne Änderung der Erhebungsregeln zu ermöglichen, wurden auch die Daten der vergangenen Jahre nach den ESVG-2010-Regeln neu berechnet. Die Verwendung der ESVG-2010-Daten im cepDefault-Index führt für die meisten Staaten zu keinen nennenswerten Änderungen der Kreditfähigkeitsentwicklung. Ausnahmen sind beschränkt auf Belgien und Slowenien: Nach dem ESVG 1995 nahmen die kapazitätssteigernden Investitionen in Slowenien 2012 und 2013 zu, nach dem ESVG 2010 ab. Belgiens gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo war 2013 nach dem ESVG 1995 negativ, nach dem ESVG 2010 positiv. In den übrigen Jahren gab es solche Divergenzen in beiden Ländern nicht.

2 Methodik des cepDefault-Indexes

Der cepDefault-Index misst, wie sich die Fähigkeit eines Landes zur Rückzahlung der Auslandskredite und damit die Kreditfähigkeit entwickelt.³ Dies hängt nicht nur von der Verschuldung des Staates ab. Vielmehr ist die Solidität der gesamten Volkswirtschaft ausschlaggebend. Insbesondere die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen auf den Weltmärkten beeinflusst die Kreditfähigkeit eines Landes. So führt eine Erosion der Wettbewerbsfähigkeit regelmäßig zu höheren Importen und geringeren Exporten und damit zu Leistungsbilanzdefiziten.⁴ Deren Kehrseite ist eine zunehmende Verschuldung⁵ der privaten Wirtschaftsakteure im Ausland. Der cepDefault-Index berücksichtigt daher neben den Staatshaushalten auch das Kreditverhalten der Banken, Unternehmen und Konsumenten und misst entsprechend die Entwicklung der Kreditfähigkeit des Landes insgesamt.

Der Index setzt an zwei auf das Kalenderjahr bezogenen und in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gemessenen Größen an: (1) am Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen (I^k) und (2) am Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS). Von Bedeutung für den Index ist außerdem (3) die Summe aus beiden Größen.

Zu den kapazitätssteigernden Investitionen zählen die Nettowerte (nach Abschreibungen) der Anlageinvestitionen der Unternehmen sowie der öffentlichen Hand. Der Wohnungsbau zählt jedoch nicht dazu, da er zu keiner Ausweitung des Produktionspotentials führt. Die Nichtberücksichtigung des Wohnungsbaus im cepDefault-Index hat den willkommenen Begleiteffekt, dass sich die Entwicklung der Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft messen lässt, ohne dass das Ergebnis durch Preisblasen auf dem Wohnungsbaumarkt verzerrt wird. Ein positiver Wert der kapazitätssteigernden Investitionen bedeutet, dass in der fraglichen Periode zusätzliches Produktionspotential geschaffen wird, aus dessen Wertschöpfung die Tilgung von Auslandskrediten erwirtschaftet werden kann. Ein negativer Wert bedeutet, dass das Potential der Volkswirtschaft, aus dessen Wertschöpfung die Tilgung von Auslandskrediten erwirtschaftet werden kann, schrumpft. Dies ist ein klares Indiz für die Erosion der Kreditfähigkeit der Volkswirtschaft.

Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet ab, wie viel Geldkapital eine Volkswirtschaft netto aus dem Ausland benötigt bzw. in das Ausland transferiert. Ein negativer GFS, also ein Nettokapitalimport, kann insbesondere folgende Ursachen haben: Erstens kann er durch – mangels Wettbewerbsfähigkeit auftretende – Leistungsbilanzdefizite des Inlands entstehen, die durch ausländische Kredite finanziert werden. Zweitens kann er entstehen, wenn Ausländer im Inland mehr (Direkt-)Investitionen tätigen als umgekehrt und dies mit den entsprechenden Geldtransfers finanziert wird. Drittens kann er entstehen, wenn Inländer in großem Umfang Kapital aus dem Ausland abziehen (Kapitalflucht) und ins Inland zurückholen.

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

Risikokategorie 1 (grüne Ampel) liegt vor, wenn sowohl der I^k -Wert als auch der GFS-Wert positiv sind. Dies bedeutet: Die Kreditfähigkeit des Landes steigt. Denn das Land schafft im betrachteten Jahr zusätzliches Produktionspotential. Außerdem benötigt es kein Kapital aus dem Ausland; sowohl die kapazitätssteigernden Investitionen als auch der inländische Konsum können per saldo

³ Er ist damit kein Bestands-, sondern ein Prozessmaß.

⁴ Bei flexiblen Wechselkursen erfolgt über die Zeit eine Anpassung, die zum Ausgleich der Leistungsbilanz führt. In einer Währungsunion ist eine solche Anpassung allerdings nicht möglich.

⁵ Oder ein Abbau von Privatvermögen.

aus heimischer Kapitalbildung finanziert werden und sogar noch ein Überschuss im Ausland angelegt werden. Das Land steigert daher seine Kreditfähigkeit.

Risikokategorie 2 (gelbe Ampel) liegt vor, wenn ein positiver I^k -Wert einhergeht mit einem negativen GFS-Wert und diesen betragsmäßig übersteigt, die Summe also positiv ist. In diesem Fall lässt sich über die Entwicklung der Kreditfähigkeit des Landes keine eindeutige Aussage treffen. Denn einerseits entsteht zusätzliches Produktionspotential. Andererseits wird, wenn auch in geringerem Umfang, Kapital aus dem Ausland benötigt.

Entscheidend kommt es in dieser Konstellation darauf an, ob der Kapitalzufluss aus dem Ausland für Investitionen oder für Konsum⁶ verwendet wird. Dies ist von Bedeutung, denn mit Auslandskrediten, die für kapazitätssteigernde Investitionen verwendet werden, wird ein Sachwert geschaffen, über den bei entsprechender Investitionsrendite die Zinszahlungen und die Rückzahlung des Kredites erwirtschaftet werden können. Ein derart bedingtes gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit kann sogar ein Ausdruck hoher Standortattraktivität sein, da ausländische Investoren im Inland rentable Investitionsmöglichkeiten wahrnehmen und zu nutzen trachten. Mit Auslandskrediten dagegen, die für Konsumausgaben verwendet werden, wird kein Wert geschaffen, über den die Zinszahlungen und die Rückzahlung des Kredites erwirtschaftet werden können. In diesem Fall muss für die Bedienung der Auslandskredite auf inländische Quellen zurückgegriffen werden. Ein derart bedingtes gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit bildet sich insbesondere dann, wenn die Volkswirtschaft ihre Wettbewerbsfähigkeit auf den Weltmärkten einbüßt oder bereits eingebüßt hat.

Aus den offiziellen Statistiken lässt sich nicht ermitteln, für welche Zwecke – Investition oder Konsum – das ausländische Kapital im Inland verwendet wird. Um letztlich nicht belastbare Schätzungen zu vermeiden, wird für den cepDefault-Index – zugunsten der betrachteten Volkswirtschaft – ein Best-Case-Szenario angenommen: Es wird rechnerisch unterstellt, dass die inländischen Investitionen vorrangig aus den Kapitalimporten finanziert werden, während das inländische Einkommen vorrangig für Konsumausgaben verwendet wird. Es wird mit anderen Worten unterstellt, dass die Auslandskredite ein Maximum an Wertschöpfung erzeugen, welches deren Bedienung ermöglichen kann.

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

Risikokategorie 3 (rot-gelbe Ampel) kann in zwei Ausprägungen vorliegen, die sich danach unterscheiden, ob die kapazitätssteigernden Investitionen positiv oder negativ sind.

Die erste Ausprägung ist dadurch gekennzeichnet, dass zwar – wie in Kategorie 2 – ein positiver I^k -Wert mit einem negativen GFS-Wert einhergeht, dass aber – anders als in Kategorie 2 – der GFS-Wert den I^k -Wert betragsmäßig übersteigt, die Summe also negativ ist. Dies bedeutet: Die Kreditfähigkeit des Landes erodiert. Denn das Land benötigt mehr Kapital aus dem Ausland, als es insgesamt für kapazitätssteigernde Investitionen einsetzt. Mit anderen Worten: Das Land konsumiert rechnerisch nicht nur 100% des im Inland erwirtschafteten Einkommens, sondern darüber hinaus

⁶ Unter Konsum sind hier und im Folgenden sämtliche Ausgaben zu verstehen, die keine kapazitätssteigernden Investitionen darstellen. Konsum in diesem Sinne umfasst folglich insbesondere auch den privaten Wohnungsbau.

auch einen Teil des Nettokapitalimports. Die Volkswirtschaft verschuldet sich folglich im Ausland, um Konsumausgaben finanzieren zu können. Diese Entwicklung bedroht die Kreditfähigkeit.

Diese Zusammenhänge offenbaren eine wichtige Eigenschaft des cepDefault-Indexes: Er unterscheidet danach, ob ein Problemland seinen Auslandskreditbedarf durch Verringerung des Konsums oder durch Reduktion der kapazitätssteigernden Investitionen senkt. Nur der erstgenannte Reformkurs ist nachhaltig und findet daher im Index Niederschlag. Ein Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizits auf Kosten der kapazitätssteigernden Investitionen hingegen wirkt sich auf den Index nicht aus. Damit der Index eine Wende anzeigt, muss ein Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizits mit Konsumverzicht statt mit Investitionsverzicht einhergehen. Denn Letzteres hat zur Folge, dass das Produktionspotential der Volkswirtschaft – das für die Bedienung der Auslandskredite unverzichtbar ist – relativ zum Auslandskreditbedarf abnimmt. Dies verschlechtert die Schuldentragfähigkeit.

Die zweite – noch problematischere – Ausprägung ist dadurch gekennzeichnet, dass der I^k -Wert sogar negativ ist. Auch dies bedeutet: Die Kreditfähigkeit des Landes erodiert. Denn der Kapitalstock – der benötigt wird, um Auslandskredite bedienen zu können – schrumpft in diesem Fall sogar absolut. Ein schrumpfender Kapitalstock ist Ausdruck fehlender Wettbewerbsfähigkeit und geringer langfristiger Wachstumserwartungen der Unternehmen; ausländische und inländische Investoren sind aufgrund ihrer Erwartungen zu Investitionen im Inland nicht einmal in einem Maße bereit, das erforderlich ist, um auch nur das bestehende Niveau der Wirtschaftsleistung aufrechtzuerhalten. Der gesunkene Kapitalstock führt dann tatsächlich zu einem geringen – oder gar negativen – Wirtschaftswachstum und zu steigender Arbeitslosigkeit. Ein solcher Teufelskreis sich selbst erfüllender Erwartungen kann dazu führen, dass ein Land verarmt.

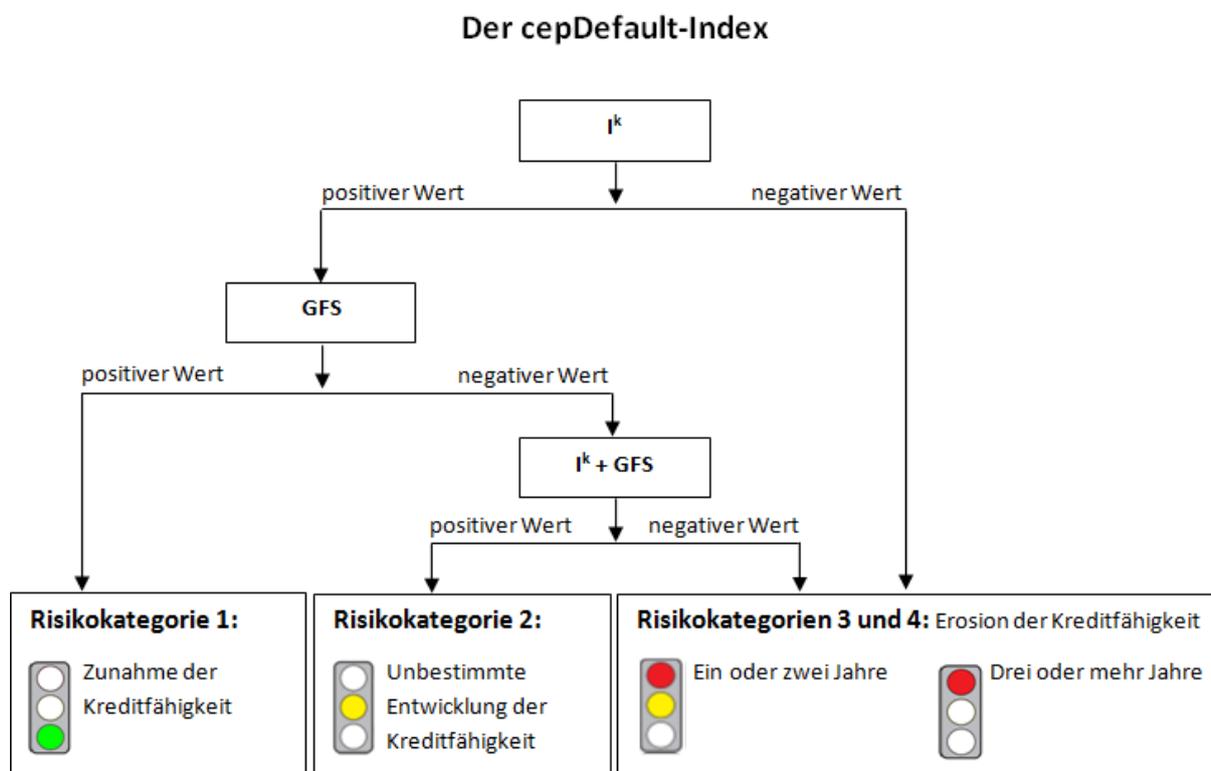
In dieser Situation ist für die Entwicklung der Kreditfähigkeit nachrangig, ob der GFS ebenfalls negativ oder positiv ist. Ein negativer GFS-Wert indiziert, dass ungeachtet der negativen Nettoinvestitionstätigkeit ausländisches Kapital benötigt wird, mit dem – da netto nicht investiert wird – nur der überhöhte inländische Konsum weiter finanziert wird. Ein positiver GFS-Wert indiziert, dass der Rückgang der Investitionstätigkeit und damit der Wirtschaftsleistung einhergeht mit dem Rückzug ausländischen Kapitals, ggf. sogar zusätzlich mit der Kapitalflucht von inländischen Investoren, die ihr Geld ins Ausland transferieren.

Risikokategorie 4 (rote Ampel): Eine über drei oder noch mehr Jahre anhaltende Erosion der Kreditfähigkeit in den Ausprägungen, wie sie in Risikokategorie 3 beschrieben wurden, indiziert, dass es sich um kein vorübergehendes, sondern um ein strukturelles Problem handelt; die Gefahr der Kreditunfähigkeit hat sich verfestigt oder ist faktisch eingetreten.

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

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

Die Methodik des cepDefault-Indexes wird in der folgenden Übersicht zusammengefasst:



3 Die cepDefault-Index-Werte der untersuchten Länder im Überblick

Die Übersicht auf der folgenden Seite zeigt die Entwicklung der Kreditfähigkeit der untersuchten Volkswirtschaften im ersten Halbjahr 2015. Für Island, Japan, Kanada, Luxemburg, Norwegen, Österreich, Polen, Rumänien, die Schweiz, Ungarn, die USA und Zypern liegen keine Halbjahreswerte vor. In diesem Fall ist die Entwicklung der Kreditfähigkeit im Jahr 2014 abgebildet. Für Bulgarien, Kroatien und Lettland liegen gar keine belastbaren Daten vor, so dass der Index für diese drei Länder nicht berechnet wird. Die Entwicklung der Kreditfähigkeit der Länder im Zeitablauf wird in den Kapiteln 4 bis 7 dargestellt.

Die Entwicklung der Kreditfähigkeit der Euro-Staaten ist, wie die Übersicht zeigt, nach wie vor sehr heterogen. Am stärksten zugenommen hat die Kreditfähigkeit von Malta, Estland und Irland. Die Entwicklung der irischen Kreditfähigkeit ist bemerkenswert, da das Land bis 2013 Finanzhilfen erhalten hat.

Am stärksten an Kreditfähigkeit verloren, wie in den Jahren zuvor, die beiden südeuropäischen Staaten Griechenland und Zypern. Besorgniserregend ist, dass die Erosion der Kreditfähigkeit in allen Problemländern außer Finnland und dem Vereinigten Königreich – anders als in den ersten Jahren der Euro-Krise – nunmehr mit negativen Investitionsquoten einhergeht. Dies verschärft die Probleme dieser Länder, weil es Volkswirtschaften, in denen per saldo desinvestiert wird, noch einmal schwerer fällt, wieder wettbewerbsfähig zu werden und damit die wesentliche Ursache für die Erosion der Kreditfähigkeit zu beseitigen.

Entwicklung der Kreditfähigkeit im ersten Halbjahr 2015⁷

Rang	Land	Entwicklung der Kreditfähigkeit	I ^k : Kapazitätssteigernde Investitionen	GFS: Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo	I ^k + GFS
Kategorie 1: Länder mit zunehmender Kreditfähigkeit					
1	Norwegen		6,2	9,4	15,6
2	Schweiz		2,3	10,9	13,2
3	Malta		5,5	6,2	11,7
4	Schweden		5,8	5,8	11,6
5	Estland		7,4	3,5	10,9
6	Ungarn		4,2	6,0	10,2
7	Irland		5,1	5,0	10,1
8	Deutschland		1,6	8,2	9,8
8	Litauen		5,6	4,2	9,8
10	Luxemburg		6,1	3,5	9,6
11	Polen		7,2	1,0	8,2
12	Niederlande		1,9	6,0	7,9
13	Dänemark		0,6	6,7	7,3
14	Österreich		3,6	2,0	5,6
15	Rumänien		3,1	2,2	5,3
16	Island		0,9	3,3	4,2
17	Euro-Raum (19 Länder)		1,5	2,6	4,1
18	Tschechische Republik		3,4	0,6	4,0
19	Belgien		3,1	0,6	3,7
19	Spanien		1,7	2,0	3,7
21	Japan		1,0	0,5	1,5
22	Slowakei		0,3	0,4	0,7
Kategorie 2: Länder mit unbestimmter Entwicklung der Kreditfähigkeit					
23	Kanada		4,7	-2,6	2,1
24	USA		3,1	-2,3	0,8
25	Frankreich		2,1	-1,8	0,3
Kategorie 3: Länder mit abnehmender Kreditfähigkeit					
	-		-	-	-
Kategorie 4: Länder mit verfestigter abnehmender Kreditfähigkeit					
26	Vereinigtes Königreich		2,9	-5,0	-2,1
27	Finnland		0,7	-0,8	-0,1
28	Slowenien		-0,6	7,1	6,5
29	Italien		-1,2	2,1	0,9
30	Portugal		-1,5	1,3	-0,2
31	Zypern		-1,7	-3,6	-5,3
32	Griechenland		-5,9	2,8	-3,1

⁷ Die Euro-Länder sind fett gesetzt. Für die Euro-Länder Luxemburg, Österreich und Zypern sowie die Nicht-Euro-Länder Island, Japan, Kanada, Norwegen, Polen, Rumänien, Schweiz, Ungarn und USA wird die Entwicklung der Kreditfähigkeit im Jahr 2014 dargestellt, da nicht alle Daten für 2015 vorliegen.

4 Problemländer

Im folgenden Kapitel wird die Kreditfähigkeitsentwicklung von ausgewählten Ländern seit 1999 in Länderporträts dargestellt. Die Länderporträts umfassen alle Euro-Staaten, die aktuell eine abnehmende Kreditfähigkeit aufweisen und/oder Finanzhilfen anderer Euro-Staaten benötigen: dies sind Finnland, Griechenland, Italien, Portugal, Slowenien und Zypern. Zudem werden Länderporträts von Euro-Staaten erstellt, die in der Vergangenheit Finanzhilfen benötigt haben, auch wenn deren aktuelle Kreditfähigkeit nicht abnimmt; dies sind Irland und Spanien. Schließlich wird auch die Entwicklung der französischen Kreditfähigkeit in einem Länderporträt dargestellt. Zwar ist derzeit eine eindeutige Aussage über eine Abnahme der französischen Kreditfähigkeit nicht möglich. Allerdings steht Frankreich mit einem Index-Wert von nur 0,4 knapp an der Grenze. Eine abnehmende Kreditfähigkeit Frankreichs kann angesichts der Größe der Volkswirtschaft weitreichende Konsequenzen für den Euro-Raum haben.

Jedes Länderporträt enthält neben einem Überblick über die Entwicklung der Kreditfähigkeit vier Balkendiagramme: Für den Index von Bedeutung sind die kapazitätssteigernden Investitionen (I^k), der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo (GFS) und die Summe aus beidem ($I^k + \text{GFS}$). Hinzu kommt die Konsumquote.

Die Farbgebung in den ersten drei Diagrammen entspricht der Methodik des Indexes: Sie bestimmt sich danach, ob der jeweilige Wert unproblematisch (grün) oder problematisch (rot) ist bzw. ob über ihn keine Wertung getroffen werden kann (gelb) oder er für den Befund keine Rolle spielt (transparent). GFS-Wert und Summe weisen stets dieselbe Farbunterlegung auf. Im Folgenden wird die Farbgebung kurz erläutert.

Negative I^k -Werte sind rot eingefärbt, da der Kapitalstock schrumpft. In diesem Fall erodiert die Kreditfähigkeit. Die dazugehörigen GFS- und Summen-Werte sind transparent unterlegt, weil sie für die Bewertung der Kreditfähigkeitsentwicklung keine Rolle spielen. Positive I^k -Werte sind grün eingefärbt, da sie einen wachsenden Kapitalstock signalisieren, der notwendige, aber nicht hinreichende Voraussetzung für eine steigende Kreditfähigkeit ist.

Bei positiven I^k -Werten sind positive GFS-Werte – und damit zwingend auch positive Summen – ebenfalls grün eingefärbt. Denn das Land steigert seine Kreditfähigkeit.

Bei positiven I^k -Werten und negativen GFS-Werten hängt die Farbgebung der GFS-Werte und der Summen vom Vorzeichen der Summe ab. Sie ist bei positiver Summe gelb, bei negativer rot: Eine gelbe Einfärbung signalisiert, dass der Kapitalimport vollständig für kapazitätssteigernde Investitionen verwendet werden kann, also keinen Konsum finanzieren muss. In diesem Fall ist die Entwicklung der Kreditfähigkeit unbestimmt. Eine rote Einfärbung zeigt an, dass der Kapitalimport die kapazitätssteigernden Investitionen übersteigt. Ein Teil des Kapitalimports wird in diesem Fall für Konsum verwendet. Die Kreditfähigkeit des Landes sinkt.

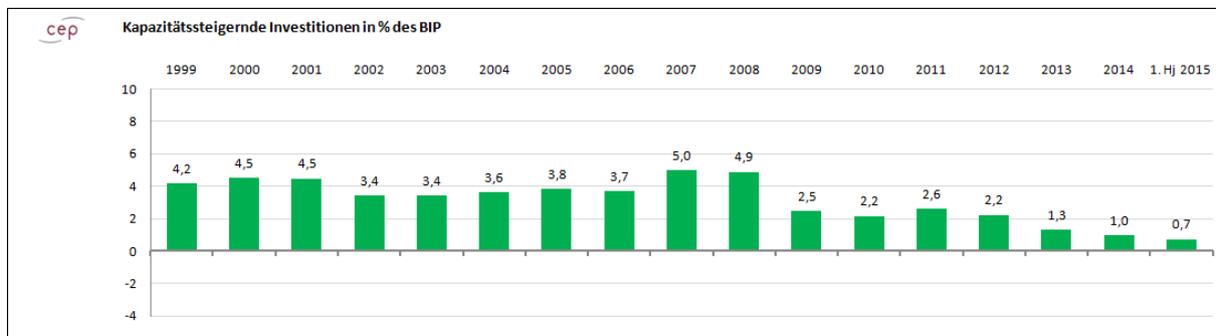
Das vierte Diagramm in den Länderporträts zeigt die Konsumquote in Prozent des verfügbaren Einkommens. Sie fließt zwar nicht in die Berechnung der Kreditfähigkeitsentwicklung ein. Eine abnehmende Kreditfähigkeit geht aber häufig mit einem übermäßigen Konsum einher. Die Darstellung der Konsumquote vermittelt daher einen Eindruck, wie stark die aktuellen Probleme eines Landes sind. Als kritische Schwelle gilt eine Konsumquote von 100% des verfügbaren Einkommens.

4.1 Finnland

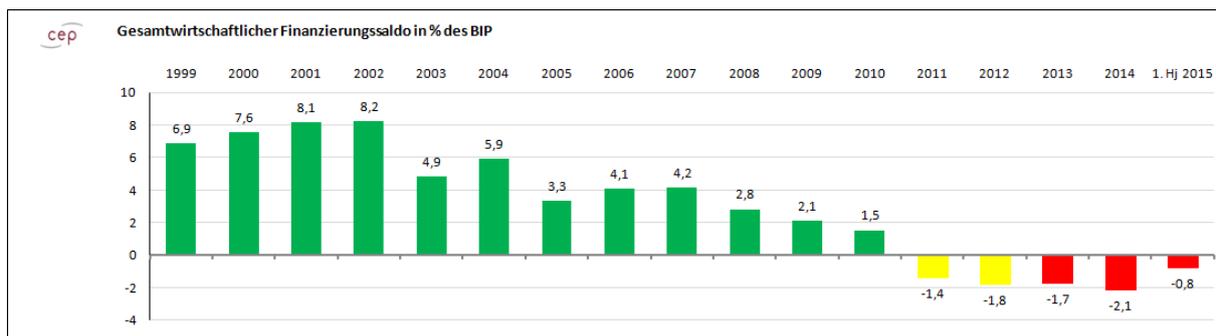
Überblick: Die finnische Kreditfähigkeit nimmt seit 2013 ab. Diese Entwicklung setzte sich auch im ersten Halbjahr 2015 fort.

Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	3	4
I ^k	4,2	4,5	4,5	3,4	3,4	3,6	3,8	3,7	5,0	4,9	2,5	2,2	2,6	2,2	1,3	1,0	0,7
GFS	6,9	7,6	8,1	8,2	4,9	5,9	3,3	4,1	4,2	2,8	2,1	1,5	-1,4	-1,8	-1,7	-2,1	-0,8
I ^k +GFS	11,1	12,1	12,6	11,6	8,3	9,5	7,1	7,8	9,2	7,7	4,6	3,7	1,2	0,4	-0,4	-1,1	-0,1

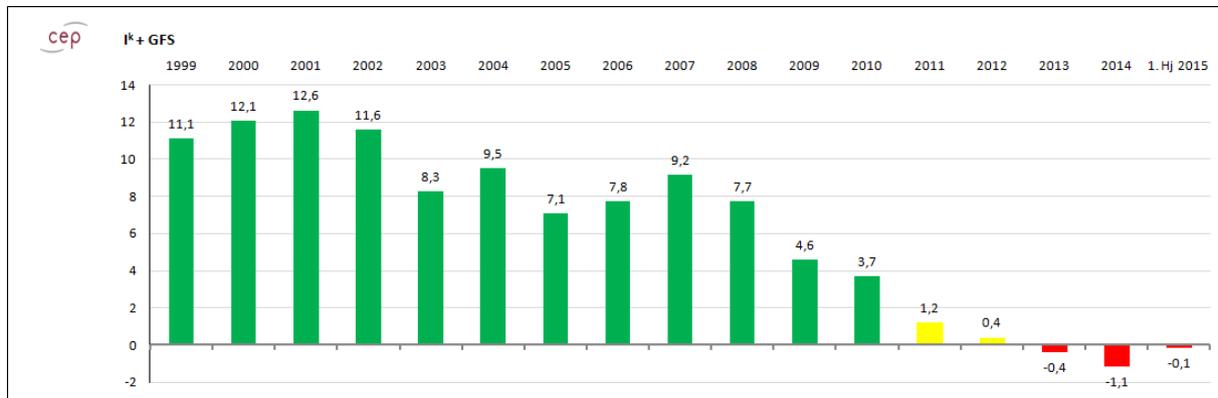
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die Investitionstätigkeit in Finnland hat sich seit dem Einbruch im Jahr 2009 nicht mehr erholt, sondern ist im Gegenteil weiter zurückgegangen. Im ersten Halbjahr 2015 lagen die kapazitätssteigernden Investitionen mit 0,7% des BIP auf einem historischen Tiefststand.



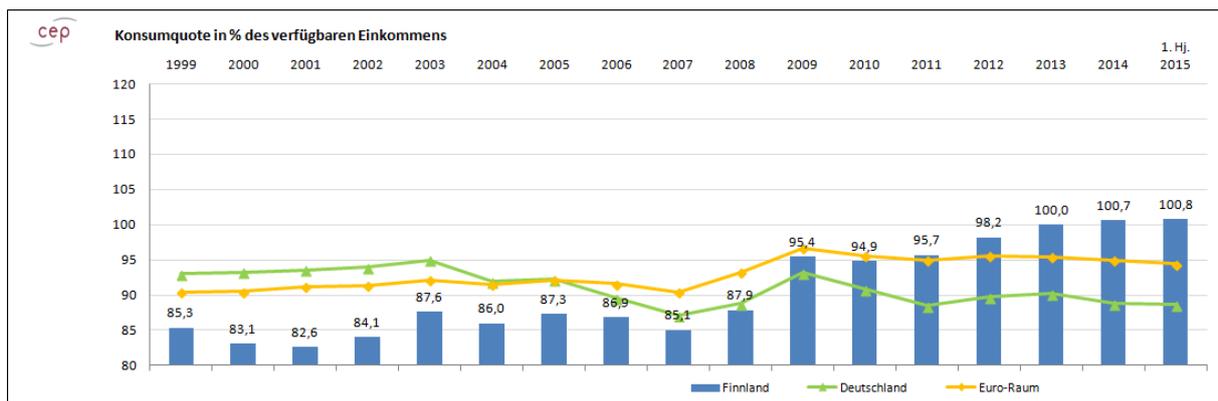
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Finnland wurde 2011 erstmals seit Einführung des Euros 1999 zum Nettokapitalimporteur. Dies hat sich seitdem nicht geändert. Nachdem die Kapitalimporte 2014 mit 2,1% des BIP ein historisches Niveau erreicht hatten, schwächten sie sich im ersten Halbjahr 2015 deutlich auf 0,8% ab.



I^k + GFS: Die Summe aus noch geringfügig positiven I^k und negativem GFS ist seit 2013 negativ. Dies gilt, wenngleich in geringerem Umfang, auch für 2015. Die Kreditfähigkeit erodiert somit im dritten Jahr in Folge.



Konsumquote: Seit Einführung des Euros 1999 ist die finnische Konsumquote um über 15 Prozentpunkte auf 100,8% des verfügbaren Einkommens gestiegen. Seit 2011 übertrifft sie den Durchschnitt des Euro-Raums; im ersten Halbjahr 2015 lag sie sogar 6 Prozentpunkte über diesem.



Befund: Die Kreditfähigkeit Finnlands erodiert seit 2013. Diese Entwicklung hielt auch im ersten Halbjahr 2015 an.

Ursache: Zwar waren die kapazitätssteigernden Investitionen in Finnland, bei weiter fallender Tendenz, im ersten Halbjahr 2015 noch geringfügig positiv. Sie lagen jedoch erneut unter dem Auslandskapitalbedarf. Die im Ausland aufgenommenen Kredite sind somit weiterhin, wie seit 2013, zumindest teilweise für die Finanzierung von Konsum aufgewendet worden.

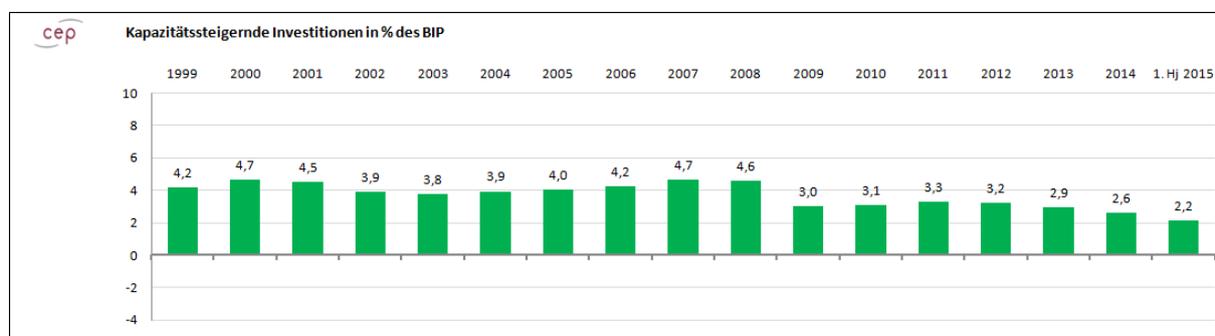
Handlungsempfehlung: Für eine Stärkung der Kreditfähigkeit müssen insbesondere die privaten Investitionen steigen. Hierfür muss zuvorderst der Strukturwandel – weg von der Papierindustrie, hin zu zukunftssträchtigen Industrien – abgeschlossen werden. Da Unternehmensgründungen helfen, einen solchen Strukturwandel erfolgreich zu meistern, muss die niedrige finnische Gründungstätigkeit durch verbesserte Rahmenbedingungen erhöht werden.

4.2 Frankreich

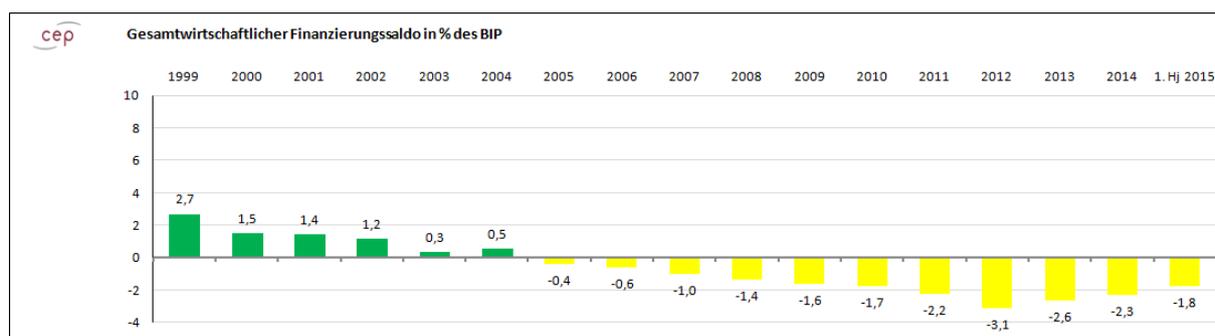
Überblick: Frankreichs Kreditfähigkeit entwickelt sich seit 2005 unbestimmt, was sich auch im ersten Halbjahr 2015 fortsetzte.

Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
I^k	4,2	4,7	4,5	3,9	3,8	3,9	4,0	4,2	4,7	4,6	3,0	3,1	3,3	3,2	2,9	2,6	2,2
GFS	2,7	1,5	1,4	1,2	0,3	0,5	-0,4	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,7	-2,2	-3,1	-2,6	-2,3	-1,8
$I^k + GFS$	6,9	6,2	5,9	5,1	4,1	4,4	3,6	3,6	3,7	3,2	1,4	1,4	1,1	0,1	0,3	0,3	0,4

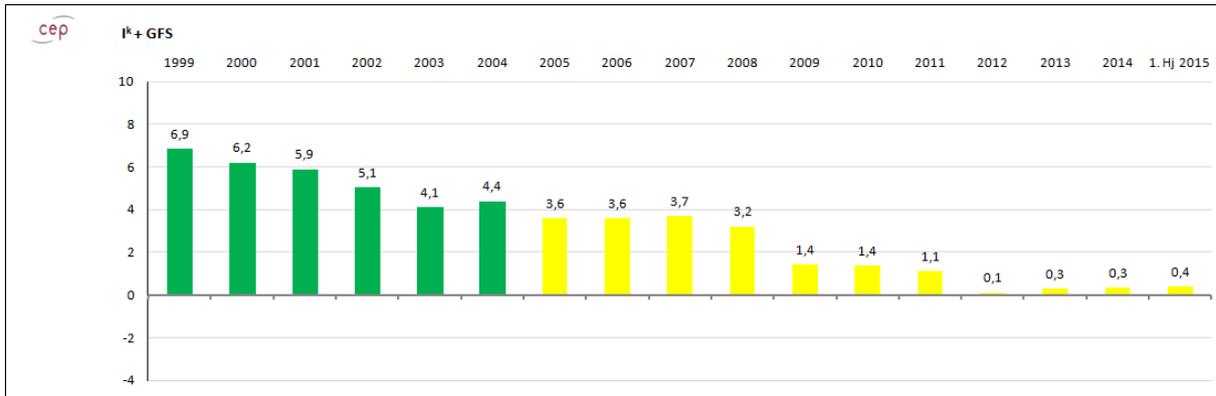
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Der Rückgang der kapazitätssteigernden Investitionen, der 2011 einsetzte, hielt auch im ersten Halbjahr 2015 an. Trotzdem investiert Frankreich mit 2,2% des BIP weiterhin deutlich mehr als der Durchschnitt der Eurozone (1,5%).



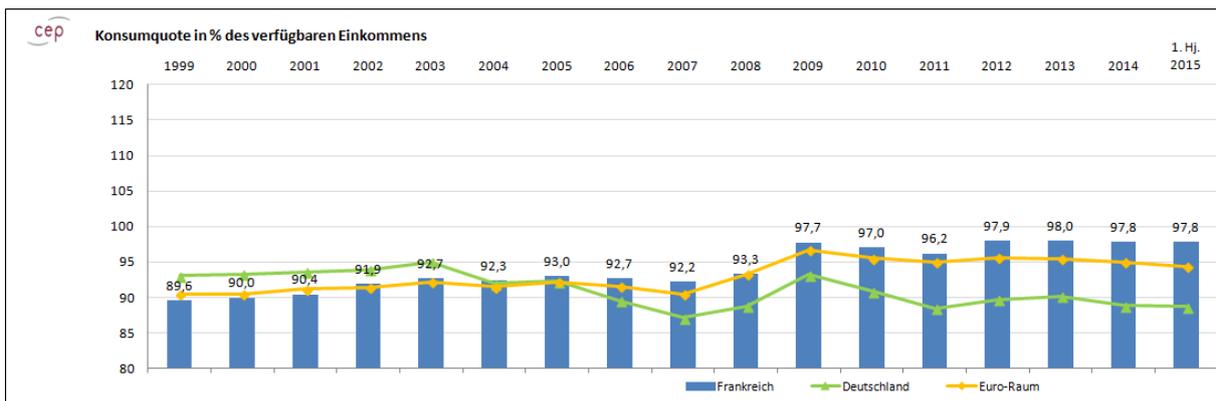
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Der seit 2005 anhaltende ausländische Kreditbedarf Frankreichs war in den letzten beiden Jahren rückläufig. Diese Entwicklung setzte sich auch im ersten Halbjahr 2015 fort, in dem er auf 1,8% des BIP sank.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist seit der Euro-Einführung positiv, seit 2012 aufgrund der hohen Kapitalimporte jedoch nur noch auf einem äußerst geringen Niveau.



Konsumquote: Während der letzten drei Jahre liegt die französische Konsumquote annähernd stabil bei 98% des verfügbaren Einkommens und damit nur knapp unter der kritischen Schwelle von 100%. Seit 2009 übertrifft sie den Durchschnitt des Euro-Raums – im ersten Halbjahr 2015 mit 97,8% um knapp 3 Prozentpunkte.



Befund: Die Entwicklung der französischen Kreditfähigkeit ist seit 2005 unbestimmt, tendiert aber spätestens seit 2012 in Richtung Erosion.

Ursache: Frankreich finanziert seit 2005 immer größere Teile seiner Investitionen nicht durch heimische Ersparnis, sondern durch ausländische Kredite. Seit 2012 werden selbst im Best-Case-Szenario (s. Kapitel 2) nahezu die gesamten kapazitätssteigernden Investitionen mit ausländischem Kapital finanziert. Hierzu hat nicht zuletzt die seit 2009 deutlich angestiegene Konsumneigung beigetragen. Der Produktionsstandort Frankreich weist zudem hohe Produktionskosten auf. Da ein Großteil der französischen Exporte sensibel auf eine Erhöhung der Preise reagiert, sind weite Teile der französischen Wirtschaft auf den Weltmärkten wenig bis nicht wettbewerbsfähig.

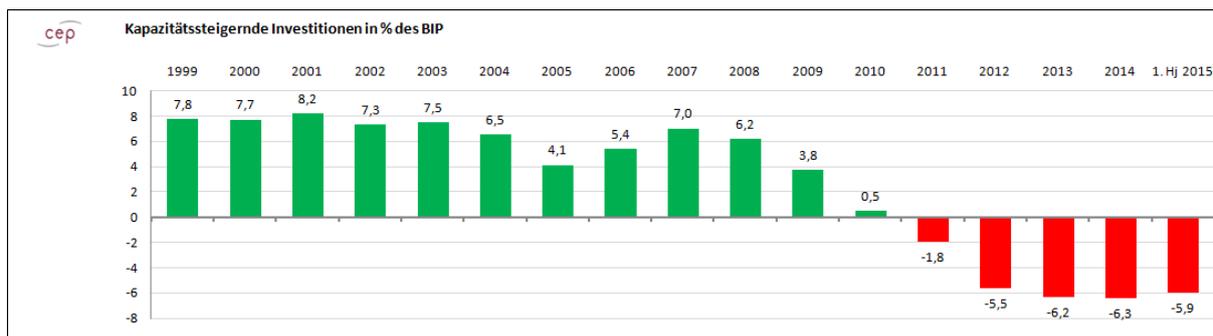
Handlungsempfehlung: Für eine Verbesserung der Kreditfähigkeit muss entweder die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der französischen Wirtschaft gestärkt oder der weniger preissensible High-Tech-Sektor vergrößert werden. In beiden Fällen sind umfassende Strukturreformen erforderlich. Eine verbesserte internationale Wettbewerbsfähigkeit würde auch die hohe Arbeitslosenquote reduzieren.

4.3 Griechenland

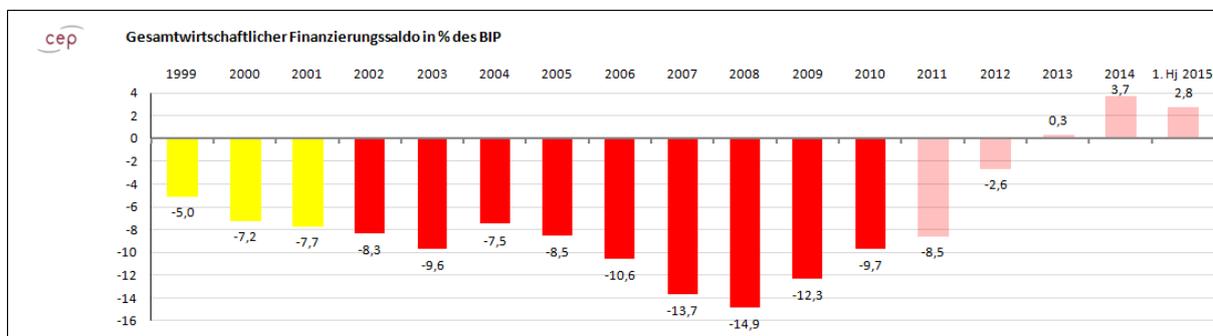
Überblick: Die Erosion der griechischen Kreditfähigkeit begann 2002. Das Land ist heute kreditunfähig.

Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	2	2	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
I^k	7,8	7,7	8,2	7,3	7,5	6,5	4,1	5,4	7,0	6,2	3,8	0,5	-1,8	-5,5	-6,2	-6,3	-5,9
GFS	-5,0	-7,2	-7,7	-8,3	-9,6	-7,5	-8,5	-10,6	-13,7	-14,9	-12,3	-9,7	-8,5	-2,6	0,3	3,7	2,8
$I^k + GFS$	2,8	0,5	0,5	-1,0	-2,1	-1,0	-4,4	-5,2	-6,7	-8,7	-8,5	-9,2	-10,3	-8,1	-5,9	-2,6	-3,1

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Der griechische Kapitalstock schrumpft seit 2011 massiv. Allein im ersten Halbjahr 2015 entsprach der Rückgang 5,9% des griechischen BIP. Kein anderer Euro-Staat weist einen auch nur annähernd so starken Rückgang des Kapitalstocks auf. Gründe hierfür sind die fehlende internationale Wettbewerbsfähigkeit, die in weiten Teilen funktionsunfähige öffentliche Verwaltung und, seit 2015, zusätzlich die politische Unsicherheit. Ausländische und inländische Kapitalgeber sind unter diesen Bedingungen nicht zu Investitionen bereit. Je länger diese Entwicklung anhält, desto stärker verarmt das Land. Der negative I^k -Wert ist auf den privaten Sektor zurückzuführen: Während die öffentlichen Nettoinvestitionen leicht positiv sind, sind die privaten stark negativ.⁸

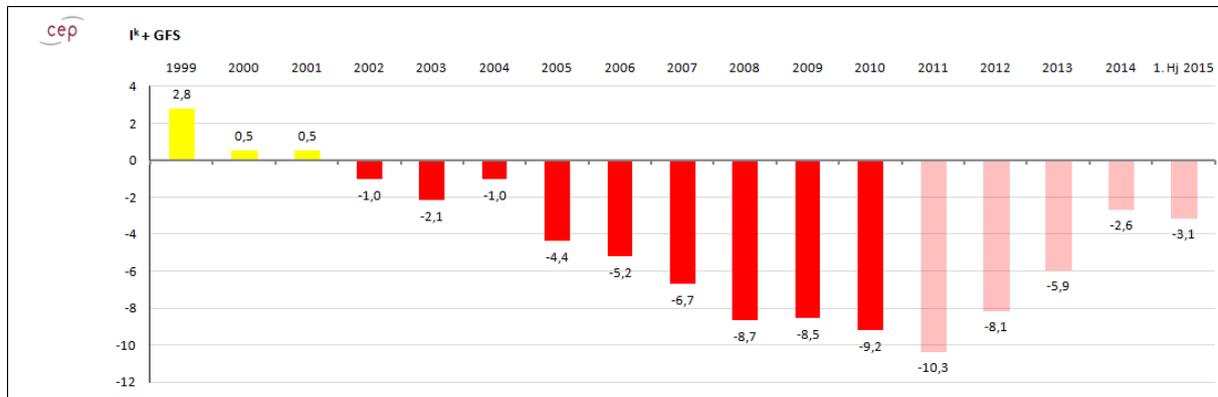


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Von 1999 bis 2012 hat sich Griechenland im Ausland ununterbrochen neuverschuldet. Seit 2013 hat sich diese Entwicklung in ihr Gegenteil verkehrt: Inländisches und ausländisches Kapital, das dringend benötigt wird, um den Kapitalstock zumindest zu erhalten, wenn nicht wieder neu aufzubauen, verlässt das Land.

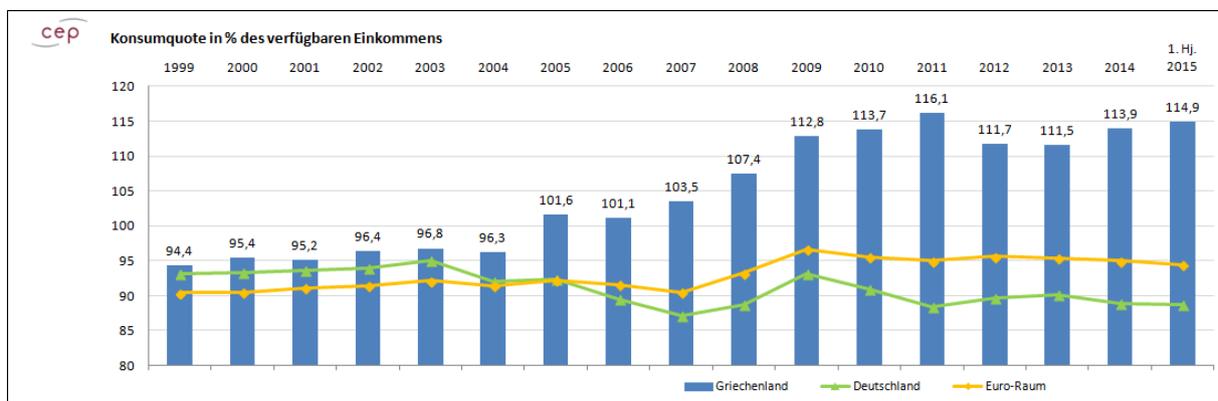


⁸ Vgl. Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco, online unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, abgerufen am 18.01.2016.

I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist seit 2002 negativ. Anfänglich war dies auf die enormen Kapitalimporte zurückzuführen, die die noch positiven Nettoinvestitionen immer stärker überstiegen. 2011 und 2012 waren sowohl der GFS als auch der I^k-Wert negativ. Seit 2013 ist die negative Summe ausschließlich auf den negativen I^k-Wert zurückzuführen.



Konsumquote: Seit 2005 liegt die griechische Konsumquote deutlich über der kritischen 100%-Schwelle. Im ersten Halbjahr 2015 konsumierte die griechische Volkswirtschaft 114,9% des verfügbaren Einkommens. Die griechische Konsumquote ist damit die höchste der EU. Kein anderes Land weist eine auch nur annähernd so hohe Konsumquote auf. Anfänglich wurde der übermäßige Konsum durch Kapitalimporte finanziert. Seit ausländische private Investoren hierzu nicht mehr bereit sind, geht der Konsum zu Lasten der Investitionen.



Befund: Griechenland ist nach wie vor nicht kreditfähig. Eine Trendwende ist nicht auszumachen.

Ursache: Der Verfall der griechischen Kreditfähigkeit war zunächst auf einen übermäßigen Auslandskreditbedarf zur Finanzierung von Konsum zurückzuführen, heute auf einen stark schrumpfenden Kapitalstock. Seit 2013 verliert Griechenland Kapital: Selbst die umfassenden Kredithilfen der anderen Euro-Staaten und des IWF werden angesichts der weiterhin schlechten Rahmenbedingungen durch die Kapitalflucht von Ausländern und Inländern deutlich überkompensiert. Dadurch fehlt das Kapital für dringend benötigte Investitionen.

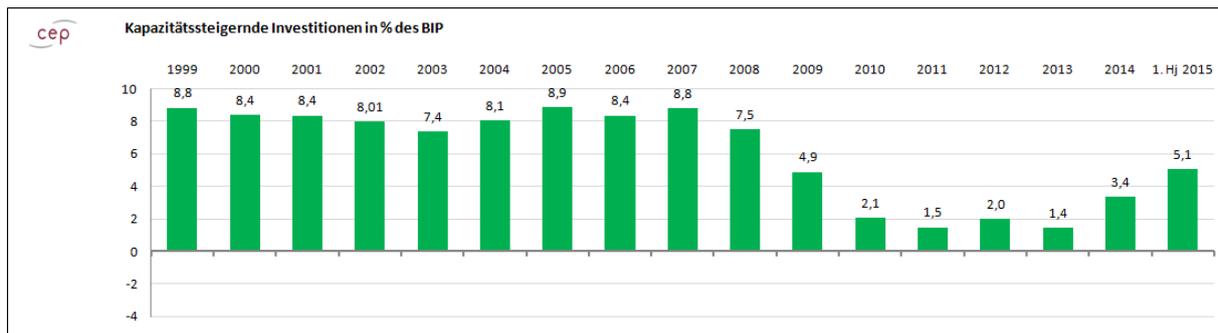
Handlungsempfehlung: Für eine Stärkung der Kreditfähigkeit müssen die Rahmenbedingungen für Investitionen verbessert werden. Insbesondere die Unsicherheit über die wirtschaftliche und politische Zukunft Griechenlands hat Investoren verprellt. Griechenland muss sich entscheiden, ob es Reformen durchführen und im Euro bleiben oder aus dem Euro ausscheiden will. Die Kosten des bisherigen politischen Zickzack-Kurses zeigen sich u.a. in dem schrumpfenden Kapitalstock.

4.4 Irland

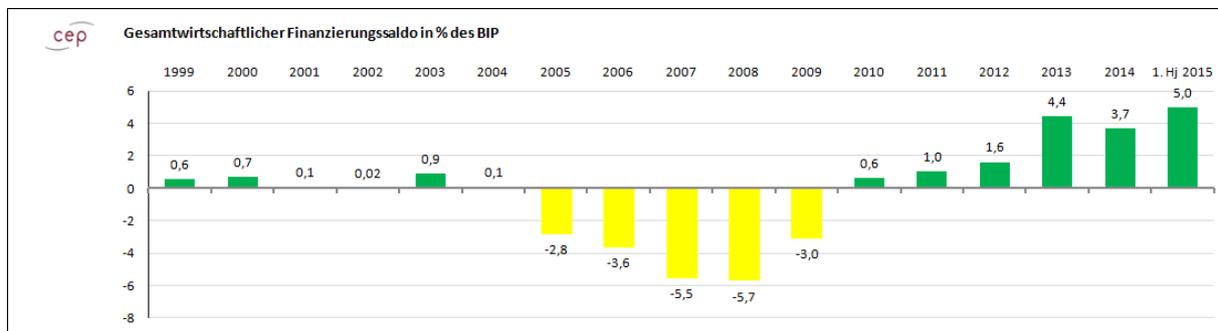
Überblick: Irlands Kreditfähigkeit nahm in den letzten dreieinhalb Jahren kontinuierlich zu und erreichte im ersten Halbjahr 2015 das höchste Niveau seit der Euro-Einführung 1999. Dass Irland zwischen 2010 und 2013 Finanzhilfen benötigte, war auf Blasen an den Kapitalanlagemärkten zurückzuführen. Der cepDefault-Index bildet solche Risiken bewusst nur ansatzweise ab. Aus diesem Grund hat der Index in keinem Jahr eine eindeutig abnehmende Kreditfähigkeit angezeigt.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1
I^k	8,8	8,4	8,4	8,01	7,4	8,1	8,9	8,4	8,8	7,5	4,9	2,1	1,5	2,0	1,4	3,4	5,1
GFS	0,6	0,7	0,1	0,02	0,9	0,1	-2,8	-3,6	-5,5	-5,7	-3,0	0,6	1,0	1,6	4,4	3,7	5,0
$I^k + GFS$	9,4	9,1	8,5	8,03	8,3	8,2	6,1	4,8	3,3	1,8	1,9	2,7	2,5	3,6	5,8	7,1	10,1

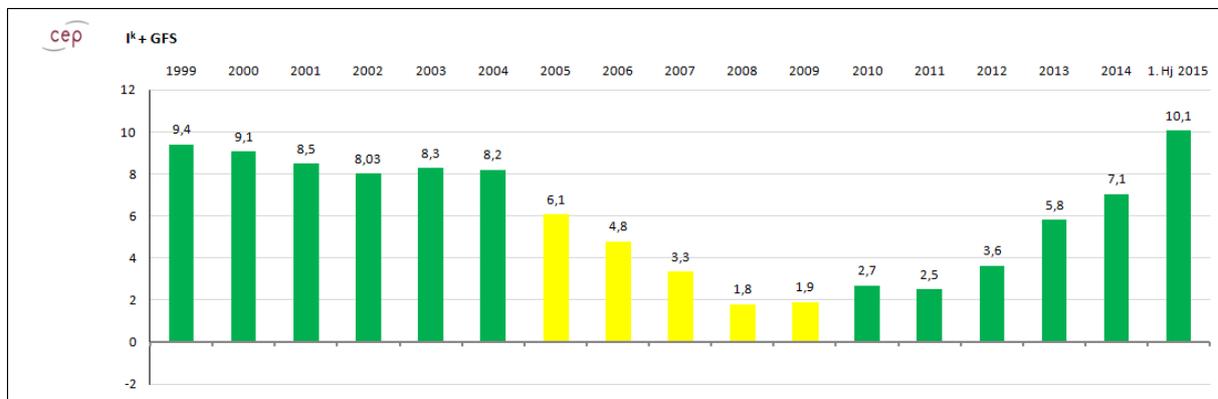
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Im Zuge der irischen Wirtschaftskrise brachen die kapazitätssteigernden Investitionen 2009 und 2010 dramatisch ein. Diese Entwicklung kehrte sich in den vergangenen eineinhalb Jahren allerdings um. Im ersten Halbjahr 2015 stiegen die kapazitätssteigernden Investitionen wieder auf 5,1% des BIP und erreichten damit fast das Dreieinhalbfache des Euro-Raum-Durchschnitts.



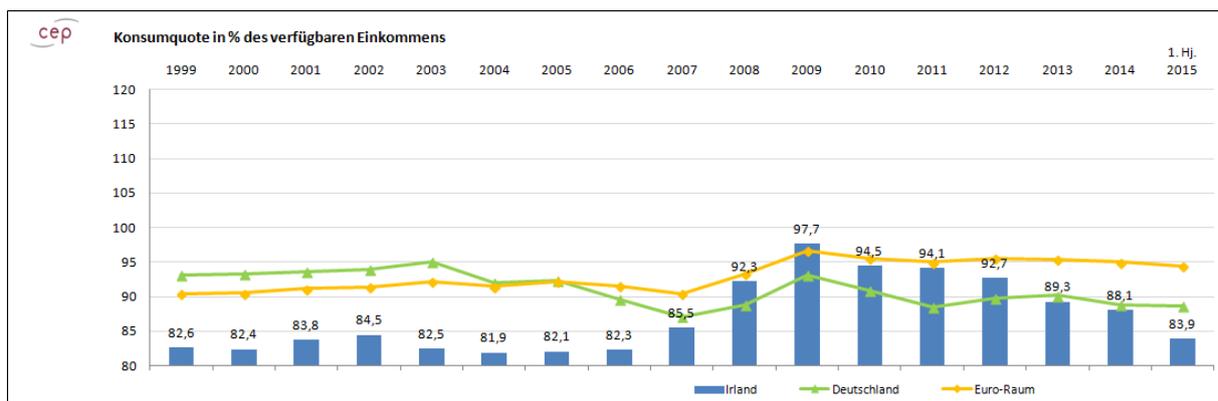
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Irland ist seit 2010 wieder Nettokapitalexporteur. Im ersten Halbjahr 2015 erreichten die Kapitalexporte 5,0% des BIP. Dies ist der höchste Wert seit Einführung des Euros 1999.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist seit der Euro-Einführung positiv. Dies galt auch während der Krise, in der sie auf Werte unter 2 sank, allerdings damit, trotz negativem GFS, positiv blieb. Seit Überwindung der Krise steigt sie immer stärker an und erreichte im ersten Halbjahr 2015 ihren Höchststand.



Konsumquote: Die irische Konsumquote in Prozent des verfügbaren Einkommens ist 2008 und 2009 deutlich angestiegen. Seitdem ging sie jedoch um 13,8 Prozentpunkte auf 83,9% im ersten Halbjahr 2015 zurück. Sie liegt damit wieder auf dem Niveau zum Zeitpunkt der Euro-Einführung und in den Jahren vor der Krise sowie deutlich unter dem Durchschnitt der Eurozone.



Befund: Die irische Kreditfähigkeit nimmt seit 2010 wieder zu.

Ursache: Dank der konsequenten Reformen konnte Irland die Krise – die ihren Grund nicht in einer erodierenden Wettbewerbsfähigkeit oder einer übermäßigen Auslandsverschuldung, sondern in einer Immobilien- und Kreditblase hatte – rasch überwinden. Seit 2014 trägt der starke Anstieg der kapazitätssteigernden Investitionen zusätzlich zur positiven Entwicklung der irischen Kreditfähigkeit bei.

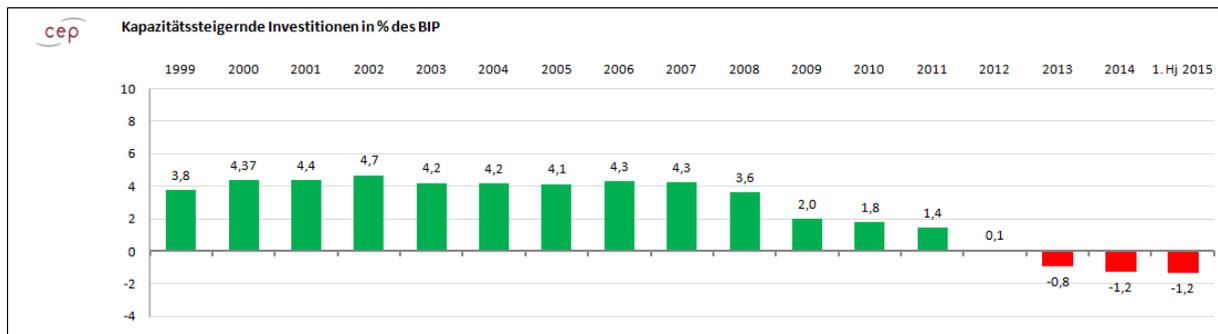
Handlungsempfehlung: –

4.5 Italien

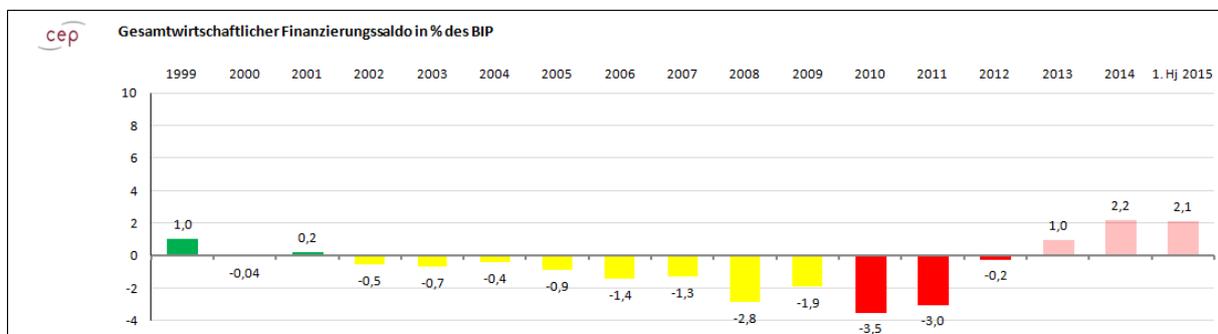
Überblick: Die italienische Kreditfähigkeit verfällt seit 2010. Diese Entwicklung setzte sich auch 2015 fort.

Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	4	4	4	4
I^k	3,8	4,37	4,4	4,7	4,2	4,2	4,1	4,3	4,3	3,6	2,0	1,8	1,4	0,1	-0,8	-1,2	-1,2
GFS	1,0	-0,04	0,2	-0,5	-0,7	-0,4	-0,9	-1,4	-1,3	-2,8	-1,9	-3,5	-3,0	-0,2	1,0	2,2	2,1
$I^k + GFS$	4,8	4,33	4,6	4,2	3,5	3,8	3,2	2,9	3,0	0,8	0,1	-1,7	-1,6	-0,1	0,2	1,0	0,9

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): In den ersten Jahren nach Einführung des Euros lagen die kapazitätssteigernden Investitionen Italiens noch über dem Durchschnitt des Euro-Raums.⁹ Seit 2003 liegen sie darunter. Der Abstand zum Euro-Raum-Durchschnitt wurde von Jahr zu Jahr größer. Seit 2013 schrumpft der italienische Kapitalstock, während der Kapitalstock des Euro-Raums nach wie vor wächst. Eine Ursache für den schrumpfenden italienischen Kapitalstock ist die reformstaubbedingte geringe Standortqualität Italiens. Sie macht Investitionen unattraktiv. Hinzu kommt die hohe Arbeitslosigkeit, die negativ auf die Binnennachfrage wirkt. Auch dies reduziert die Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Schließlich führt die hohe öffentliche Verschuldung dazu, dass auch der öffentliche Kapitalstock schrumpft.

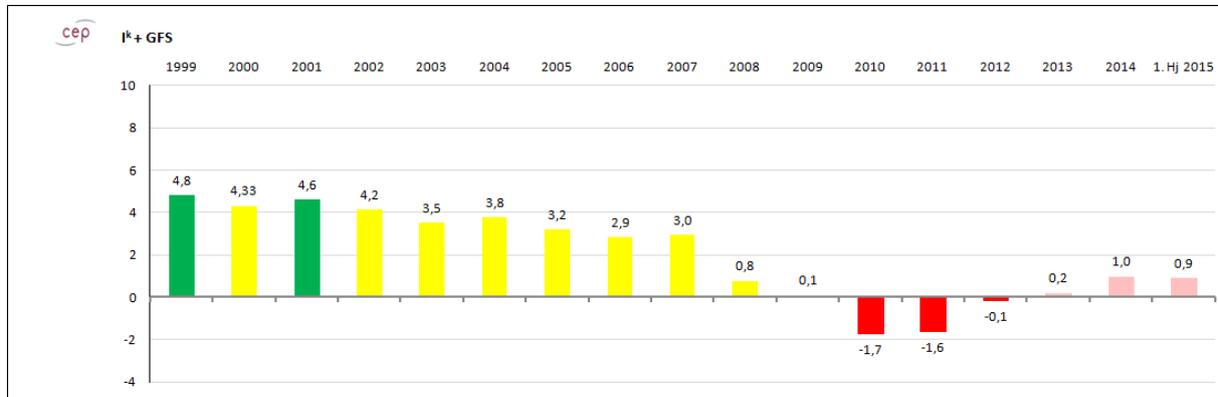


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Italien war von 2002 bis 2012 Nettokapitalimporteur. Seit 2013 ist das Land Nettokapitalexporteur. Der Umstand, dass ebenfalls seit 2012 die Quote der kapazitätssteigernden Investitionen negativ ist, indiziert, dass Kapital, das benötigt wird um den Kapitalstock zu erhalten, das Land verlässt.

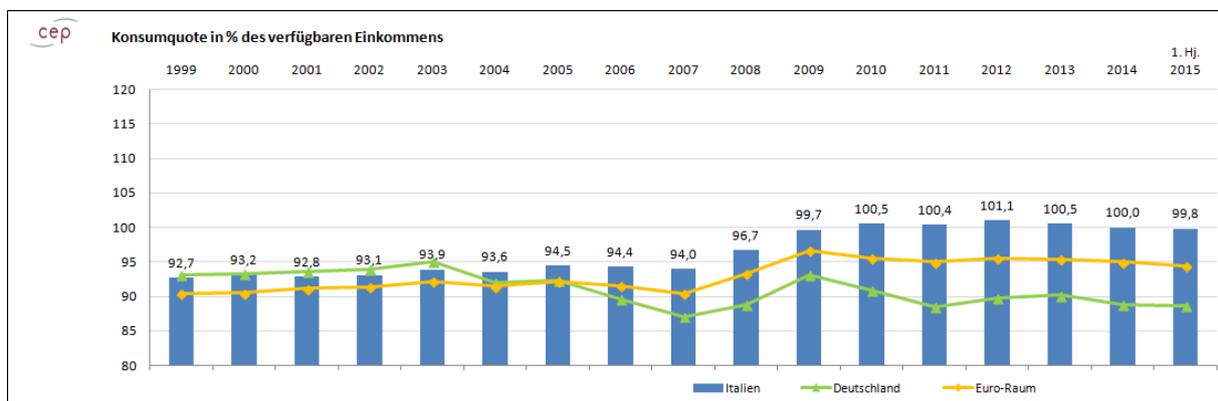


⁹ Für den Euro-Raum-Durchschnitt siehe Kapitel 5.10.

I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS war in den ersten Jahren nach Einführung des Euros noch deutlich positiv. Da ein immer größerer Anteil der Kapitalimporte konsumtiv verwendet wurde, sank die Summe, bis sie 2010 negativ wurde. Seit 2013 ist sie zwar wieder positiv, da seit 2013 jedoch der Kapitalstock schrumpft, ist dies ein Anzeichen für Kapitalflucht und mithin gerade kein Indiz für eine positive Entwicklung.



Konsumquote: Die italienische Konsumquote lag von 2010 bis 2013 über der kritischen Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Seither ist sie leicht gesunken. Aktuell beläuft sie sich auf 99,8% des verfügbaren Einkommens. Sie liegt damit allerdings weiter deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 94,4%. Um mehr Kapital für Investitionen zur Verfügung zu haben, muss die Quote deutlich sinken.



Befund: Die italienische Kreditfähigkeit erodiert seit 2010.

Ursache: Bis 2012 war der Verfall der italienischen Kreditfähigkeit darauf zurückzuführen, dass Italien seine Kapitalimporte zumindest zum Teil konsumtiv verwendete. Seit 2013 geht er auf einen schrumpfenden Kapitalstock zurück. Der schrumpfende Kapitalstock resultiert aus der geringen internationalen Standortattraktivität.

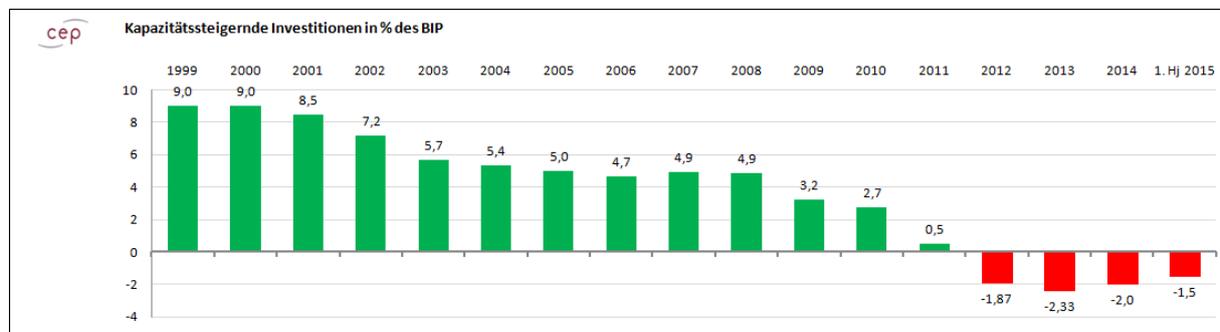
Handlungsempfehlung: Für eine Steigerung der italienischen Kreditfähigkeit muss das Land als Investitionsstandort wieder attraktiv werden, sodass der Kapitalstock wieder wächst. Dies erfordert, dass die Rahmenbedingungen für Investitionen deutlich verbessert werden.

4.6 Portugal

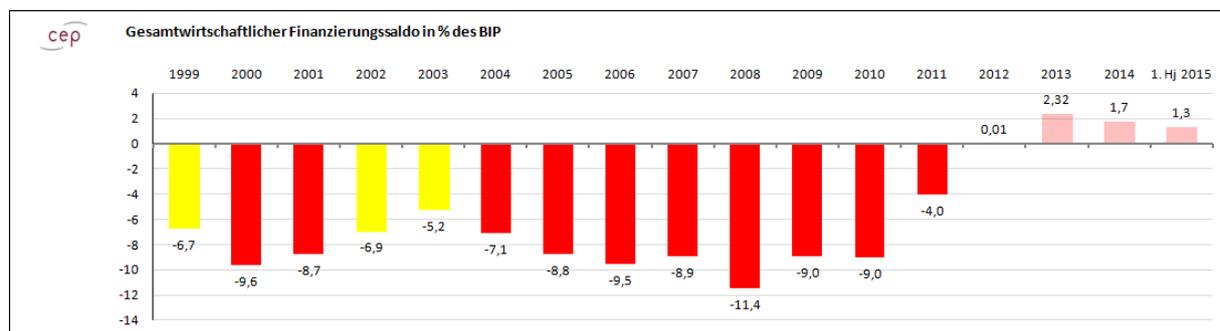
Überblick: Der Verfall der portugiesischen Kreditfähigkeit, der spätestens 2004 begann, setzte sich auch im ersten Halbjahr 2015 fort.

Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	2	3	3	2	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
I^k	9,0	9,0	8,5	7,2	5,7	5,4	5,0	4,7	4,9	4,9	3,2	2,7	0,5	-1,87	-2,33	-2,0	-1,5
GFS	-6,7	-9,6	-8,7	-6,9	-5,2	-7,1	-8,8	-9,5	-8,9	-11,4	-9,0	-9,0	-4,0	0,01	2,32	1,7	1,3
$I^k + GFS$	2,3	-0,6	-0,2	0,3	0,5	-1,7	-3,8	-4,8	-4,0	-6,5	-5,8	-6,3	-3,5	-1,86	-0,01	-0,3	-0,2

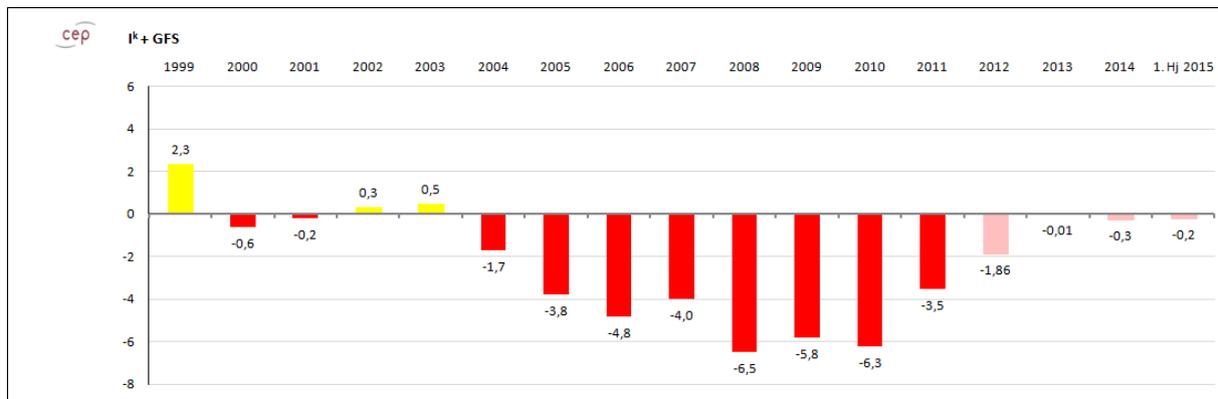
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Seit der Euro-Einführung gingen die kapazitätssteigernden Investitionen Portugals kontinuierlich zurück; seit 2012 schrumpft der portugiesische Kapitalstock. Ursache hierfür sind geringere Wachstumsaussichten und eine geänderte Risikowahrnehmung der portugiesischen Unternehmen. Deren hohe Verschuldung erschwert den Zugang zu Krediten zusätzlich. Zudem ist Portugal für Direktinvestitionen nur mäßig attraktiv.



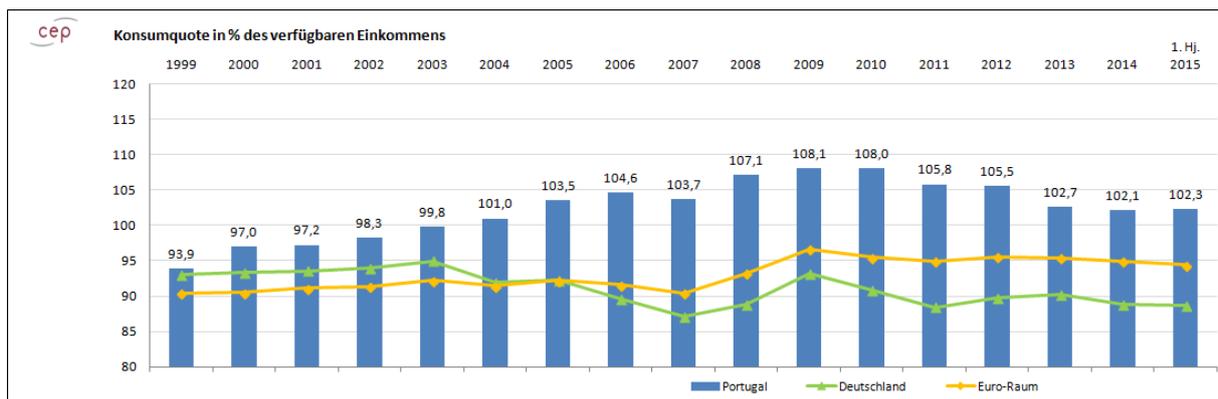
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Nach einer langen Phase von Kapitalimporten ist Portugal seit 2012 Kapitalexporteur. Seither ist auch die Quote der kapazitätssteigernden Investitionen negativ. Dies deutet darauf hin, dass Kapital das Land verlässt, das eigentlich benötigt wird, um den Kapitalstock zumindest zu erhalten.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist seit 2004 negativ, in den letzten Jahren allerdings auf einem deutlich geringeren Niveau. Da zugleich der Kapitalstock schrumpft, ist dieser Trend kein Anzeichen für eine positive Entwicklung.



Konsumquote: Die Konsumneigung Portugals ist bereits seit Einführung des Euros im Vergleich zur Eurozone überdurchschnittlich hoch. Obwohl sie seit Ausbruch der Krise zurückging, lag die portugiesische Konsumquote im ersten Halbjahr 2015 immer noch bei 102,3% des verfügbaren Einkommens. Sie ist damit weiterhin eine der höchsten im Euro-Raum.



Befund: Die portugiesische Kreditfähigkeit erodiert seit 2004.

Ursache: Die Erosion der portugiesischen Kreditfähigkeit war bis 2011 darauf zurückzuführen, dass Kapitalimporte für Konsumzwecke verwendet wurden. Seit 2012 geht der Verfall der Kreditfähigkeit auf einen sinkenden Kapitalstock zurück.

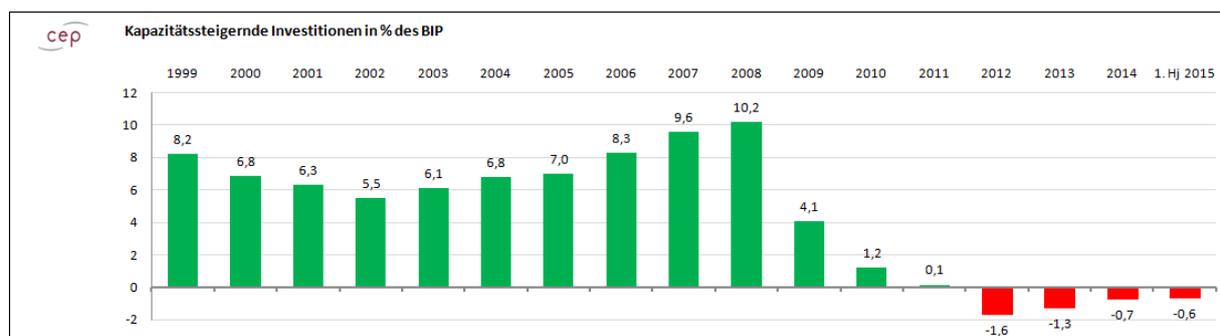
Handlungsempfehlung: Eine Verbesserung der Kreditfähigkeit setzt voraus, dass der Kapitalstock, statt zu schrumpfen, wieder wächst. Hierfür sind weitere Reformen zur Verbesserung der Standortqualität unerlässlich. Denn nur so kann Portugal die Wachstumsaussichten der portugiesischen Unternehmen verbessern und zudem mehr Direktinvestitionen anziehen. Ein Anstieg der Kreditfähigkeit setzt zudem ein Absinken des Konsumniveaus voraus.

4.7 Slowenien

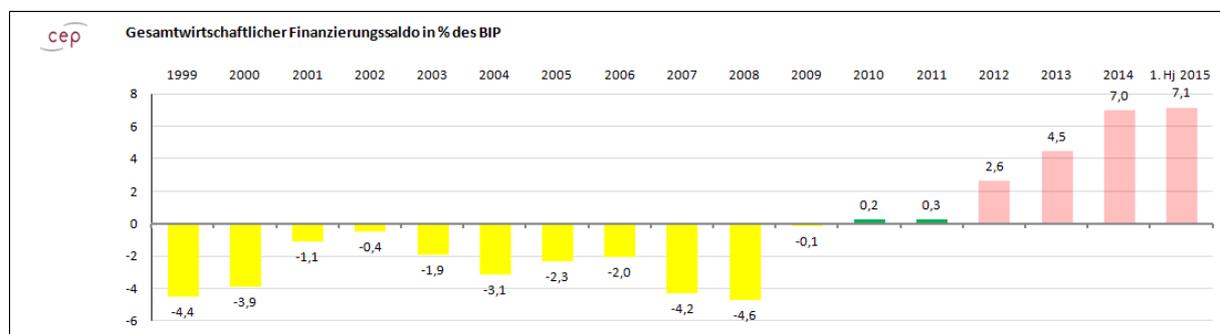
Überblick: Sloweniens Kreditfähigkeit erodiert seit 2012.¹⁰ Diese Entwicklung hielt auch im ersten Halbjahr 2015 an.

Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	3	3	4	4
I*	8,2	6,8	6,3	5,5	6,1	6,8	7,0	8,3	9,6	10,2	4,1	1,2	0,1	-1,6	-1,3	-0,7	-0,6
GFS	-4,4	-3,9	-1,1	-0,4	-1,9	-3,1	-2,3	-2,0	-4,2	-4,6	-0,1	0,2	0,3	2,6	4,5	7,0	7,1
I* + GFS	3,8	2,9	5,2	5,1	4,2	3,7	4,7	6,3	5,4	5,6	4,0	1,4	0,4	1,0	3,2	6,3	6,5

Kapazitätssteigernde Investitionen (I*): Der slowenische Kapitalstock schrumpft, nachdem die kapazitätssteigernden Investitionen bereits ab 2009 drastisch zurückgingen, seit 2012. Dieses Negativwachstum hat sich in den vergangenen Jahren zwar kontinuierlich verlangsamt. Im ersten Halbjahr 2015 schrumpfte der Kapitalstock jedoch noch immer um 0,6% des BIP. Unter den gegebenen Rahmenbedingungen sind ausländische und inländische Investoren zu Investitionen nicht einmal in einem Maße bereit, das erforderlich ist, um den bestehenden Kapitalstock aufrechtzuerhalten.

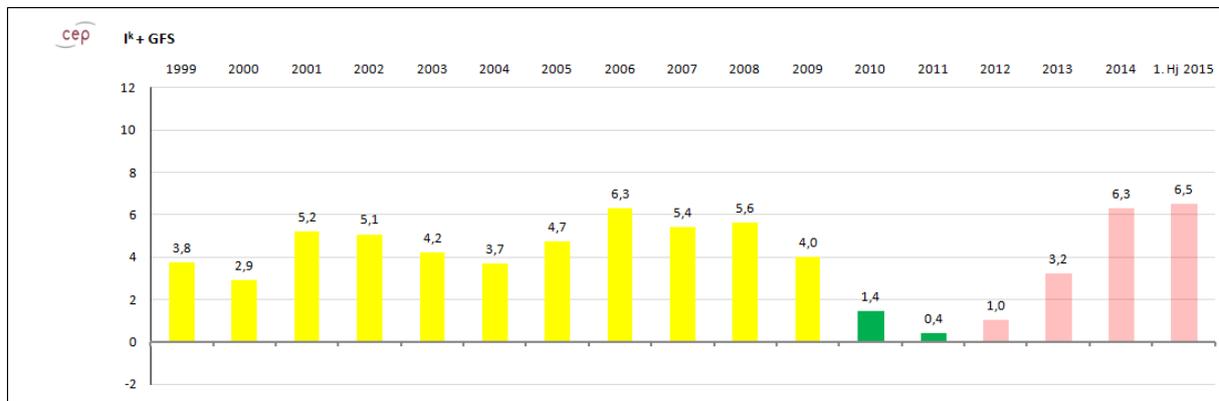


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): In den ersten beiden Jahren nach Einführung des Euros im Jahr 2007 wies Slowenien große Kapitalzuflüsse auf, die es investiv verwendete. In den Jahren 2009 bis 2011 kam der Kapitalzufluss zum Erliegen. Seit 2012 ist Slowenien Nettokapitalexporteur. Allein im ersten Halbjahr 2015 hat Kapital in Höhe von 7,1% des BIP das Land verlassen. Ein Ende dieser Entwicklung ist bisher nicht abzusehen.

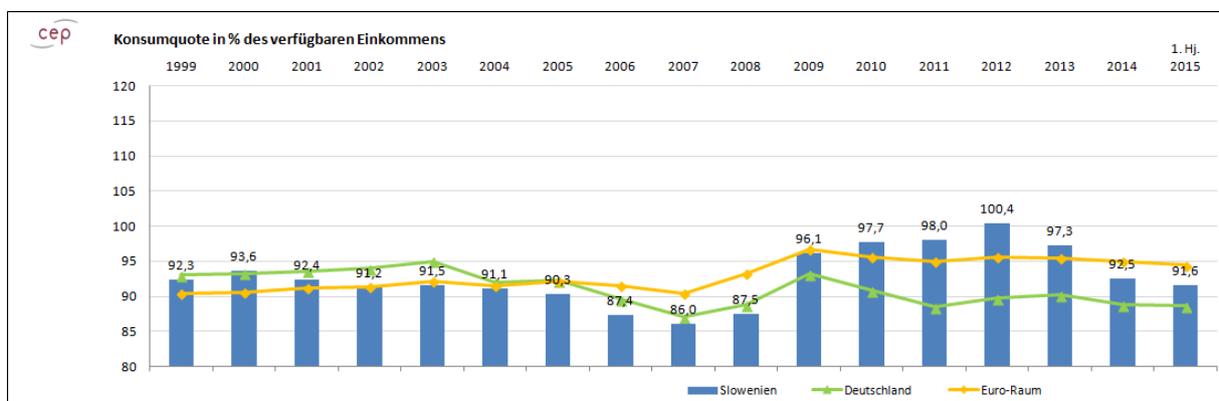


¹⁰ Die dargestellte Entwicklung der slowenischen Kreditfähigkeit weicht in den Jahren 2012 und 2013 von den Ergebnissen des cepDefault-Indexes 2014 ab. Dies ist auf eine Umstellung der Datenerhebungsregeln durch die Europäische Statistikbehörde Eurostat zurückzuführen (dazu siehe Kapitel 1).

I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist durchgehend positiv. Anfänglich war die hohe Investitionsneigung hierfür ursächlich. Seit 2012 ist es darauf zurückzuführen, dass für Investitionen benötigtes Kapital Slowenien verlässt, und daher kein Zeichen einer positiven Entwicklung.



Konsumquote: Die slowenische Konsumquote ist in den ersten Jahren nach der Euro-Einführung 2007 kontinuierlich gestiegen. Im Jahr 2012 überschritt sie die kritische Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Seither ist sie deutlich auf nunmehr 91,6% des verfügbaren Einkommens gesunken. Sie liegt damit unterhalb der Quote des Euro-Raum-Durchschnitts. Die vergleichsweise geringe Konsumquote zeigt, dass die Erosion der Kreditfähigkeit nicht auf eine zu hohe Konsumneigung zurückzuführen ist, sondern auf Rahmenbedingungen, die Investitionen im Land unattraktiv erscheinen lassen.



Befund: Die slowenische Kreditfähigkeit erodiert seit 2012. Diese Entwicklung hielt auch im ersten Halbjahr 2015 an.

Ursache: Aufgrund schlechter Investitionsbedingungen schrumpft der Kapitalstock des Landes. Investitionshemmend wirkt neben den zahlreichen bürokratischen Hürden insbesondere der starke staatliche Einfluss auf die slowenische Wirtschaft. Im Gegensatz zu anderen Problemländern ist die Konsumneigung der slowenischen Bevölkerung keine Krisenursache.

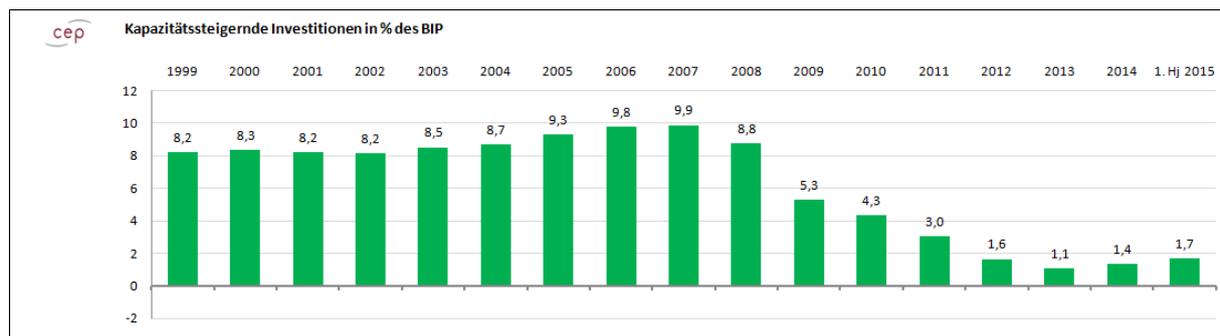
Handlungsempfehlungen: Um den Verfall der Kreditfähigkeit zu stoppen, muss das Land die Rahmenbedingungen für Investitionen verbessern. Möglich wäre dies beispielsweise durch die Privatisierung staatlicher Unternehmen und den Abbau von Hemmnissen für Direktinvestitionen.

4.8 Spanien

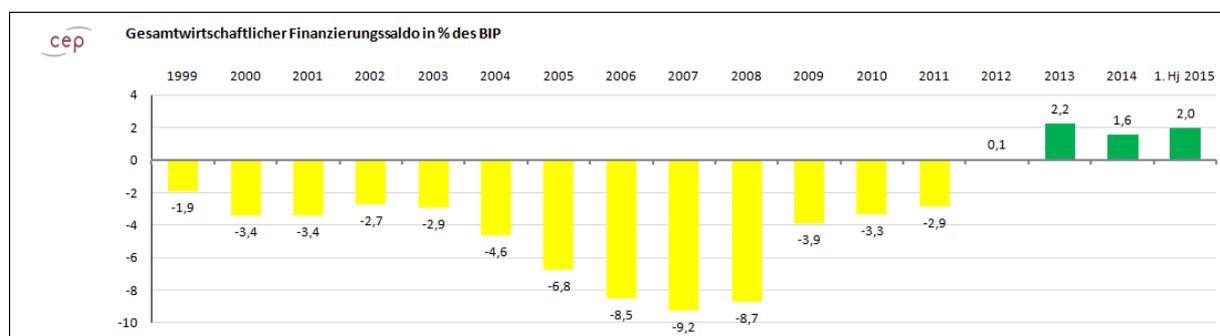
Überblick: Die Kreditfähigkeit Spaniens nimmt seit 2012 stetig zu. Zwischen 2012 und 2014 benötigte Spanien Finanzhilfen zur Stützung seiner Banken, da das Land mit den Folgen einer geplatzten Immobilienblase zu kämpfen hatte. Der cepDefault-Index bildet Risiken, die sich aus Immobilienblasen ergeben, bewusst nur so weit ab, wie sie zu negativen Nettoinvestitionen oder zu Kreditbedarf aus dem Ausland führen. Dies war in Spanien seit Ausbruch der Krise letztlich nicht der Fall. Aus diesem Grund hat der Index in keinem Jahr eine eindeutig abnehmende Kreditfähigkeit angezeigt.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
Risikokategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1
I^k	8,2	8,3	8,2	8,2	8,5	8,7	9,3	9,8	9,9	8,8	5,3	4,3	3,0	1,6	1,1	1,4	1,7
GFS	-1,9	-3,4	-3,4	-2,7	-2,9	-4,6	-6,8	-8,5	-9,2	-8,7	-3,9	-3,3	-2,9	0,1	2,2	1,6	2,0
$I^k + GFS$	6,3	4,9	4,8	5,5	5,6	4,1	2,5	1,3	0,7	0,1	1,4	1,0	0,1	1,7	3,3	3,0	3,7

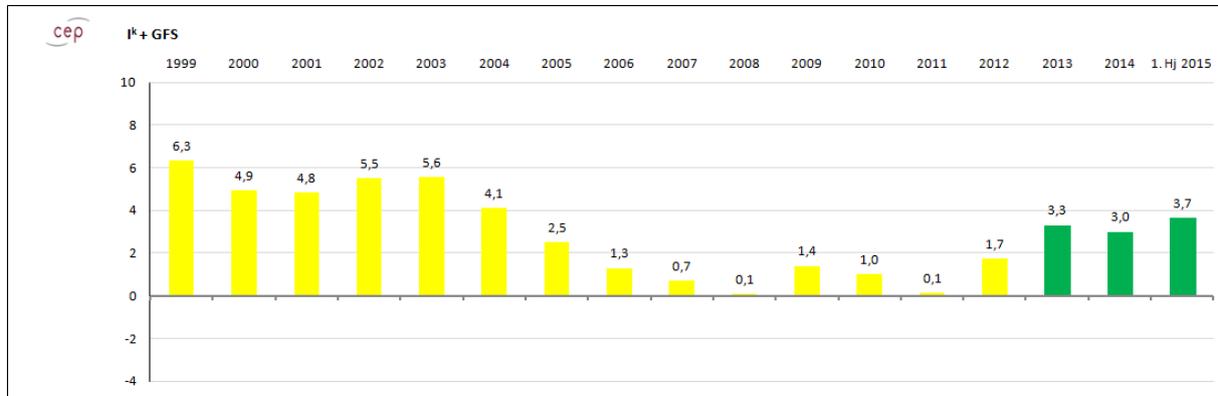
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Nachdem die kapazitätssteigernden Investitionen, infolge des Platzens der Immobilienblase, zwischen 2008 und 2013 drastisch zurückgingen, steigen sie seitdem wieder leicht an. Im ersten Halbjahr 2015 lagen sie mit 1,7% des BIP knapp über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 1,5%.



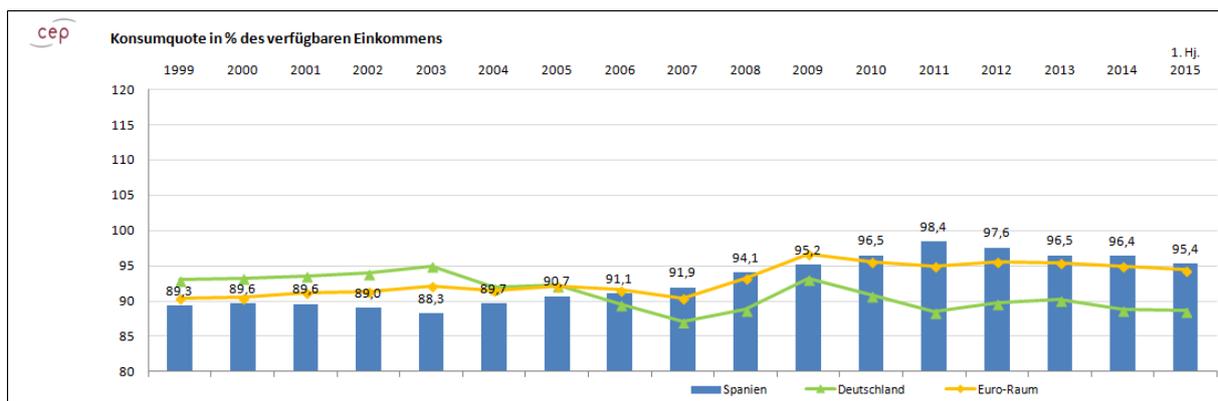
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Vor Ausbruch der Krise verzeichnete Spanien hohe Kapitalimportüberschüsse. Seit 2012 verzeichnet es Kapitalexportüberschüsse. Diese stiegen im ersten Halbjahr 2015 auf ein Niveau von 2,0% des BIP. Mit den Kapitalexporten kann Spanien seine hohe Auslandsverschuldung abbauen und so unabhängiger von externen Schocks werden.



I^k + GFS: Die vor Ausbruch der Krise aufgetretenen Kapitalimportüberschüsse gingen mit sehr hohen Investitionsquoten einher, so dass sie nicht als kreditfähigkeitsgefährdend einzustufen sind. Die Summe aus I^k und GFS blieb auch nach Ausbruch der Krise positiv und ist seit 2011 – als sie nahe am Nullpunkt lag – wieder stark angestiegen.



Konsumquote: Die Konsumneigung Spaniens ist seit dreieinhalb Jahren rückläufig. Im ersten Halbjahr 2015 konsumierte die spanische Bevölkerung gut 95% des verfügbaren Einkommens. Damit liegt sie zwar nach wie vor über dem Durchschnitt der Eurozone, aber wieder deutlich unter 100%.



Befund: Seit 2012 nimmt die spanische Kreditfähigkeit schrittweise zu.

Ursache: Die positive Entwicklung der spanischen Kreditfähigkeit wurde insbesondere durch die konsequente Umsetzung von Reformen, u.a. zur Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, erreicht. Dies führte zu Leistungsbilanzüberschüssen, was wiederum einen positiven GFS nach sich zog.

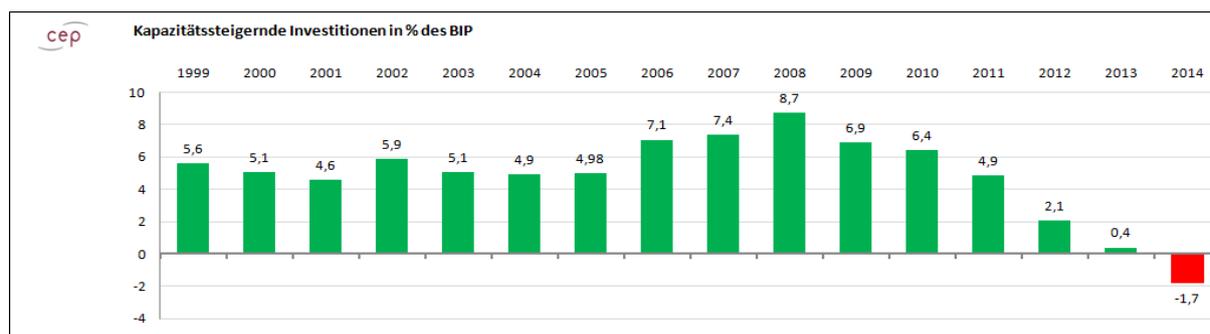
Handlungsempfehlung: Die unternommenen Reformanstrengungen haben sich positiv auf die spanische Kreditfähigkeit ausgewirkt. Um das Erreichte nicht zu gefährden, sollte die neue Regierung den eingeschlagenen Reformkurs weiterverfolgen. Keinesfalls dürfen bereits umgesetzte Reformen zurückgenommen werden.

4.9 Zypern

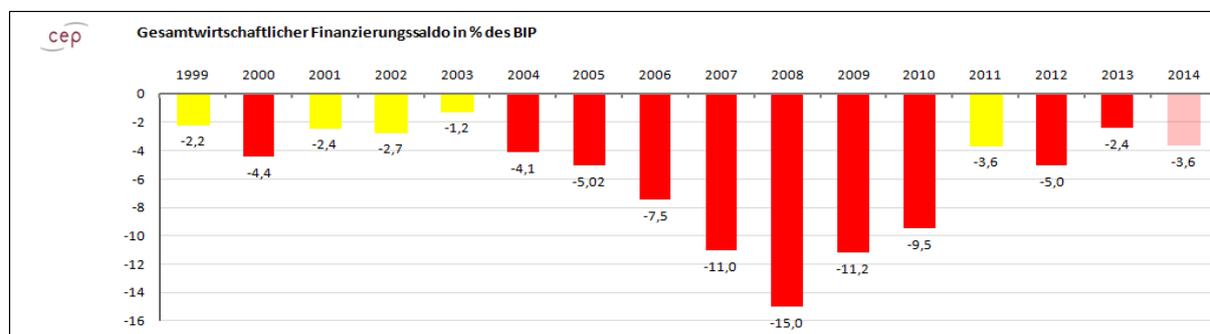
Überblick: Die zyprische Kreditfähigkeit verfällt – mit einer Ausnahme – seit 2004.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikokategorie	2	3	2	2	2	3	3	4	4	4	4	4	2	3	3	4
I^k	5,6	5,1	4,6	5,9	5,1	4,9	4,98	7,1	7,4	8,7	6,9	6,4	4,9	2,1	0,4	-1,7
GFS	-2,2	-4,4	-2,4	-2,7	-1,2	-4,1	-5,02	-7,5	-11,0	-15,0	-11,2	-9,5	-3,6	-5,0	-2,4	-3,6
$I^k + GFS$	3,4	0,7	2,2	3,2	3,9	0,8	-0,04	-0,4	-3,6	-6,3	-4,3	-3,1	1,3	-2,9	-2,0	-5,3

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Zypern wies über viele Jahre kapazitätssteigernde Investitionen auf, die über dem Durchschnitt des Euro-Raums lagen. Sie erreichten 2008 mit 8,7% des BIP ihren Höhepunkt und sind seither kontinuierlich gesunken. 2014 waren sie erstmals negativ. Der zyprische Kapitalstock ist geschrumpft. Dies zeigt, dass ausländische und inländische Investoren unter den gegenwärtigen Rahmenbedingungen nicht zu Investitionen bereit sind. Der negative I^k -Wert ist auf einen Einbruch bei den privaten Investitionen zurückzuführen, nicht bei den öffentlichen. Letztere sind zwar seit ihrem Höchststand 2010 von 2,9% des BIP auf 0,3% gesunken, aber immer noch positiv. Dagegen verzeichneten die privaten Nettoanlageinvestitionen einen Rückgang von 7,2% auf -2,8%.¹¹

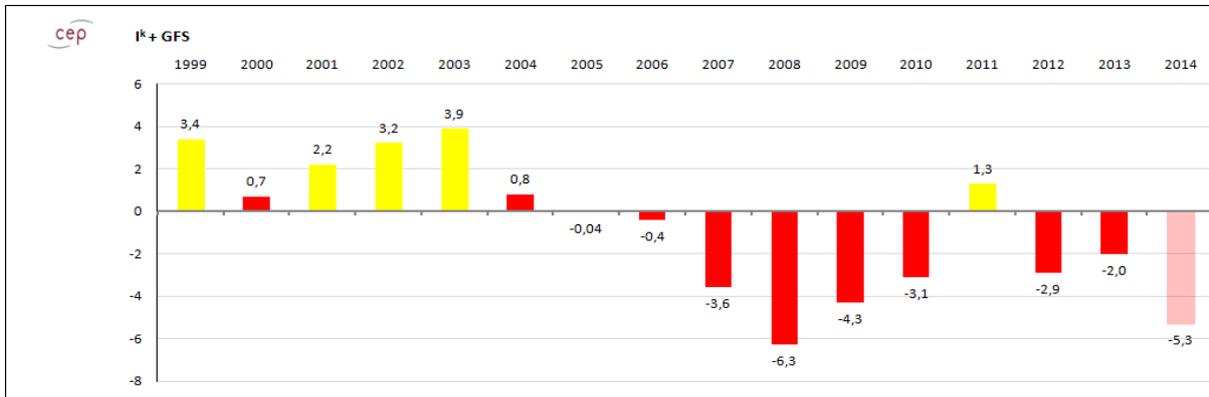


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Zypern benötigt seit 1999 durchgehend ausländische Kredite, um seine Investitionen und – zumindest in einigen Jahren – seinen Konsum zu finanzieren. Ihren Höhepunkt erreichten die Kapitalimporte 2007. Seither sind sie deutlich gesunken, zuletzt jedoch wieder leicht angestiegen.

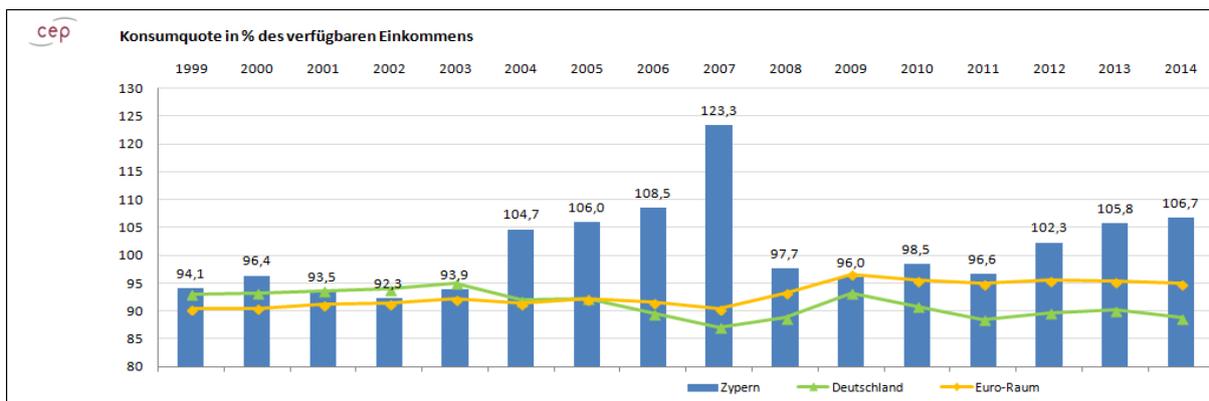


¹¹ Vgl. Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco, online unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, abgerufen am 18.01.2016.

I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist seit 2004 – außer 2011 – negativ. In allen Jahren außer 2011 wurden also Auslandskredite zur Finanzierung inländischen Konsums verwendet. Im Jahr 2014 ist sie sowohl auf einen negativen I^k-Wert als auch auf einen negativen GFS zurückzuführen. Dies bedeutet, dass das Land nicht ausreichend investierte, um auch nur den Kapitalstock zu erhalten, und zudem noch per saldo Auslandskredite für Konsumzwecke in Anspruch nahm.



Konsumquote: Eine Ursache für die zyprischen Probleme ist die hohe Konsumquote. Sie ist mit 106,7% des verfügbaren Einkommens nach der Griechenlands die zweithöchste im Euro-Raum. Sie bewirkt, dass ohne ausländische Kredite kein Kapital für Investitionen zur Verfügung stünde. Gleichzeitig muss der Konsum durch ausländische Kredite finanziert werden.



Befund: Die zyprische Kreditfähigkeit erodiert seit 2012.

Ursache: Während der Verfall der zyprischen Kreditfähigkeit von 2004 bis 2013 darauf zurückzuführen war, dass das Land einen Teil der ausländischen Kredite für Konsum verwendete, ist der Verfall 2014 zusätzlich noch auf einen schrumpfenden Kapitalstock zurückzuführen. Ein Grund hierfür ist die negative wirtschaftliche Entwicklung in Russland und Griechenland, mit denen Zypern wirtschaftlich eng verbunden ist. Sie hat die Investitionsbereitschaft der Unternehmen reduziert.

Handlungsempfehlung: Sollte Zypern das Hilfsprogramm wie geplant im 1. Quartal 2016 verlassen, müssen dringend weitere Reformen durchgeführt werden, damit das Land nicht Gefahr läuft, zukünftig abermals Finanzhilfen zu benötigen. Insbesondere muss die Konsumneigung der zyprischen Bevölkerung deutlich sinken. Nur dann steht Geld für Investitionen zur Verfügung.

5 Restliche Euro-Länder und Euro-Raum insgesamt

5.1 Belgien

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

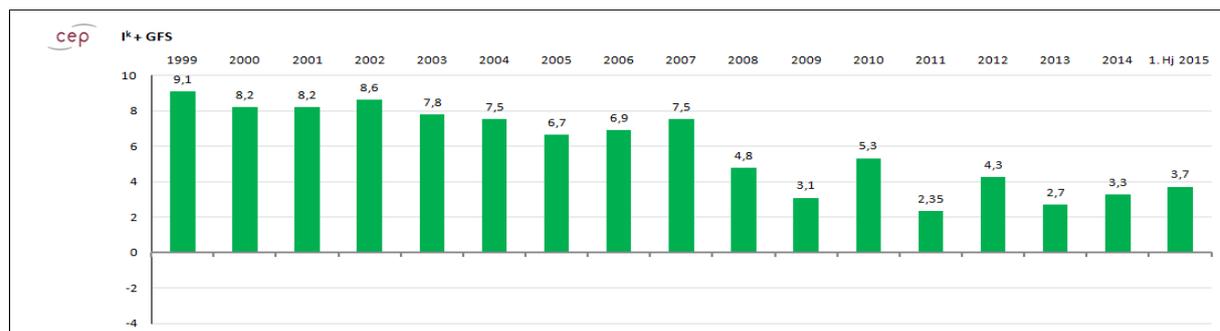
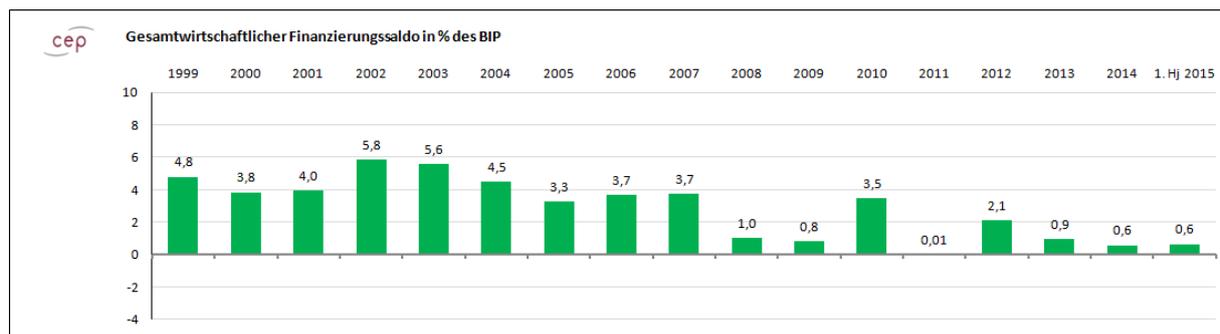
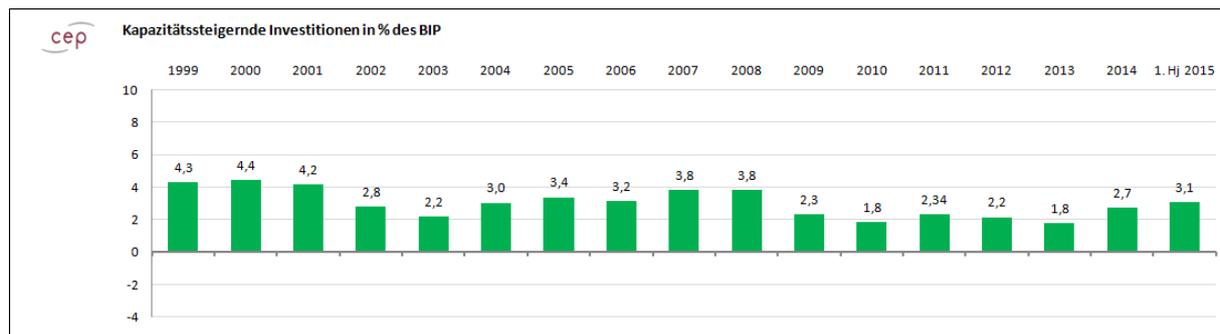
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	4,3	4,4	4,2	2,8	2,2	3,0	3,4	3,2	3,8	3,8	2,3	1,8	2,34	2,2	1,8	2,7	3,1
GFS	4,8	3,8	4,0	5,8	5,6	4,5	3,3	3,7	3,7	1,0	0,8	3,5	0,01	2,1	0,9	0,6	0,6
I ^k + GFS	9,1	8,2	8,2	8,6	7,8	7,5	6,7	6,9	7,5	4,8	3,1	5,3	2,35	4,3	2,7	3,3	3,7

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



5.2 Deutschland

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

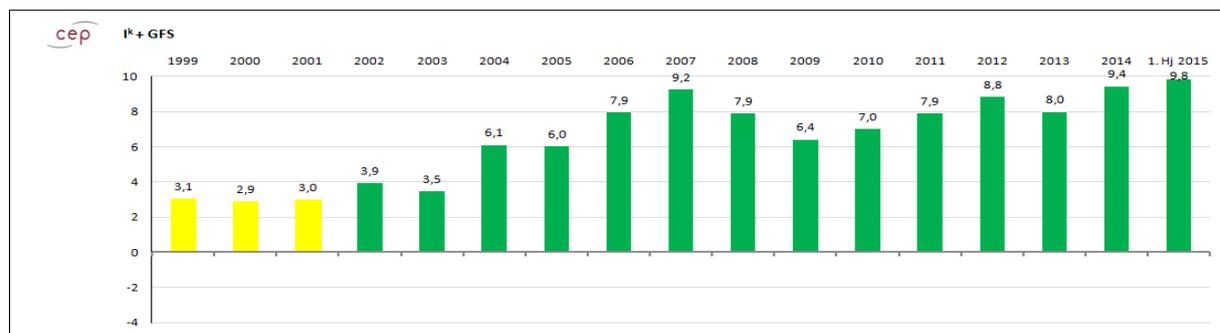
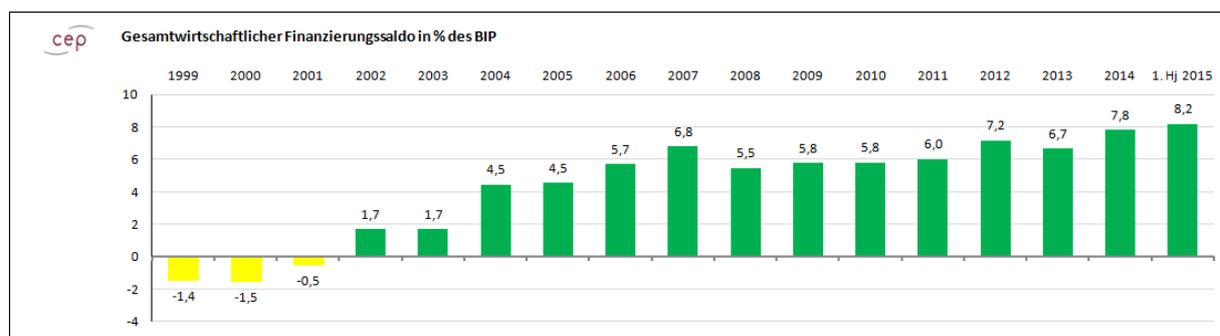
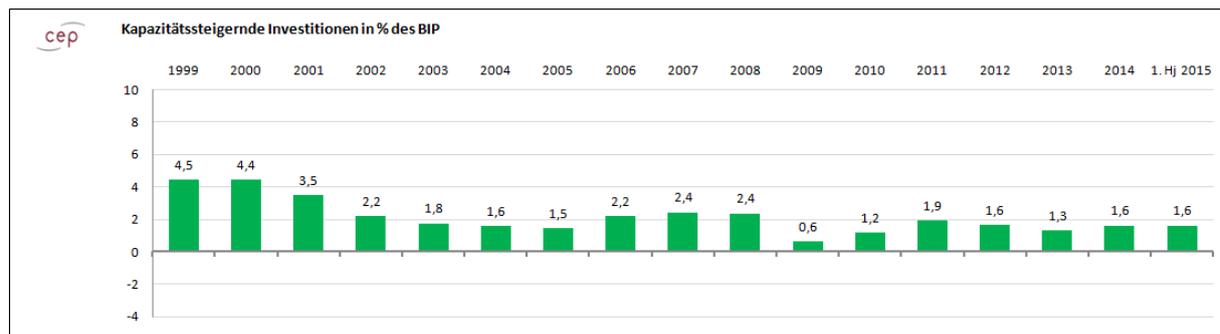
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I^k	4,5	4,4	3,5	2,2	1,8	1,6	1,5	2,2	2,4	2,4	0,6	1,2	1,9	1,6	1,3	1,6	1,6
GFS	-1,4	-1,5	-0,5	1,7	1,7	4,5	4,5	5,7	6,8	5,5	5,8	5,8	6,0	7,2	6,7	7,8	8,2
$I^k + GFS$	3,1	2,9	3,0	3,9	3,5	6,1	6,0	7,9	9,2	7,9	6,4	7,0	7,9	8,8	8,0	9,4	9,8

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



5.3 Estland

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

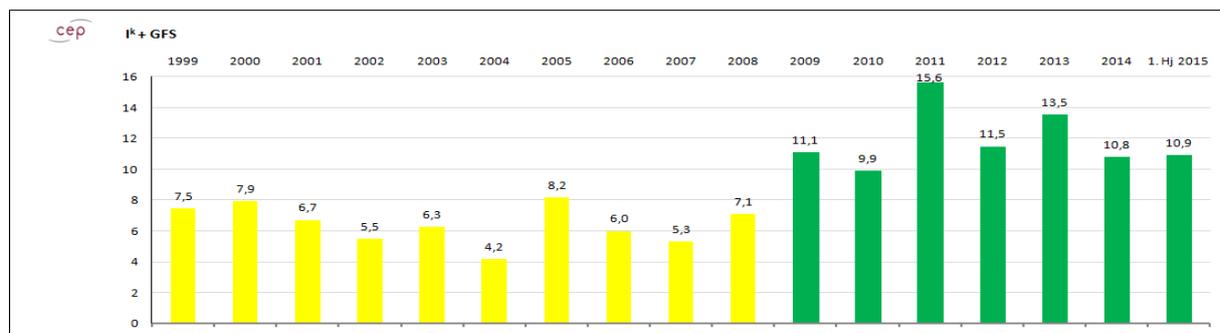
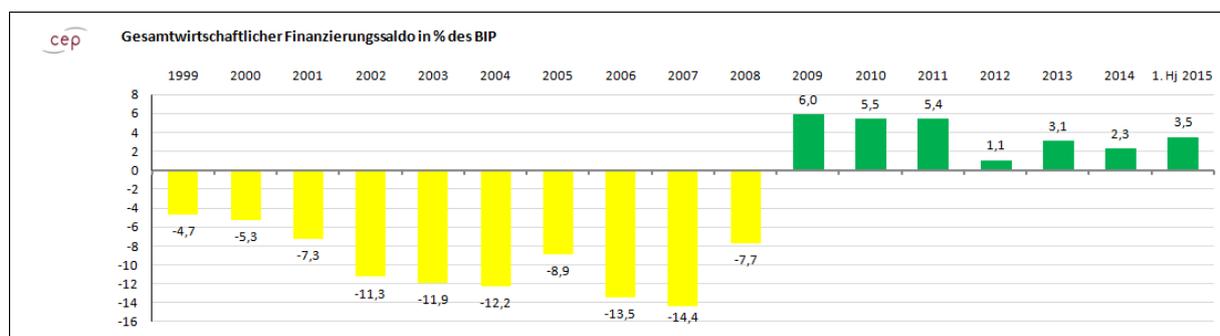
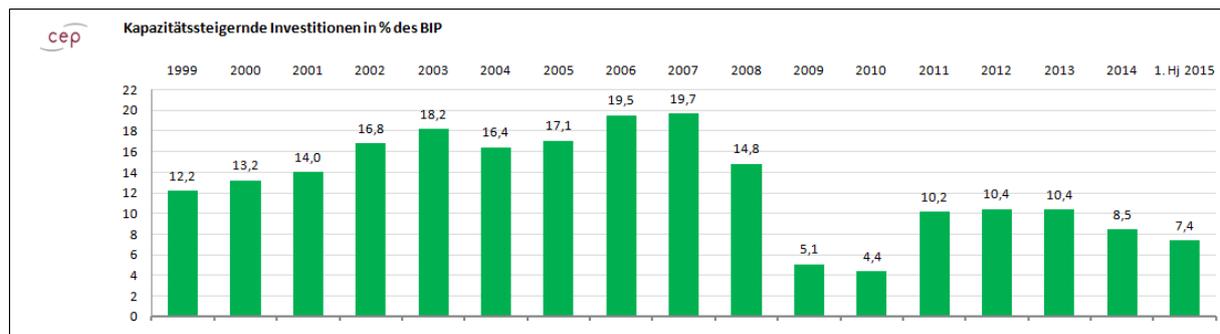
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1
I^k	12,2	13,2	14,0	16,8	18,2	16,4	17,1	19,5	19,7	14,8	5,1	4,4	10,2	10,4	10,4	8,5	7,4
GFS	-4,7	-5,3	-7,3	-11,3	-11,9	-12,2	-8,9	-13,5	-14,4	-7,7	6,0	5,5	5,4	1,1	3,1	2,3	3,5
$I^k + GFS$	7,5	7,9	6,7	5,5	6,3	4,2	8,2	6,0	5,3	7,1	11,1	9,9	15,6	11,5	13,5	10,8	10,9

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



5.4 Litauen

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

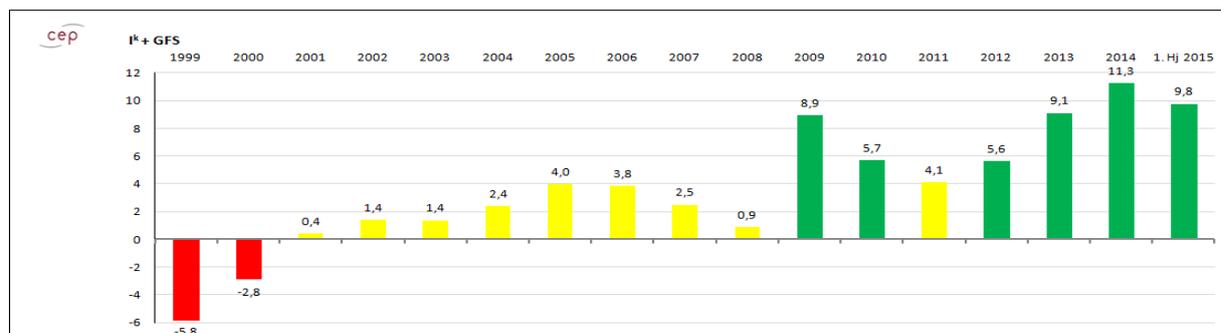
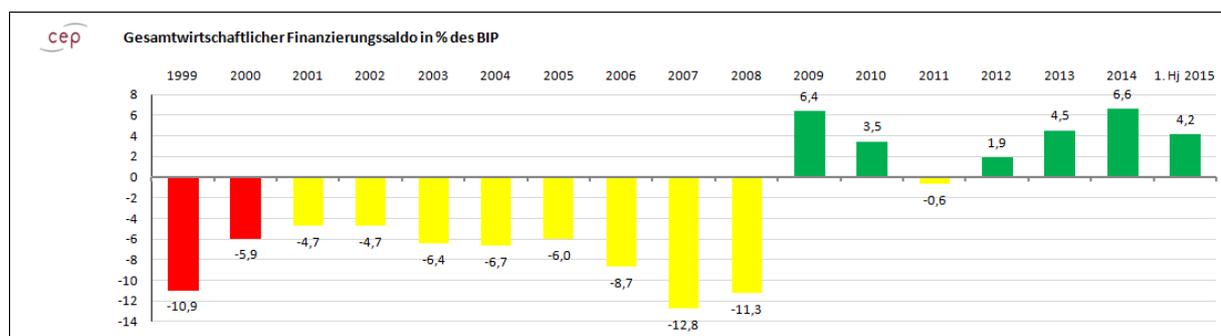
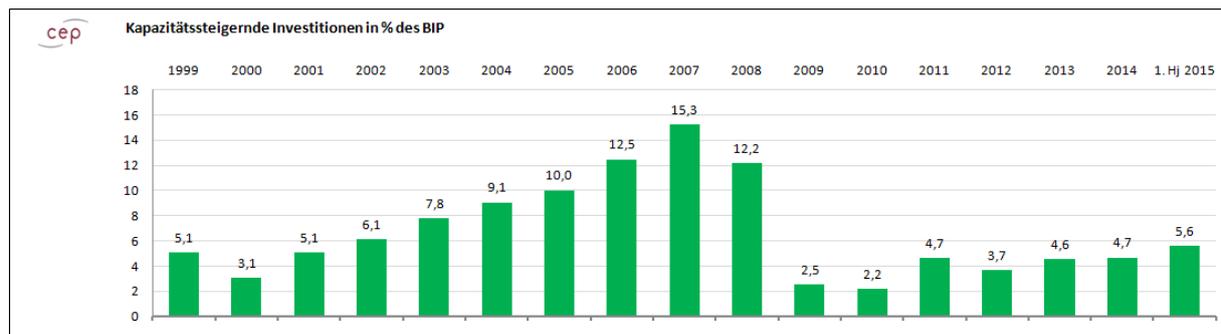
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
Risikokategorie	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	2	1	1	1	1
I ^k	5,1	3,1	5,1	6,1	7,8	9,1	10,0	12,5	15,3	12,2	2,5	2,2	4,7	3,7	4,6	4,7	5,6
GFS	-10,9	-5,9	-4,7	-4,7	-6,4	-6,7	-6,0	-8,7	-12,8	-11,3	6,4	3,5	-0,6	1,9	4,5	6,6	4,2
I ^k + GFS	-5,8	-2,8	0,4	1,4	1,4	2,4	4,0	3,8	2,5	0,9	8,9	5,7	4,1	5,6	9,1	11,3	9,8

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



5.5 Luxemburg

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

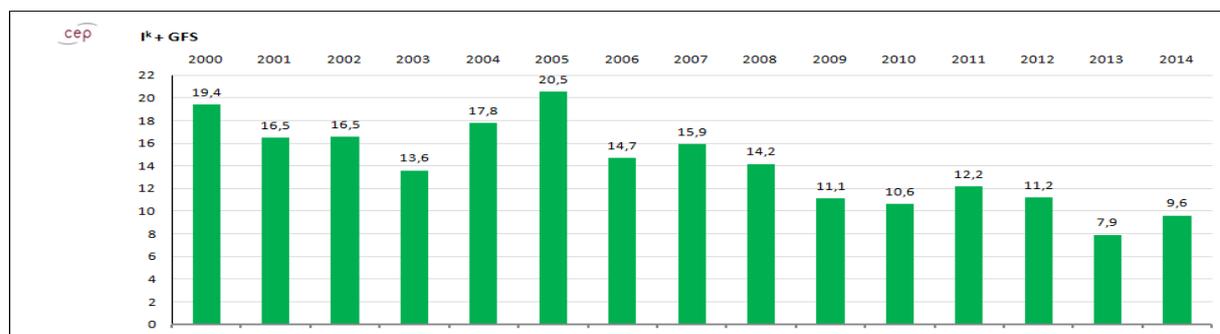
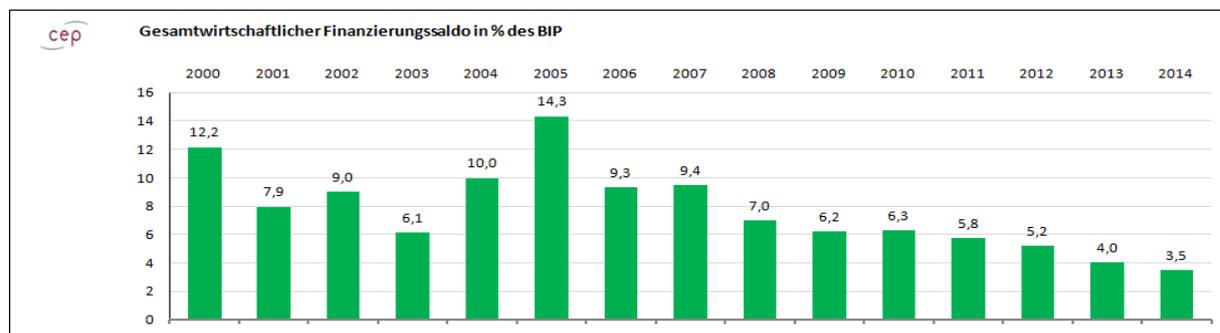
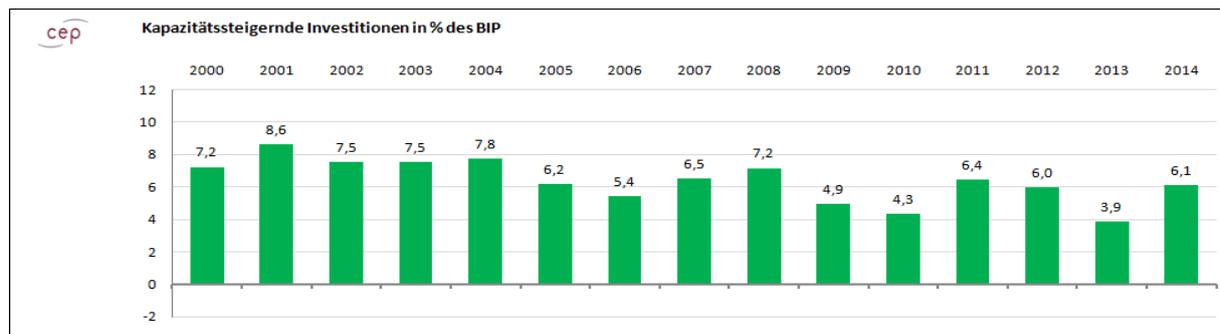
Risikokategorie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I^k	7,2	8,6	7,5	7,5	7,8	6,2	5,4	6,5	7,2	4,9	4,3	6,4	6,0	3,9	6,1
GFS	12,2	7,9	9,0	6,1	10,0	14,3	9,3	9,4	7,0	6,2	6,3	5,8	5,2	4,0	3,5
$I^k + GFS$	19,4	16,5	16,5	13,6	17,8	20,5	14,7	15,9	14,2	11,1	10,6	12,2	11,2	7,9	9,6

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



5.6 Malta

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.
Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.
Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

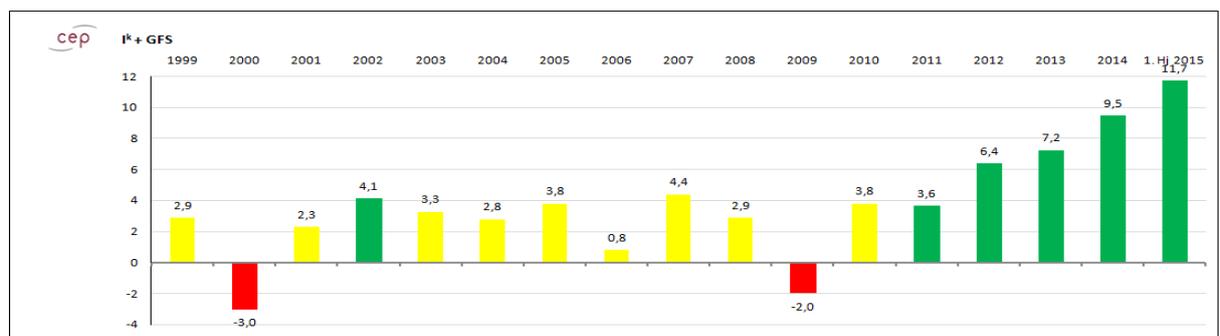
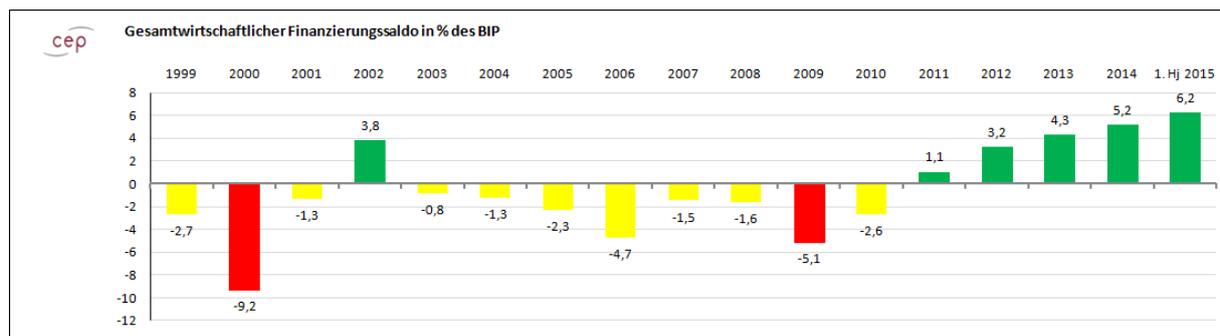
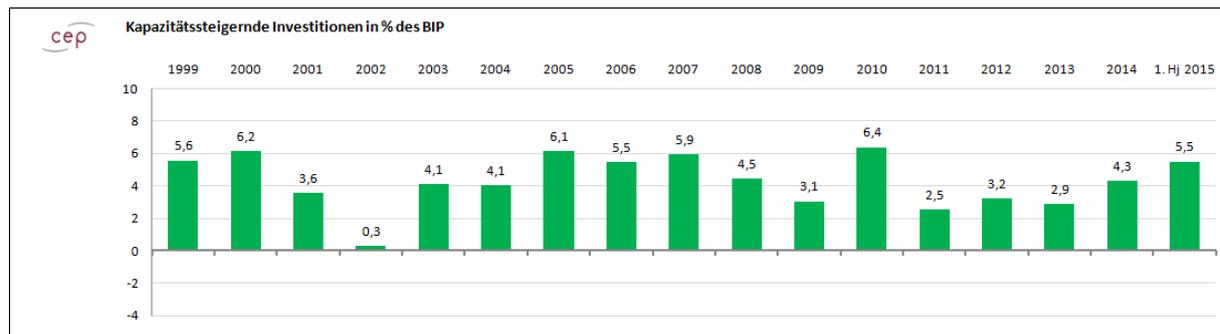
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
Risikokategorie	2	3	2	1	2	2	2	2	2	2	3	2	1	1	1	1	1
I^k	5,6	6,2	3,6	0,3	4,1	4,1	6,1	5,5	5,9	4,5	3,1	6,4	2,5	3,2	2,9	4,3	5,5
GFS	-2,7	-9,2	-1,3	3,8	-0,8	-1,3	-2,3	-4,7	-1,5	-1,6	-5,1	-2,6	1,1	3,2	4,3	5,2	6,2
$I^k + GFS$	2,9	-3,0	2,3	4,1	3,3	2,8	3,8	0,8	4,4	2,9	-2,0	3,8	3,6	6,4	7,2	9,5	11,7

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



5.7 Niederlande

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

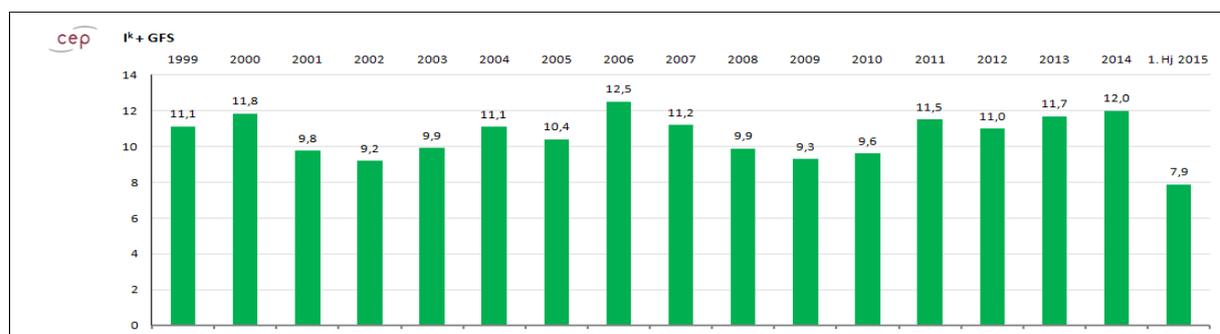
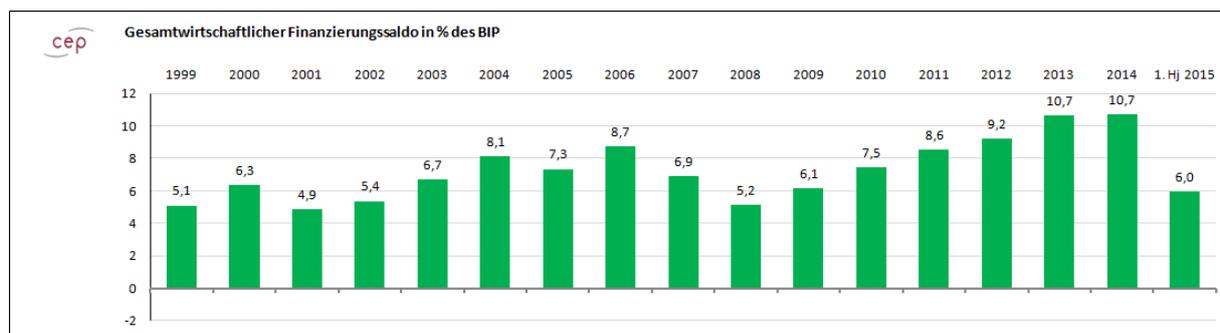
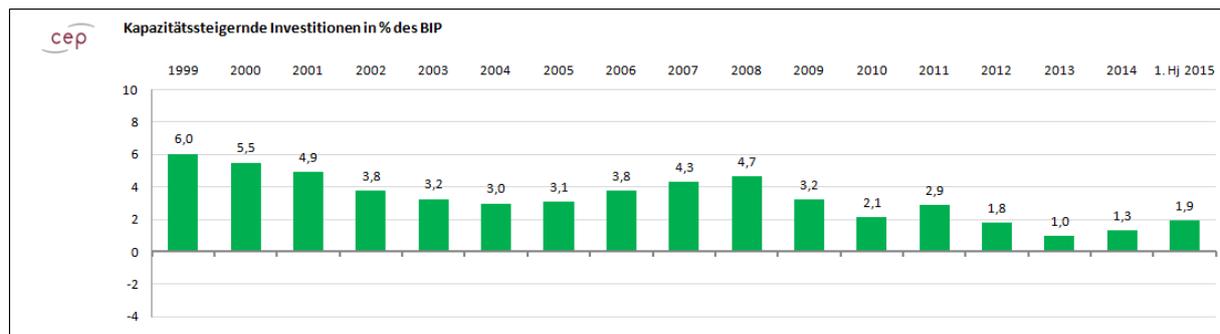
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	6,0	5,5	4,9	3,8	3,2	3,0	3,1	3,8	4,3	4,7	3,2	2,1	2,9	1,8	1,0	1,3	1,9
GFS	5,1	6,3	4,9	5,4	6,7	8,1	7,3	8,7	6,9	5,2	6,1	7,5	8,6	9,2	10,7	10,7	6,0
I ^k + GFS	11,1	11,8	9,8	9,2	9,9	11,1	10,4	12,5	11,2	9,9	9,3	9,6	11,5	11,0	11,7	12,0	7,9

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



5.8 Österreich

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

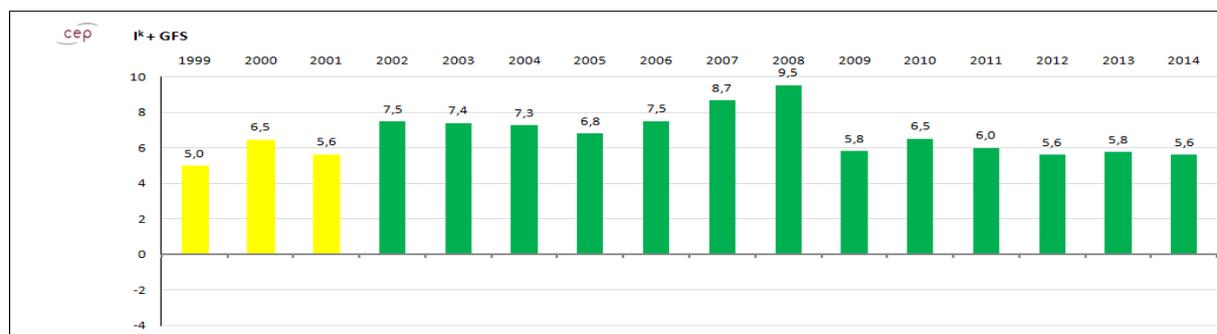
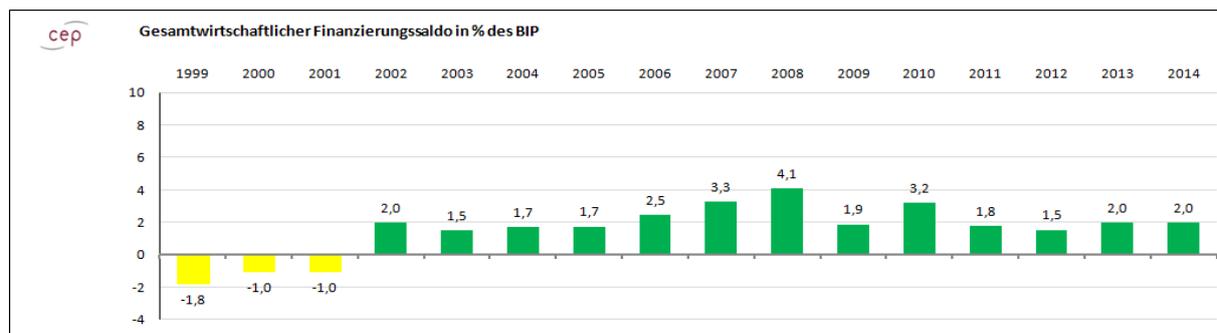
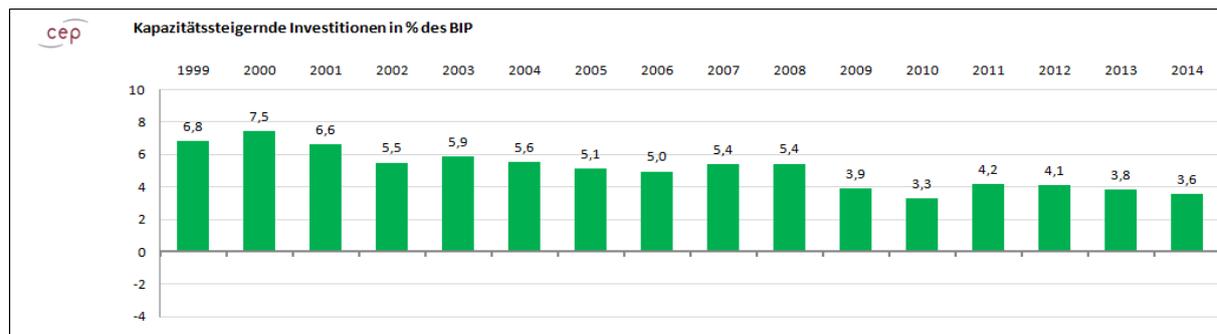
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I^k	6,8	7,5	6,6	5,5	5,9	5,6	5,1	5,0	5,4	5,4	3,9	3,3	4,2	4,1	3,8	3,6
GFS	-1,8	-1,0	-1,0	2,0	1,5	1,7	1,7	2,5	3,3	4,1	1,9	3,2	1,8	1,5	2,0	2,0
$I^k + GFS$	5,0	6,5	5,6	7,5	7,4	7,3	6,8	7,5	8,7	9,5	5,8	6,5	6,0	5,6	5,8	5,6

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



5.9 Slowakei

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

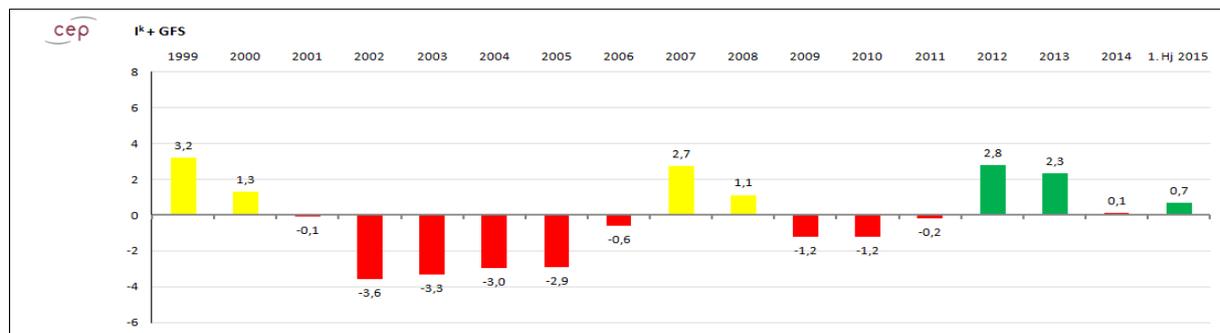
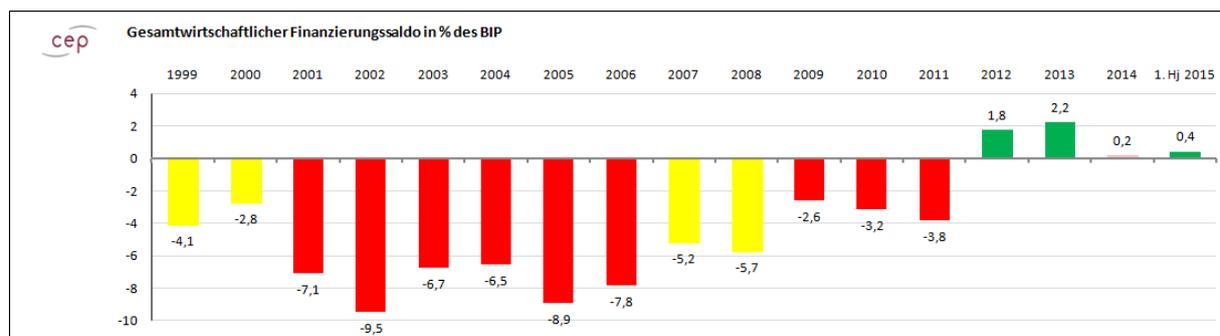
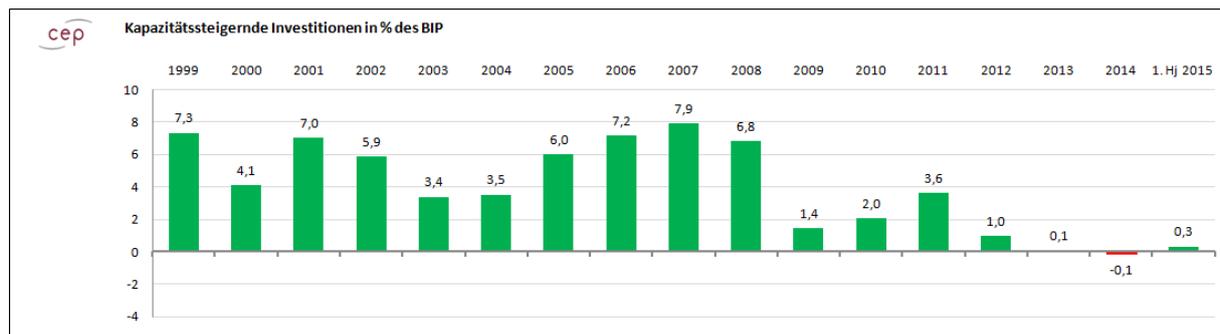
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	2	2	3	3	4	4	4	4	2	2	3	3	4	1	1	3	1
I^k	7,3	4,1	7,0	5,9	3,4	3,5	6,0	7,2	7,9	6,8	1,4	2,0	3,6	1,0	0,1	-0,1	0,3
GFS	-4,1	-2,8	-7,1	-9,5	-6,7	-6,5	-8,9	-7,8	-5,2	-5,7	-2,6	-3,2	-3,8	1,8	2,2	0,2	0,4
$I^k + GFS$	3,2	1,3	-0,1	-3,6	-3,3	-3,0	-2,9	-0,6	2,7	1,1	-1,2	-1,2	-0,2	2,8	2,3	0,1	0,7

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



5.10 Euro-Raum insgesamt

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

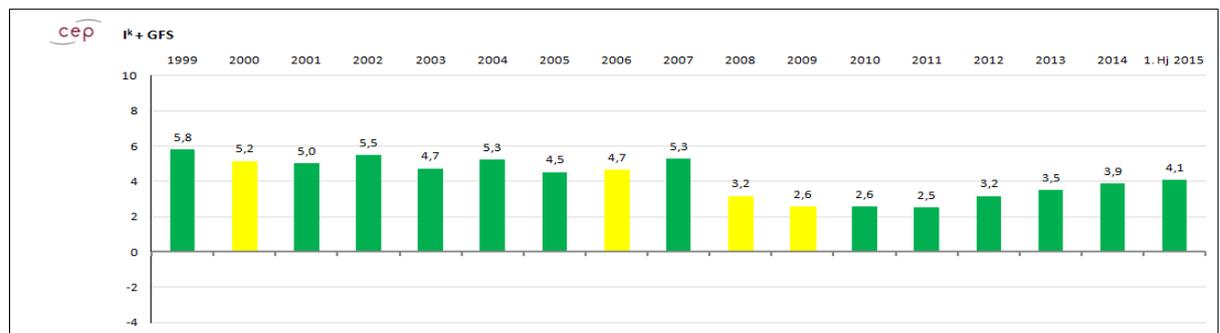
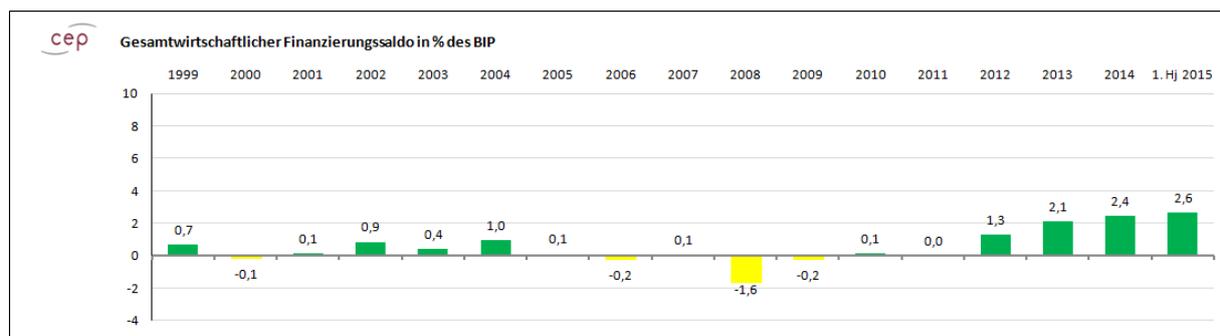
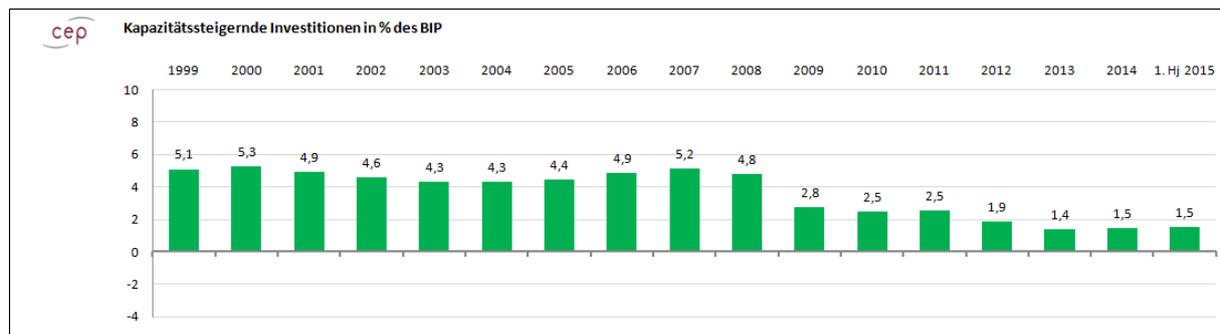
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	1	2	1	1	1	1	1	2	1	2	2	1	1	1	1	1	1
I ^k	5,1	5,3	4,9	4,6	4,3	4,3	4,4	4,9	5,2	4,8	2,8	2,5	2,5	1,9	1,4	1,5	1,5
GFS	0,7	-0,1	0,1	0,9	0,4	1,0	0,1	-0,2	0,1	-1,6	-0,2	0,1	0,0	1,3	2,1	2,4	2,6
I ^k + GFS	5,8	5,2	5,0	5,5	4,7	5,3	4,5	4,7	5,3	3,2	2,6	2,6	2,5	3,2	3,5	3,9	4,1

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



6 Restliche EU-Länder

6.1 Dänemark

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

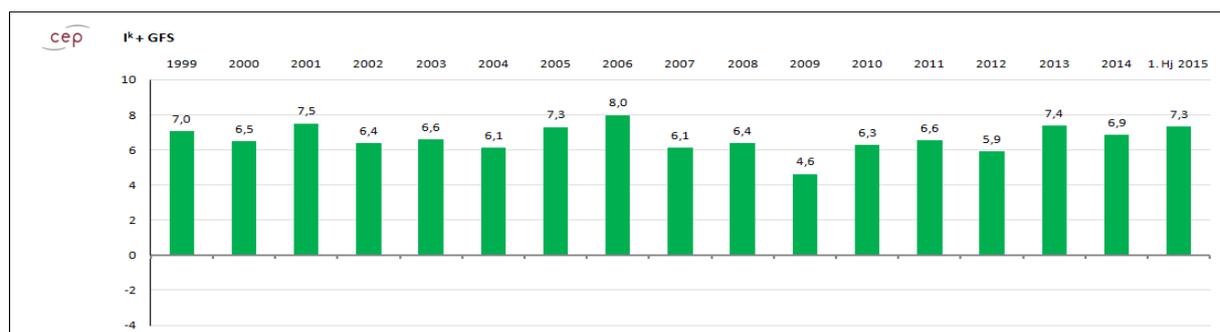
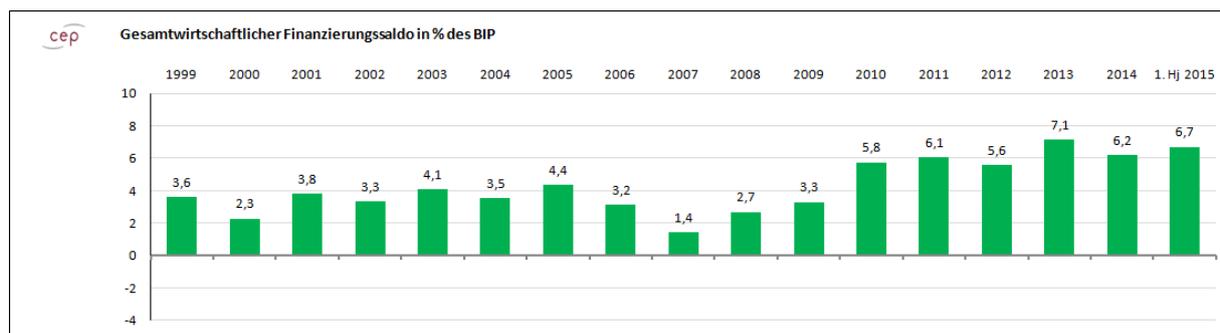
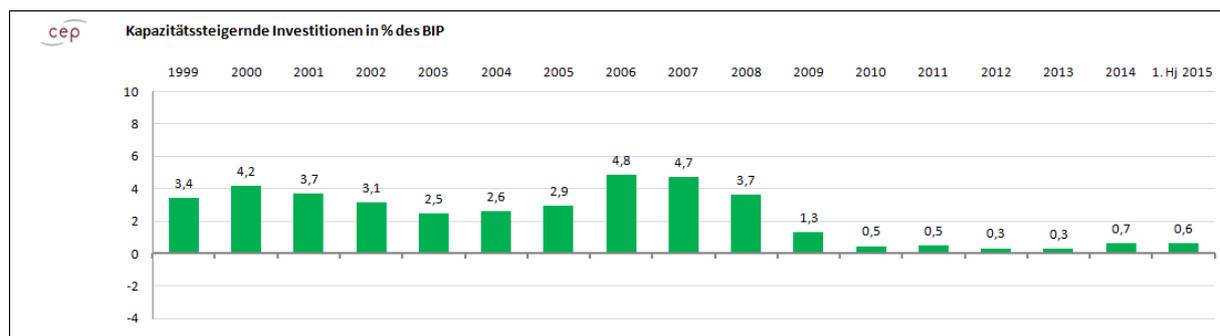
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
I ^k	3,4	4,2	3,7	3,1	2,5	2,6	2,9	4,8	4,7	3,7	1,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,7	0,6
GFS	3,6	2,3	3,8	3,3	4,1	3,5	4,4	3,2	1,4	2,7	3,3	5,8	6,1	5,6	7,1	6,2	6,7
I ^k + GFS	7,0	6,5	7,5	6,4	6,6	6,1	7,3	8,0	6,1	6,4	4,6	6,3	6,6	5,9	7,4	6,9	7,3

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



6.2 Polen

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

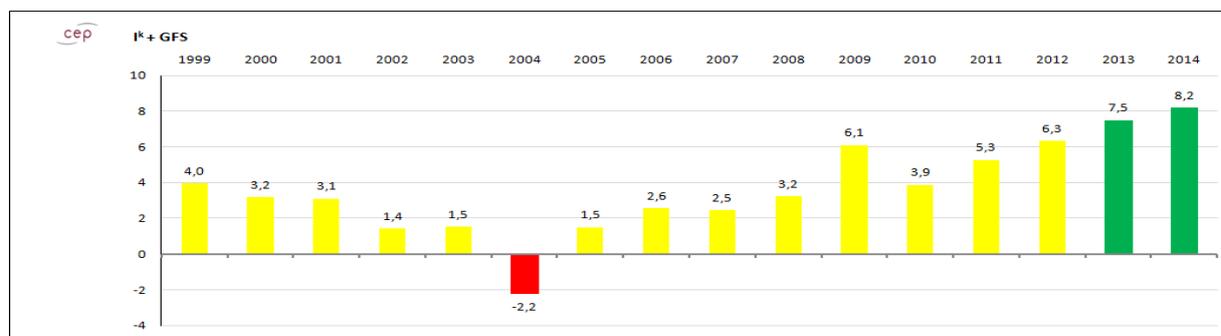
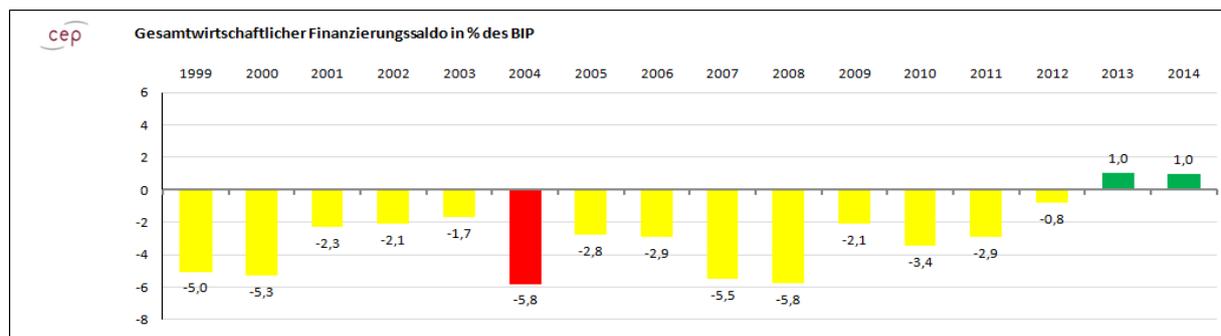
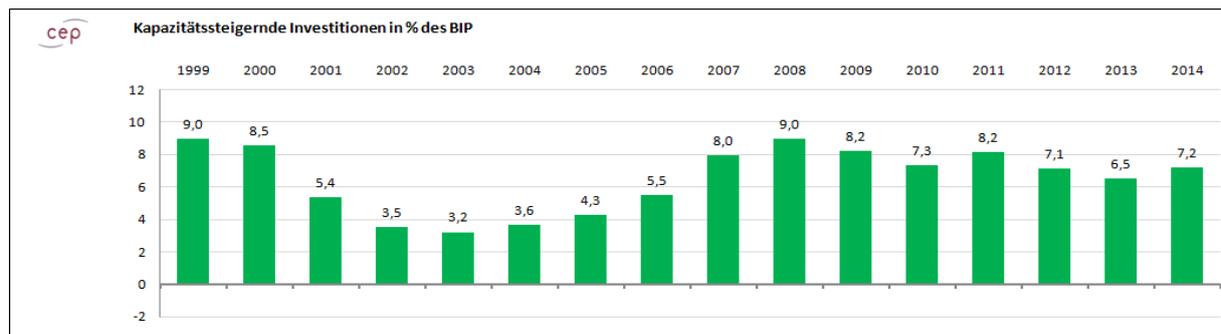
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	2	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1
I^k	9,0	8,5	5,4	3,5	3,2	3,6	4,3	5,5	8,0	9,0	8,2	7,3	8,2	7,1	6,5	7,2
GFS	-5,0	-5,3	-2,3	-2,1	-1,7	-5,8	-2,8	-2,9	-5,5	-5,8	-2,1	-3,4	-2,9	-0,8	1,0	1,0
$I^k + GFS$	4,0	3,2	3,1	1,4	1,5	-2,2	1,5	2,6	2,5	3,2	6,1	3,9	5,3	6,3	7,5	8,2

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



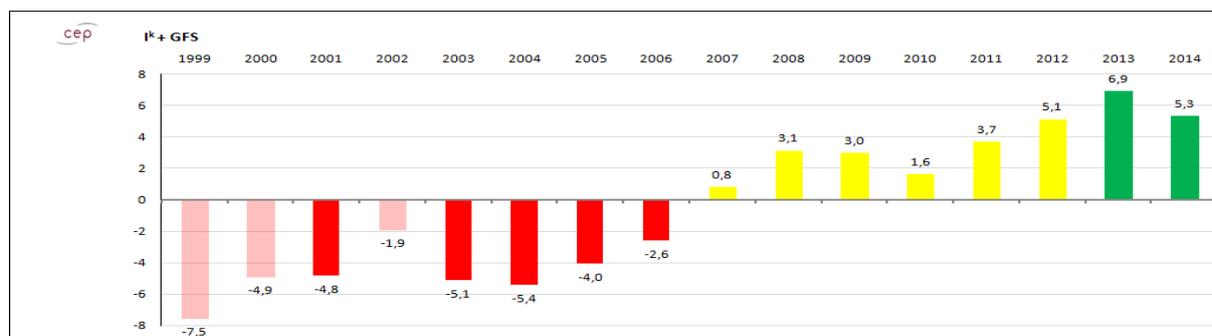
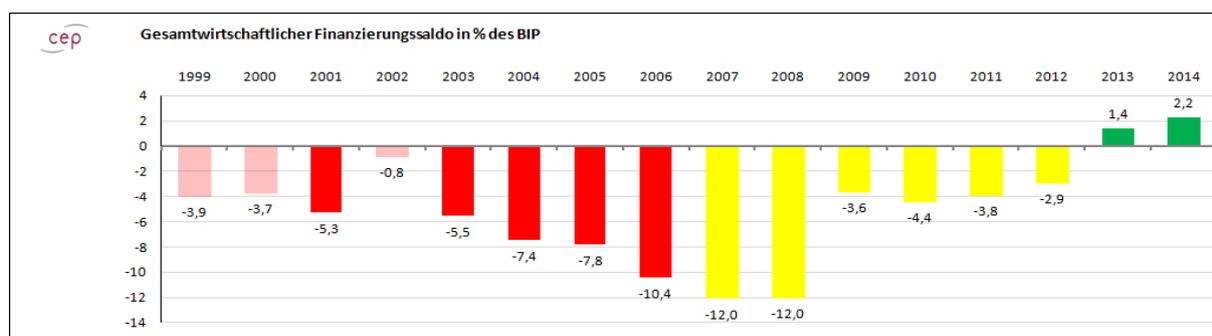
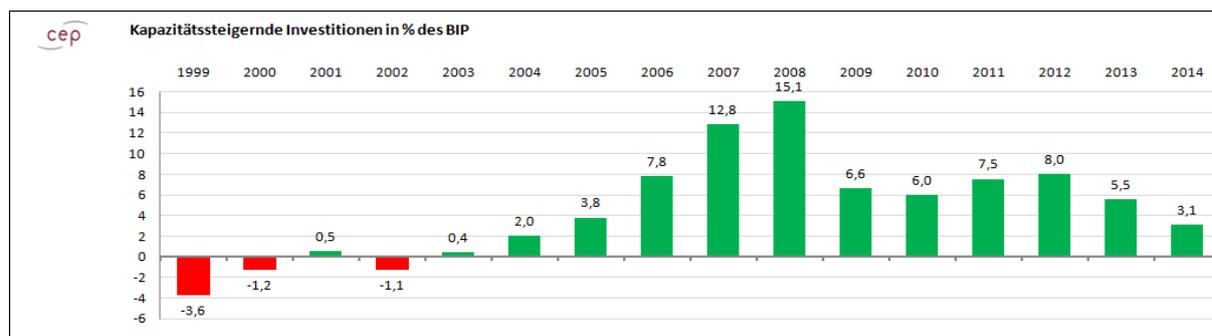
6.3 Rumänien

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit. Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.
 Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit. Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	3	3	4	4	4	4	4	4	2	2	2	2	2	2	1	1
I^k	-3,6	-1,2	0,5	-1,1	0,4	2,0	3,8	7,8	12,8	15,1	6,6	6,0	7,5	8,0	5,5	3,1
GFS	-3,9	-3,7	-5,3	-0,8	-5,5	-7,4	-7,8	-10,4	-12,0	-12,0	-3,6	-4,4	-3,8	-2,9	1,4	2,2
$I^k + GFS$	-7,5	-4,9	-4,8	-1,9	-5,1	-5,4	-4,0	-2,6	0,8	3,1	3,0	1,6	3,7	5,1	6,9	5,3

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.
GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).
Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.
Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



6.4 Schweden

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

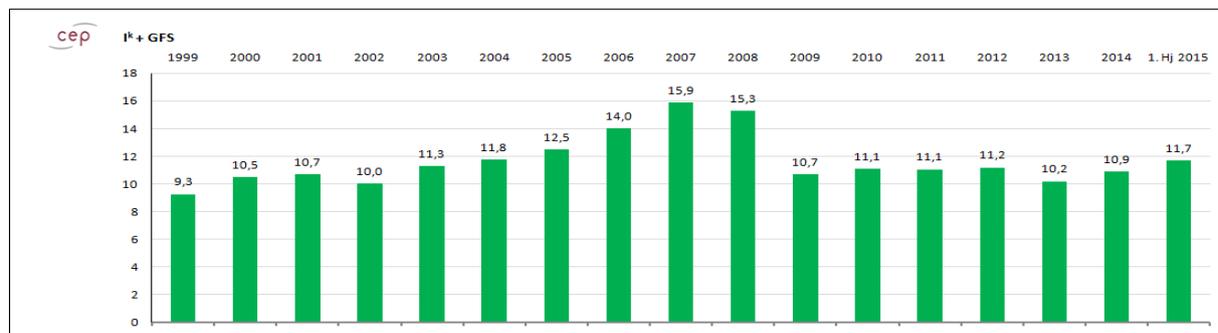
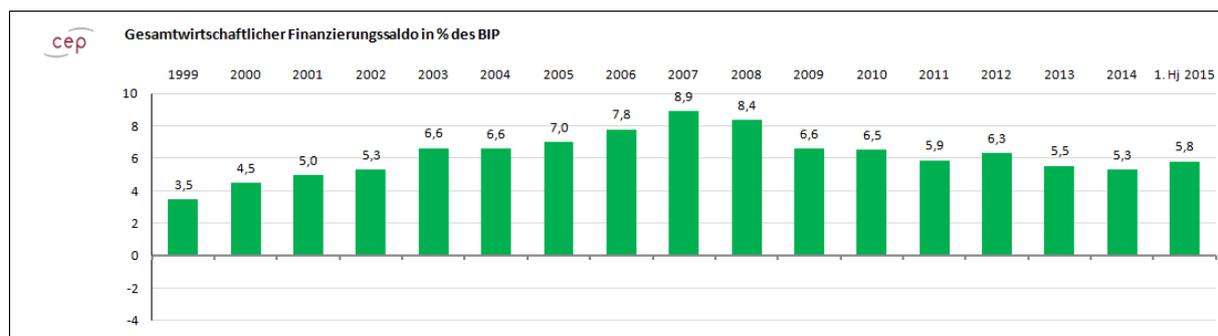
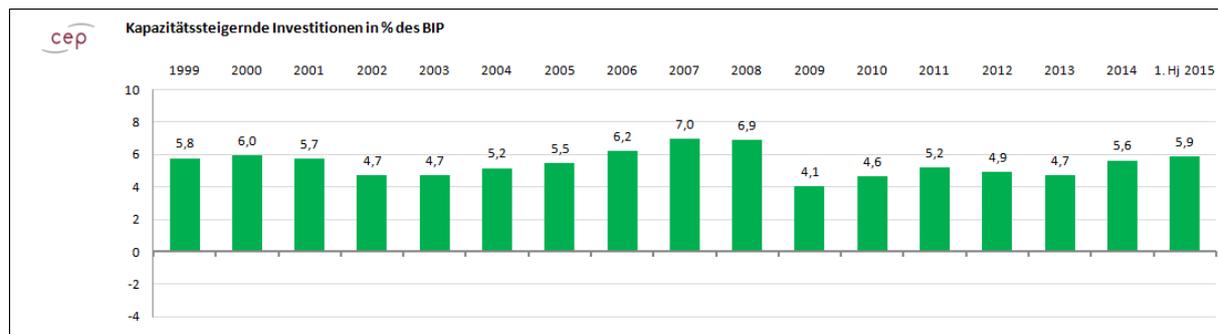
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I^k	5,8	6,0	5,7	4,7	4,7	5,2	5,5	6,2	7,0	6,9	4,1	4,6	5,2	4,9	4,7	5,6	5,9
GFS	3,5	4,5	5,0	5,3	6,6	6,6	7,0	7,8	8,9	8,4	6,6	6,5	5,9	6,3	5,5	5,3	5,8
$I^k + GFS$	9,3	10,5	10,7	10,0	11,3	11,8	12,5	14,0	15,9	15,3	10,7	11,1	11,1	11,2	10,2	10,9	11,7

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



6.5 Tschechische Republik

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

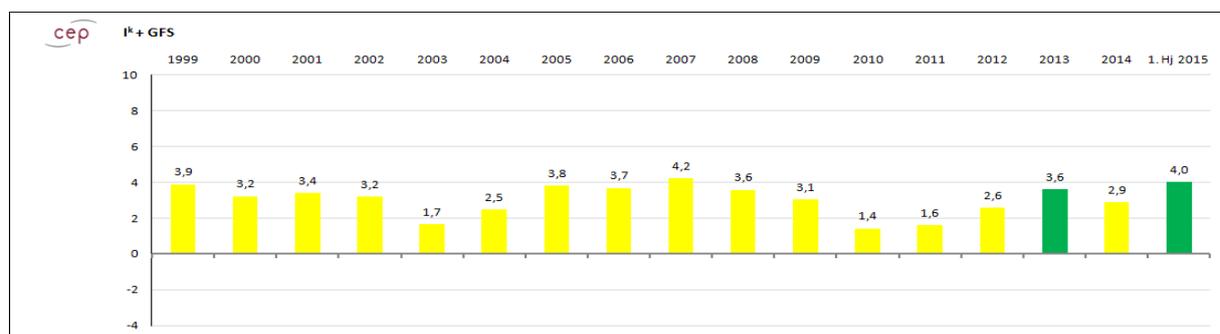
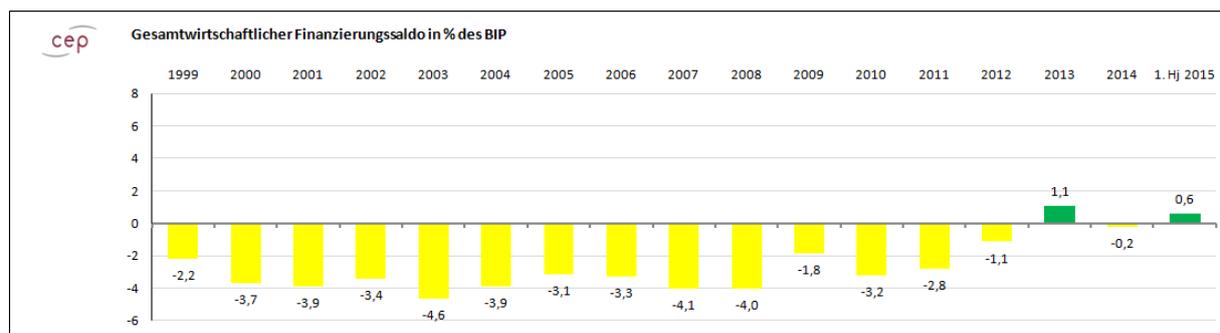
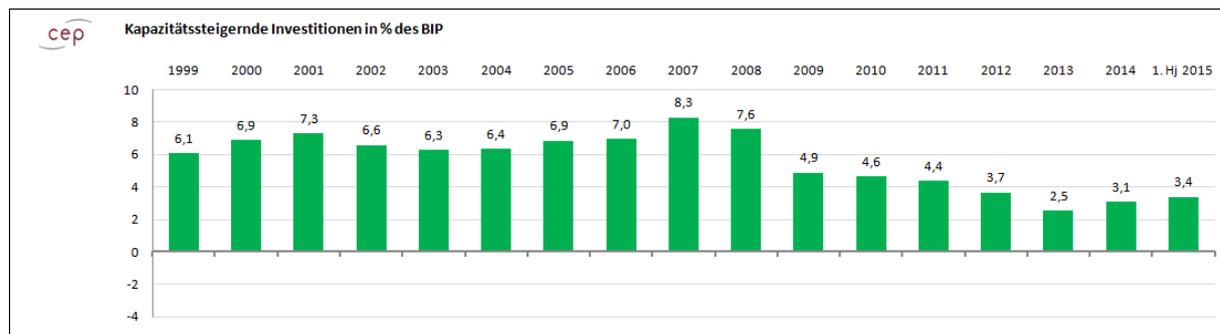
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	1
I^k	6,1	6,9	7,3	6,6	6,3	6,4	6,9	7,0	8,3	7,6	4,9	4,6	4,4	3,7	2,5	3,1	3,4
GFS	-2,2	-3,7	-3,9	-3,4	-4,6	-3,9	-3,1	-3,3	-4,1	-4,0	-1,8	-3,2	-2,8	-1,1	1,1	-0,2	0,6
$I^k + GFS$	3,9	3,2	3,4	3,2	1,7	2,5	3,8	3,7	4,2	3,6	3,1	1,4	1,6	2,6	3,6	2,9	4,0

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



6.6 Ungarn

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

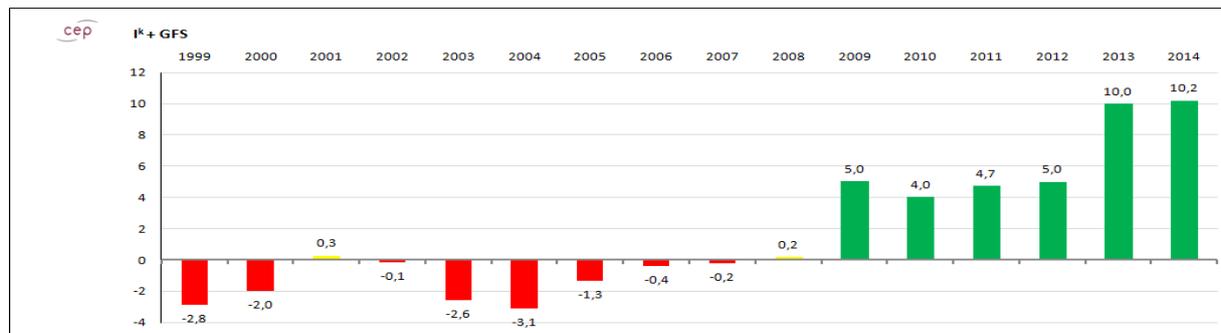
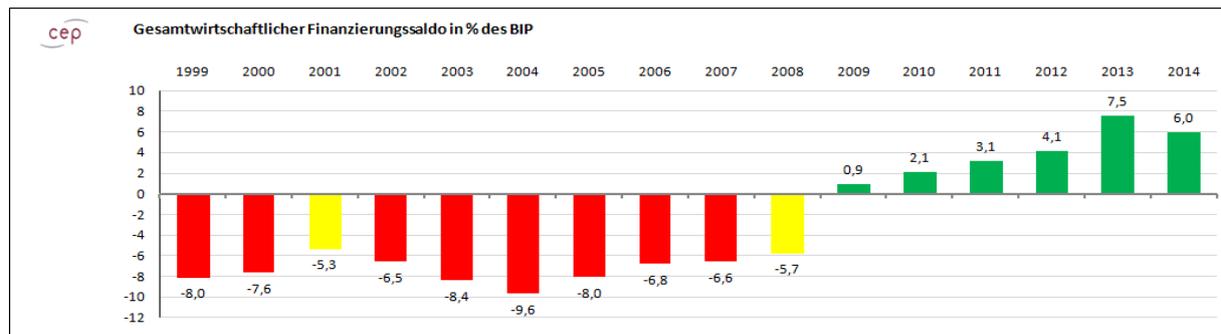
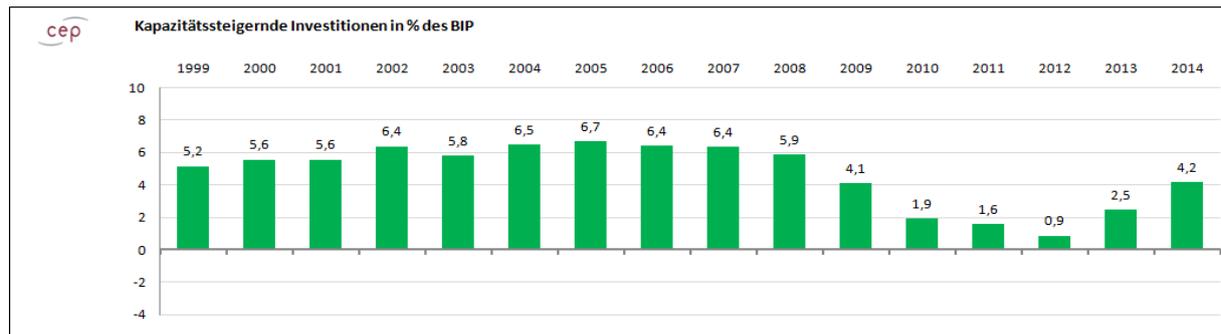
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikokategorie	3	3	2	3	3	4	4	4	4	2	1	1	1	1	1	1
I^k	5,2	5,6	5,6	6,4	5,8	6,5	6,7	6,4	6,4	5,9	4,1	1,9	1,6	0,9	2,5	4,2
GFS	-8,0	-7,6	-5,3	-6,5	-8,4	-9,6	-8,0	-6,8	-6,6	-5,7	0,9	2,1	3,1	4,1	7,5	6,0
$I^k + GFS$	-2,8	-2,0	0,3	-0,1	-2,6	-3,1	-1,3	-0,4	-0,2	0,2	5,0	4,0	4,7	5,0	10,0	10,2

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



6.7 Vereinigtes Königreich

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

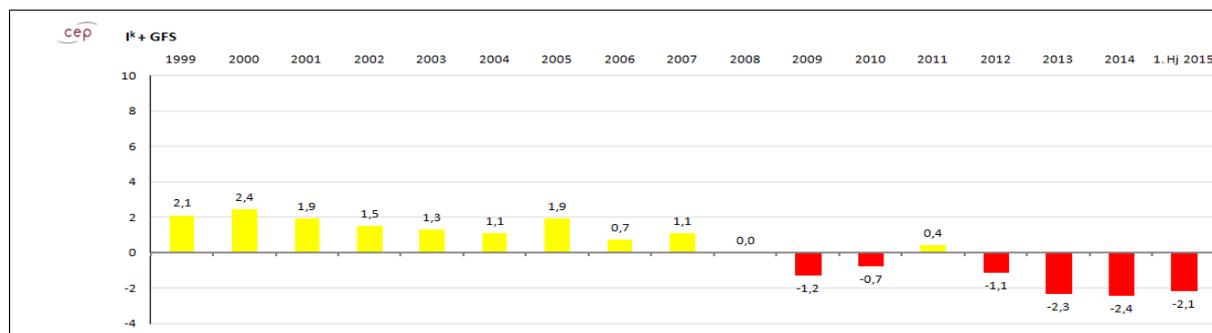
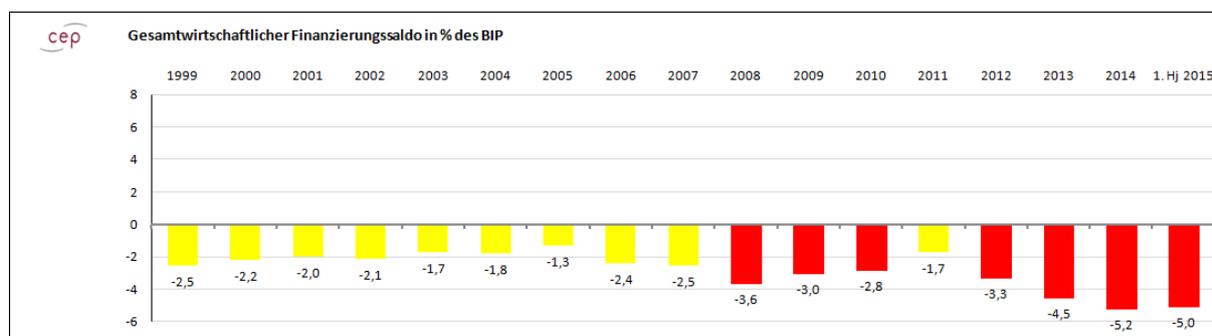
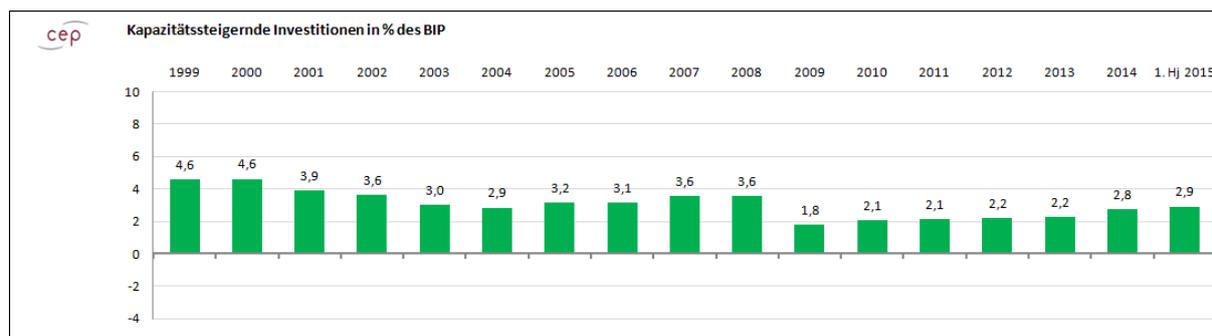
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1. Hj. 2015
	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2	3	3	4	4
I^k	4,6	4,6	3,9	3,6	3,0	2,9	3,2	3,1	3,6	3,6	1,8	2,1	2,1	2,2	2,2	2,8	2,9
GFS	-2,5	-2,2	-2,0	-2,1	-1,7	-1,8	-1,3	-2,4	-2,5	-3,6	-3,0	-2,8	-1,7	-3,3	-4,5	-5,2	-5,0
$I^k + GFS$	2,1	2,4	1,9	1,5	1,3	1,1	1,9	0,7	1,1	0,0	-1,2	-0,7	0,4	-1,1	-2,3	-2,4	-2,1

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



7 Länder außerhalb der EU

7.1 Island

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

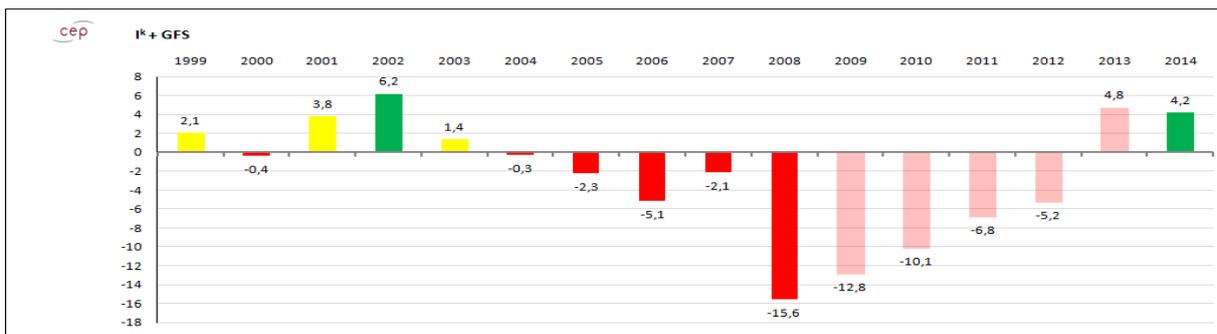
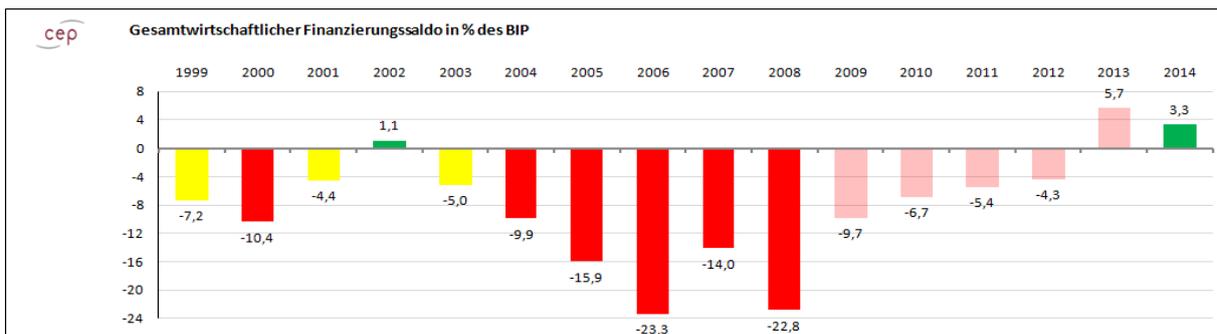
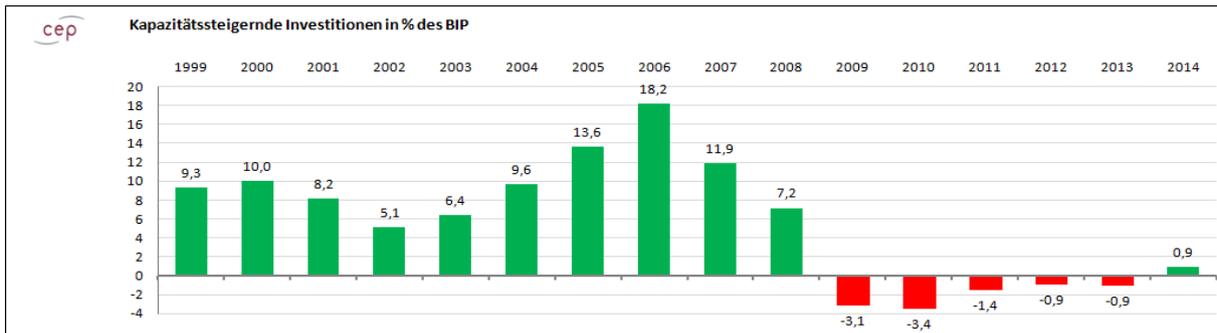
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	2	3	2	1	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	1
I^k	9,3	10,0	8,2	5,1	6,4	9,6	13,6	18,2	11,9	7,2	-3,1	-3,4	-1,4	-0,9	-0,9	0,9
GFS	-7,2	-10,4	-4,4	1,1	-5,0	-9,9	-15,9	-23,3	-14,0	-22,8	-9,7	-6,7	-5,4	-4,3	5,7	3,3
$I^k + GFS$	2,1	-0,4	3,8	6,2	1,4	-0,3	-2,3	-5,1	-2,1	-15,6	-12,8	-10,1	-6,8	-5,2	4,8	4,2

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



7.2 Japan

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.
 Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.
 Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.
 Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

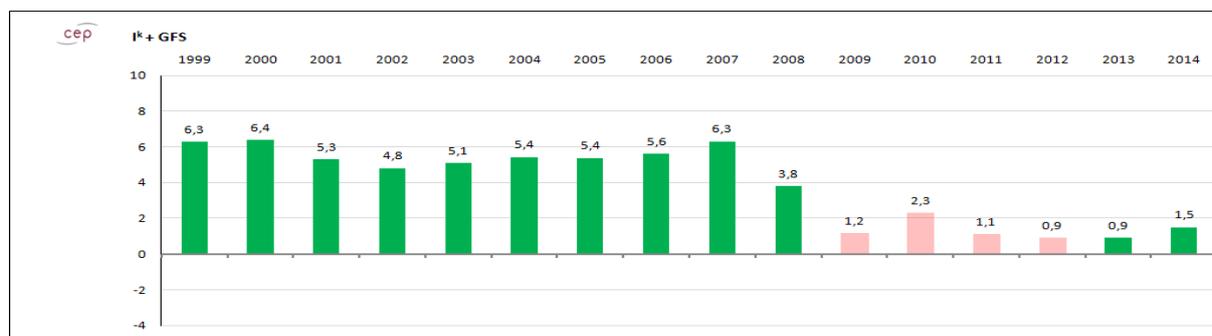
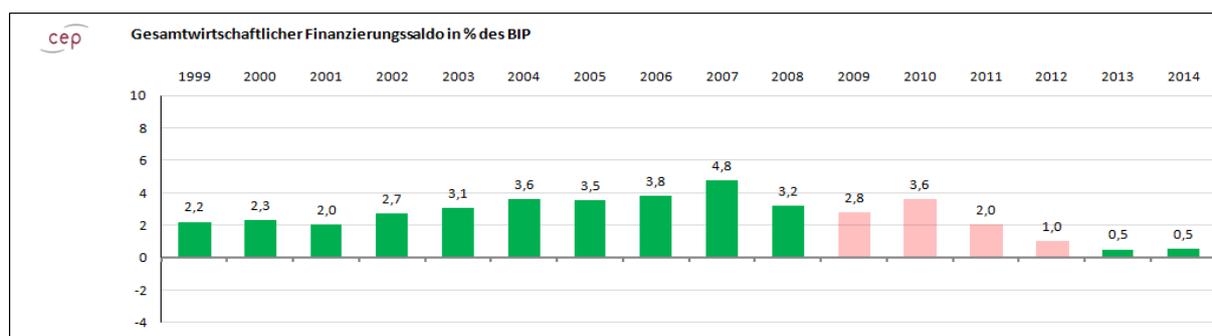
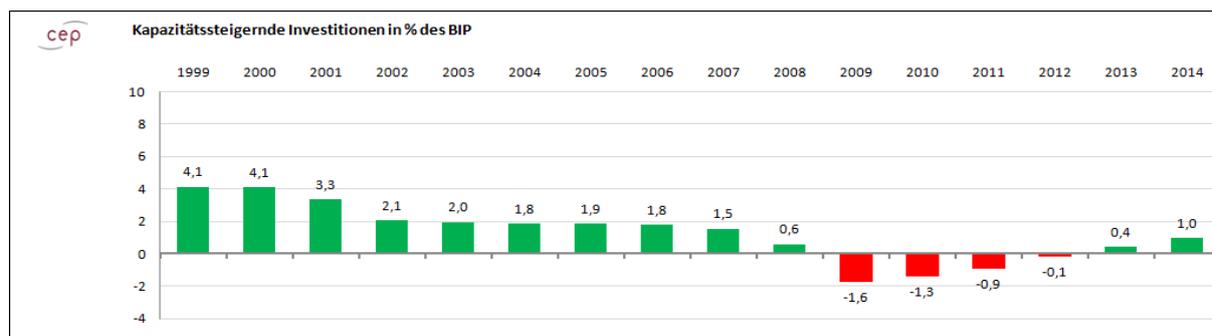
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	4	4	1	1
I^k	4,1	4,1	3,3	2,1	2,0	1,8	1,9	1,8	1,5	0,6	-1,6	-1,3	-0,9	-0,1	0,4	1,0
GFS	2,2	2,3	2,0	2,7	3,1	3,6	3,5	3,8	4,8	3,2	2,8	3,6	2,0	1,0	0,5	0,5
$I^k + GFS$	6,3	6,4	5,3	4,8	5,1	5,4	5,4	5,6	6,3	3,8	1,2	2,3	1,1	0,9	0,9	1,5

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



7.3 Kanada

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit. Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.
 Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit. Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

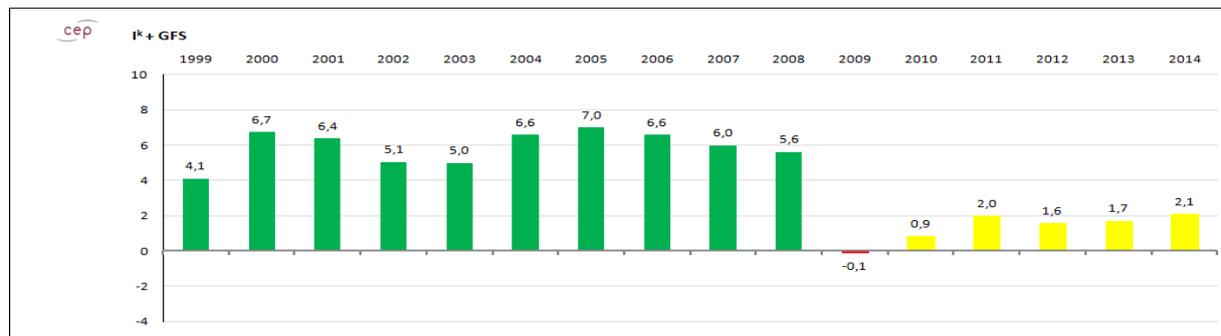
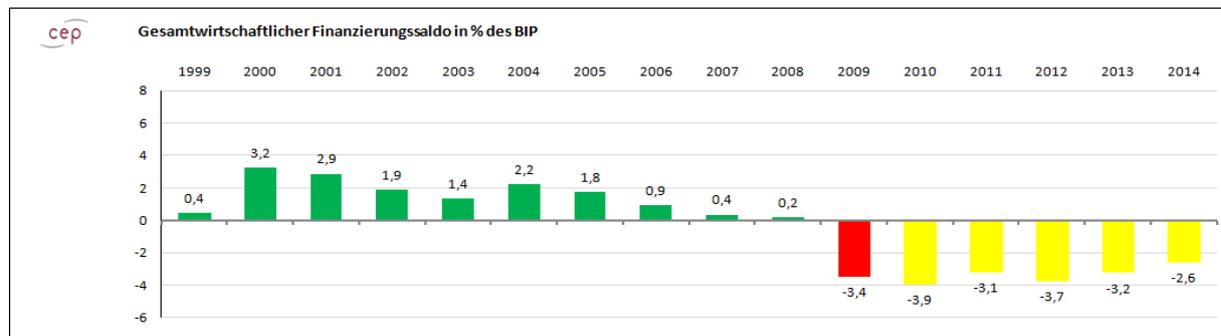
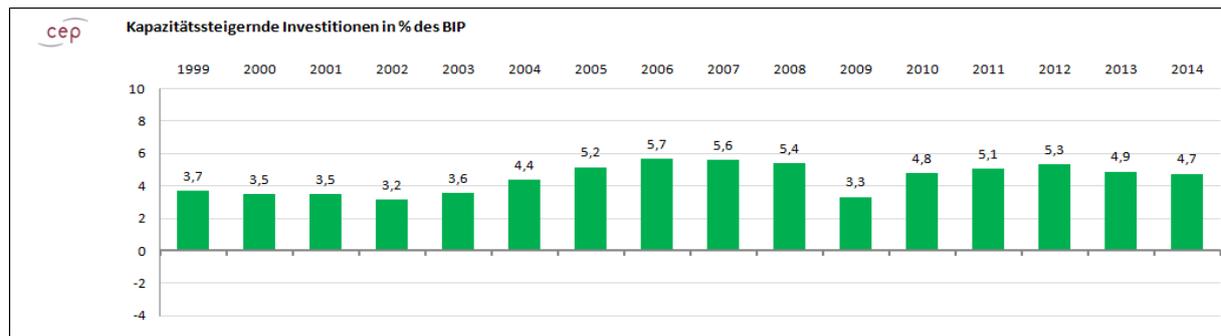
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikokategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	2	2	2	2	2
I ^k	3,7	3,5	3,5	3,2	3,6	4,4	5,2	5,7	5,6	5,4	3,3	4,8	5,1	5,3	4,9	4,7
GFS	0,4	3,2	2,9	1,9	1,4	2,2	1,8	0,9	0,4	0,2	-3,4	-3,9	-3,1	-3,7	-3,2	-2,6
I ^k + GFS	4,1	6,7	6,4	5,1	5,0	6,6	7,0	6,6	6,0	5,6	-0,1	0,9	2,0	1,6	1,7	2,1

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



7.4 Norwegen

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

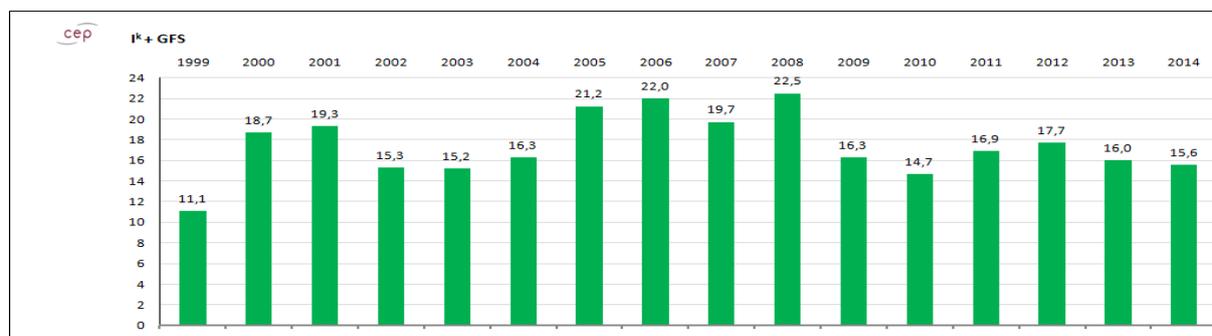
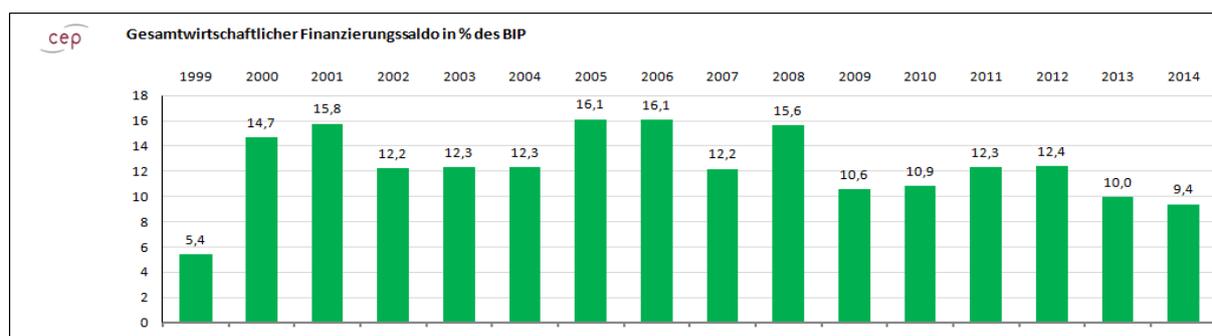
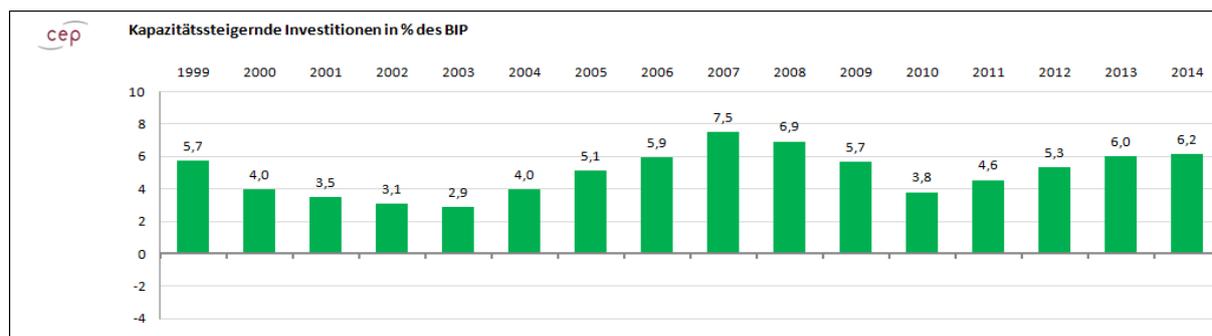
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
I ^k	5,7	4,0	3,5	3,1	2,9	4,0	5,1	5,9	7,5	6,9	5,7	3,8	4,6	5,3	6,0	6,2
GFS	5,4	14,7	15,8	12,2	12,3	12,3	16,1	16,1	12,2	15,6	10,6	10,9	12,3	12,4	10,0	9,4
I ^k + GFS	11,1	18,7	19,3	15,3	15,2	16,3	21,2	22,0	19,7	22,5	16,3	14,7	16,9	17,7	16,0	15,6

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



7.5 Schweiz

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

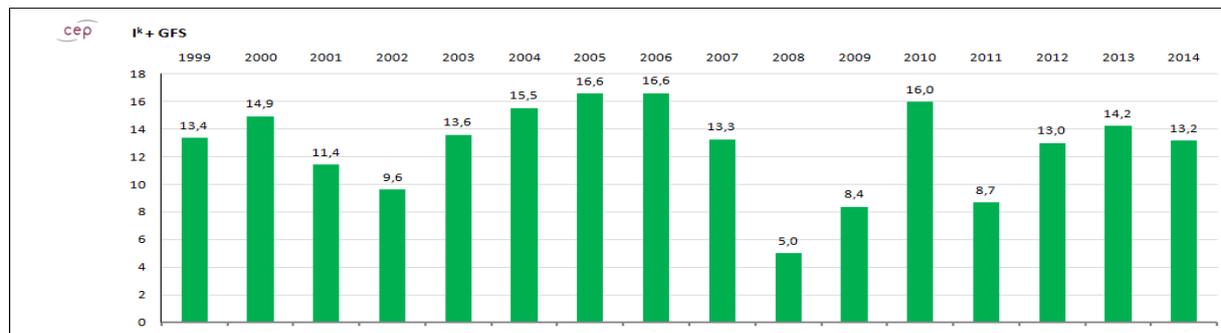
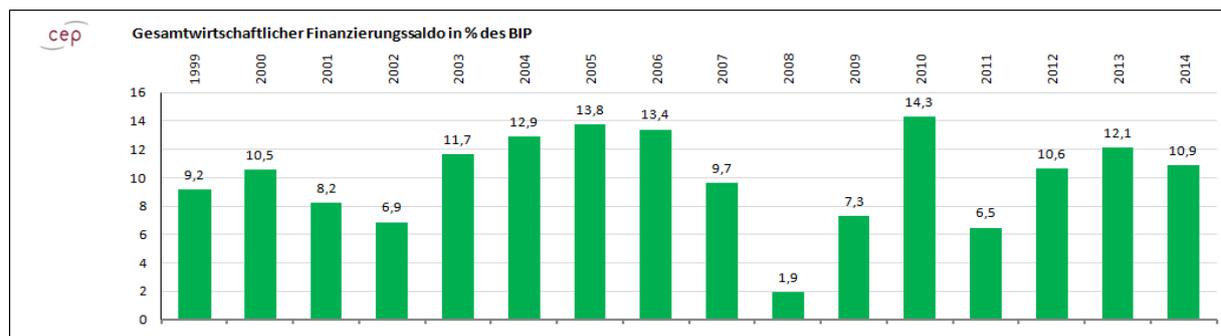
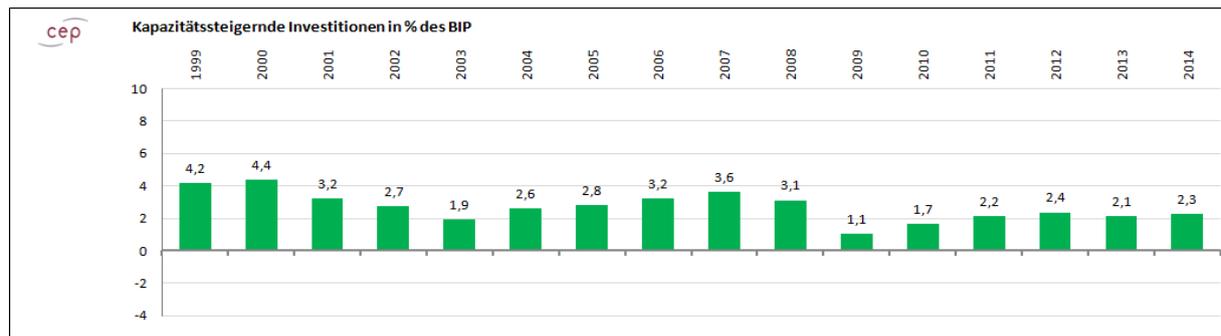
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
I ^k	4,2	4,4	3,2	2,7	1,9	2,6	2,8	3,2	3,6	3,1	1,1	1,7	2,2	2,4	2,1	2,3
GFS	9,2	10,5	8,2	6,9	11,7	12,9	13,8	13,4	9,7	1,9	7,3	14,3	6,5	10,6	12,1	10,9
I ^k + GFS	13,4	14,9	11,4	9,6	13,6	15,5	16,6	16,6	13,3	5,0	8,4	16,0	8,7	13,0	14,2	13,2

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



7.6 USA

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.
 Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.
 Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.
 Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

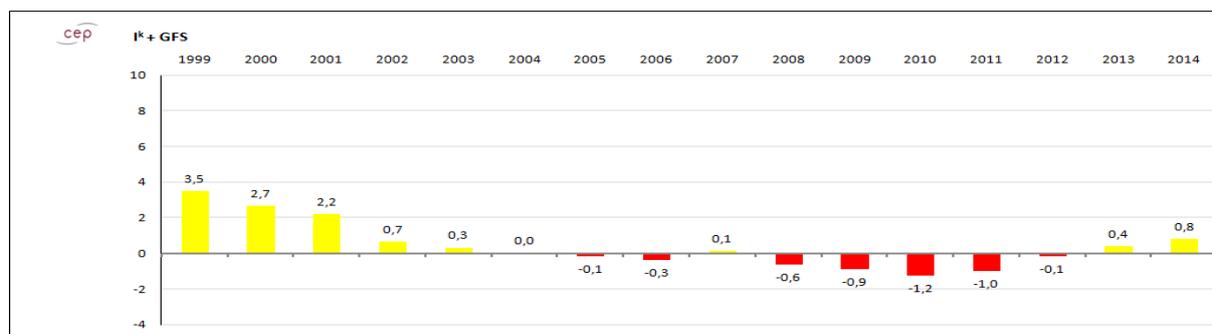
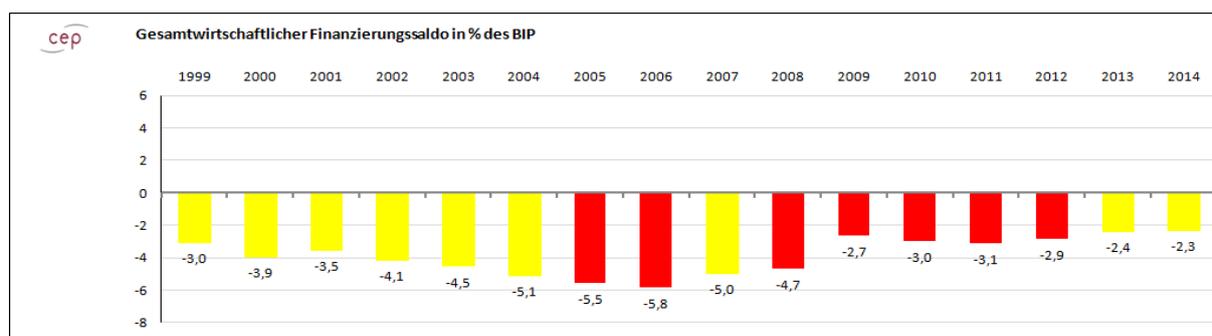
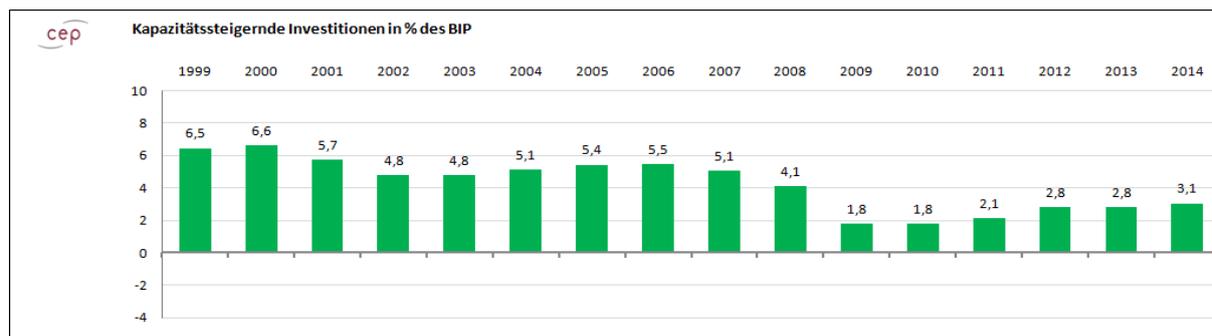
Risikokategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikokategorie	2	2	2	2	2	2	3	3	2	3	3	4	4	4	2	2
I ^k	6,5	6,6	5,7	4,8	4,8	5,1	5,4	5,5	5,1	4,1	1,8	1,8	2,1	2,8	2,8	3,1
GFS	-3,0	-3,9	-3,5	-4,1	-4,5	-5,1	-5,5	-5,8	-5,0	-4,7	-2,7	-3,0	-3,1	-2,9	-2,4	-2,3
I ^k + GFS	3,5	2,7	2,2	0,7	0,3	0,0	-0,1	-0,3	0,1	-0,6	-0,9	-1,2	-1,0	-0,1	0,4	0,8

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insoweit wachsende Volkswirtschaften weisen einen positiven Wert auf, schrumpfende einen negativen.

GFS : Der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo bildet den Nettokapitalimportbedarf einer Volkswirtschaft (in % des BIP) ab. Volkswirtschaften, die Auslandsvermögen aufbauen oder Auslandsschulden abbauen, weisen einen positiven GFS auf (Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss). Volkswirtschaften, die sich im Ausland verschulden oder bestehendes Auslandsvermögen reduzieren, weisen einen negativen GFS auf (Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit).

Negative I^k führen zu einem Abbau des Produktionskapitals und damit, unbeschadet der Entwicklung des GFS, zu einer Erosion der Kreditfähigkeit.

Positive I^k generieren zusätzliche Wertschöpfung, die zur Tilgung von Auslandskrediten genutzt werden kann. Bei positiven I^k und einem Gesamtwirtschaftlichen **Finanzierungsüberschuss** verbessert sich die Kreditfähigkeit. Bei positiven I^k und einem **Finanzierungsdefizit** hängt die Entwicklung der Kreditfähigkeit davon ab, welcher Effekt überwiegt. Wenn die I^k das Finanzierungsdefizit übersteigen, lässt sich keine belastbare Aussage treffen. Wenn sie das Finanzierungsdefizit unterschreiten, nimmt die Kreditfähigkeit ab.



Anhang I: Datenbasis

Land	Datenbasis	Besonderheiten
Belgien	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen. Die Werte für Nettoanlageinvestitionen in Wohnbauten, die zur Berechnung der kapazitätssteigernden Investitionen (I ^k) benötigt werden, wurden für das erste Halbjahr 2015 aus 2014 fortgeschrieben.
Dänemark	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Deutschland	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Estland	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Euro-Raum	Eurostat, Ameco	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Finnland	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten vorliegen.
Frankreich	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Griechenland	Eurostat, Ameco	Für 2014 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 1/2014 bis 4/2014 und für das erste Halbjahr 2015 auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da jeweils keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Irland	Eurostat	Für alle Jahre wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartalsdaten berechnet. Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Island	Ameco	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.
Italien	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Japan	Ameco	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.
Kanada	Ameco	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.
Litauen	Eurostat, Ameco	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Luxemburg	Ameco	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.
Malta	Eurostat, Ameco	Für die Jahre 2000 bis 2014 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartalsdaten berechnet. Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Niederlande	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglich bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Norwegen	Eurostat	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.
Österreich	Eurostat	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.
Polen	Eurostat, Ameco	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.

Land	Datenbasis	Besonderheiten
Portugal	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglichen bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen. Die Werte für die Abschreibungen, die zur Berechnung der kapazitätssteigernden Investitionen (I ^k) benötigt werden, wurden dabei aus 2014 fortgeschrieben.
Rumänien	Eurostat, Ameco	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.
Schweden	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglichen bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Schweiz	Eurostat, Ameco	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung. Für 2014 wurde der Wert für Nettoanlageinvestitionen in Wohnbauten, die zur Berechnung der kapazitätssteigernden Investitionen (I ^k) benötigt werden, aus 2013 fortgeschrieben.
Slowakei	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglichen bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Slowenien	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglichen bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Spanien	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglichen bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Tschechische Republik	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglichen bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Ungarn	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglichen bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
USA	Ameco	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.
Vereinigtes Königreich	Eurostat	Für das erste Halbjahr 2015 wurde der cepDefault-Index auf Basis der Quartale 3/2014 bis 2/2015 berechnet, da keine saisonbereinigten und arbeitstäglichen bereinigten Daten für das erste Halbjahr 2015 vorliegen.
Zypern	Ameco	Werte für 2015 standen noch nicht zur Verfügung.

Die Autoren

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

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

Stephan Lammerich ist Wissenschaftlicher Referent am Centrum für Europäische Politik.

cep | Centrum für Europäische Politik

Kaiser-Joseph-Straße 266 | D-79098 Freiburg

Telefon +49 761 38693-0 | www.cep.eu

Das cep ist der europapolitische Think Tank der gemeinnützigen Stiftung Ordnungspolitik. Es ist ein unabhängiges Kompetenzzentrum zur Recherche, Analyse und Bewertung von EU-Politik.