

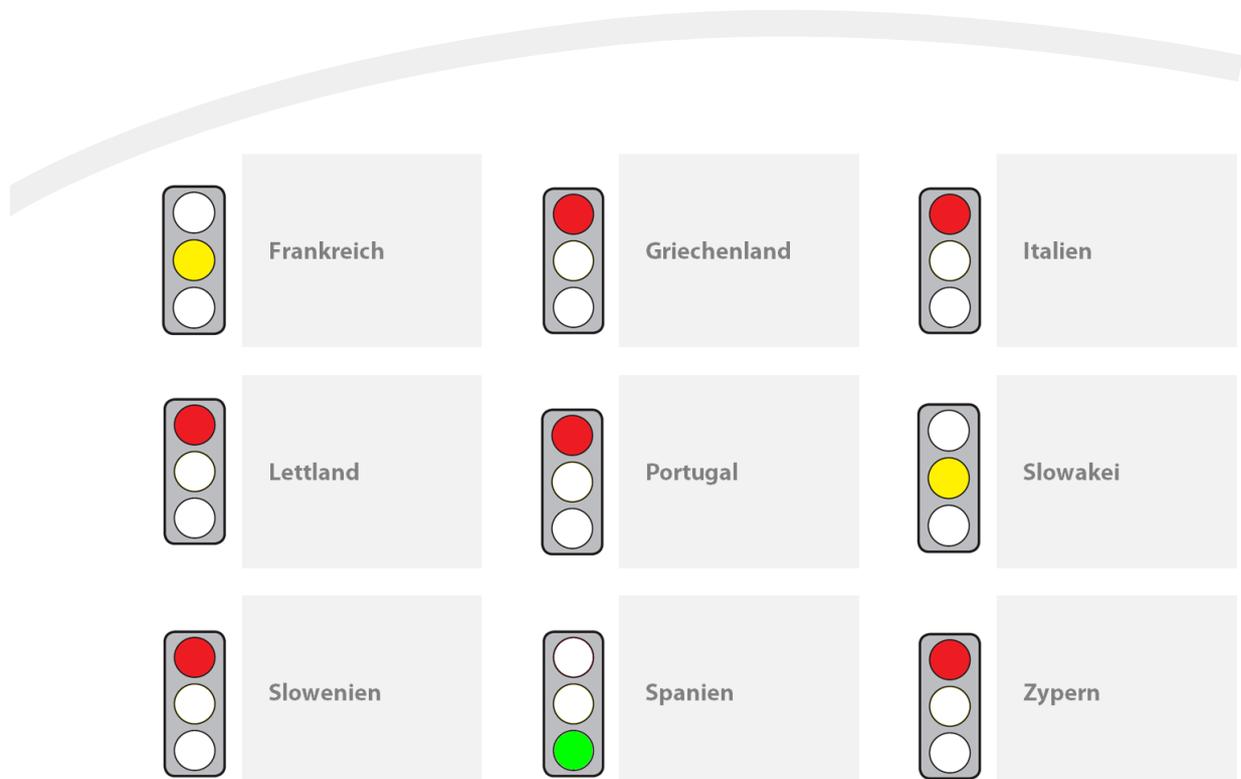
cepStudie

cepDefault-Index 2017

Entwicklung der Kreditfähigkeit der Euro-Länder

Lüder Gerken, Matthias Kullas und Till Brombach

Februar 2017



Kernpunkte

- ▶ Der cepDefault-Index 2017 beschreibt die Entwicklung der Kreditfähigkeit der Euro-Länder jeweils von 1999 bis 2016.¹
- ▶ Der cepDefault-Index 2017 belegt: Die existenzgefährdenden Verwerfungen im Euro-Raum bestehen fort. Gegenwärtig weisen sechs Euro-Länder eine verfestigte abnehmende Kreditfähigkeit auf. Dies sind Griechenland, Italien, Lettland, Portugal, Slowenien und Zypern.
- ▶ **Griechenland** ist nach wie vor nicht kreditfähig. Eine Trendwende ist nicht abzusehen. Nach wie vor ist das Konsumniveau viel zu hoch. Hinzu kommt ein massiver Abbau des Kapitalstocks. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Italien** nimmt seit 2010 ununterbrochen ab. Grund hierfür ist seit 2013 eine Erosion des Kapitalstocks. Sie ist auf die ungelösten wirtschaftlichen Probleme, die hohe öffentliche Verschuldung und die politische Unsicherheit zurückzuführen. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Lettland** erodiert seit 1999. Der lettische Kapitalstock schrumpft mit einer Ausnahme seit 2009. Problematisch ist zudem die zu hohe Konsumneigung der lettischen Bevölkerung. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Portugal** verfällt seit 2004. Dies hat zwei Ursachen. Zum einen schrumpft der Kapitalstock des Landes. Zum anderen konsumiert das Land über seine Verhältnisse. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Slowenien** verfällt seit nunmehr vier Jahren. Aufgrund der schlechten Rahmenbedingungen für Investitionen schrumpft der Kapitalstock. Das Konsumniveau ist im Gegensatz zu anderen Problemländern keine Krisenursache. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Zypern** verfällt seit 2012. Der Hauptgrund hierfür ist die zu hohe Konsumneigung. Seit 2012 benötigt Zypern per saldo ausländische Kredite zur Finanzierung des heimischen Konsums. 
- ▶ Die Entwicklung der Kreditfähigkeit von **Frankreich** ist aufgrund der traditionell hohen Investitionen nach wie vor unbestimmt. Der Index stieg im ersten Halbjahr 2016 etwas an dank einer leichten Zunahme der Investitionen und einem Rückgang des Konsums. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Spanien** verbessert sich seit 2012 kontinuierlich. Die Verbesserung beschleunigt sich zudem jedes Jahr. Um diesen Trend nicht zu gefährden, muss die spanische Regierung das nach wie vor hohe öffentliche Defizit rasch senken. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von Finnland und der Slowakei hat sich 2016 unbestimmt entwickelt, die von Belgien, Deutschland, Estland, Litauen, Luxemburg, den Niederlanden und Österreich ist gestiegen.

¹ Für Irland und Malta konnte der Index nicht berechnet werden, weil die erforderlichen Daten nicht oder nicht in der erforderlichen Belastbarkeit zur Verfügung stehen. Für Luxemburg und Österreich wird die Entwicklung der Kreditfähigkeit im Jahr 2015 dargestellt, da für 2016 nicht alle Daten vorliegen, die für die Berechnung des Indexes erforderlich sind.

► **Entwicklung der Kreditfähigkeit im ersten Halbjahr 2016²**

Rang	Land	Entwicklung der Kreditfähigkeit	I ^k : Kapazitätssteigernde Investitionen	GFS: Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo	I ^k + GFS
Kategorie 1: Länder mit zunehmender Kreditfähigkeit					
1	Deutschland		1,7	8,8	10,5
2	Niederlande		2,7	7,4	10,1
3	Luxemburg		5,0	4,1	9,1
4	Estland		5,9	0,7	6,6
5	Litauen		4,7	1,8	6,5
6	Österreich		3,7	2,0	5,7
7	Euro-Raum		1,5	3,6	5,1
8	Spanien		1,8	2,3	4,1
9	Belgien		2,6	1,2	3,8
Kategorie 2: Länder mit unbestimmter Entwicklung der Kreditfähigkeit					
10	Slowakei		1,6	-0,4	1,2
11	Frankreich		2,8	-1,8	1,0
12	Finnland		1,2	-0,5	0,7
Kategorie 3: Länder mit abnehmender Kreditfähigkeit					
	–		–	–	–
Kategorie 4: Länder mit verfestigter abnehmender Kreditfähigkeit					
13	Zypern		0,6	-2,4	-1,8
14	Italien		-0,9	2,4	1,5
15	Slowenien		-1,6	7,0	5,4
16	Portugal		-1,7	0,8	-0,9
17	Lettland		-2,4	1,9	-0,5
18	Griechenland		-5,7	1,5	-4,2

² Für Irland und Malta konnte der Index nicht berechnet werden, weil die erforderlichen Daten nicht oder nicht in der erforderlichen Belastbarkeit zur Verfügung stehen. Für Luxemburg und Österreich wird die Entwicklung der Kreditfähigkeit im Jahr 2015 dargestellt, da für 2016 nicht alle Daten vorliegen, die für die Berechnung des Indexes erforderlich sind. Die Werte für den Euro-Raum-Durchschnitt wurden ebenfalls ohne diese Länder berechnet.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
2	Methodik des cepDefault-Indexes.....	2
3	Die cepDefault-Index-Werte der Euro-Länder im Überblick.....	6
4	Problemländer im Euro-Raum.....	7
4.1	Finnland.....	8
4.2	Frankreich	10
4.3	Griechenland	12
4.4	Italien	14
4.5	Lettland.....	16
4.6	Portugal	18
4.7	Slowakei.....	20
4.8	Slowenien	22
4.9	Spanien	24
4.10	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	Niederlande.....	33
5.7	Österreich.....	34
5.8	Euro-Raum insgesamt	35

1 Einleitung

Das verbreitet befürchtete Wiederaufflammen der Euro-Krise im Falle eines Scheiterns des italienischen Verfassungsreferendums ist zwar ausgeblieben. Zur Ruhe kommt die Euro-Zone aber weiterhin nicht. In den Niederlanden, Frankreich und Deutschland sowie unter Umständen auch in Italien werden 2017 Wahlen stattfinden, bei denen anti-europäische Parteien mit großen Stimmengewinnen rechnen können. Sollten sie in einem Euro-Land die Regierung stellen, sind Volksabstimmungen über die EU-Mitgliedschaft oder zumindest Euro-Mitgliedschaft nicht ausgeschlossen. Selbst der Präsident der Europäischen Zentralbank Mario Draghi sah sich veranlasst, Italien vor einem Austritt aus der Euro-Zone zu warnen: „Sollte ein Land das Euro-System verlassen, müsste dessen Nationalbank die Ansprüche oder Verbindlichkeiten mit der Europäischen Zentralbank vollständig ausgleichen“.³ Für Länder mit hohen Target-Verbindlichkeiten, hierzu zählt insbesondere Italien, wird ein Ausstieg also sehr teuer. Draghis Aussage ist insofern bemerkenswert, als er sich zuvor nicht zu den Modalitäten eines Austritts aus dem Euro geäußert hat. Für ihn galt die Einführung des Euros bislang als unumkehrbar.⁴

Die politische Unsicherheit über die Zukunft des Euros wird zudem durch den Disput über die Schuldentragfähigkeit Griechenlands befeuert, der zwischen den Euro-Ländern und dem Europäischen Stabilitätsmechanismus auf der einen Seite und dem Internationalen Währungsfonds (IWF) auf der anderen Seite ausgetragen wird. Sollte sich der IWF endgültig nicht am bereits laufenden dritten Hilfspaket für Griechenland beteiligen, müsste im deutschen Bundestag abermals darüber abgestimmt werden. Dass eine solche Diskussion überhaupt notwendig ist, liegt insbesondere daran, dass Griechenland auch sieben Jahre nach Ausbruch der Euro-Krise nicht kreditfähig ist. Zurückzuführen ist dies zu aller erst auf ausbleibende Reformen zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit.

Schließlich wurde in den vergangenen Monaten deutlich, dass sich die Euro-Länder nach wie vor nicht auf eine solide Fiskalpolitik verständigen konnten. So nehmen zahlreiche Euro-Länder, allen voran Frankreich, Italien, Portugal und Spanien, die Verschuldungsgrenzen des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht ernst. Dies hat das Vertrauen in die Zukunft des Euros weiter unterminiert.

All diese Entwicklungen haben dazu beigetragen, dass die Renditen der Staatsanleihen der Euro-Länder seit Jahresbeginn wieder stärker auseinandergehen.

Auch der cepDefault-Index 2017 legt eine stärkere Differenzierung der nationalen Anleiherenditen nahe. So zeigt sich in der aktuellsten Ausgabe, dass sich die Kreditfähigkeit der Euro-Länder stark unterschiedlich entwickelt. Während die Kreditfähigkeit von zwei Dritteln der Euro-Länder Jahr für Jahr zunimmt, erodiert sie in anderen Euro-Ländern ebenso kontinuierlich oder ist, wie im Fall Griechenlands, längst verlorengegangen. Zur Gruppe der Euro-Länder mit schon seit Jahren erodierender oder erodierter Kreditfähigkeit zählen Griechenland, Italien, Lettland, Portugal, Slowenien und Zypern. Mit Ausnahme von Zypern ist der Verfall der Kreditfähigkeit in diesen Euro-Ländern auf eine negative Investitionsquote zurückzuführen. Dies ist besonders problematisch: Wenn der dadurch bedingte Abbau des Kapitalstocks über längere Zeit anhält, verarmt die Volkswirtschaft.

Der Abbau des Kapitalstocks ist insbesondere auf einen Rückgang der privaten Investitionen zurückzuführen. Dies zeigt, dass die betroffenen Euro-Länder Investoren keine wettbewerbsfähigen

³ Mario Draghi (2017): Draghi warnt Europas Populisten, in Süddeutsche Zeitung vom 23. Januar 2017, online unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/ezb-draghi-warnt-europas-populisten-1.3345291>.

⁴ "The euro is – and has to be – irrevocable in all its member states", Mario Draghi, am 27. November 2014, Vortrag an der Universität Helsinki, online unter: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141127_1.en.html.

Rahmenbedingungen bieten können. Die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder muss dementsprechend oberstes Ziel sein.

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 und 5 beschreiben die Entwicklung der Kreditfähigkeit in den Euro-Ländern seit 1999. Für die meisten Euro-Länder konnten bereits die Daten für das erste Halbjahr 2016 zugrundegelegt werden. Für Luxemburg und Österreich lagen Daten für 2016 noch nicht vor, so dass für sie die Entwicklung bis Ende 2015 dargestellt wird. Für Irland und Malta konnte der Index nicht berechnet werden, weil die erforderlichen Daten nicht oder nicht in der erforderlichen Belastbarkeit zur Verfügung stehen.

Kapitel 4 enthält Länderporträts derjenigen Euro-Länder, die eine verfestigte Erosion ihrer Kreditfähigkeit aufweisen. Im Einzelnen sind dies Griechenland, Italien, Lettland, Portugal, Slowenien und Zypern. Außerdem enthält Kapitel 4 Länderporträts derjenigen Euro-Länder, deren Kreditfähigkeit zwar 2016 unbestimmt war, jedoch in den Vorjahren erodierte. Dies sind Finnland, Frankreich und die Slowakei. Schließlich enthält Kapitel 4 ein Länderporträt von Spanien, dessen aktuelle Kreditfähigkeit zwar nicht ab-, sondern dank der seit 2012 ergriffenen Reformen zunimmt, das aber in der Vergangenheit Finanzhilfen benötigt hat.

Kapitel 5 enthält die aktuellen Werte des cepDefault-Indexes für die restlichen Euro-Länder – Belgien, Deutschland, Estland, Litauen, Luxemburg, die Niederlande und Österreich – sowie für den Euro-Raum insgesamt.

2 Methodik des cepDefault-Indexes

Der cepDefault-Index misst, wie sich die Fähigkeit eines Landes zur Rückzahlung der Auslandskredite und damit die Kreditfähigkeit entwickelt.⁵ 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.⁶ Deren Kehrseite ist eine zunehmende Verschuldung⁷ 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

⁵ Er ist damit kein Bestands-, sondern ein Prozessmaß.

⁶ 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.

⁷ Oder ein Abbau von Privatvermögen.

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 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 Konsum⁸ 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.

⁸ 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.

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 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.

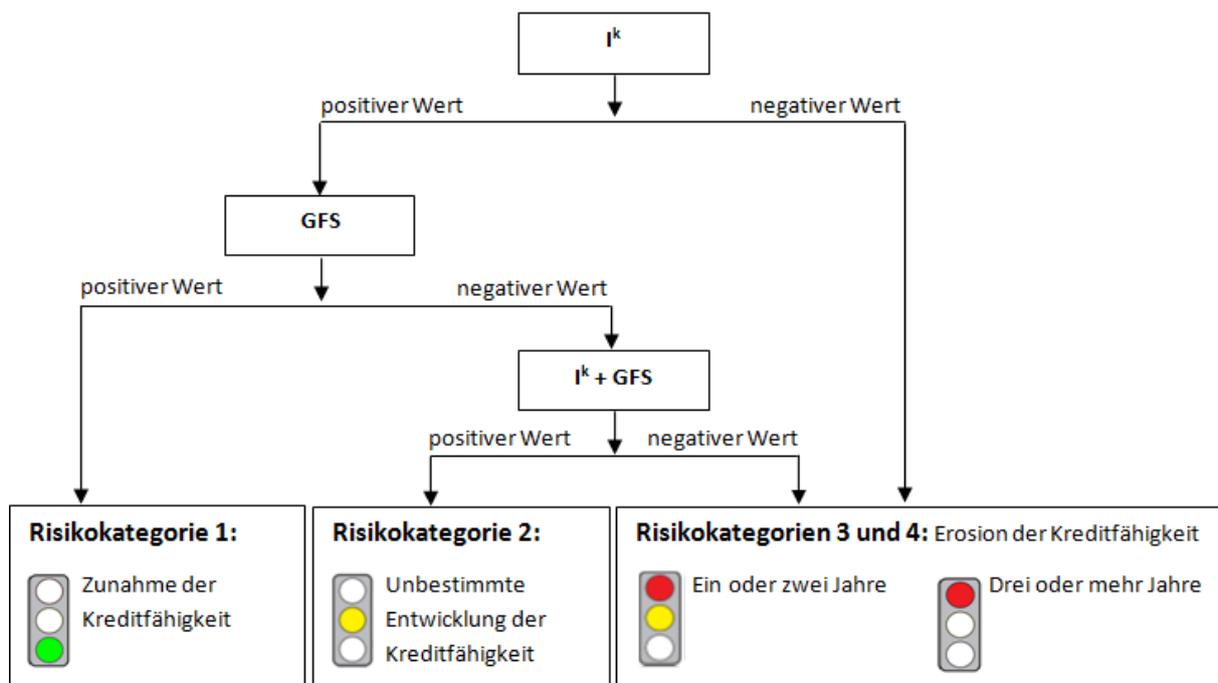
Risikokategorie 4 (rote Ampel): Eine über drei oder noch mehr Jahre anhaltende Erosion der Kreditfähigkeit in den Ausprägungen, wie sie in Risikokategorie 3 beschrieben wurden, indiziert, dass es sich um kein vorübergehendes, sondern um ein strukturelles Problem handelt; die Gefahr der Kreditunfähigkeit 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 – durch ESM, EFSF, EFSM, IWF und die einzelnen Euro-Länder – 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:

Der cepDefault-Index



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

Die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung der Kreditfähigkeit der untersuchten Volkswirtschaften im ersten Halbjahr 2016.⁹

► Entwicklung der Kreditfähigkeit im ersten Halbjahr 2016

Rang	Land	Entwicklung der Kreditfähigkeit	I ^k : Kapazitätssteigernde Investitionen	GFS: Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo	I ^k + GFS
Kategorie 1: Länder mit zunehmender Kreditfähigkeit					
1	Deutschland		1,7	8,8	10,5
2	Niederlande		2,7	7,4	10,1
3	Luxemburg		5,0	4,1	9,1
4	Estland		5,9	0,7	6,6
5	Litauen		4,7	1,8	6,5
6	Österreich		3,7	2,0	5,7
7	Euro-Raum		1,5	3,6	5,1
8	Spanien		1,8	2,3	4,1
9	Belgien		2,6	1,2	3,8
Kategorie 2: Länder mit unbestimmter Entwicklung der Kreditfähigkeit					
10	Slowakei		1,6	-0,4	1,2
11	Frankreich		2,8	-1,8	1,0
12	Finnland		1,2	-0,5	0,7
Kategorie 3: Länder mit abnehmender Kreditfähigkeit					
	–		–	–	–
Kategorie 4: Länder mit verfestigter abnehmender Kreditfähigkeit					
13	Zypern		0,6	-2,4	-1,8
14	Italien		-0,9	2,4	1,5
15	Slowenien		-1,6	7,0	5,4
16	Portugal		-1,7	0,8	-0,9
17	Lettland		-2,4	1,9	-0,5
18	Griechenland		-5,7	1,5	-4,2

Die Entwicklung der Kreditfähigkeit der Euro-Länder ist, wie die Übersicht zeigt, nach wie vor sehr heterogen. Am stärksten zugenommen hat die Kreditfähigkeit von Deutschland, den Niederlanden und Luxemburg. Am stärksten an Kreditfähigkeit verloren hat, wie in den Jahren zuvor, Griechenland. Zudem weisen auch Zypern, Italien, Slowenien, Portugal und Lettland eine verfestigte abnehmende Kreditfähigkeit auf. Mit Ausnahme von Zypern ist die Erosion der Kreditfähigkeit dieser Länder auf einen schrumpfenden, zunehmend veraltenden Kapitalstock zurückzuführen. Dies hat zur Folge, dass die Wirtschaft – wenn überhaupt – nur noch wenig wächst und die Wettbewerbsfähigkeit sinkt. Eine solide wirtschaftliche Basis ist jedoch Voraussetzung sowohl für breiten Wohlstand als auch für ausreichende Steuereinnahmen, mit denen sich öffentliche Ausgaben und nicht zuletzt Zinszahlungen an ausländische Gläubiger finanzieren lassen.

⁹ Für Irland und Malta konnte der Index nicht berechnet werden, weil die erforderlichen Daten nicht oder nicht in der erforderlichen Belastbarkeit zur Verfügung stehen. Für Luxemburg und Österreich ist die Entwicklung der Kreditfähigkeit im Jahr 2015 abgebildet, da für 2016 nicht alle Daten vorliegen, die für die Berechnung des Indexes erforderlich sind. Die Werte für den Euro-Raum-Durchschnitt wurden ebenfalls ohne diese Länder berechnet.

4 Problemländer im Euro-Raum

Erstens enthält dieses Kapitel Länderporträts derjenigen Euro-Länder, die eine verfestigte Erosion ihrer Kreditfähigkeit aufweisen. Dies sind Griechenland, Italien, Lettland, Portugal, Slowenien und Zypern. Zweitens enthält dieses Kapitel Länderporträts derjenigen Euro-Länder, deren Kreditfähigkeit zwar 2016 unbestimmt war, jedoch in den Vorjahren erodierte. Dies sind Finnland, Frankreich und die Slowakei. Drittens schließlich enthält dieses Kapitel ein Länderporträt von Spanien, dessen aktuelle Kreditfähigkeit nicht ab-, sondern dank der seit 2012 ergriffenen Reformen zunimmt, das aber in der Vergangenheit Finanzhilfen benötigt hat. Es wurde die alphabetische Reihenfolge gewählt.

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

Die Farbgebung in diesen 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 Indexwerte – 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 in Form von Auslandskrediten für Konsum verwendet. Mit diesem Teil des Kapitalimports werden also zwangsläufig keine Investitionen getätigt, die aber in Gestalt zukünftigen Wertschöpfungspotentials die Voraussetzung für die Rückzahlung der Auslandskredite sind. Folge ist: Die Kreditfähigkeit des Landes sinkt.

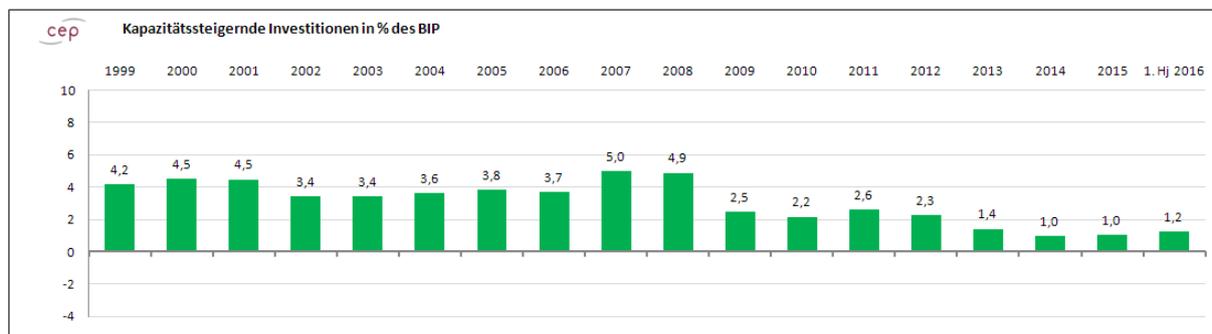
Das vierte Diagramm in den Länderporträts zeigt die Konsumquote in Prozent des verfügbaren Einkommens. Sie fließt zwar nicht in die Berechnung der Kreditfähigkeitsentwicklung ein. Eine abnehmende Kreditfähigkeit geht aber häufig mit einem übermäßigen Konsum einher. Die Darstellung der Konsumquote vermittelt daher einen Eindruck, wie stark die aktuellen Probleme eines Landes sind. Als kritische Schwelle gilt eine Konsumquote von 100% des verfügbaren Einkommens. Wenn dieser Wert überschritten wird, konsumiert die Bevölkerung mehr, als sie an Einkommen erwirtschaftet; sie lebt mit anderen Worten über ihre Verhältnisse.

4.1 Finnland

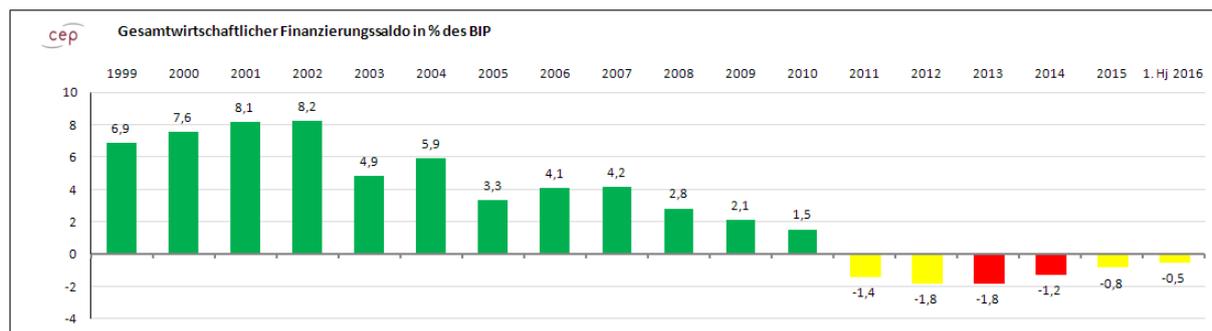
Überblick: Nach einer Abnahme der Kreditfähigkeit in den Jahren 2013 und 2014 ist die Entwicklung der finnischen Kreditfähigkeit seit 2015 unbestimmt.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	3	2	2
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	2,3	1,4	1,0	1,0	1,2
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	-1,8	-1,2	-0,8	-0,5
$I^k + GFS$	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	0,5	-0,4	-0,2	0,2	0,7

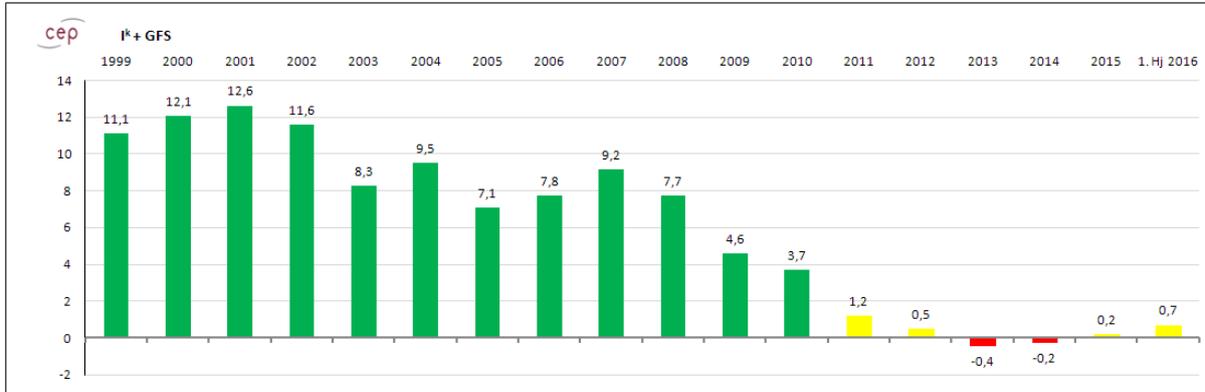
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die Investitionstätigkeit in Finnland hat sich auf niedrigem Niveau stabilisiert. Im ersten Halbjahr 2016 sind die kapazitätssteigernden Investitionen um 1,2% des BIP gewachsen und damit erstmals seit 2011 wieder leicht angestiegen. Dieser Wert ist jedoch noch weit unterhalb des Vorkrisenniveaus.



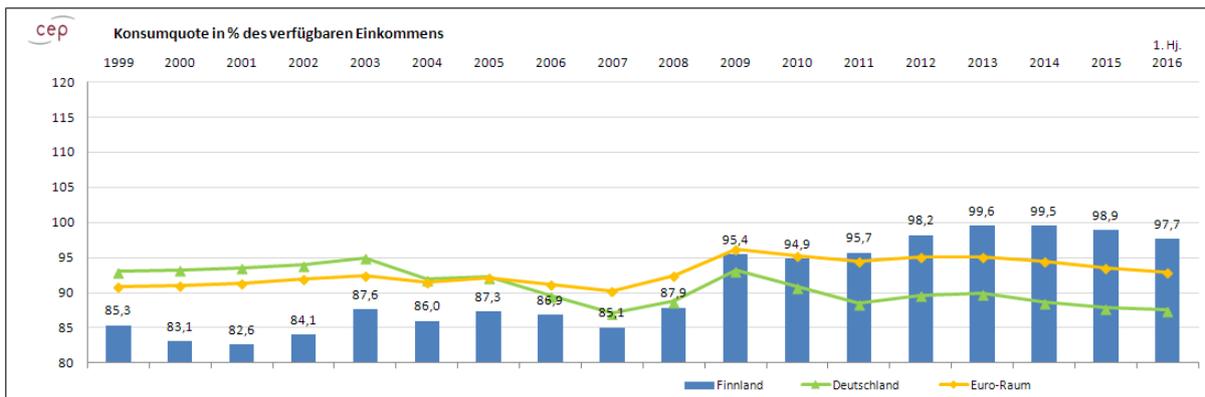
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Seit 2011 ist Finnland Nettokapitalimporteuer. Allerdings sinken die Kapitalimportüberschüsse seit 2014 kontinuierlich. Auch im ersten Halbjahr 2016 hielt diese positive Tendenz an: Per Saldo importierte Finnland Kapital in Höhe von 0,5% des BIP.



I^k + GFS: 2013 und 2014 war die Summe aus I^k und GFS negativ. Finnland verschuldete sich in diesen Jahren also für Konsumzwecke im Ausland. Seit 2015 ist die Summe wieder positiv: Den Kapitalimporten stehen wieder Investitionen gegenüber. Möglich wurde dies durch einen Rückgang der Konsumquote.



Konsumquote: Nach einem Anstieg der finnischen Konsumquote zwischen der Einführung des Euros 1999 und dem Jahr 2013 um über 14 Prozentpunkte, sinkt die Konsumquote seit 2014 wieder. Mit 97,7% des verfügbaren Einkommens lag sie im ersten Halbjahr 2016 aber noch immer um knapp 5 Prozentpunkte über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,9%.¹⁰



Befund: Die Entwicklung der finnischen Kreditfähigkeit ist seit 2015 unbestimmt. Gegenüber 2013 und 2014, als die Kreditfähigkeit eindeutig abnahm, stellt dies eine Verbesserung dar.

Ursache: Die kapazitätssteigernden Investitionen in Finnland haben sich auf niedrigem Niveau stabilisiert. Zuletzt sind sie sogar leicht gestiegen. Gleichzeitig haben die Kapitalimporte per saldo abgenommen. Grund hierfür ist der seit 2014 rückläufige Konsum.

Handlungsempfehlung: Für eine Stärkung der Kreditfähigkeit müssen insbesondere die privaten Investitionen weiter steigen. Hierfür muss das Konsumniveau noch deutlicher sinken. Nur so können zusätzliche Investitionen ohne einen Anstieg der Nettokapitalimporte finanziert werden.

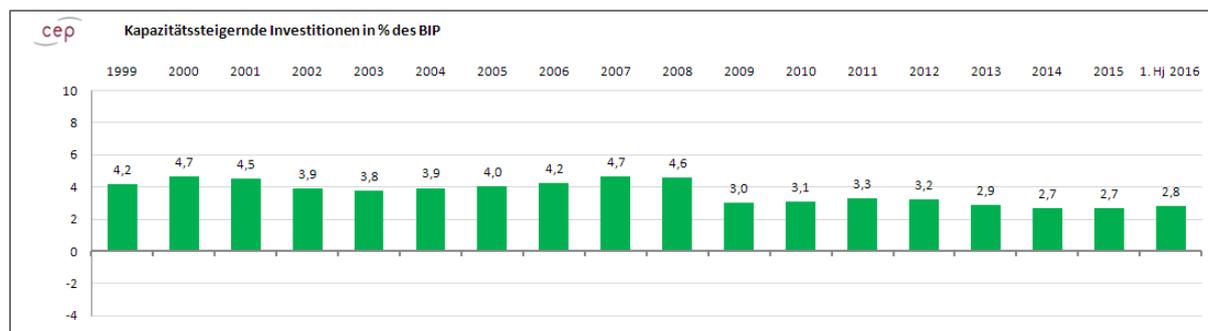
¹⁰ In dem Wert für den Euro-Raum im ersten Halbjahr 2016 sind hier und im Folgenden die Länder Luxemburg, Österreich, Portugal und Zypern nicht enthalten, da für sie die Konsumdaten bei Drucklegung der Studie noch nicht vorlagen.

4.2 Frankreich

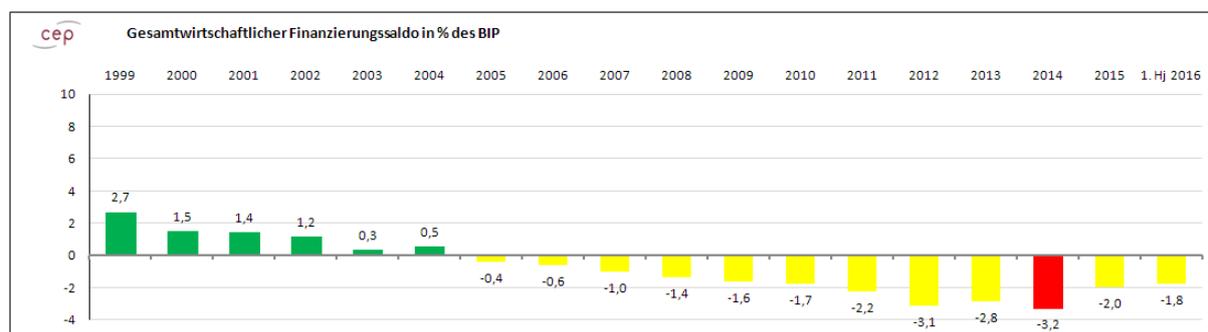
Überblick: Nach einer Abnahme der französischen Kreditfähigkeit im Jahr 2014 ist die Entwicklung der Kreditfähigkeit seit 2015 unbestimmt.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko- kategorie	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	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	2,7	2,7	2,8
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	-2,8	-3,2	-2,0	-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	0,1	-0,5	0,7	1,0

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Der Rückgang der kapazitätssteigernden Investitionen, der 2011 einsetzte, kam 2015 zum Stillstand und hat sich im ersten Halbjahr 2016 – wenn auch verhalten – umgekehrt. Mit 2,8% des BIP hat Frankreich im ersten Halbjahr 2016 allerdings weiterhin deutlich mehr investiert als der Durchschnitt des Euro-Raums mit 1,5%¹¹.

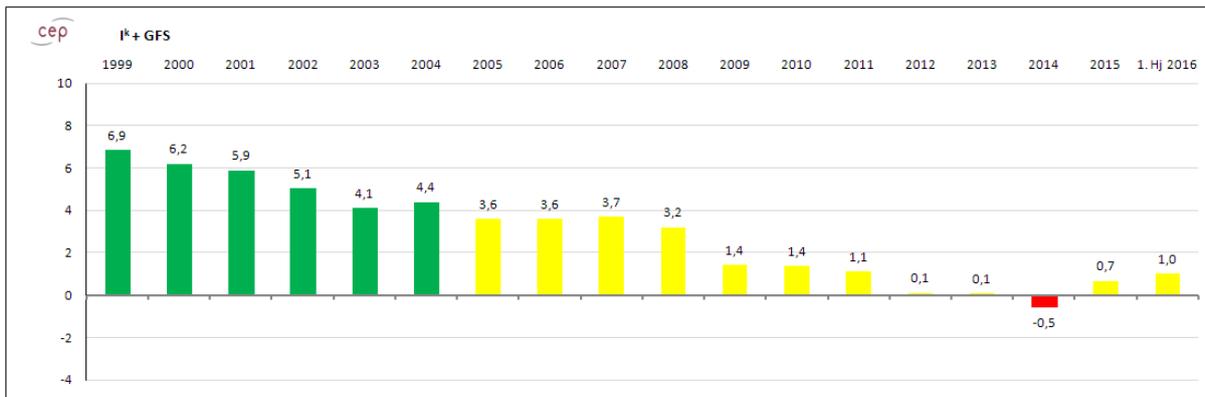


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Seit 2005 ist die französische Volkswirtschaft per saldo auf ausländische Kredite angewiesen, um heimische Investitionen zu finanzieren. Der Kreditbedarf ist jedoch seit dem Höhepunkt 2014 von 3,2% des BIP rückläufig. Im ersten Halbjahr 2016 sank er auf 1,8% des BIP.

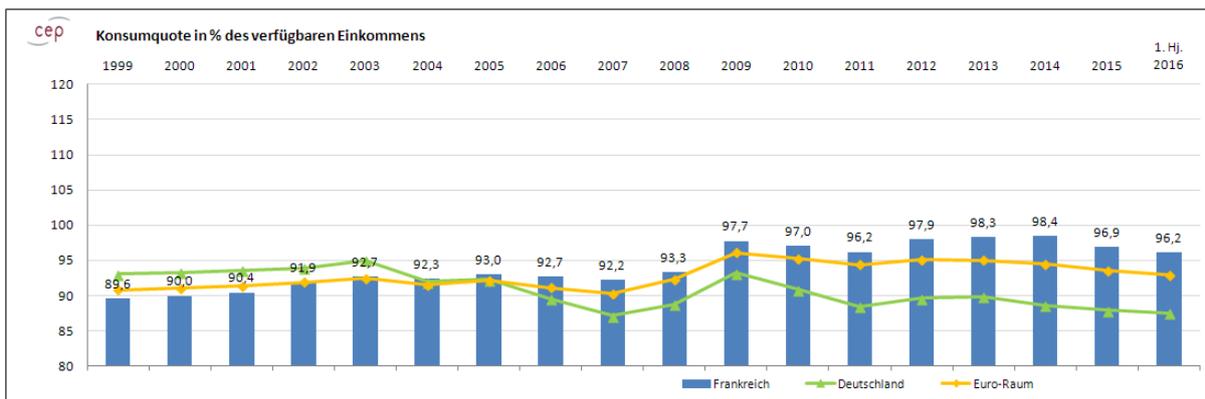


¹¹ In dem Wert für den Euro-Raum im ersten Halbjahr 2016 sind die Länder Irland, Luxemburg, Malta und Österreich nicht enthalten, da für sie die Investitionsdaten bei Drucklegung der Studie noch nicht vorlagen.

I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist seit der Euro-Einführung kontinuierlich gesunken, bis sie 2014 negativ wurde. Seit 2015 ist die Summe wieder leicht positiv. Diese Entwicklung ist auf einen Rückgang der Kapitalimporte seit 2015 zurückzuführen.



Konsumquote: Die französische Konsumquote hat 2013 mit 98,4% des verfügbaren Einkommens den Höhepunkt erreicht und sinkt seitdem wieder. Im ersten Halbjahr 2016 lag die Konsumquote mit 96,2% des verfügbaren Einkommens wieder auf dem Niveau des Jahres 2011. Den Durchschnitt des Euro-Raums überstieg sie damit aber immer noch um 3,3 Prozentpunkte.



Befund: Die französische Kreditfähigkeit entwickelte sich von 2005 bis 2013 unbestimmt, aber mit Tendenz zur Erosion, bis sie im Jahr 2014 eindeutig erodierte. Seit 2015 ist die Entwicklung wieder unbestimmt.

Ursache: Die positive Entwicklung ab 2015 ist darauf zurückzuführen, dass die französische Volkswirtschaft per saldo weniger ausländisches Kapital importierte und die kapazitätssteigernden Investitionen gleichzeitig konstant hielt. Möglich wurde dies durch den Rückgang der Konsumneigung.

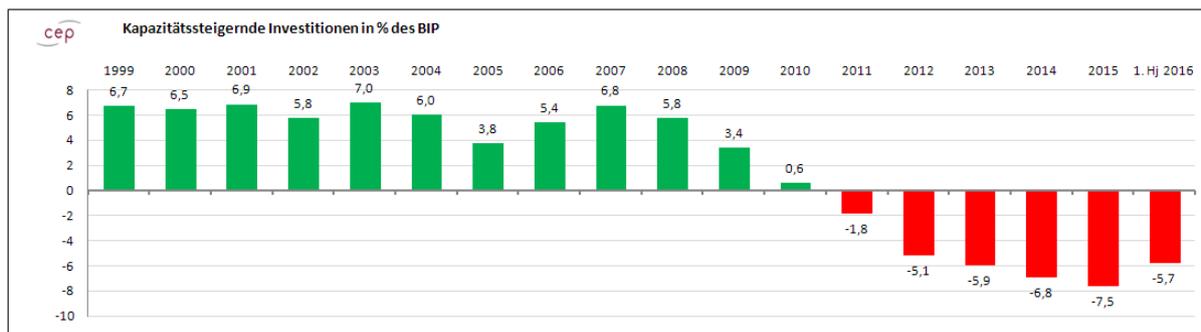
Handlungsempfehlung: Damit die französische Kreditfähigkeit zunimmt, muss die Konsumneigung jedoch noch weiter sinken. Erst dann können die Investitionen per saldo ohne ausländisches Kapital finanziert werden.

4.3 Griechenland

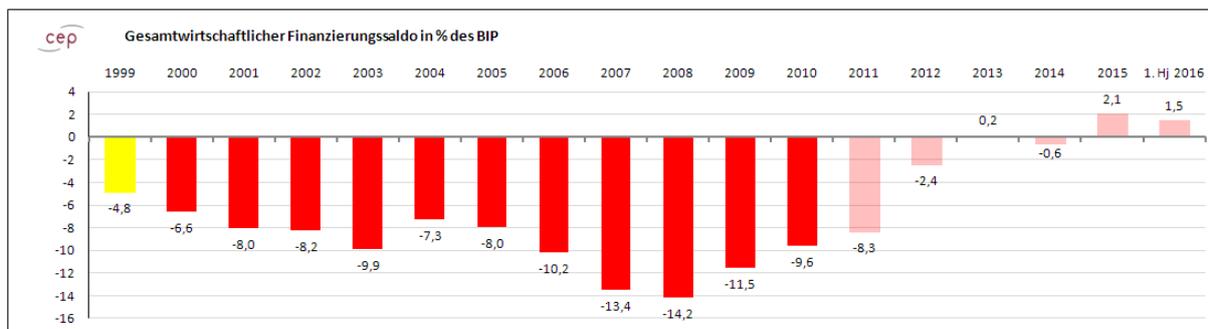
Überblick: Die griechische Kreditfähigkeit verfällt seit 2000. Nach wie vor ist das Land nicht kreditfähig.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
I^k	6,7	6,5	6,9	5,8	7,0	6,0	3,8	5,4	6,8	5,8	3,4	0,6	-1,8	-5,1	-5,9	-6,8	-7,5	-5,7
GFS	-4,8	-6,6	-8,0	-8,2	-9,9	-7,3	-8,0	-10,2	-13,4	-14,2	-11,5	-9,6	-8,3	-2,4	0,2	-0,6	2,1	1,5
$I^k + GFS$	1,9	-0,1	-1,1	-2,4	-2,9	-1,3	-4,2	-4,8	-6,6	-8,4	-8,1	-9,0	-10,1	-7,5	-5,7	-7,4	-5,4	-4,2

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Der Rückgang des griechischen Kapitalstocks, der 2011 einsetzte und 2015 seinen Höhenpunkt erreichte, hält an. Im ersten Halbjahr 2016 schrumpfte er zwar weniger als in den Vorjahren, aber mit einem Umfang von 5,7% des BIP immer noch stärker als in allen anderen untersuchten Ländern. 2011 bis 2014 war der negative I^k -Wert auf einen Rückgang sowohl der öffentlichen als auch der privaten Investitionen zurückzuführen. 2015 war jedoch allein die Investitionszurückhaltung des privaten Sektors ursächlich.¹² Dies zeigt, dass die Rahmenbedingungen für ausländische und heimische Investitionen nach wie vor nicht attraktiv sind.

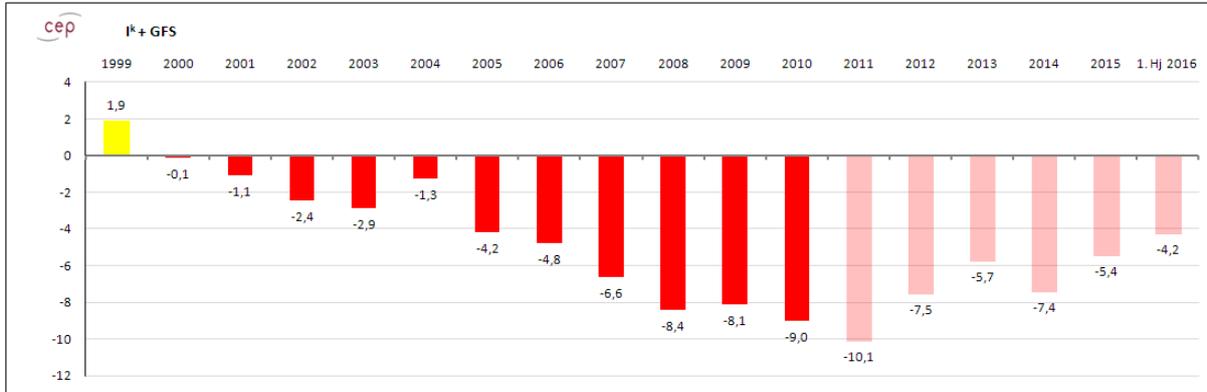


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Von 1999 bis 2012 hat sich Griechenland per saldo Jahr für Jahr im Ausland verschuldet. Seit 2015 ist Griechenland zwar wieder Nettokapitalexporteur. Diese Entwicklung ist jedoch keineswegs positiv, da gleichzeitig der griechische Kapitalstock schrumpft. Der Nettokapitalexport ist daher ein Zeichen von Kapitalflucht: Inländisches und ausländisches Kapital, das dringend benötigt wird, um den bereits stark abgebauten Kapitalstock zumindest zu erhalten, verlässt das Land.

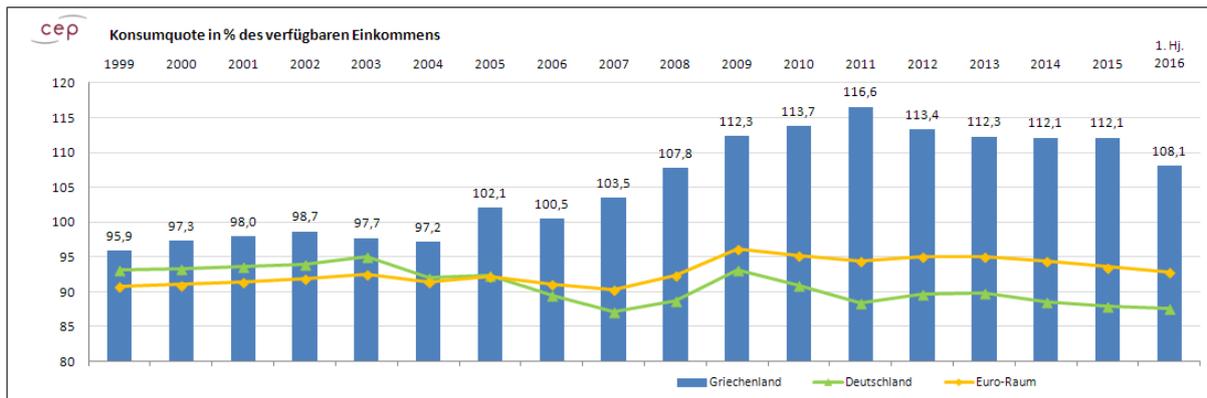


¹² Vgl. Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco, online unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, abgerufen am 31.01.2016.

I^k + GFS: Schon seit 2000 ist die Summe aus I^k und GFS für Griechenland negativ. Bis 2010 war dies allein auf die enormen Kapitalimporte zurückzuführen, die die Investitionen überstiegen. 2011 und 2012 waren sowohl der GFS als auch der I^k-Wert negativ. Seit 2015 ist die negative Summe aus I^k und GFS allein auf einen negativen I^k-Wert – also einen sinkenden Kapitalstock – zurückzuführen.



Konsumquote: Seit 2005 liegt die griechische Konsumquote über der 100%-Schwelle. Zwar sinkt sie seit 2012. Allerdings war sie auch im ersten Halbjahr 2016 – wie bereits seit 2008 – mit Abstand die höchste in der EU, überstieg den Durchschnitt des Euro-Raums um 15,2 Prozentpunkte.



Befund: Griechenland bleibt kreditunfähig. Zwar ist der Kapitalstock im ersten Halbjahr 2016 etwas weniger geschrumpft als in den Jahren zuvor. Daraus bereits eine Trendwende abzuleiten wäre jedoch gewagt.

Ursache: Die negative Entwicklung der griechischen Kreditfähigkeit war bis 2010 auf einen übermäßigen Konsum und eine geringe internationale Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen. Beides führte zu einem hohen Auslandskreditbedarf. 2011 kam ein stark schrumpfender Kapitalstock verbunden mit Kapitalflucht hinzu. Solange das Investitionsklima in Griechenland schlecht bleibt, vermögen hieran auch die Finanzhilfen der anderen Euro-Länder nichts zu ändern. Diese Gemengelage führt im Ergebnis zu einer kontinuierlichen Verarmung Griechenlands.

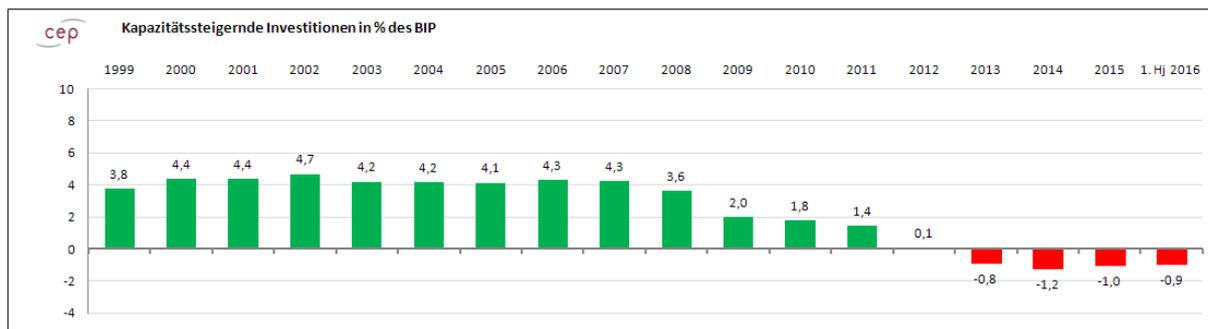
Handlungsempfehlung: Um die Kreditfähigkeit zu verbessern, müssen die Rahmenbedingungen für Investitionen verbessert werden. Zudem müssen die Reformvorgaben, zu denen sich die griechische Regierung im Gegenzug für die Finanzhilfen verpflichtet hat, konsequent umgesetzt werden. Anderenfalls wird weder die Kapitalflucht aufhören noch werden heimische oder ausländische Unternehmen zu Investitionen bereit sein. Letzteres ist jedoch notwendig, damit Griechenland langfristig wieder kreditfähig wird.

4.4 Italien

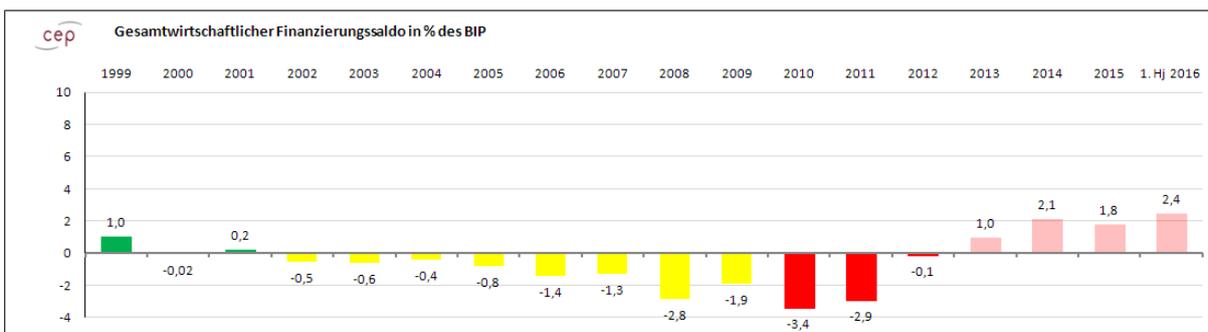
Überblick: Die italienische Kreditfähigkeit erodiert seit 2010. Hieran hat sich auch im ersten Halbjahr 2016 nichts geändert.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	4	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	0,06	-0,8	-1,2	-1,0	-0,9
GFS	1,0	-0,02	0,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,8	-1,4	-1,3	-2,8	-1,9	-3,4	-2,9	-0,12	1,0	2,1	1,8	2,4
$I^k + GFS$	4,8	4,4	4,6	4,2	3,6	3,8	3,3	2,9	3,0	0,8	0,1	-1,6	-1,5	-0,06	0,2	0,9	0,8	1,5

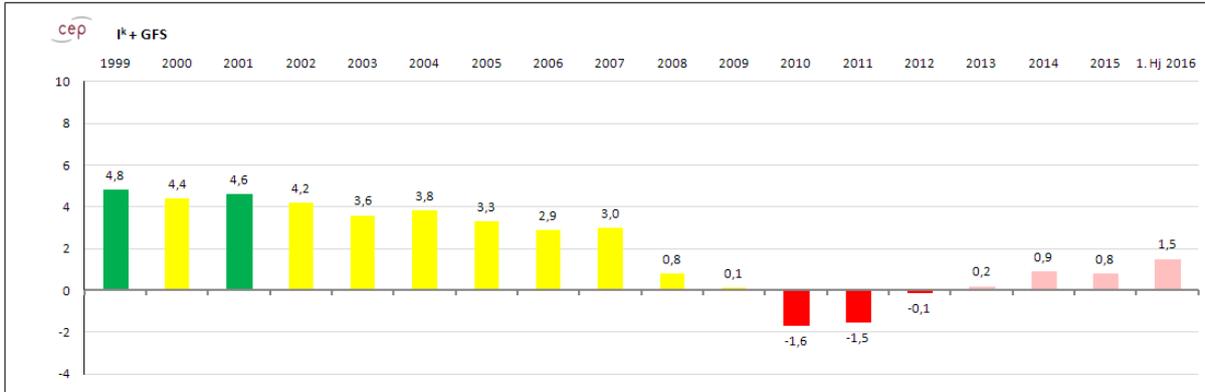
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Italien ist eines der fünf Euro-Länder, deren Kapitalstock schrumpft. Der Abbau setzte 2013 ein und beläuft sich jährlich auf etwa 1% des BIP. Ursächlich hierfür ist zum einen die hohe öffentliche Verschuldung des Staates. Sie schränkt den Spielraum für öffentliche Investitionen so stark ein, dass die öffentlichen Nettoinvestitionen seit 2012 negativ sind. Zum anderen führen die schlechten Rahmenbedingungen für Investitionen dazu, dass private Investoren nicht mit einer positiven wirtschaftlichen Entwicklung rechnen. Dies senkt die Investitionsbereitschaft von Unternehmen und lässt so ebenfalls den privaten Kapitalstock schrumpfen. Hierzu trägt nicht nur die hohe Arbeitslosenquote – sie hat sich seit 2007 nahezu verdoppelt –, sondern auch die Probleme im italienischen Bankensektor und nicht zuletzt die Unsicherheit über die zukünftige politische Entwicklung bei.



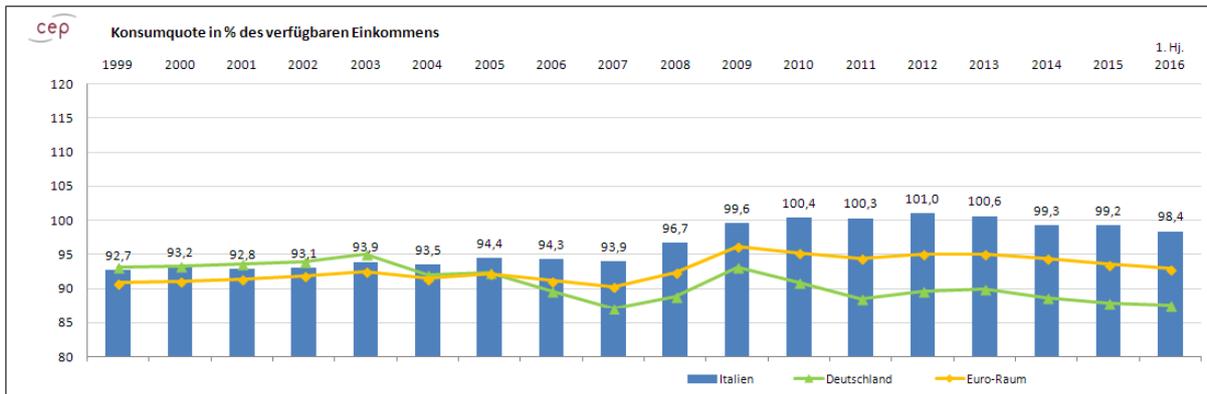
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Von 2002 bis 2012 hat Italien per saldo Auslandskapital benötigt, um seine Investitionen und später auch seinen Konsum zu finanzieren. Seit 2013 exportiert Italien per saldo Kapital. Da der Nettokapitalexport mit einem schrumpfenden Kapitalstock einhergeht, ist dies keine positive Entwicklung, sondern ein Zeichen für Kapitalflucht.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS war bis 2009 positiv. Seit 2002 wurde jedoch per saldo Kapital importiert. Seit 2013 ist die Summe zwar wieder positiv, Italien mithin Nettokapitalexporteur. Da gleichzeitig der Kapitalstock schrumpft, ist dies jedoch ein Zeichen für Kapitalflucht und bedeutet damit eine weitere Verschlechterung der Situation Italiens.



Konsumquote: Von 2010 bis 2013 lag der italienische Konsum über der Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Seit 2014 liegt die Quote wieder darunter, aktuell bei 98,4%. Dieser Wert ist aber nach wie vor mit 5,5 Prozentpunkten deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,9%.



Befund: Die italienische Kreditfähigkeit nimmt seit 2010 unentwegt ab.

Ursache: Bis 2012 war die Erosion der italienischen Kreditfähigkeit auf eine zu hohe Konsumneigung der italienische Bevölkerung und eine zu geringe, wenngleich noch positive Investitionstätigkeit zurückzuführen. Seit 2013 ist jedoch ein Abbau des Kapitalstocks infolge negativer Nettoinvestitionen Grund für die sinkende Kreditfähigkeit. Dies ist auf die ungelösten wirtschaftlichen Probleme, die hohe öffentliche Verschuldung und die politische Unsicherheit zurückzuführen.

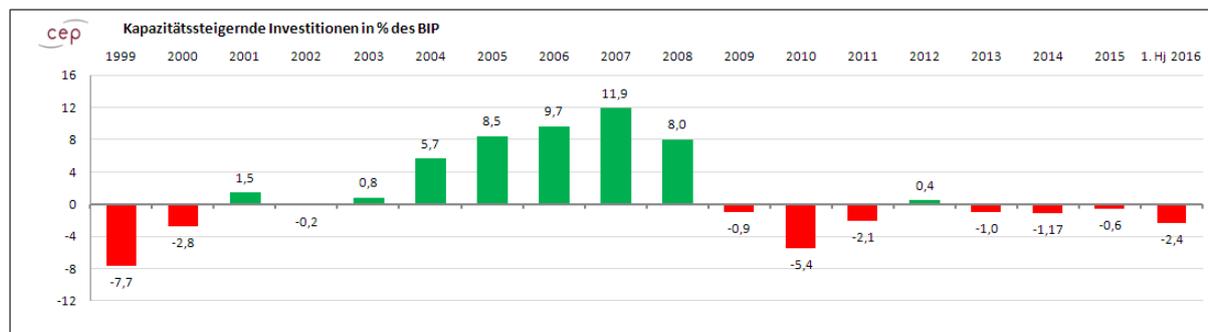
Handlungsempfehlung: Um seine Kreditfähigkeit zu stärken, muss Italien die Rahmenbedingungen für Investitionen verbessern. Nur so kann der Kapitalstock wieder wachsen. Voraussetzung hierfür ist neben weiteren grundlegenden Strukturreformen, dass die Stabilität des italienischen Bankensektors verbessert, die öffentlichen Schulden durch Verringerung des öffentlichen Konsums reduziert und die Unsicherheit über die zukünftige politische Entwicklung beendet werden.

4.5 Lettland

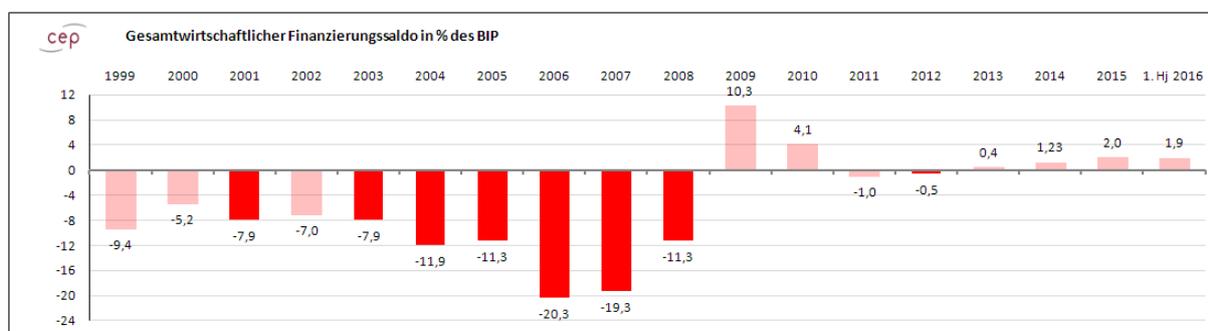
Überblick: Die Kreditfähigkeit Lettlands verfällt bereits seit 1999. Ein Trend zur Besserung ist bislang nicht zu erkennen.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
\dot{I}^k	-7,7	-2,8	1,5	-0,2	0,8	5,7	8,5	9,7	11,9	8,0	-0,9	-5,4	-2,1	0,4	-1,0	-1,17	-0,6	-2,4
GFS	-9,4	-5,2	-7,9	-7,0	-7,9	-11,9	-11,3	-20,3	-19,3	-11,3	10,3	4,1	-1,0	-0,5	0,4	1,23	2,0	1,9
$\dot{I}^k + \text{GFS}$	-17,1	-8,0	-6,4	-7,2	-7,1	-6,2	-2,8	-10,6	-7,4	-3,3	9,4	-1,3	-3,1	-0,1	-0,6	0,06	1,4	-0,5

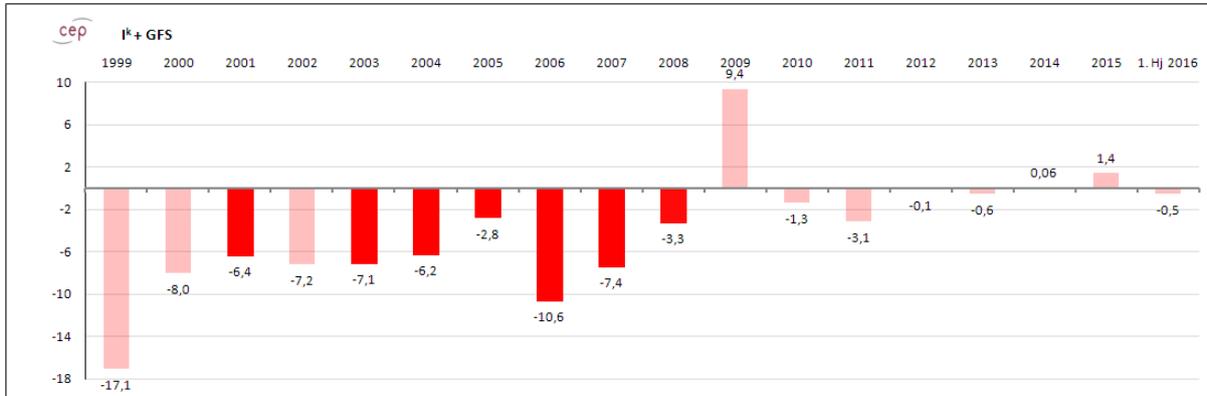
Kapazitätssteigernde Investitionen (\dot{I}^k): Lettlands Kapitalstock schrumpfte bereits 1999 und 2000. In den darauf folgenden Jahren ist er – teils massiv – gewachsen. 2009 ist diese Entwicklung jedoch abrupt zum Stillstand gekommen. Seither schrumpft der lettische Kapitalstock außer im Jahr 2012. Im ersten Halbjahr 2016 schrumpfte er um 2,4% des BIP – so stark wie seit 2010 nicht mehr.



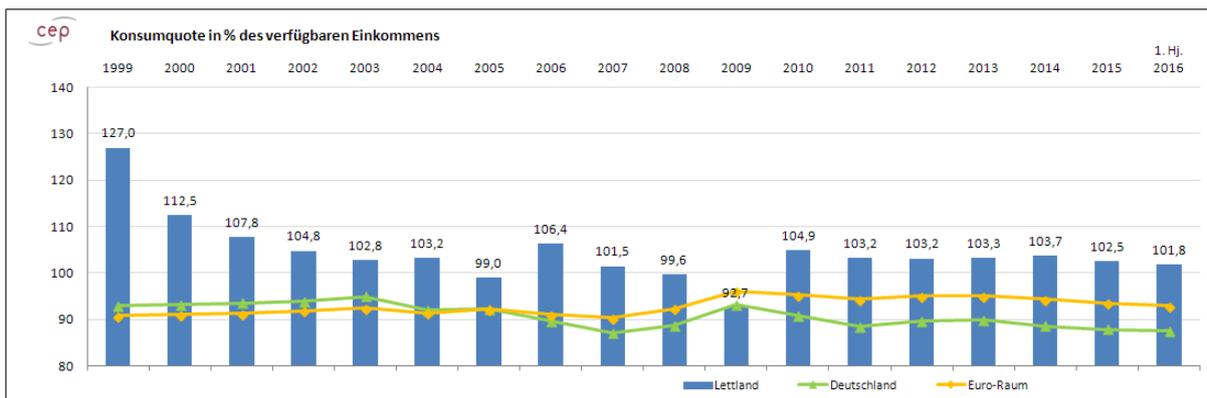
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Lettland hat von 1999 bis 2008 per saldo in großem Umfang Kapital importiert. 2006 und 2007 beliefen sich die lettischen Kapitalimporte auf 20% des BIP. 2009 kam dieser Prozess abrupt zum Stehen. Seither ist Lettland fast durchgehend Nettokapitalexporteur. Nach hohen Kapitalexportquoten in den Jahren 2009 und 2010 haben sich die lettischen Kapitalexporte auf niedrigem Niveau stabilisiert. Da mit den Kapitalexporten auch ein Abbau des Kapitalstocks eingesetzt hat, sind die Kapitalexporte keine positive Entwicklung. Vielmehr sind sie ein Indikator für Kapitalflucht.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS pendelt seit 2013 zwischen niedrigen positiven und niedrigen negativen Werten. Da seit 2013 auch der Kapitalstock schrumpft, spielt allerdings das Vorzeichen für die Bewertung der Kreditfähigkeitsentwicklung keine Rolle.



Konsumquote: Die Ursache für die abnehmende Kreditfähigkeit Lettlands ist die hohe Konsumneigung der Bevölkerung. Seit 1999 lag die Konsumquote lediglich zweimal – 2005 und 2009 – unter der kritischen 100%-Schwelle. Aktuell beträgt sie 101,8%. Dies ist eine der höchsten Quoten im Euro-Raum.



Befund: Lettlands Kreditfähigkeit ist seit 1999 stetig verfallen.

Ursache: Die abnehmende lettische Kreditfähigkeit ist zum einen auf den schrumpfende Kapitalstock zurückzuführen, den Lettland – mit einer Ausnahme – seit 2009 aufweist. Diese Entwicklung zeigt, dass die Rahmenbedingungen für private Investitionen mangelhaft sind. Problematisch ist zum anderen die viel zu hohe Konsumneigung der lettischen Bevölkerung.

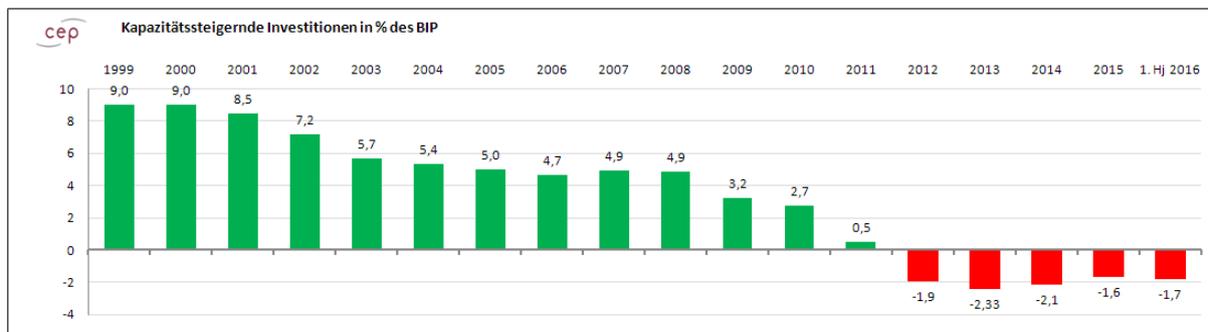
Handlungsempfehlung: Um die Kreditfähigkeit Lettlands zu erhöhen, muss der Kapitalstock wieder wachsen. Hierfür muss die Attraktivität Lettlands als Investitionsstandort erhöht werden. Um ein abermaliges Ausufern der Nettokapitalimporte zu verhindern, muss gleichzeitig der Konsum verringert werden. Nur dann steht mehr heimisches Kapital für Investitionen zur Verfügung.

4.6 Portugal

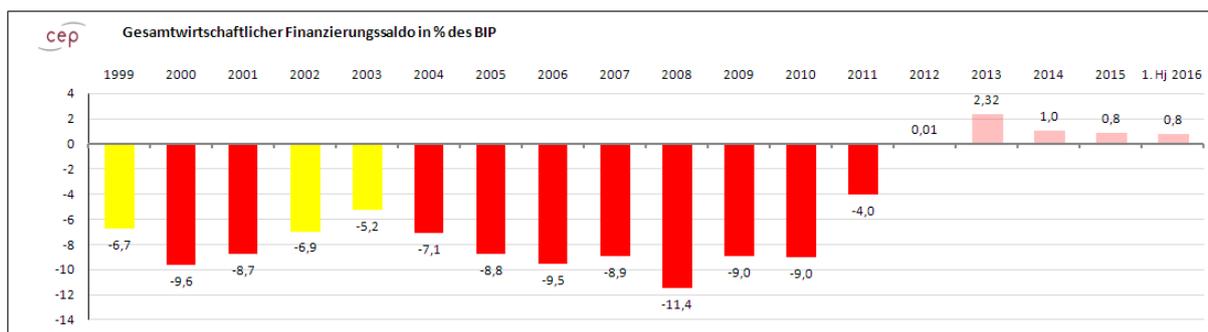
Überblick: Seit 2004 verfällt die portugiesische Kreditfähigkeit. Diese Entwicklung setzte sich auch im ersten Halbjahr 2016 fort.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	2	3	3	2	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
\dot{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	-1,9	-2,33	-2,1	-1,6	-1,7
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	1,0	0,8	0,8
$\dot{I}^k + \text{GFS}$	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	-1,9	-0,01	-1,1	-0,8	-0,9

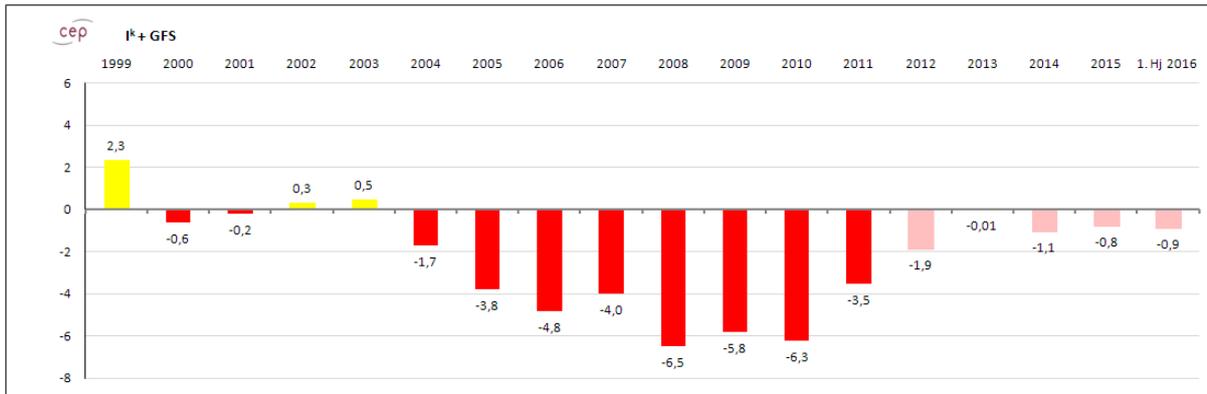
Kapazitätssteigernde Investitionen (\dot{I}^k): Auch Portugal gehört zur Gruppe der Euro-Länder, deren Kapitalstock schrumpft. Diese Entwicklung hält nun bereits seit 2012 an. Im ersten Halbjahr 2016 ging er im Umfang von 1,7% des BIP zurück. Lediglich in Lettland und Griechenland schrumpfte der Kapitalstock noch schneller. Ein Trend zu Besserung ist nicht erkennbar.



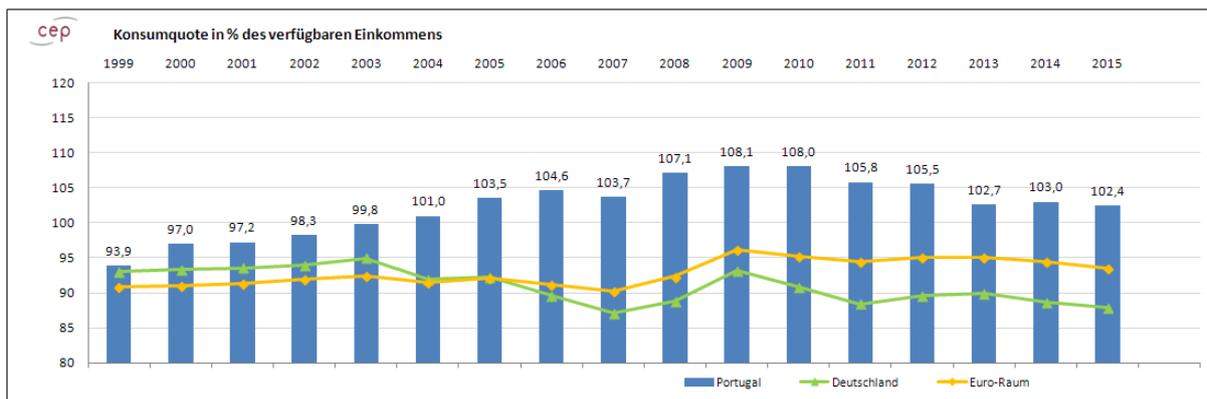
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Bis 2011 war Portugal per saldo Kapitalimporteur. Seit 2012 exportiert das Land Kapital. Da gleichzeitig der Kapitalstock schrumpft, ist dies keine positive Entwicklung. Vielmehr verlässt Kapital das Land, das zum Erhalt des Kapitalstocks dringend benötigt wird.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist seit 2004 negativ. Grund hierfür ist die zu hohe Konsumneigung der portugiesischen Bevölkerung.



Konsumquote: Portugals Konsum liegt seit Einführung des Euros 1999 über dem Durchschnitt des Euro-Raums und seit 2004 kontinuierlich über 100% des verfügbaren Einkommens. 2015 waren es 102,4%.¹³ Dies ist der dritthöchste Wert aller untersuchten Länder.



Befund: Die portugiesische Kreditfähigkeit verfällt seit 2004.

Ursache: Dies nachlassende portugiesische Kreditfähigkeit ist auf zwei Ursachen zurückzuführen. Zum einen schrumpft der portugiesische Kapitalstock seit 2012. Dies schlägt sich in einem negativen I^k-Wert nieder. Zum anderen konsumiert das Land weit über seine Verhältnisse.

Handlungsempfehlung: Um die Kreditfähigkeit zu erhöhen, müssen die Rahmenbedingungen für Investitionen verbessert werden. Nur dann sind heimische und ausländische Unternehmen zu Investitionen bereit. Gleichzeitig muss die Konsumquote sinken und die Sparquote steigen. Nur so ist es möglich, dass Investitionen aus heimischer Ersparnis finanziert werden.

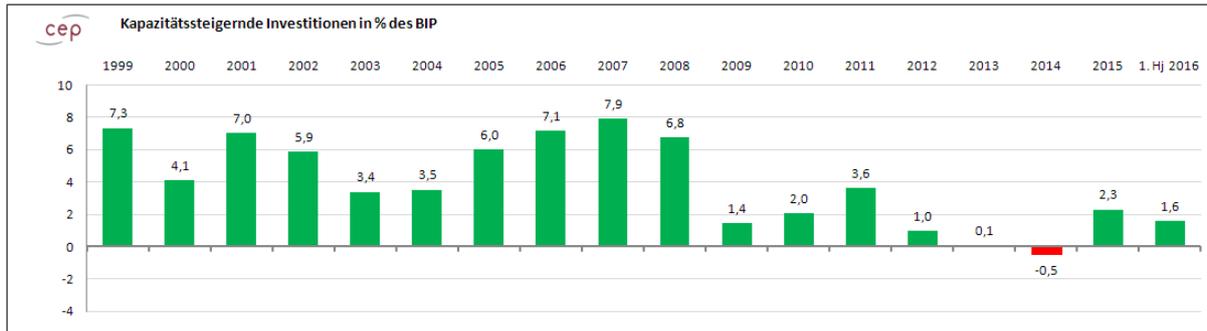
¹³ Die Konsumdaten für das erste Halbjahr 2016 lagen bei Drucklegung der Studie noch nicht vor.

4.7 Slowakei

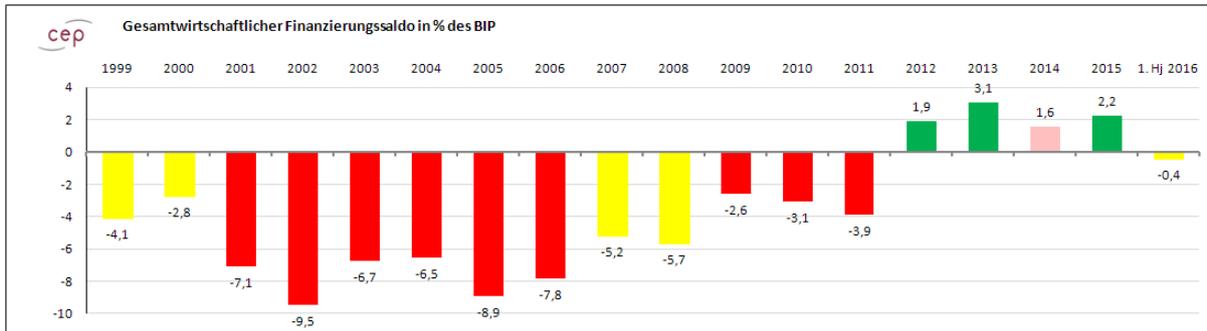
Überblick: Die slowakische Kreditfähigkeit hat sich in den vergangenen Jahren sehr wechselhaft entwickelt. Seit der Euroeinführung im Jahr 2009 sank sie in den meisten Jahren. Allerdings nahm sie 2012, 2013 und 2015 auch zu. Für 2016 lässt sich keine eindeutige Aussage über die Entwicklung der slowakischen Kreditfähigkeit machen.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	2	2	3	3	4	4	4	4	2	2	3	3	4	1	1	3	1	2
i^k	7,3	4,1	7,0	5,9	3,4	3,5	6,0	7,1	7,9	6,8	1,4	2,0	3,6	1,0	0,1	-0,5	2,3	1,6
GFS	-4,1	-2,8	-7,1	-9,5	-6,7	-6,5	-8,9	-7,8	-5,2	-5,7	-2,6	-3,1	-3,9	1,9	3,1	1,6	2,2	-0,4
i^k + GFS	3,2	1,3	-0,1	-3,6	-3,3	-3,0	-2,9	-0,7	2,7	1,1	-1,2	-1,1	-0,3	2,9	3,2	1,1	4,5	1,2

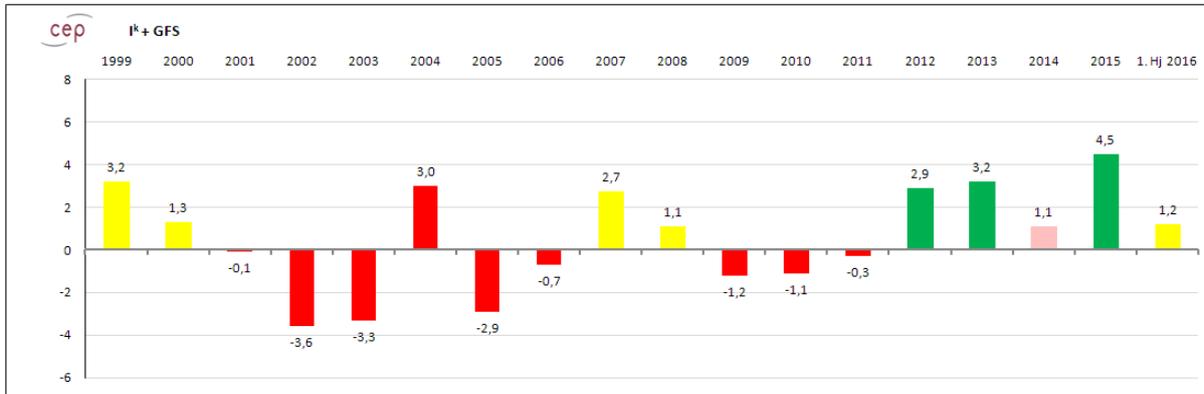
Kapazitätssteigernde Investitionen (i^k): 2009 brachen die kapazitätssteigernden Investitionen massiv ein. Davon haben sie sich bisher nicht erholt. 2014 waren sie sogar negativ. Aktuell wächst der Kapitalstock wieder.



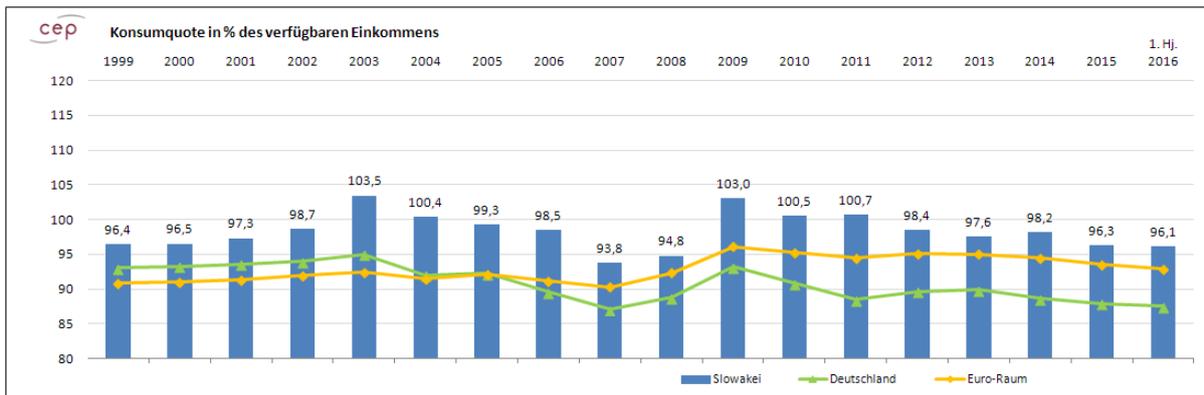
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Die Slowakei war die ersten drei Jahre nach der Euro-Einführung 2009 Nettokapitalimporteur. Dies kehrte sich von 2012 bis 2015 um. 2016 war das Land wieder Nettokapitalimporteur: Im ersten Halbjahr wurde per saldo Kapital in Höhe von 0,4% des slowakischen BIP importiert.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS war in den ersten drei Jahren nach Einführung des Euros 2009 negativ. In dieser Zeit hat sich die Slowakei zur Finanzierung ihres Konsums im Ausland verschuldet. Seit 2012 ist die Summe aus I^k und GFS positiv. Im ersten Halbjahr 2016 ist sie jedoch stark gesunken auf nunmehr 1,2% des BIP. Dies ist in erster Linie auf den Rückgang des GFS zurückzuführen.



Konsumquote: Die slowakische Konsumquote lag bei der Einführung des Euros 2009 deutlich über der kritischen 100%-Schwelle. Seither ist sie fast kontinuierlich gesunken. Aktuell liegt sie bei 96,1% des verfügbaren Einkommens.



Befund: Die Kreditfähigkeit der Slowakei entwickelte sich im ersten Halbjahr 2016 unbestimmt, nachdem sie 2015 noch zugenommen hatte.

Ursache: Diese Entwicklung ist zum einen auf einen Rückgang der kapazitätssteigernden Investitionen zurückzuführen. Zum anderen ist der GFS deutlich von +2,2% des BIP auf -0,4% gesunken. Die Slowakei hat somit – gesamtwirtschaftlich betrachtet – einen Teil der kapazitätssteigernden Investitionen durch ausländische Kredite finanziert.

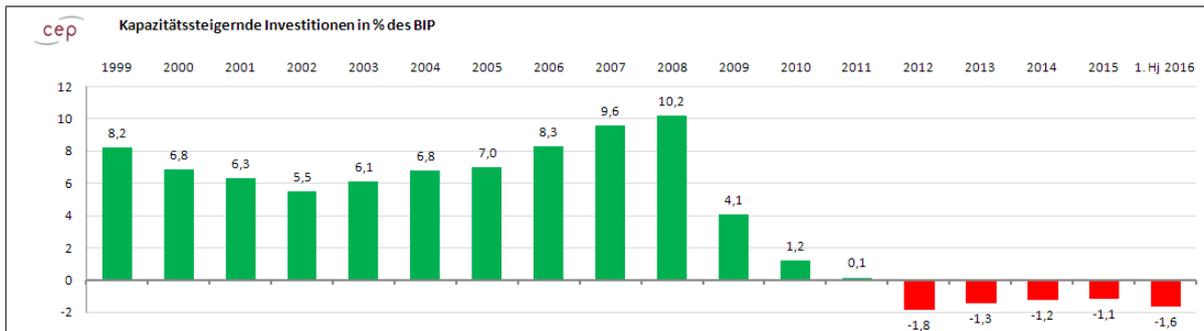
Handlungsempfehlung: Um die slowakische Kreditfähigkeit zu erhöhen, müssen die Investitionen per saldo wieder vollständig aus heimischer Ersparnis finanziert werden. Hierzu muss das Konsumniveau noch weiter sinken.

4.8 Slowenien

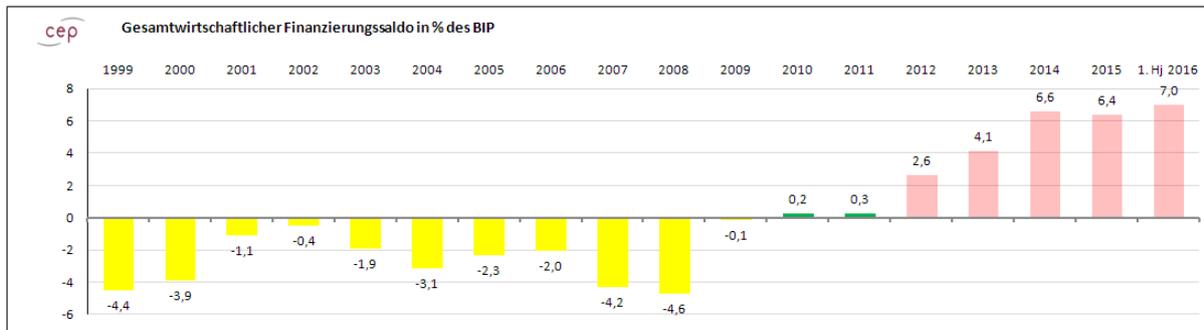
Überblick: Sloweniens Kreditfähigkeit verfällt seit 2012. Diese Entwicklung hielt auch im ersten Halbjahr 2016 an.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	3	3	4	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	-1,8	-1,3	-1,2	-1,1	-1,6
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	4,1	6,6	6,4	7,0
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	0,8	2,8	5,4	5,3	5,4

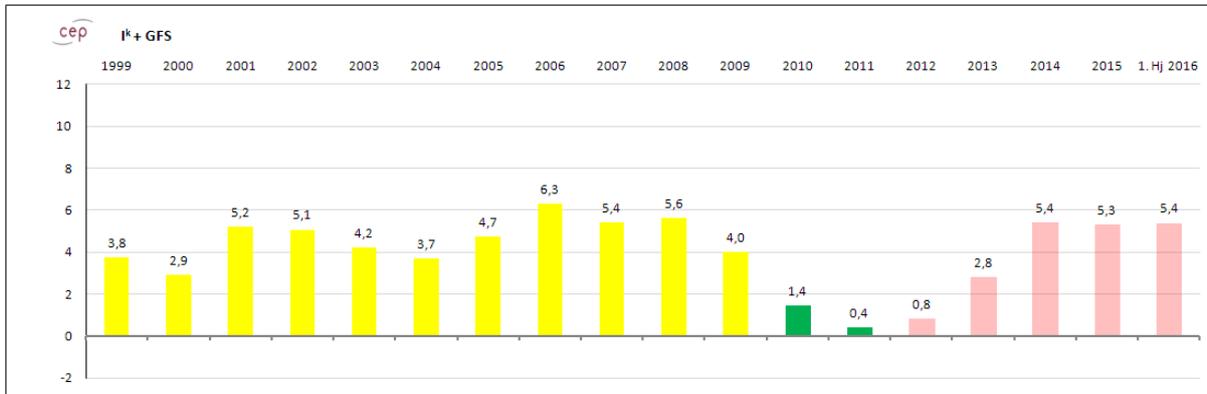
Kapazitätssteigernde Investitionen (I*): Ab 2009 sind die kapazitätssteigernden Investitionen stark gesunken und seit 2012 kontinuierlich negativ. Seitdem schrumpft der slowenische Kapitalstock. Allein im ersten Halbjahr 2016 ging er um 1,6% des BIP zurück, ein Wert, der nur 2012 übertraffen wurde. Der Rückgang des Kapitalstocks ist nicht auf mangelnde öffentliche Investitionen zurückzuführen, sondern allein auf das Ausbleiben privater Investitionen. Dies zeigt: Die Rahmenbedingungen des slowenischen Standorts sind nicht attraktiv genug, damit Investoren wenigstens in einem Maße investieren, das den Kapitalstock erhält.



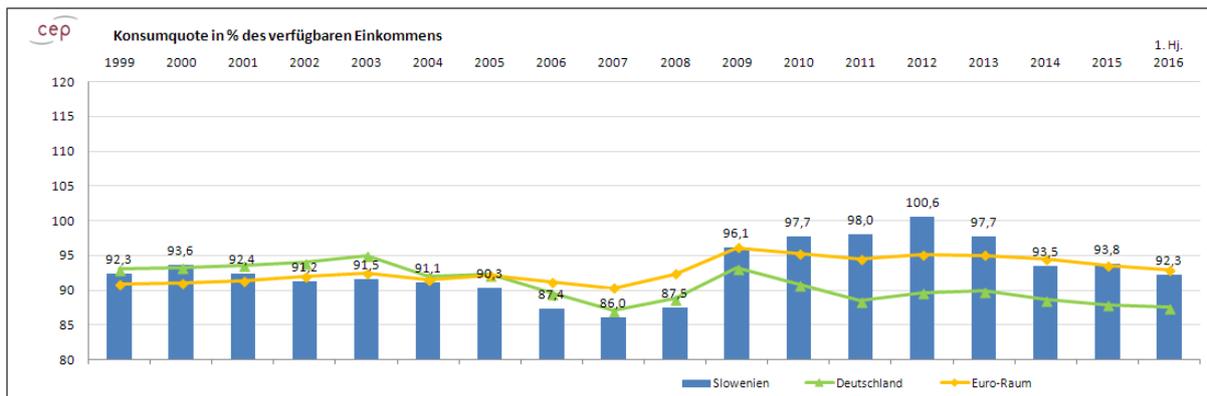
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): In den ersten beiden Jahren nach Einführung des Euros im Jahr 2007 hat Slowenien in hohem Maße Kapital importiert, das investiert wurde. In den Jahren 2009 bis 2011 hat sich dies jedoch umgekehrt. Seit 2012 ist Slowenien Nettokapitalexporteur – mit steigender Tendenz. Kapital flieht aus dem Land. Dieses Geld wird dringend benötigt, um den slowenischen Kapitalstock zumindest zu erhalten. Allein im ersten Halbjahr 2016 wurde per saldo Kapital in Höhe von 7,0% des BIP aus Slowenien abgezogen.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist seit 1999 positiv. Dies war zunächst auf hohe Investitionen zurückzuführen. Seit 2012 aber liegt die Ursache darin, dass für Investitionen benötigtes Kapital aus Slowenien flieht.



Konsumquote: In den ersten Jahren nach der Euro-Einführung 2007 ist der Konsum Sloweniens stetig angestiegen. Im Jahr 2012 lag die Konsumquote über der kritischen Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Mittlerweile ist sie auf 92,3% zurückgegangen und lag 2016 in etwa beim Durchschnitt des Euro-Raums von 92,9%.



Befund: Die slowenische Kreditfähigkeit verfällt seit 2012 kontinuierlich. Diese Entwicklung setzte sich im ersten Halbjahr 2016 fort. Ein Trend zur Besserung ist nicht erkennbar.

Ursache: Der Kapitalstock des Landes schrumpft wegen der schlechten Rahmenbedingungen für Investitionen. Die Konsumquote der Bevölkerung ist im Gegensatz zu anderen Problemländern keine Krisenursache.

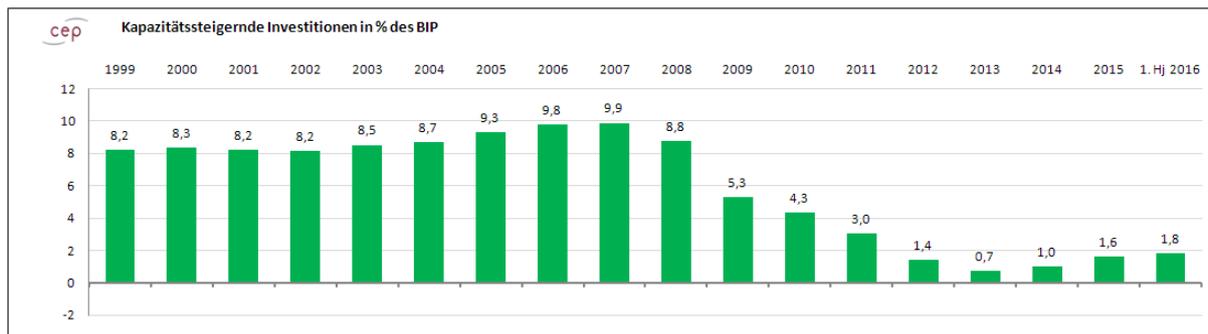
Handlungsempfehlung: Um den Verfall der Kreditfähigkeit zu stoppen, muss Slowenien seine Standortattraktivität erhöhen.

4.9 Spanien

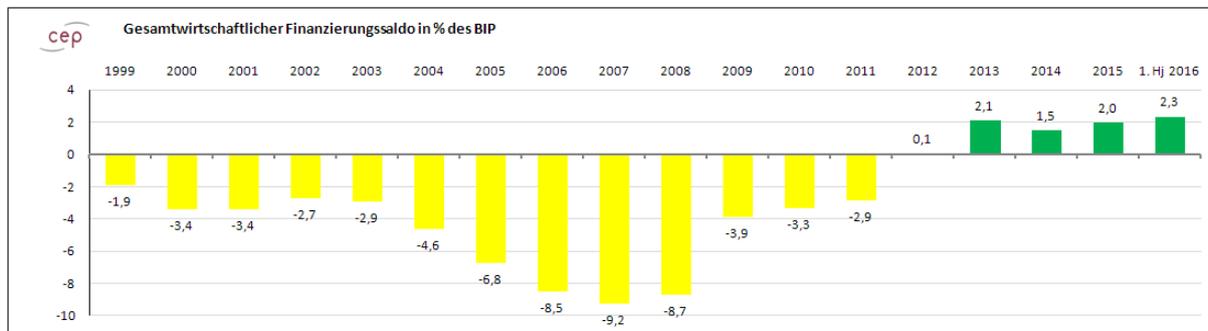
Überblick: Die Kreditfähigkeit Spaniens verbessert sich seit 2012 kontinuierlich. Diese Entwicklung hat sich im ersten Halbjahr 2016 weiter beschleunigt. Aufgrund des Platzens einer Immobilienblase benötigte Spanien zwischen 2012 und 2014 Finanzhilfen zur Stützung seiner Banken. Der cepDefault-Index bildet solche 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 im Ergebnis nicht der Fall. Daher 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	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	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	1,4	0,7	1,0	1,6	1,8
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	2,1	1,5	2,0	2,3
$I^k + GFS$	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	1,5	2,8	2,5	3,6	4,1

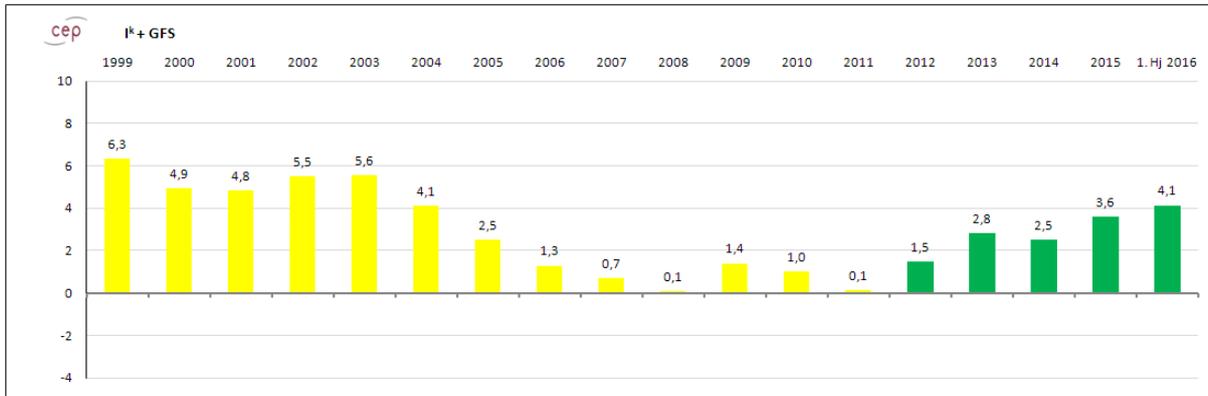
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die kapazitätssteigernden Investitionen haben 2013 ihren Tiefpunkt erreicht. Seither steigen sie verhalten, aber stetig an. Dieser positive Trend setzte sich auch im ersten Halbjahr 2016 fort.



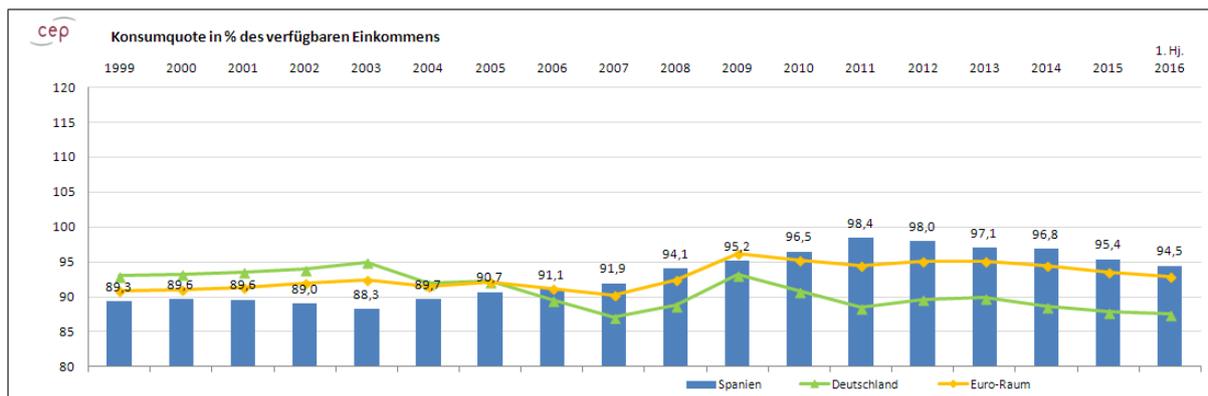
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Nachdem Spanien bis 2011 per saldo Kapital importierte, exportiert es seit 2012 per saldo Kapital. Im ersten Halbjahr 2016 betrug der Überschuss 2,3% des BIP.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS sank zwar seit 2003 stark ab, blieb aber selbst nach Ausbruch der Krise im niedrigen positiven Bereich. Seitdem ist der Indexwert auf nunmehr 4,1% des BIP im ersten Halbjahr 2016 wieder stark angestiegen. Die Zunahme der Kreditfähigkeit hat sich im ersten Halbjahr 2016 somit weiter beschleunigt.



Konsumquote: Die Konsumquote Spaniens, die nie die kritische Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens überschritt, sinkt seit 2011. Im ersten Halbjahr 2016 betrug sie noch 94,5%.



Befund: Die spanische Kreditfähigkeit nimmt seit 2012 kontinuierlich zu. Die Zunahme beschleunigte sich zudem jedes Jahr.

Ursache: Die konsequente Umsetzung von Strukturreformen ab 2012, u.a. zur Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, zeigt nun ihre Wirkung. Zumindest im ersten Halbjahr 2016 hinterließ auch die Regierungskrise, in der die Regierung nur geschäftsführend im Amt und ohne Mehrheit im Parlament war, keine sichtbaren Spuren.

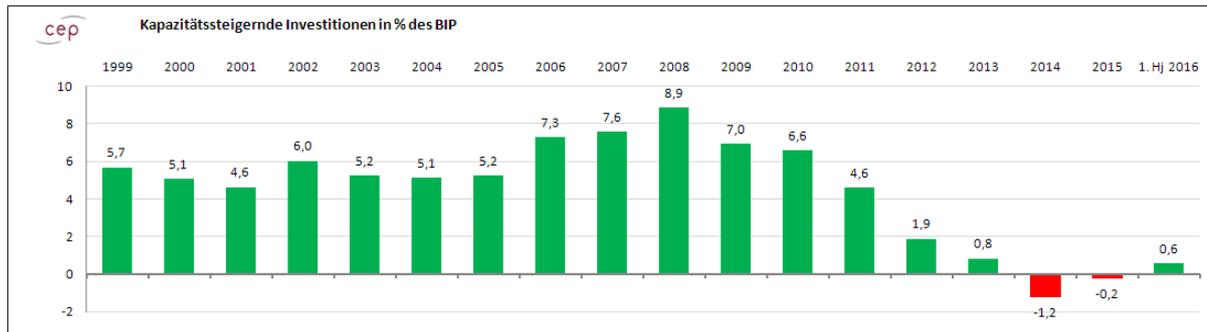
Handlungsempfehlung: Die spanische Regierung sollte das nach wie vor hohe öffentliche Defizit zügig senken. Zudem sollte der eingeschlagene Reformkurs weiterverfolgt werden.

4.10 Zypern

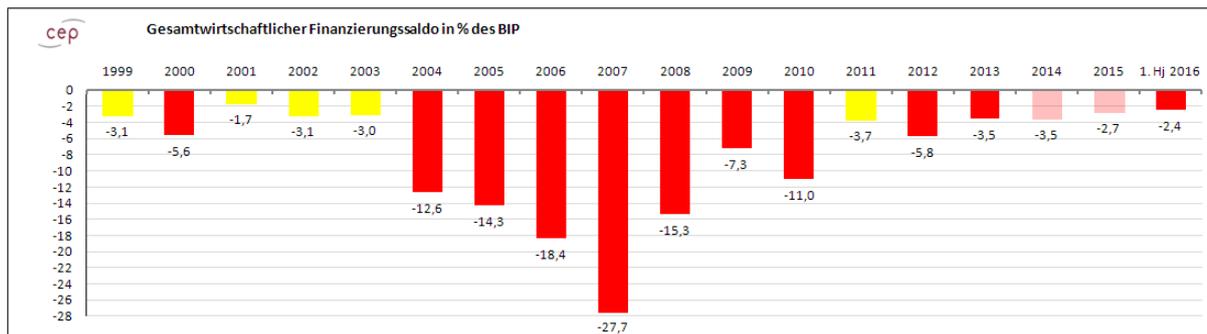
Überblick: Die zyprische Kreditfähigkeit erodiert – mit einer Ausnahme – seit 2004. Der Verfall der Kreditfähigkeit hielt auch im ersten Halbjahr 2016 an.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	2	3	2	2	2	3	3	4	4	4	4	4	2	3	3	4	4	4
I^k	5,7	5,1	4,6	6,0	5,2	5,1	5,2	7,3	7,6	8,9	7,0	6,6	4,6	1,9	0,8	-1,2	-0,2	0,6
GFS	-3,1	-5,6	-1,7	-3,1	-3,0	-12,6	-14,3	-18,4	-27,7	-15,3	-7,3	-11,0	-3,7	-5,8	-3,5	-3,5	-2,7	-2,4
$I^k + GFS$	2,6	-0,5	2,9	2,9	2,2	-7,5	-9,1	-11,1	-20,1	-6,4	-0,3	-4,4	0,9	-3,9	-2,7	-4,7	-2,9	-1,8

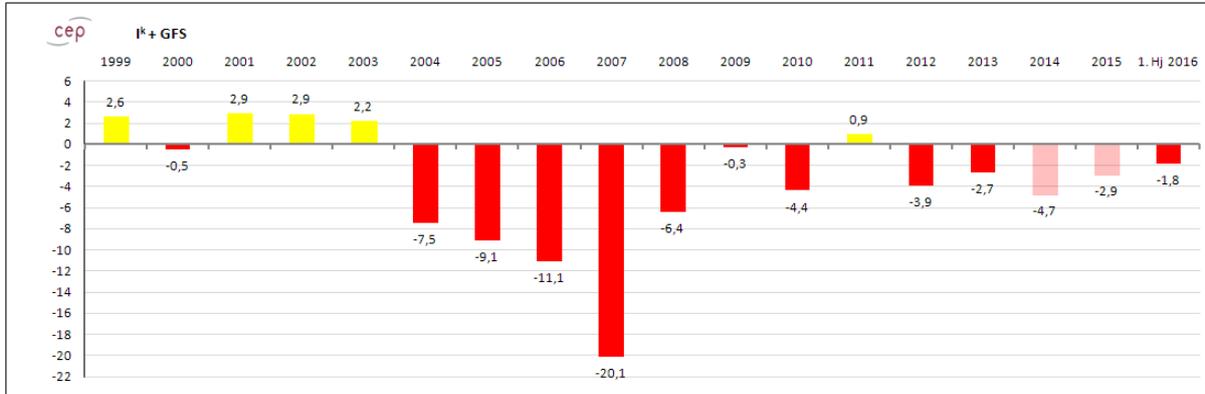
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Nachdem der zyprische Kapitalstock zwei Jahre in Folge geschrumpft war, ist er im ersten Halbjahr 2016 wieder leicht gewachsen.



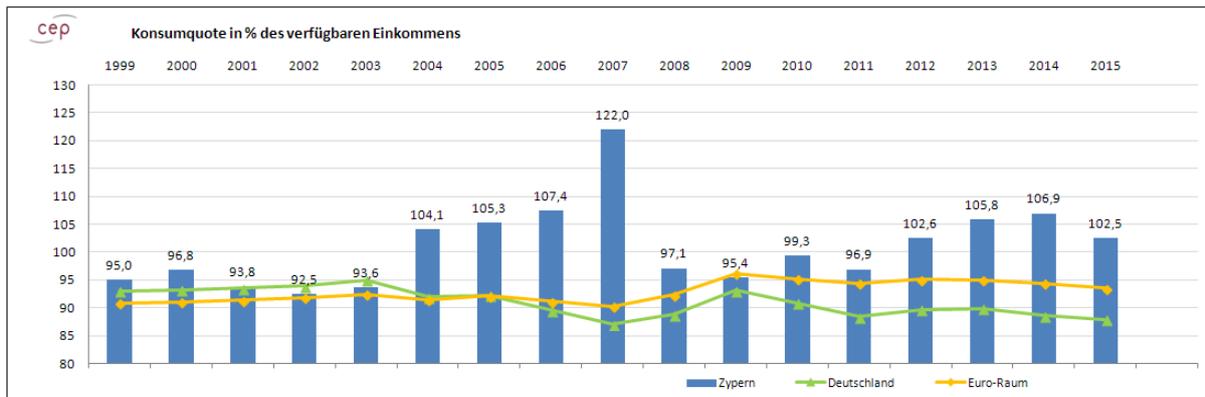
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Zypern ist seit 1999 durchweg auf ausländische Kapitalimporte angewiesen, um seine Investitionen zu finanzieren. Außerdem wurde ausländisches Kapital zur Finanzierung des heimischen Konsums importiert. Immerhin sind die Kapitalimporte im ersten Halbjahr 2016 per saldo leicht auf 2,4% des BIP gesunken. Dies ist der niedrigste Wert seit 2001.



Ik + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist, außer im Jahr 2011, seit 2004 negativ. In all diesen Jahren wurde also Kapital zur Finanzierung des heimischen Konsums importiert. In den Jahren 2014 und 2015 verschärfte ein negativer I^k -Wert die Situation: Es wurde zu wenig investiert, um den Kapitalstock Zyperns zumindest zu erhalten.



Konsumquote: Die zyprische Bevölkerung konsumiert, wie bereits 2004 bis 2007, seit 2012 mehr als 100% des verfügbaren Einkommens. 2015 betrug die Konsumquote 102,5%.¹⁴ Dies ist – nach Griechenland – der zweithöchste Wert aller untersuchten Länder. Die hohe Konsumquote hat zur Folge, dass ausländisches Kapital per saldo nicht nur zur Finanzierung von Investitionen benötigt wird, sondern auch zur Finanzierung des heimischen Konsums. Immerhin ist die Konsumquote 2015 leicht gefallen.



Befund: Die zyprische Kreditfähigkeit verfällt, wie bereits 2004 bis 2010, seit 2012 kontinuierlich.

Ursache: Der Hauptgrund für die Erosion der zyprischen Kreditfähigkeit ist die hohe Konsumquote. Seit 2012 benötigt Zypern per saldo ausländische Kredite zur Finanzierung des heimischen Konsums. 2014 und 2015 kam ein Abbau des Kapitalstocks verschärfend hinzu.

Handlungsempfehlung: Obwohl die zyprische Kreditfähigkeit seit Jahren erodiert, benötigt das Land momentan keine Finanzhilfen mehr. Damit das so bleibt, müssen dringend weitere Reformen durchgeführt werden. Insbesondere ist die Senkung der zu hohen Konsumquote erforderlich. Nur so kann sichergestellt werden, dass mehr Kapital zur Finanzierung von Investitionen zur Verfügung steht.

¹⁴ Die Konsumdaten für das erste Halbjahr 2016 lagen bei Drucklegung der Studie noch nicht vor.

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.

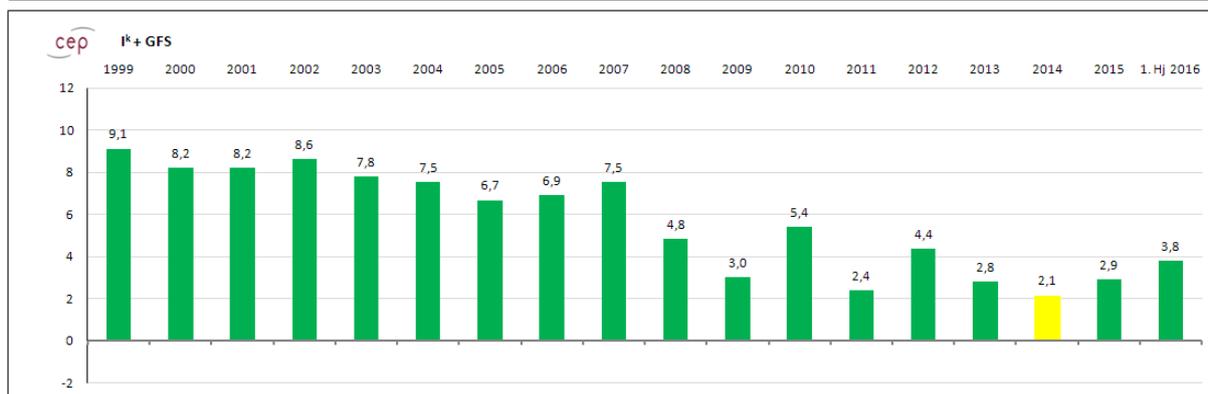
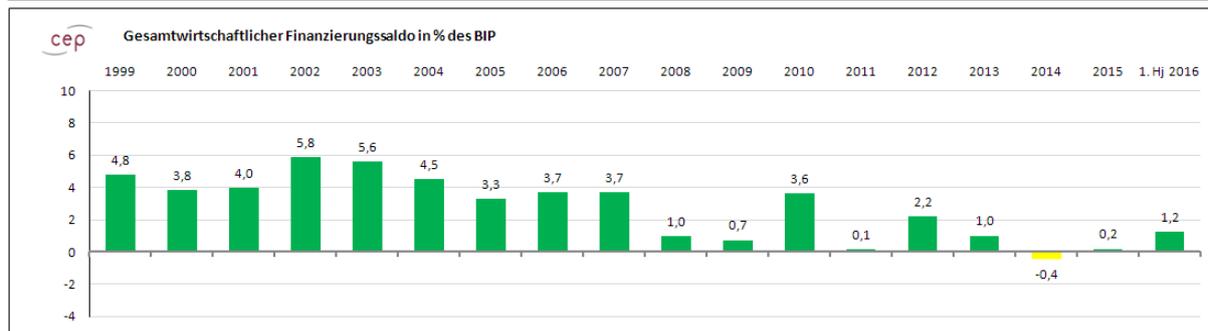
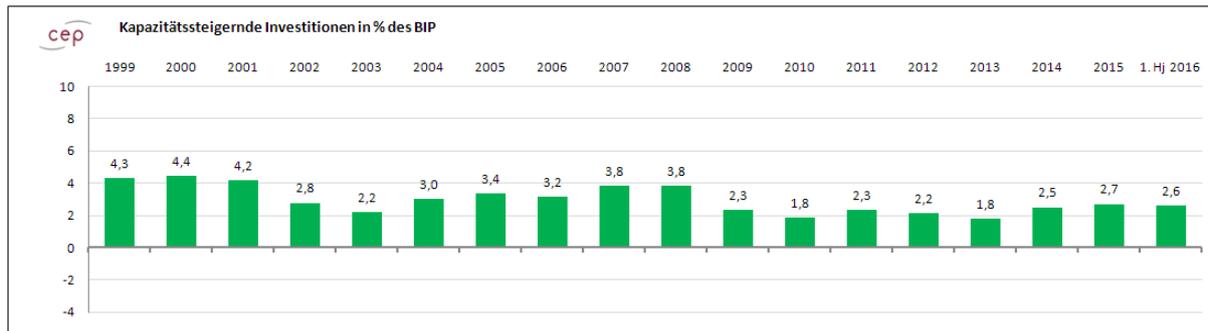
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1
I ^k	4,3	4,4	4,2	2,8	2,2	3,0	3,4	3,2	3,8	3,8	2,3	1,8	2,3	2,2	1,8	2,5	2,7	2,6
GFS	4,8	3,8	4,0	5,8	5,6	4,5	3,3	3,7	3,7	1,0	0,7	3,6	0,1	2,2	1,0	-0,4	0,2	1,2
I ^k + GFS	9,1	8,2	8,2	8,6	7,8	7,5	6,7	6,9	7,5	4,8	3,0	5,4	2,4	4,4	2,8	2,1	2,9	3,8

I^k : Die kapazitätssteigernden Investitionen erfassen den Anteil der Investitionen (in % des BIP), der zu einer Erhöhung des Wertschöpfungspotentials führt. Insofern 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.

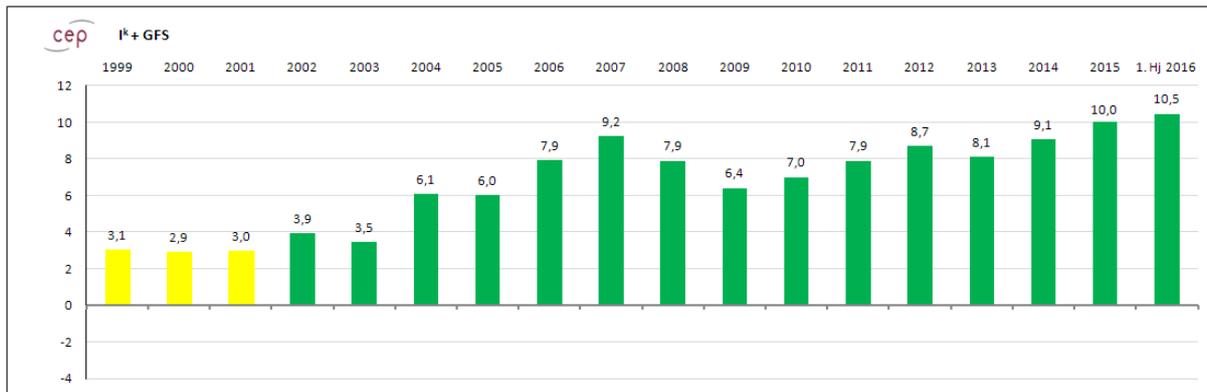
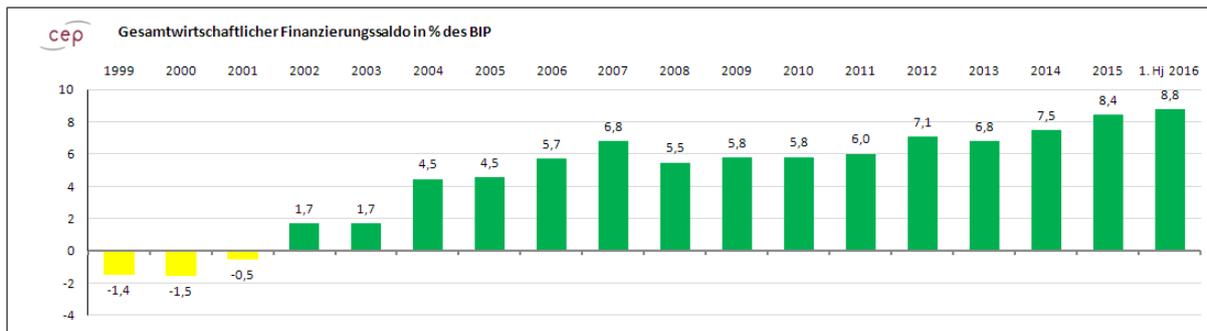
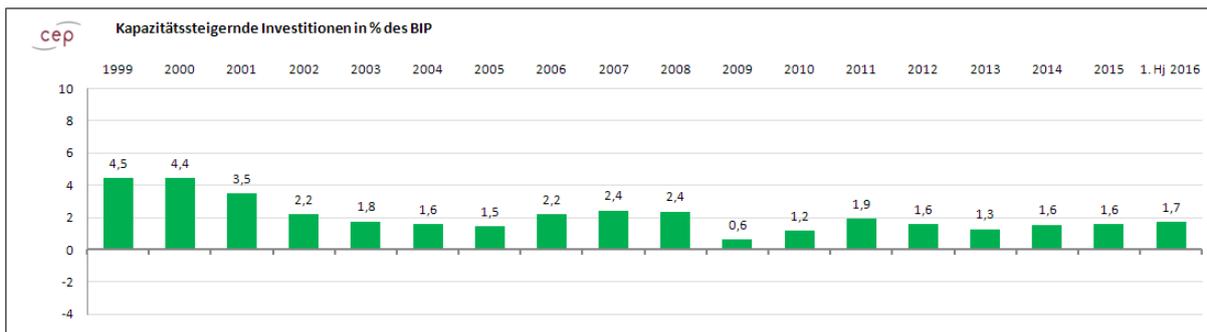
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	4,5	4,4	3,5	2,2	1,8	1,6	1,5	2,2	2,4	2,4	0,6	1,2	1,9	1,6	1,3	1,6	1,6	1,7
GFS	-1,4	-1,5	-0,5	1,7	1,7	4,5	4,5	5,7	6,8	5,5	5,8	5,8	6,0	7,1	6,8	7,5	8,4	8,8
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	8,7	8,1	9,1	10,0	10,5

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.



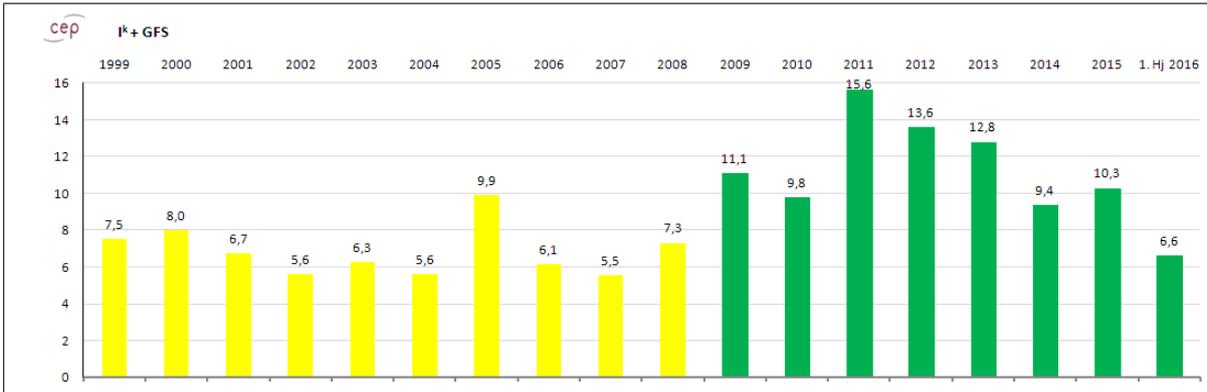
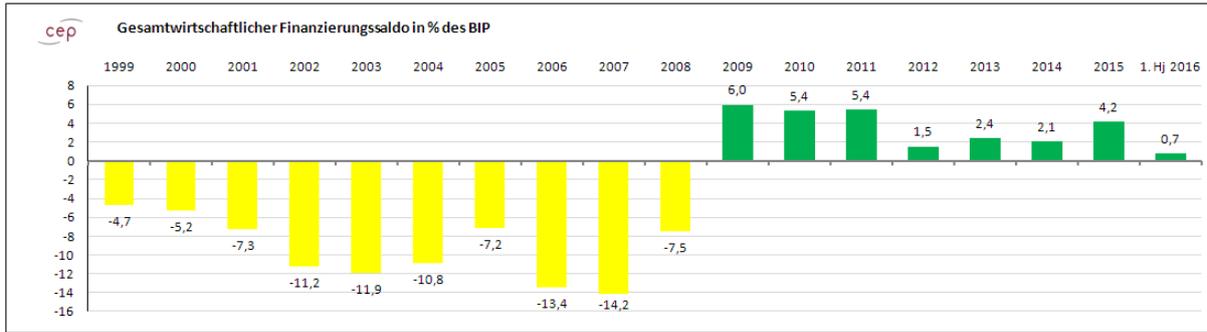
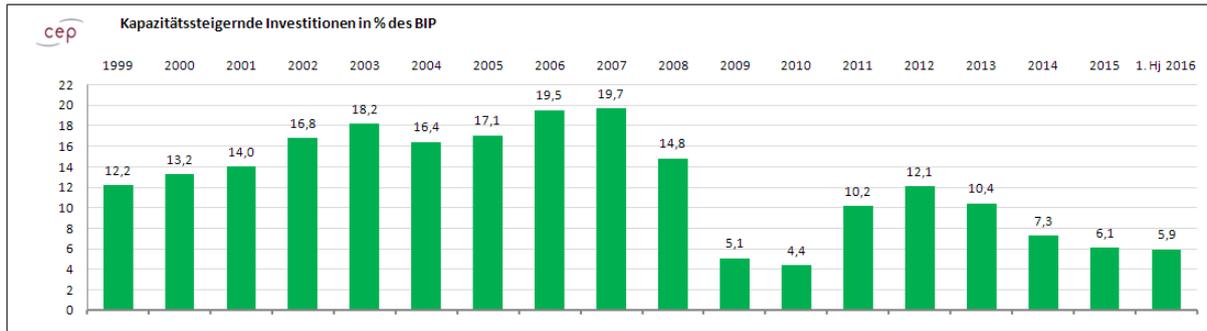
5.3 Estland

Entwicklung des cepDefault-Indexes

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

Risiko-kategorie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	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	12,1	10,4	7,3	6,1	5,9
GFS	-4,7	-5,2	-7,3	-11,2	-11,9	-10,8	-7,2	-13,4	-14,2	-7,5	6,0	5,4	5,4	1,5	2,4	2,1	4,2	0,7
I ^k + GFS	7,5	8,0	6,7	5,6	6,3	5,6	9,9	6,1	5,5	7,3	11,1	9,8	15,6	13,6	12,8	9,4	10,3	6,6

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.



5.4 Litauen

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

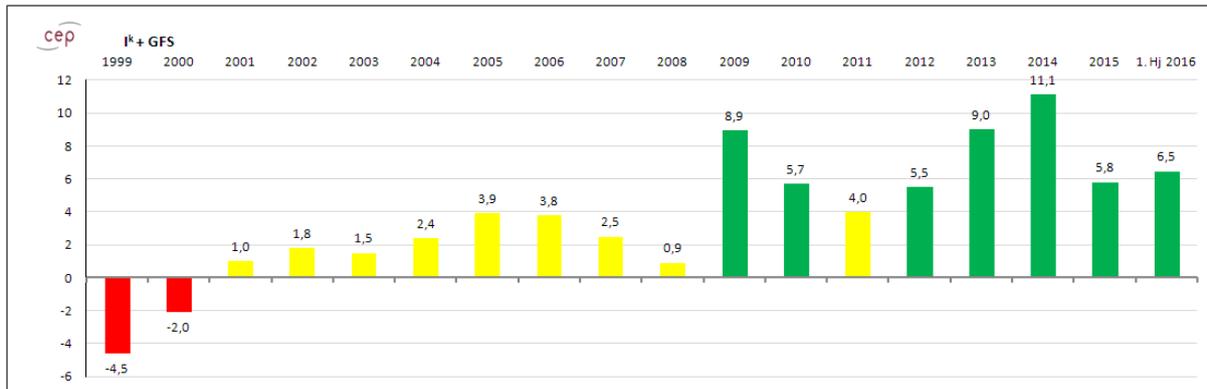
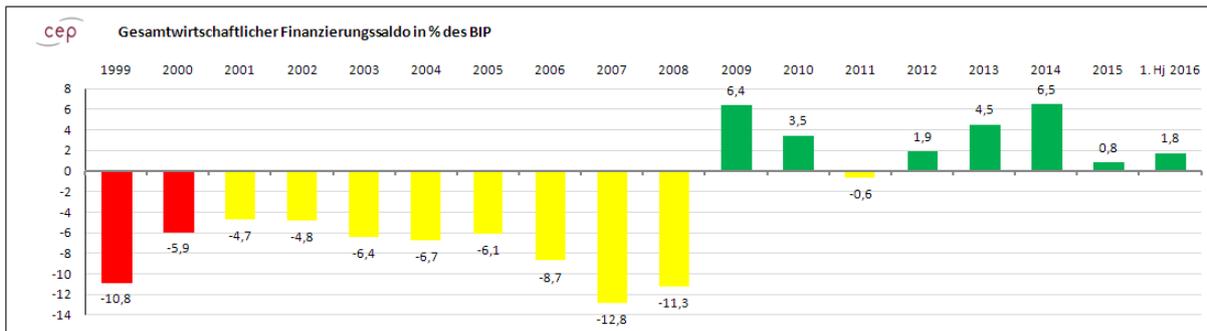
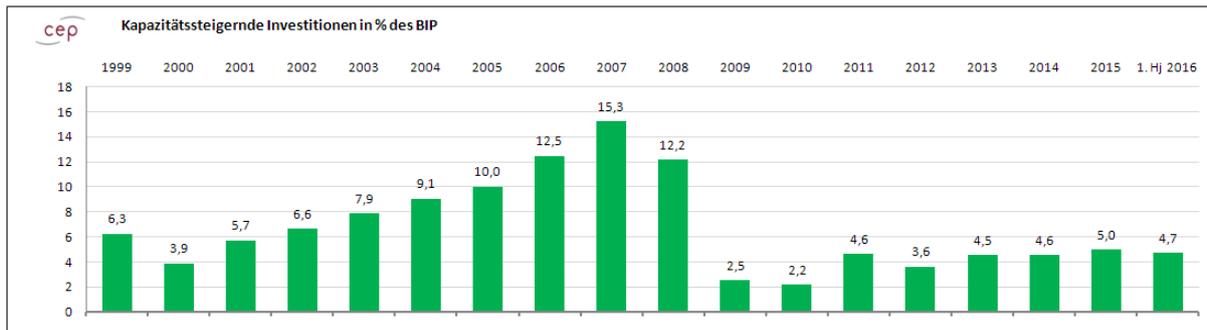
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	2	1	1	1	1	1
I ^k	6,3	3,9	5,7	6,6	7,9	9,1	10,0	12,5	15,3	12,2	2,5	2,2	4,6	3,6	4,5	4,6	5,0	4,7
GFS	-10,8	-5,9	-4,7	-4,8	-6,4	-6,7	-6,1	-8,7	-12,8	-11,3	6,4	3,5	-0,6	1,9	4,5	6,5	0,8	1,8
I ^k + GFS	-4,5	-2,0	1,0	1,8	1,5	2,4	3,9	3,8	2,5	0,9	8,9	5,7	4,0	5,5	9,0	11,1	5,8	6,5

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.



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.

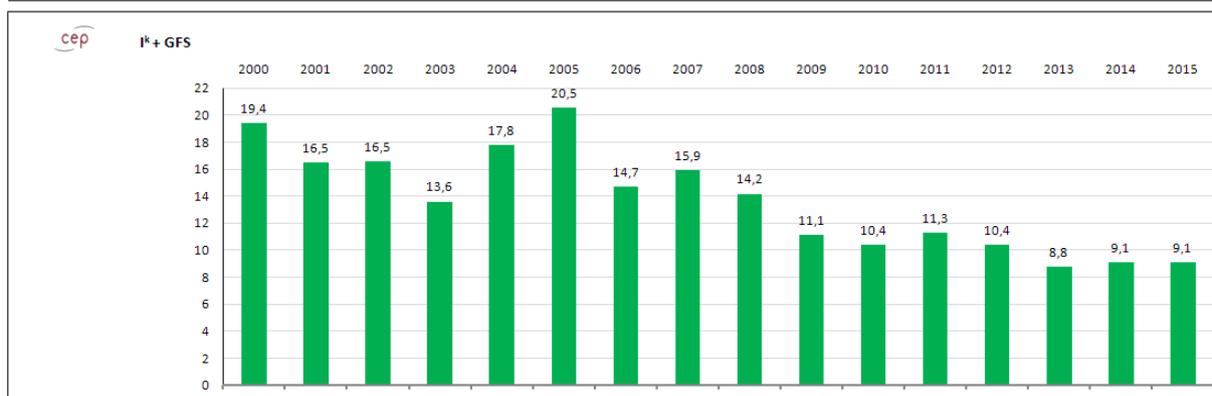
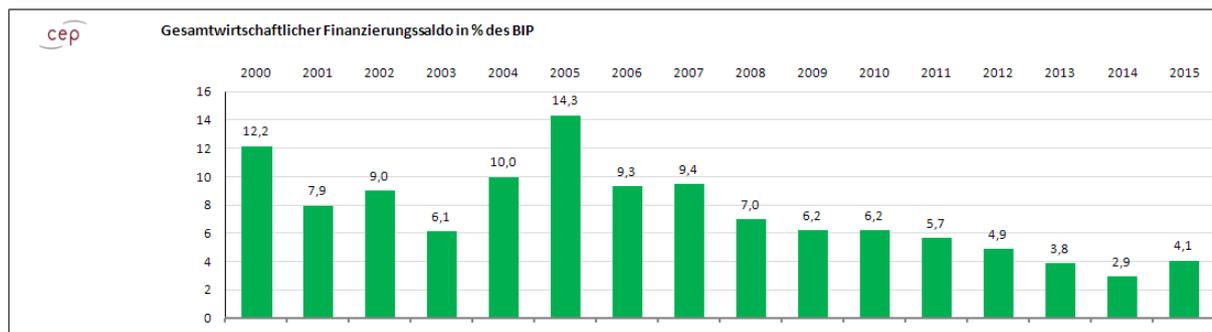
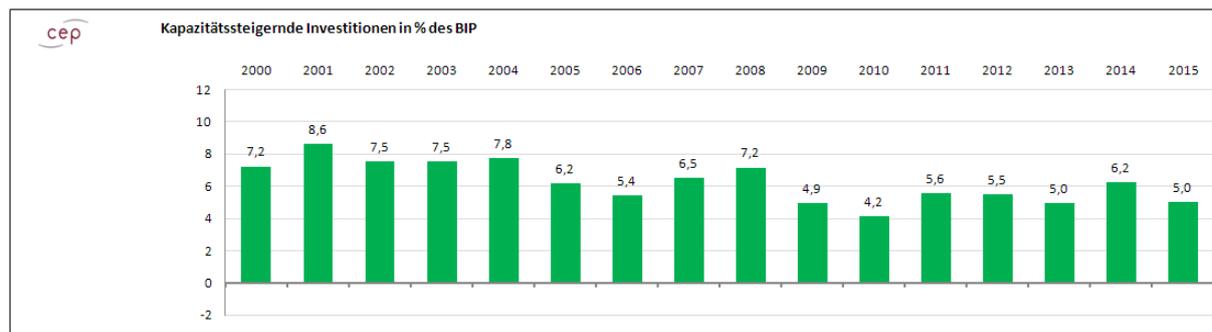
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Risiko-kategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	7,2	8,6	7,5	7,5	7,8	6,2	5,4	6,5	7,2	4,9	4,2	5,6	5,5	5,0	6,2	5,0
GFS	12,2	7,9	9,0	6,1	10,0	14,3	9,3	9,4	7,0	6,2	6,2	5,7	4,9	3,8	2,9	4,1
I ^k + GFS	19,4	16,5	16,5	13,6	17,8	20,5	14,7	15,9	14,2	11,1	10,4	11,3	10,4	8,8	9,1	9,1

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.



5.6 Niederlande

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

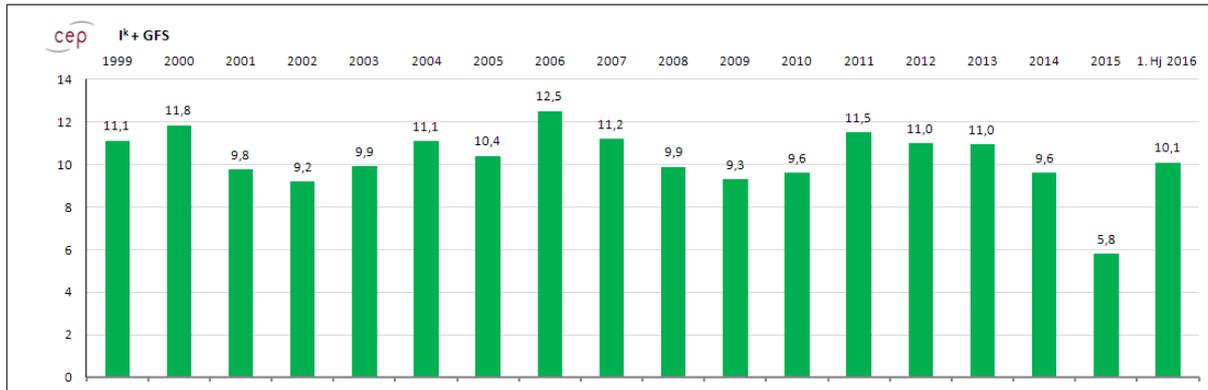
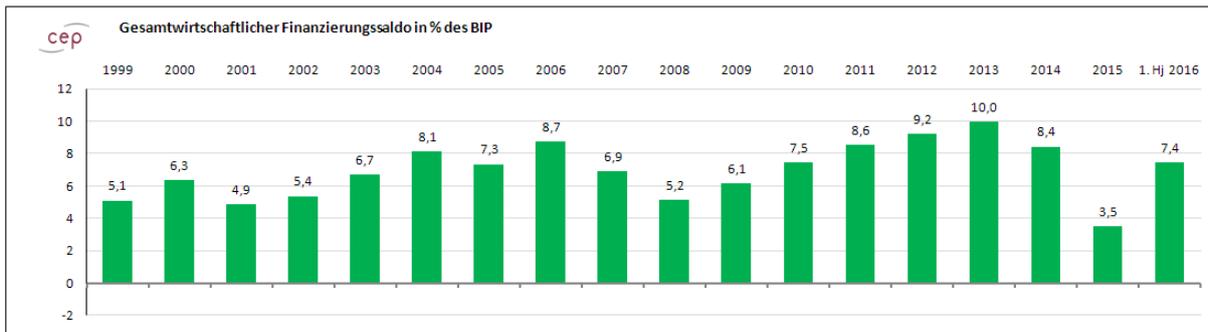
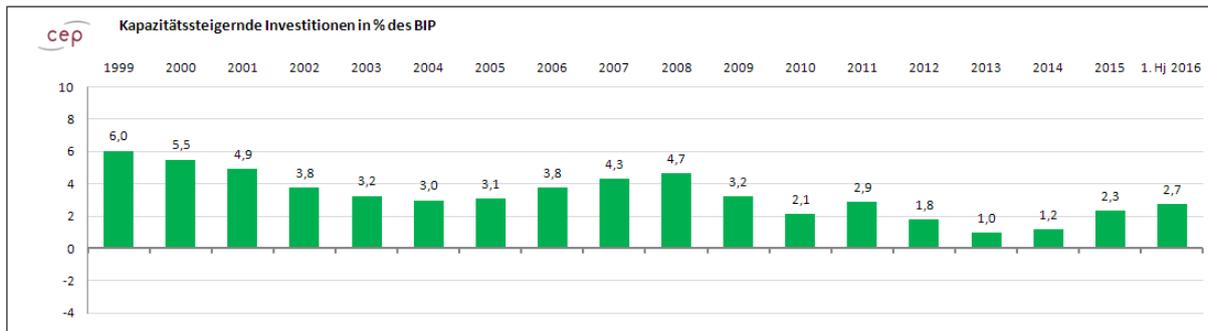
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
Risiko-kategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	6,0	5,5	4,9	3,8	3,2	3,0	3,1	3,8	4,3	4,7	3,2	2,1	2,9	1,8	1,0	1,2	2,3	2,7
GFS	5,1	6,3	4,9	5,4	6,7	8,1	7,3	8,7	6,9	5,2	6,1	7,5	8,6	9,2	10,0	8,4	3,5	7,4
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	11,0	9,6	5,8	10,1

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.



5.7 Österreich

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

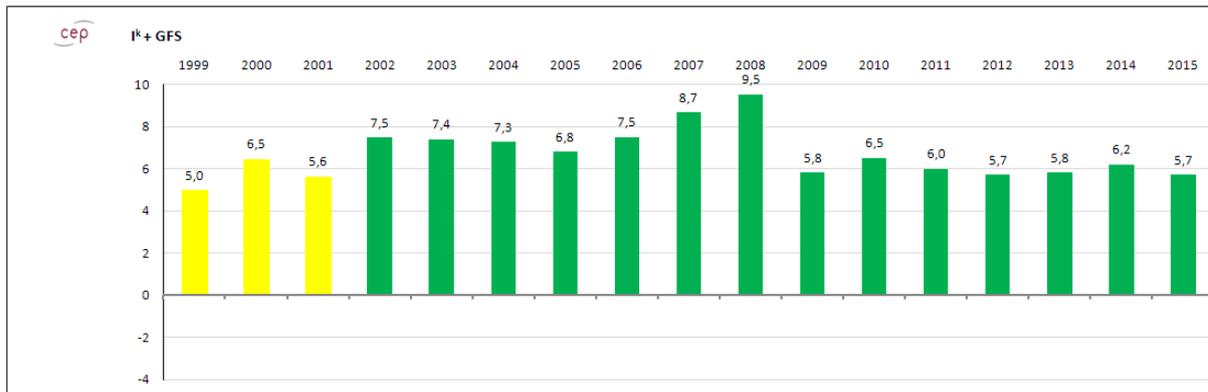
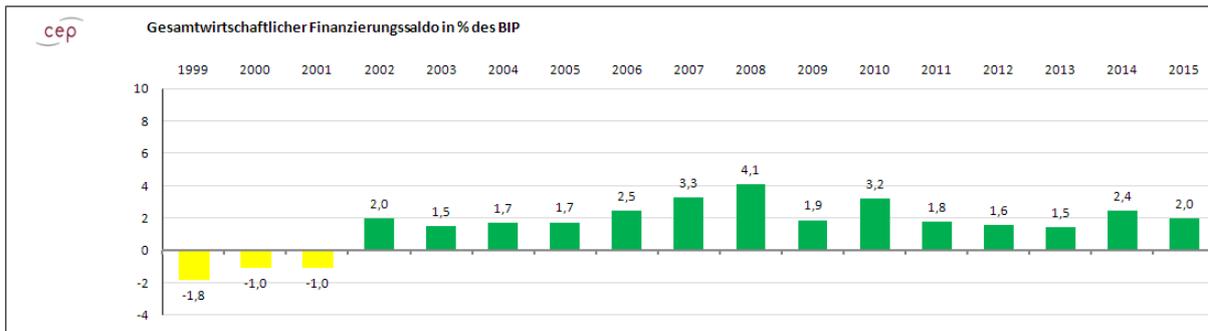
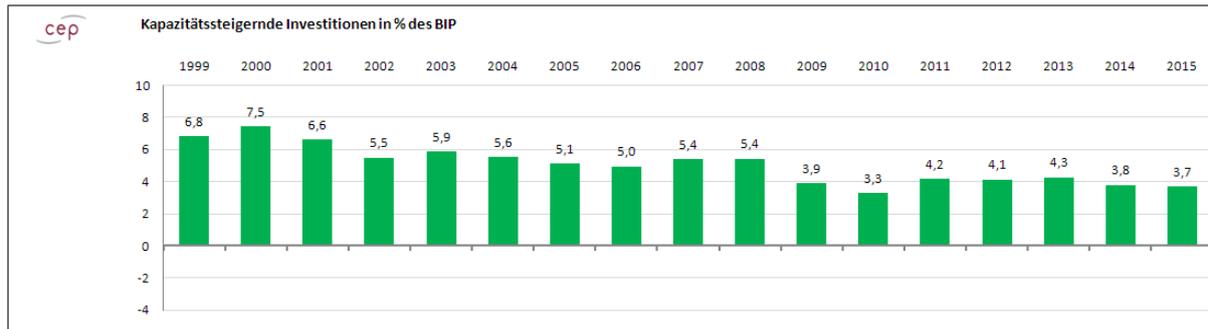
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Risiko-kategorie	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	6,8	7,5	6,6	5,5	5,9	5,6	5,1	5,0	5,4	5,4	3,9	3,3	4,2	4,1	4,3	3,8	3,7
GFS	-1,8	-1,0	-1,0	2,0	1,5	1,7	1,7	2,5	3,3	4,1	1,9	3,2	1,8	1,6	1,5	2,4	2,0
I ^k + GFS	5,0	6,5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

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.



5.8 Euro-Raum insgesamt

Entwicklung des cepDefault-Indexes¹⁵

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

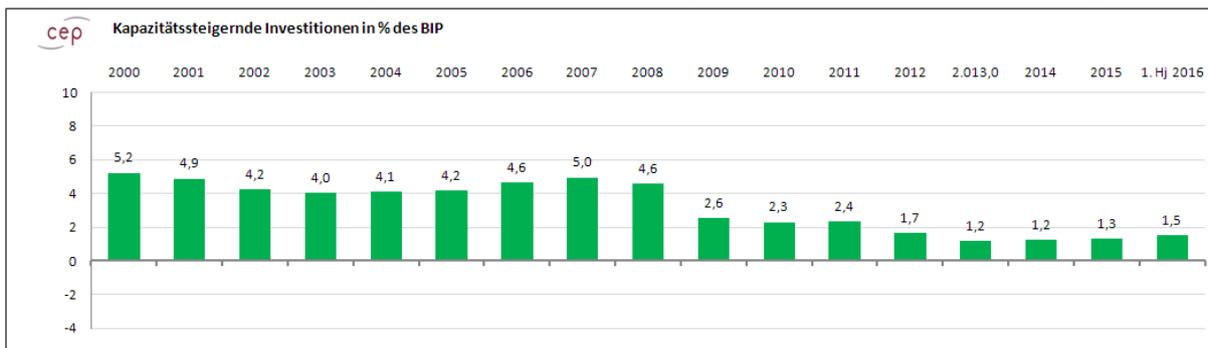
Risiko-kategorie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1. Hj. 2016
	2	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	5,2	4,9	4,2	4,0	4,1	4,2	4,6	5,0	4,6	2,6	2,3	2,4	1,7	1,2	1,2	1,3	1,5
GFS	-0,1	0,1	0,8	0,5	1,3	0,5	0,4	0,3	-0,6	0,5	0,6	0,7	2,0	2,6	2,6	3,2	3,6
I ^k + GFS	5,1	5,0	5,0	4,5	5,4	4,7	5,0	5,3	4,0	3,1	2,9	3,1	3,7	3,8	3,8	4,5	5,1

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.



¹⁵ Die Werte für den Euro-Raum für das erste Halbjahr 2016 wurden ohne Irland, Luxemburg, Malta und Österreich berechnet, weil für diese Länder die erforderlichen Daten nicht zur Verfügung standen.

Die Autoren:

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

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

Till Brombach ist Wissenschaftlicher Referent im Fachbereich Wirtschafts- und Fiskalpolitik 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.