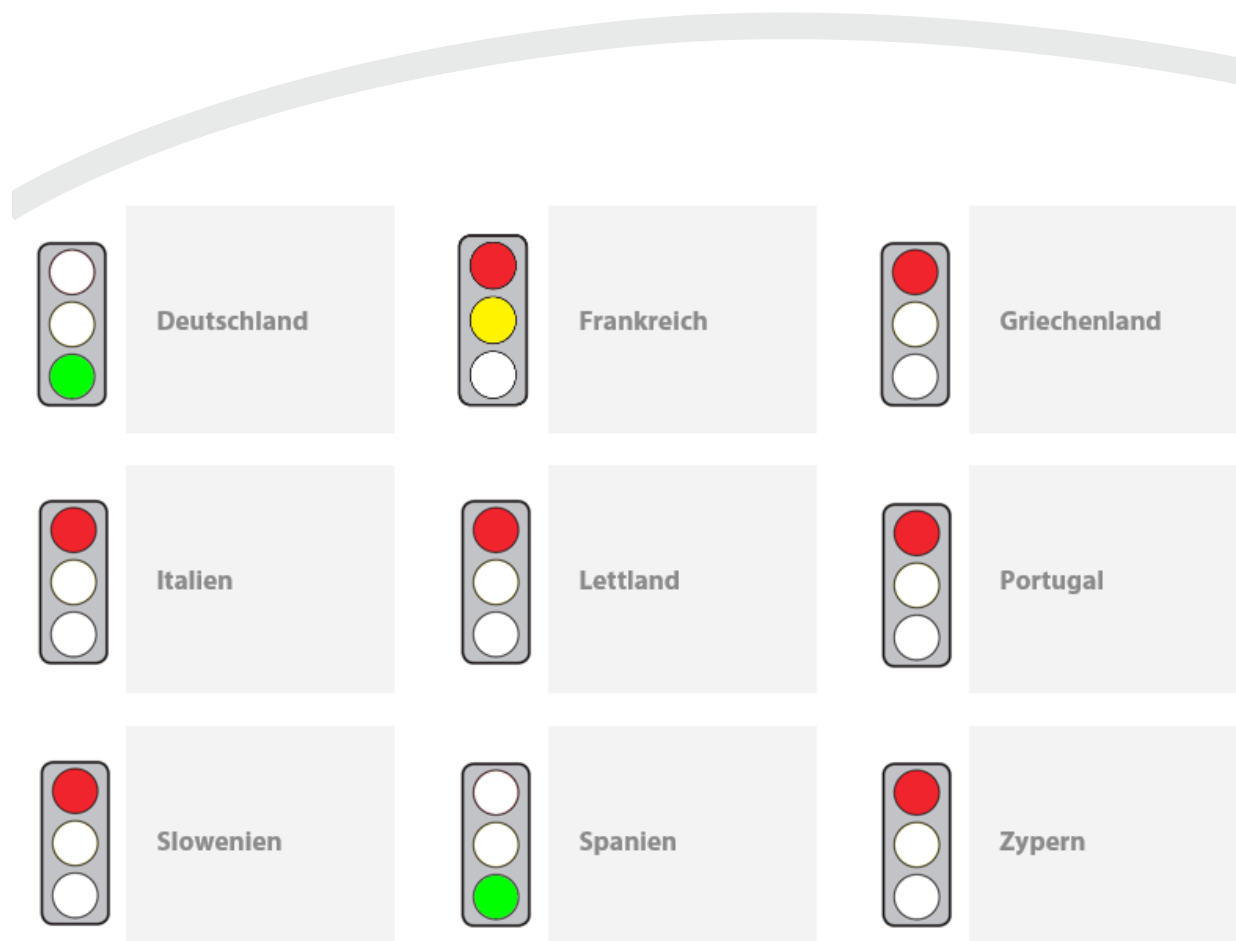


cepDefault-Index 2018

Entwicklung der Kreditfähigkeit der Euro-Länder

Lüder Gerken, Matthias Kullas und Till Brombach

Januar 2018



Kernpunkte

- ▶ Der cepDefault-Index 2018 beschreibt die Entwicklung der Kreditfähigkeit der Euro-Länder jeweils von 2000 bis 2017.¹
- ▶ Der cepDefault-Index 2018 zeigt: Der Euro-Raum ist nach wie vor weit von einer Konvergenz seiner Mitgliedsländer entfernt. Im aktuellen Index weisen sechs Euro-Länder – Griechenland, Italien, Lettland, Portugal, Slowenien und Zypern – eine verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit auf; in zwei Euro-Ländern hat sich die Abnahme sogar beschleunigt.
- ▶ Die Kreditfähigkeit **Frankreichs** ist erstmals seit 2014 wieder gesunken. Grund hierfür ist, dass Frankreich einen – wenn auch sehr geringen – Teil seiner Nettokapitalimporte nicht für kapazitätssteigernde Investitionen verwendete. 
- ▶ **Griechenland** ist nach wie vor nicht kreditfähig und eine Trendwende ist nicht absehbar. Im Gegenteil: Der Abbau des Kapitalstocks hat sich im ersten Halbjahr 2017 beschleunigt. Die Konsumquote ist immer noch deutlich zu hoch und im ersten Halbjahr 2017 sogar wieder kräftig gestiegen. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Italien** verfällt seit 2010. Grund hierfür sind seit 2013 mangelnde Investitionen, die zu einem Abbau des Kapitalstocks führen. Der Abbau ist sowohl auf fehlende öffentliche als auch negative private Nettoinvestitionen zurückzuführen. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Lettland** sinkt schon seit 2000. Insbesondere mangelnde private Investitionen führen dazu, dass der lettische Kapitalstock seit 2009 – mit einer Ausnahme – schrumpft. Ein Grund hierfür ist die zu hohe Konsumquote Lettlands. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Portugal** verfällt seit 2004. Grund sind ebenfalls ein Abbau des Kapitalstocks aufgrund mangelnder privater und öffentlicher Investitionen sowie eine zu hohe Konsumquote. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit **Sloweniens** nimmt seit 2012 ab. Ursächlich ist ein schrumpfender Kapitalstock aufgrund mangelnder privater Investitionen. Die öffentlichen Investitionen und die Konsumquote sind im Gegensatz zu vielen anderen Problemländern keine Krisenursache. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von **Spanien** verbessert sich seit 2012 kontinuierlich. Im Gegensatz zu den Vorjahren hat sich diese Verbesserung im ersten Halbjahr 2017 aber nicht mehr beschleunigt. Mittelfristig könnten die seit 2012 negativen öffentlichen Nettoinvestitionen ein Wachstumshindernis sein. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit **Zyperns** verfällt – mit einer Ausnahme – seit 2004. Dies setzte sich auch 2016 fort. Der Abbau des zyprischen Kapitalstocks wurde zwar gestoppt; Zypern verwendet aber immer noch Teile seiner Kapitalimporte für den Konsum. 
- ▶ Die Kreditfähigkeit von Belgien und Finnland hat sich unbestimmt entwickelt, die von Deutschland, Estland, Litauen, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich und der Slowakei ist gestiegen.

¹ Für Irland und Malta konnte der Index nicht berechnet werden, weil die erforderlichen Daten nicht in der erforderlichen Belastbarkeit zur Verfügung stehen. Für Estland, Finnland, Luxemburg, Österreich, die Slowakei und Zypern wird die Entwicklung der Kreditfähigkeit im Jahr 2016 dargestellt, da für das erste Halbjahr 2017 nicht alle Daten vorliegen, die für die Berechnung des Indexes erforderlich sind.

► **Entwicklung der Kreditfähigkeit im ersten Halbjahr 2017²**

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

² Für Irland und Malta konnte der Index nicht berechnet werden, weil die erforderlichen Daten nicht in der erforderlichen Belastbarkeit zur Verfügung stehen. Für Estland, Finnland, Luxemburg, Österreich, die Slowakei und Zypern wird die Entwicklung der Kreditfähigkeit im Jahr 2016 dargestellt, da für das erste Halbjahr 2017 nicht alle Daten vorliegen, die für die Berechnung des Indexes erforderlich sind.

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	Frankreich	8
4.2	Griechenland	10
4.3	Italien.....	11
4.4	Lettland	13
4.5	Portugal	16
4.6	Slowenien	18
4.7	Spanien	20
4.8	Zypern	22
5	Restliche Euro-Länder und Euro-Raum insgesamt	24
5.1	Belgien	24
5.2	Deutschland	25
5.3	Estland.....	26
5.4	Finnland.....	27
5.5	Litauen	28
5.6	Luxemburg	29
5.7	Niederlande.....	30
5.8	Österreich.....	31
5.9	Slowakei.....	32
5.10	Euro-Raum insgesamt	33

1 Einleitung

Sieben Jahre nach dem Übergang der Banken- und Staatsschuldenkrise in eine Wirtschaftskrise sieht die Euro-Zone als Ganzes betrachtet gesund und stabil aus: Die Wirtschaft erholt sich und weist beachtliche Wachstumsraten auf. 2017 wuchs die Wirtschaft im Euro-Raum so stark wie in den USA. Die Arbeitslosenquote sank im dritten Quartal 2017 im Vergleich zum Vorjahr in allen Euro-Staaten.³ Auch die Befürchtungen, dass in Frankreich, Deutschland oder den Niederlanden europa- und eurofeindliche Parteien an die Macht kommen, haben sich nicht bewahrheitet. Und nicht zuletzt kommt auch der Abbau der Staatsdefizite auf breiter Front voran.

Trotz dieser positiven Nachrichten sieht die EU-Kommission weiterhin Reformbedarf in der Euro-Zone. So hat sie am 06.12.2017 neben Vorschlägen für die Integration des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und des Fiskalpakts in EU-Recht⁴ einen Vorschlag für die Einrichtung einer „Stabilisierungsfunktion“ zur Unterstützung der Investitionspolitik von Euro-Ländern⁵ und Vorschläge für finanzielle Anreize und eine stärkere technische Unterstützung zur Durchführung struktureller Reformen durch die Mitgliedstaaten⁶ vorgelegt. Darüber hinaus schlägt die Kommission eine Fazilität zur Unterstützung für Mitgliedstaaten, die den Euro einführen möchten,⁷ und eine Letztsicherung für die Bankenunion⁸ sowie die Schaffung eines EU-Finanzministers⁹ vor.

Auch wenn die Vorschläge im Detail hoch problematisch sind, so hat die EU-Kommission doch richtig erkannt, dass die Euro-Zone trotz der positiven Schlagzeilen weiter stabilisiert werden muss. Denn nach wie vor fehlt es an der Konvergenz zwischen den Euro-Staaten, die für eine Verringerung der Spannungen in der Euro-Zone unverzichtbar ist. So weisen etwa Griechenland, Frankreich und Italien bereits seit mehreren Jahren unterdurchschnittliche oder sogar negative BIP-Wachstumsraten aus. Italien und Frankreich wird auch 2018 nur ein unterdurchschnittliches Wachstum prognostiziert.

Auch der aktuelle cepDefault-Index zeigt, dass die Euro-Zone noch nicht stabil ist: Die Kreditfähigkeit der Euro-Länder entwickelt sich weiterhin stark unterschiedlich. So nimmt die Kreditfähigkeit von zwei Dritteln der Euro-Länder stetig zu, während sie in anderen Euro-Ländern kontinuierlich abnimmt oder bereits verloren ist. 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, da ein Abbau des Kapitalstocks zur Verarmung der Volkswirtschaft führt, wenn er über längere Zeit anhält.

Der Abbau des Kapitalstocks zeigt, dass die betroffenen Euro-Länder potentiellen Investoren keine wettbewerbsfähigen Rahmenbedingungen bieten können. Das oberste Ziel struktureller Reformen muss daher die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder sein. Wie bereits 2014 befindet sich außerdem Frankreich unter den Euro-Ländern mit abnehmender Kreditfähigkeit. Grund hierfür ist das gestiegene gesamtwirtschaftliche Finanzierungsdefizit, das die Investitionsquote wie bereits 2014 erneut übersteigt.

Im Folgenden werden die Ergebnisse des cepDefault-Indexes 2018 detailliert dargestellt. Zunächst werden in Kapitel 2 die Methodik und der Aufbau des cepDefault-Indexes beschrieben. Kapitel 3 präsentiert dann einen Überblick über die Kreditfähigkeitsentwicklung der beurteilten Volkswirtschaften.

³ Eurostat, abgerufen am 18.01.2018.

⁴ COM(2017) 827 und COM(2017) 824.

⁵ COM(2017) 822.

⁶ COM(2017) 826, COM(2017) 825 und COM(2017) 822.

⁷ COM(2017) 821.

⁸ COM(2017) 827 und COM(2017) 822.

⁹ COM(2017) 823.

Kapitel 4 beschreibt die Entwicklung der Kreditfähigkeit in den Problemländern der Euro-Zone seit 2000. Dies sind zum einen jene Euro-Länder, die aktuell eine Erosion ihrer Kreditfähigkeit aufweisen: Frankreich, Griechenland, Italien, Lettland, Portugal, Slowenien und Zypern. Zum anderen 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 Länder der Euro-Zone – Belgien, Deutschland, Estland, Litauen, Luxemburg, die Niederlande und Österreich – sowie für den Euro-Raum insgesamt.

Für die meisten Euro-Länder konnte bereits die Situation im ersten Halbjahr 2017 einbezogen werden. Für Estland, Finnland, Luxemburg, Österreich, die Slowakei und Zypern lagen noch nicht alle Daten für 2017 vor, so dass für sie die Entwicklung bis Ende 2016 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.

2 Methodik des cepDefault-Indexes

Der cepDefault-Index misst, wie sich die Fähigkeit eines Landes zur Rückzahlung der Auslandskredite und damit die Kreditfähigkeit entwickelt.¹⁰ 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.¹¹ Deren Kehrseite ist eine zunehmende Verschuldung¹² 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.

¹⁰ Er ist damit kein Bestands-, sondern ein Prozessmaß.

¹¹ 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.

¹² Oder ein Abbau von Privatvermögen.

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 Konsum¹³ 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.

¹³ 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.

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 Netto-Investitionstätigkeit 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.

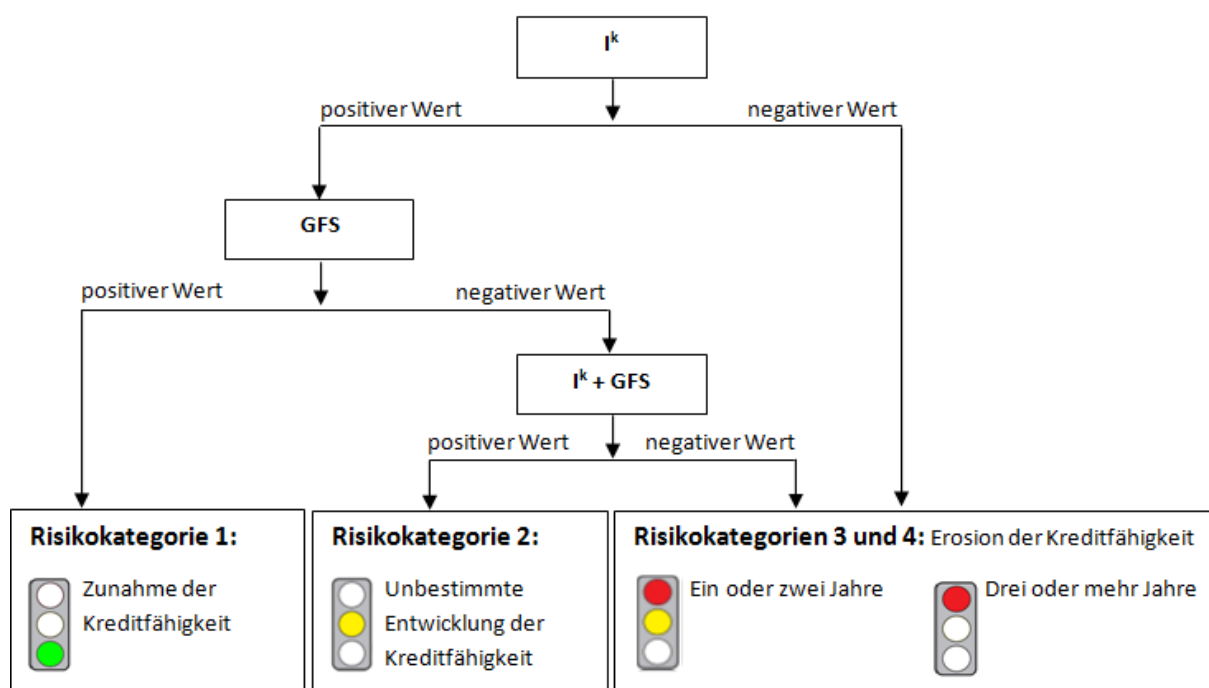
Risikokategorie 4 (rote Ampel): Eine über drei oder noch mehr Jahre anhaltende Erosion der Kreditfähigkeit in den Ausprägungen, wie sie in Risikokategorie 3 beschrieben wurden, indiziert, dass es sich um kein vorübergehendes, sondern um ein strukturelles Problem handelt; die Gefahr der Kreditunfähigkeit 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 2017.¹⁴

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

Wie in der Übersicht deutlich wird, entwickelt sich die Kreditfähigkeit der Euro-Länder nach wie vor sehr unterschiedlich. Am stärksten ist die Kreditfähigkeit der Niederlande gestiegen, gefolgt von der Deutschlands und Estlands. Den schlechtesten Wert verzeichnet, wie schon seit Jahren, Griechenland. Für Zypern, Italien, Slowenien, Portugal und Lettland lässt sich ebenfalls eine verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit feststellen. Abgesehen von Zypern, wo der Rückgang auf hohe Nettokapitalimporte zurückzuführen ist, ist dies durchweg und wiederholt auf einen schrumpfenden – und damit zunehmend veraltenden – Kapitalstock zurückzuführen. Der Kapitalstock ist jedoch entscheidend für den Wohlstand der Bevölkerung und ausreichende Steuereinnahmen, um einerseits die öffentlichen Ausgaben und andererseits die Zinszahlungen an ausländische Gläubiger decken zu können. Infolgedessen sinkt die Wettbewerbsfähigkeit der Länder mit einem schrumpfenden Kapitalstock. Die Kreditfähigkeit Frankreichs ist zwar ebenfalls gesunken, wenn auch nur leicht. Der Rückgang der französischen Kreditfähigkeit ist auf hohe Nettokapitalimporte zurückzuführen, die nicht ausschließlich für Investitionen verwendet werden.

¹⁴ Für Irland und Malta konnte der Index nicht berechnet werden, weil die erforderlichen Daten nicht in der erforderlichen Belastbarkeit zur Verfügung stehen. Für Estland, Finnland, Luxemburg, Österreich, die Slowakei und Zypern wird die Entwicklung der Kreditfähigkeit im Jahr 2016 dargestellt, da für das erste Halbjahr 2017 nicht alle Daten vorliegen, die für die Berechnung des Indexes erforderlich sind.

4 Problemländer im Euro-Raum

Dieses Kapitel enthält erstens Länderporträts derjenigen Euro-Länder, die eine Erosion ihrer Kreditfähigkeit aufweisen. Dies sind Griechenland, Italien, Lettland, Portugal, Slowenien und Zypern, bei denen eine verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit festzustellen ist, sowie Frankreich, dessen Kreditfähigkeit im ersten Halbjahr 2017 – wie bereits 2014 – wieder abnahm. Zweitens 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). 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, was 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 kapazitätssteigenden 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, indem sie zukünftiges Wertschöpfungspotential schaffen, die Voraussetzung für die Rückzahlung der Auslandskredite sind. Folge ist: Die Kreditfähigkeit des Landes sinkt.

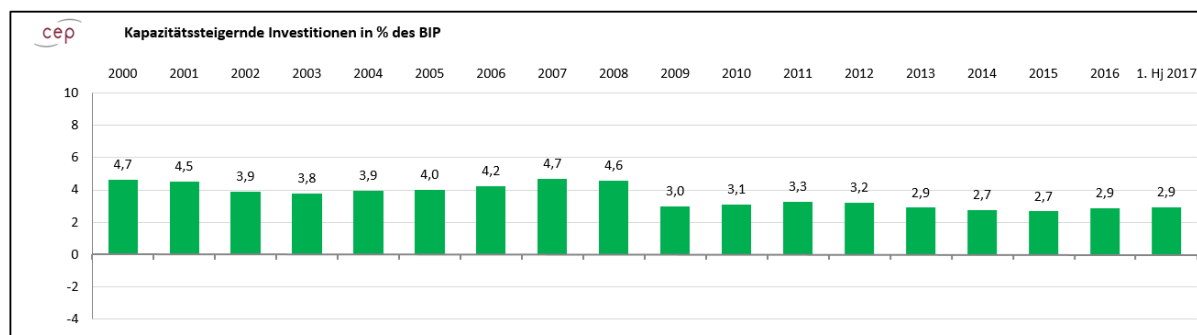
Das vierte Diagramm in den Länderporträts zeigt die Konsumquote in Prozent des verfügbaren Einkommens. Sie fließt zwar nicht in die Berechnung der Kreditfähigkeitsentwicklung ein. Eine abnehmende Kreditfähigkeit geht aber häufig mit einem übermäßigen Konsum einher. Die Darstellung der Konsumquote vermittelt 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 Frankreich

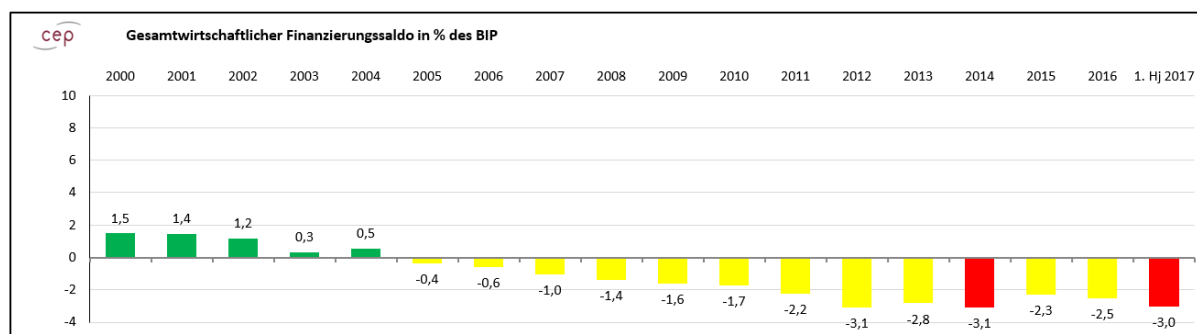
Überblick: Die französische Kreditfähigkeit nahm im ersten Halbjahr 2017, wie bereits 2014, wieder leicht ab. In den beiden Jahren dazwischen war die Entwicklung unbestimmt. Der insgesamt negative Trend sinkender Indexwerte, die mit wenigen Ausnahmen seit dem Jahr 2000 zu verzeichnen sind, setzte sich auch im ersten Halbjahr 2017 fort.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 2017
Risiko-kategorie	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2	3
I ^k	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	2,9	2,9
GFS	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	-3,1	-2,3	-2,5	-3,0
I ^k + GFS	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	-0,4	0,4	0,4	-0,1

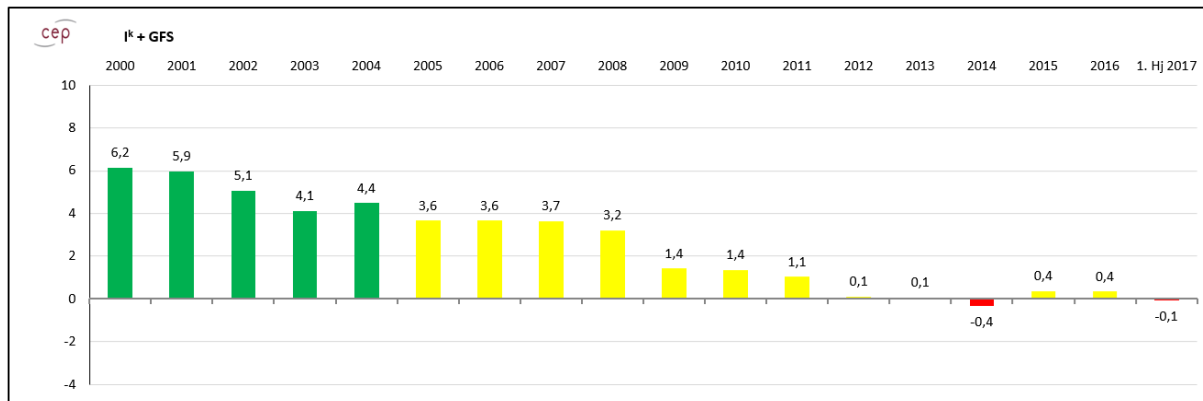
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die kapazitätssteigernden Investitionen beliefen sich im ersten Halbjahr 2017 auf 2,9% des BIP. Diese Investitionsquote hat sich seit ihrem Einbruch 2009 nur wenig verändert. Die kapazitätssteigernden Investitionen Frankreichs liegen jedoch nach wie vor deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 2,0%.



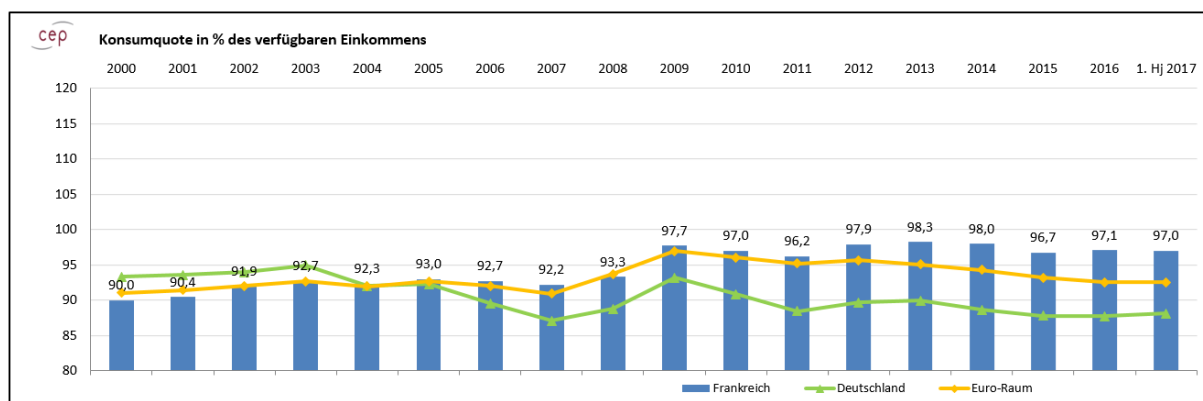
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Die französische Volkswirtschaft ist – mit zunehmender Tendenz – seit 2005 per saldo auf ausländische Kredite angewiesen. Der französische Netto-Kreditbedarf ist im ersten Halbjahr 2017 deutlich angestiegen und erreichte mit 3,0% des BIP fast wieder sein Allzeithoch von 3,1% in den Jahren 2012 und 2014.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS sank im ersten Halbjahr 2017 und ist erstmals seit 2014 wieder negativ. Frankreich hat sich somit im ersten Halbjahr 2017 im Ausland verschuldet, ohne dass diesen ausländischen Krediten entsprechende Investitionen in Frankreich gegenüberstanden. Diese Entwicklung spiegelt sich in dem starken Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizits gegenüber 2016 wider.



Konsumquote: Die französische Konsumquote liegt aktuell bei 97,0% des verfügbaren Einkommens. Dies entspricht in etwa der Quote des Vorjahres. Sie liegt damit aber weiterhin deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,6%.



Befund: Die französische Kreditfähigkeit nahm im ersten Halbjahr 2017 ab. Aufgrund seiner politischen und wirtschaftlichen Bedeutung hat die Entwicklung der französischen Kreditfähigkeit massive Auswirkungen auf den gesamten Euro-Raum.

Ursache: Die negative Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass die französische Volkswirtschaft per saldo mehr ausländisches Kapital importierte und die kapazitätssteigernden Investitionen gleichzeitig konstant blieben. Das Land hat sich im Ausland verschuldet und einen Teil der ausländischen Kredite nicht für kapazitätssteigernde Investitionen, sondern für Konsum verwendet. Ein Spiegelbild dessen ist die deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums liegende Konsumquote.

Handlungsempfehlung: Für den Euro-Raum und damit auch für die EU insgesamt ist von großer Bedeutung, dass die französische Kreditfähigkeit nicht weiter verfällt, sondern wieder ansteigt. Voraussetzung dafür ist ein Abbau der Nettokreditaufnahme im Ausland, insbesondere für Konsumzwecke, und begleitend ein Rückgang der hohen Konsumquote. Der sozialverträglichste Weg hierzu besteht in einer Erhöhung des verfügbaren gesamtwirtschaftlichen Einkommens, etwa durch einen Abbau der Arbeitslosigkeit. Die von Präsident Macron angekündigten und zum Teil bereits umgesetzten Reformen¹⁵ können dazu beitragen.

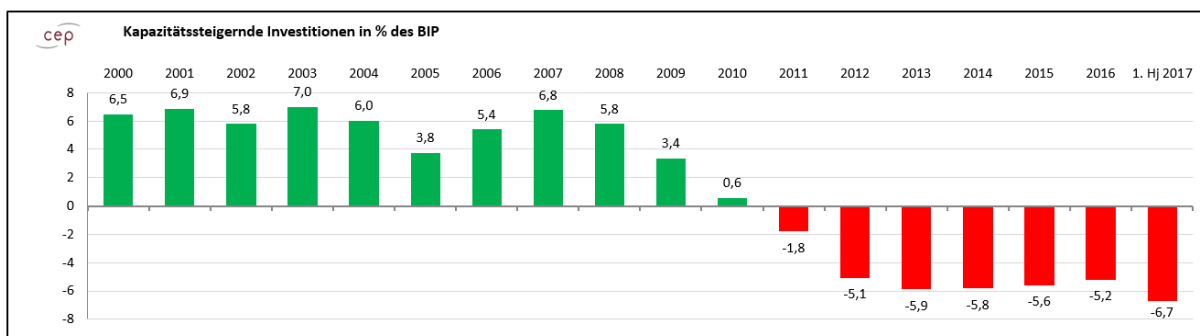
¹⁵ Zur französischen Arbeitsmarktreform siehe [cepAdhoc Die französische Arbeitsmarktreform](#).

4.2 Griechenland

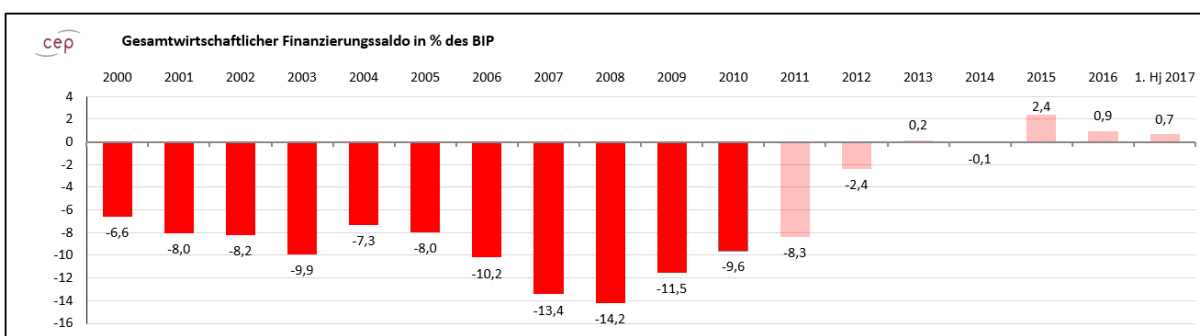
Überblick: Die griechische Kreditfähigkeit erodiert nach wie vor. Daran haben die Finanzhilfen, die im Mai 2010 begannen, nichts geändert. Griechenland ist weiterhin nicht kreditfähig.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 2017
Risiko-kategorie	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
I ^k	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	-5,8	-5,6	-5,2	-6,7
GFS	-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	-0,1	2,4	0,9	0,7
I ^k + GFS	-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	-5,9	-3,2	-4,3	-6,0

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Der griechische Kapitalstock schrumpft nun bereits seit sechseinhalb Jahren. Allein im ersten Halbjahr 2017 verringerte er sich um 6,7% des BIP. Dies ist nicht nur der mit Abstand höchste Wert aller EU-Mitgliedstaaten, sondern auch der höchste jemals gemessene Rückgang im Land selbst. Der schrumpfende Kapitalstock ist sowohl auf mangelnde öffentliche als auch auf mangelnde private Investitionen zurückzuführen, wobei letztere die Hauptursache sind.¹⁶ Alles in allem zeigt dies, dass die Rahmenbedingungen für ausländische und heimische Investitionen in Griechenland nach wie vor nicht attraktiv sind.

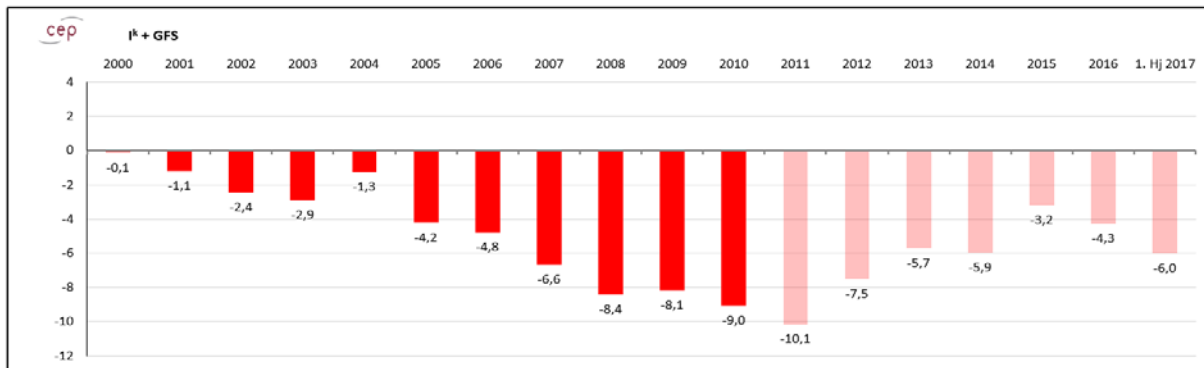


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Griechenland verschuldete sich zwischen 2000 und 2012 jedes Jahr per saldo im Ausland, wobei der griechische Netto-Kapitalimport seit 2009 kontinuierlich zurückging. In den vergangenen zweieinhalb Jahren wurde Griechenland sogar zum Netto-Kapitalexporteur. Dieser Kapitalexport ist jedoch problematisch, da zeitgleich der griechische Kapitalstock schrumpft. Der Kapitalexport ist damit kein Zeichen einer international wettbewerbsfähigen Wirtschaft, sondern von Kapitalflucht. Deren Umfang hat sich gegenüber den beiden Vorjahren allerdings verringert.

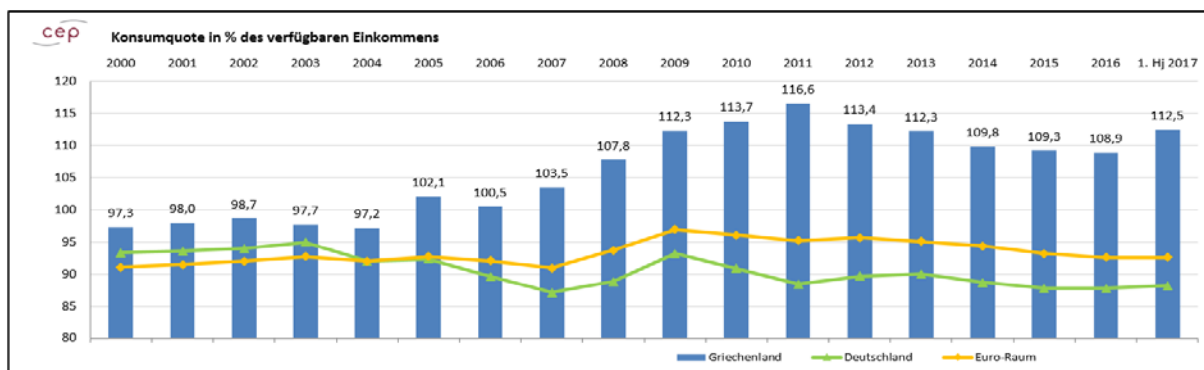


¹⁶ Vgl. Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco online unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, abgerufen am 12.01.2018.

$I^k + \text{GFS}$: Die Summe aus I^k und GFS ist über den vollständigen Beobachtungszeitraum negativ. Anfangs waren hierfür die massiven Kapitalimporte ursächlich. Seit 2012 ist dieser Umstand insbesondere auf den schrumpfenden Kapitalstock zurückzuführen.



Konsumquote: Bereits seit 2005 liegt die griechische Konsumquote ausnahmslos über der kritischen Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Im ersten Halbjahr 2017 stieg sie nochmals deutlich auf 112,5% an. Dieser Wert liegt nicht nur erheblich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,6%, sondern ist sogar mit weitem Abstand der höchste aller EU-Mitgliedstaaten.



Befund: Griechenland ist nach wie vor nicht kreditfähig. Daran haben die drei Rettungspakete seit 2010 nichts geändert. Griechenland dürfte daher dauerhaft nicht ohne ein viertes Rettungspaket auskommen.

Ursache: Die fehlende Kreditfähigkeit Griechenlands ist zum einen darauf zurückzuführen, dass der Kapitalstock des Landes seit 2011 schrumpft. Das Wachstum der griechischen Volkswirtschaft im vergangenen Jahr ist vor diesem Hintergrund konjunkturell bedingt und nicht nachhaltig, solange die kapazitätssteigernden Investitionen negativ sind. Letzteres weist deutlich auf eine nach wie vor geringe internationale Standortattraktivität Griechenlands hin. Solange sich dies nicht ändert, wird Griechenland seine Kreditfähigkeit nicht wiedergewinnen. Die fehlende Kreditfähigkeit Griechenlands ist zum anderen auf die zu hohe Konsumneigung der griechischen Bevölkerung und des griechischen Staates zurückzuführen.

Handlungsempfehlung: Damit Griechenland wieder kreditfähig wird, muss das Land für heimische und ausländische Investoren attraktiver werden. Hierzu müssen die Rahmenbedingungen für Investitionen verbessert werden. Voraussetzung für letzteres ist die Senkung der Konsumquote unter 100% des verfügbaren Einkommens, so dass Mittel für Investitionen frei werden. Insbesondere müssen die öffentlichen Ausgaben stärker investiv verwendet werden.

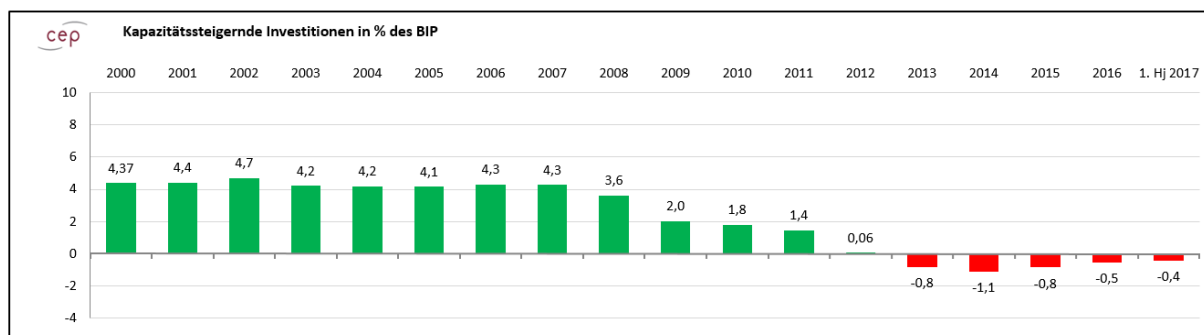
Allem voran muss das Land Reformen umsetzen, von denen es auch überzeugt ist. Die beste Medizin hilft nicht, wenn der Patient glaubt, dass der Arzt ihn vergiften möchte.

4.3 Italien

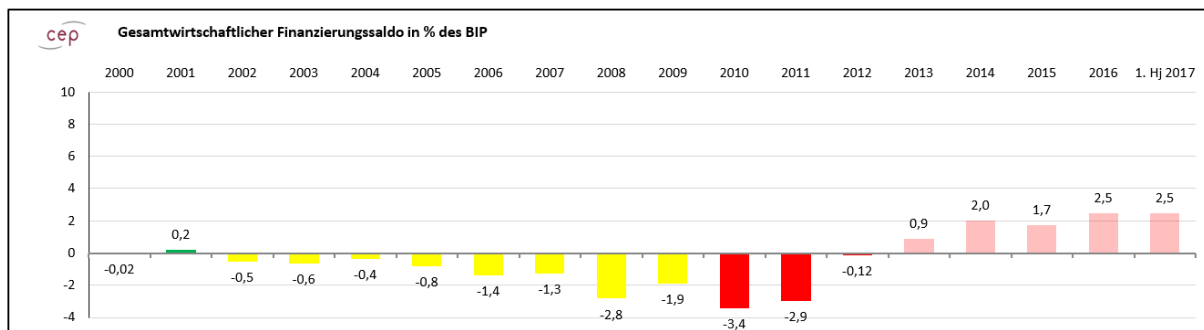
Überblick: Die italienische Kreditfähigkeit nimmt seit 2010 kontinuierlich ab.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 2017
Risiko-kategorie	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	4	4	4	4	4	4
I^k	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	-1,1	-0,8	-0,5	-0,4
GFS	-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	0,9	2,0	1,7	2,5	2,5
$I^k + \text{GFS}$	4,35	4,6	4,2	3,6	3,8	3,3	2,9	3,0	0,8	0,1	-1,6	-1,5	-0,06	0,1	0,9	0,9	2,0	2,1

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Italien weist seit 2013 eine negative Investitionsquote auf, seit 2014 allerdings mit abnehmender Tendenz. Im ersten Halbjahr 2017 schrumpfte der Kapitalstock im Umfang von 0,4% des BIP. Hauptgrund ist der starke Rückgang der öffentlichen Nettoinvestitionen. Diese sind seit 2012 – mit zunehmender Tendenz – negativ.¹⁷ Dies ist auf die hohe öffentliche Verschuldung des Staates und die dadurch bedingte hohe Zinslast zurückzuführen; der Anteil der öffentlichen Ausgaben für Zinsen ist der zweithöchste in der EU.¹⁸ Dieses Geld fehlt für öffentliche Investitionen. Doch auch die privaten Investitionen tragen zum Abbau des Kapitalstocks bei, denn seit 2013 sind auch sie negativ, wenn auch mit abnehmender Tendenz.



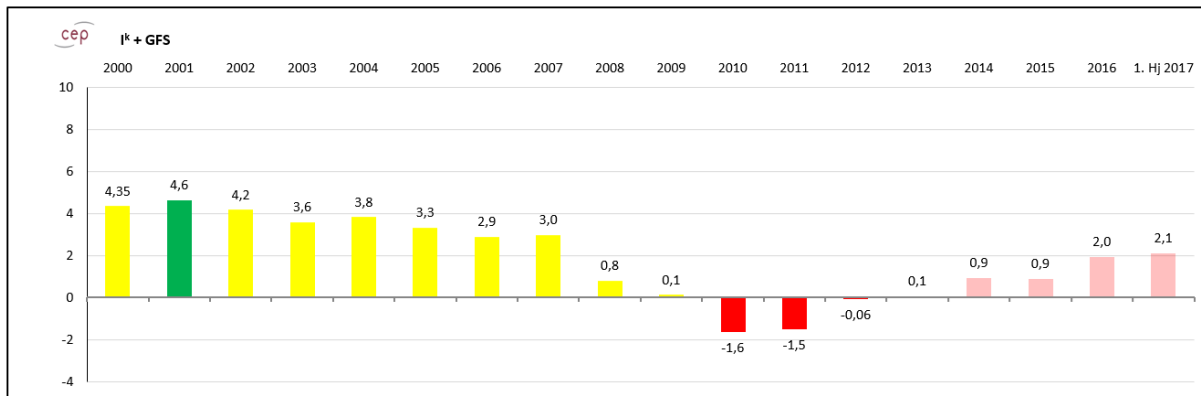
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Während Italien von 2002 bis 2012 per saldo Kapital importierte, verlässt seit 2013 Kapital das Land. Da gleichzeitig der italienische Kapitalstock schrumpft, ist der Kapitalexport keine Zeichen hoher Wettbewerbsfähigkeit, sondern ein Zeichen von Kapitalflucht. Kapital, das dringend für Investitionen benötigt wird, verlässt das Land.



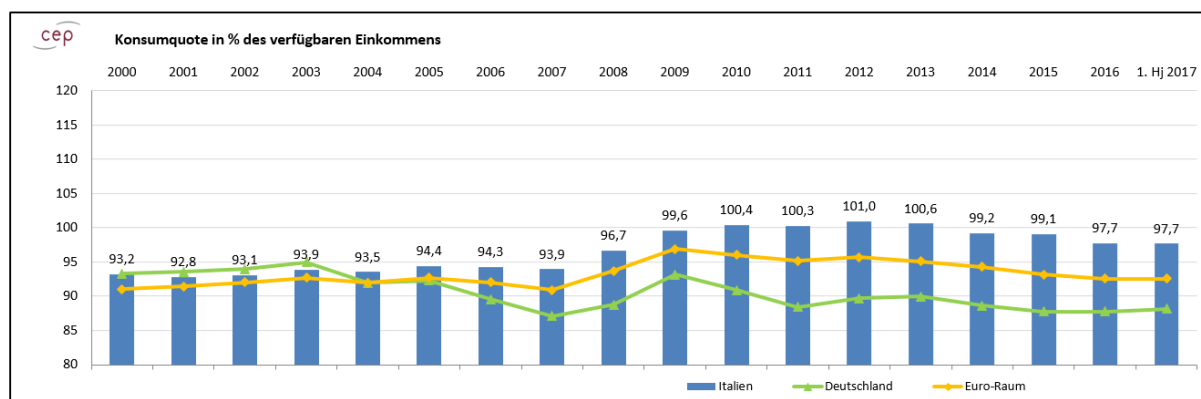
¹⁷ Vgl. Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco online unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, abgerufen am 12.01.2018.

¹⁸ Vgl. Eurostat, gemessen in % des BIP.

I^k + GFS: Bis 2009 überstiegen die kapazitätssteigernden Investitionen den Kapitalimport; die Summe aus I^k und GFS war bis 2009 also positiv. Von 2010 bis 2012 kehrte sich dies um. Der Indexwert ist seit 2013 zwar wieder positiv, allerdings schrumpft seither der italienische Kapitalstock. Dies indiziert eine Kapitalflucht und verschlechtert die Kreditfähigkeit Italiens somit weiter.



Konsumquote: Die italienische Konsumquote lag von 2010 bis 2013 oberhalb der Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Von 2014 bis 2016 sank die Quote wieder auf 97,7% und stagnierte dort im ersten Halbjahr 2017. Damit liegt sie immer noch 5,1 Prozentpunkte über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,6%.



Befund: Die italienische Kreditfähigkeit erodiert seit 2010 kontinuierlich. Dass sich Italien trotz dieser Entwicklung günstig am Kapitalmarkt finanzieren kann, ist insbesondere auf die massiven Ankäufe italienischer Staatsanleihen durch die EZB zurückzuführen.

Ursache: Grund für die erodierende italienische Kreditfähigkeit war anfangs die zu hohe Konsumneigung der italienischen Bevölkerung, die teilweise durch Nettokapitalimporte finanziert wurde. Seit 2013 ist die erodierende Kreditfähigkeit insbesondere auf einen Abbau des Kapitalstocks zurückzuführen; sowohl die öffentlichen als auch die privaten Investitionen sind negativ. Ersteres ist unter anderem eine Folge der hohen Zinslast des Staates, die wiederum auf die hohe öffentliche Verschuldung zurückzuführen ist. Letzteres ist ein Zeichen mangelnder Standortattraktivität.

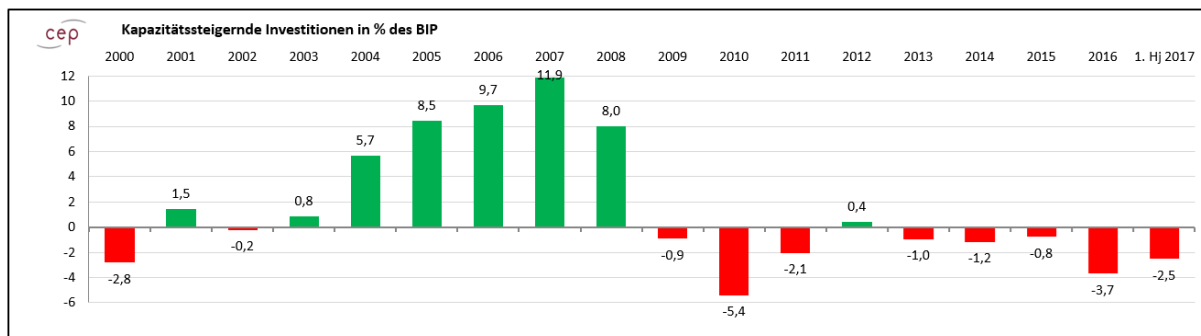
Handlungsempfehlung: Der italienische Kapitalstock muss durch mehr Investitionen wieder wachsen. Hierzu muss die Regierung in erster Linie den öffentlichen Konsum zurückfahren und stärker investieren. Gleichzeitig sollte die italienische Regierung damit beginnen, die öffentlichen Schulden abzubauen, um die Zinslast zu senken. Zudem muss das Investitionsklima für private Investitionen verbessert werden, damit der private Kapitalstock wieder zunimmt.

4.4 Lettland

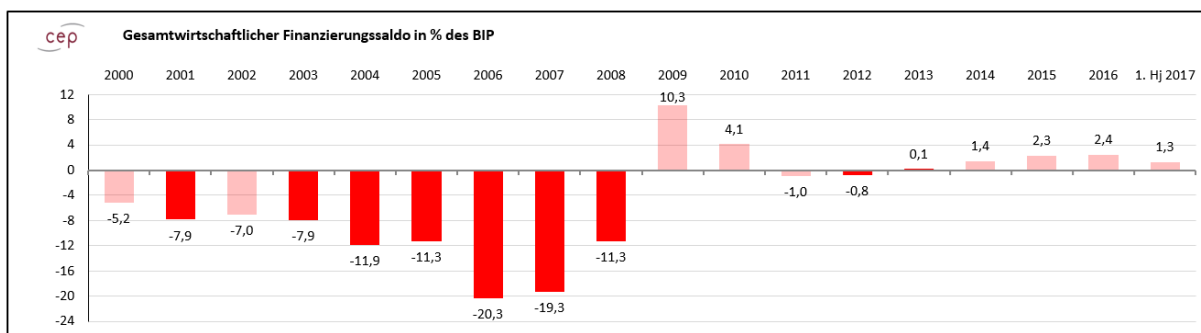
Überblick: Die lettische Kreditfähigkeit erodiert seit dem Jahr 2000. Dieser Trend setzte sich auch im ersten Halbjahr 2017 fort.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 2017
Risiko-kategorie	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
I ^k	-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	-1,2	-0,8	-3,7	-2,5
GFS	-5,2	-7,9	-7,0	-7,9	-11,9	-11,3	-20,3	-19,3	-11,3	10,3	4,1	-1,0	-0,8	0,1	1,4	2,3	2,4	1,3
I ^k + GFS	-8,0	-6,4	-7,2	-7,1	-6,2	-2,8	-10,6	-7,4	-3,3	9,4	-1,3	-3,1	-0,4	-0,9	0,2	1,5	-1,3	-1,2

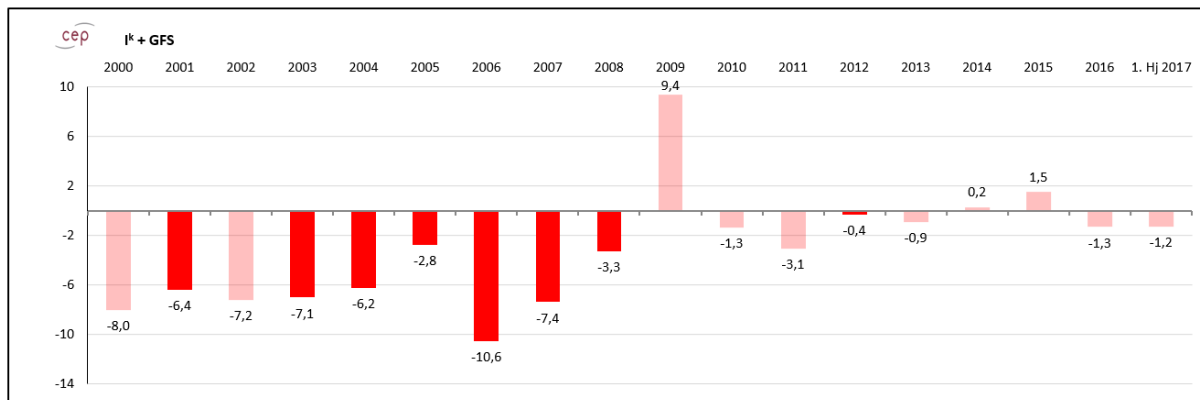
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Auch Lettland gehört zur Gruppe der Euro-Länder, deren Kapitalstock schrumpft. Diese Entwicklung hält – mit einer Ausnahme – seit 2010 an. Im ersten Halbjahr 2017 ging er um 2,5% des BIP zurück. Lediglich der griechische Kapitalstock schrumpfte noch schneller. Ursächlich für den Rückgang sind sowohl zu geringe öffentliche Investitionen als auch fehlende private Investitionen, wobei letztere die Hauptursache sind.



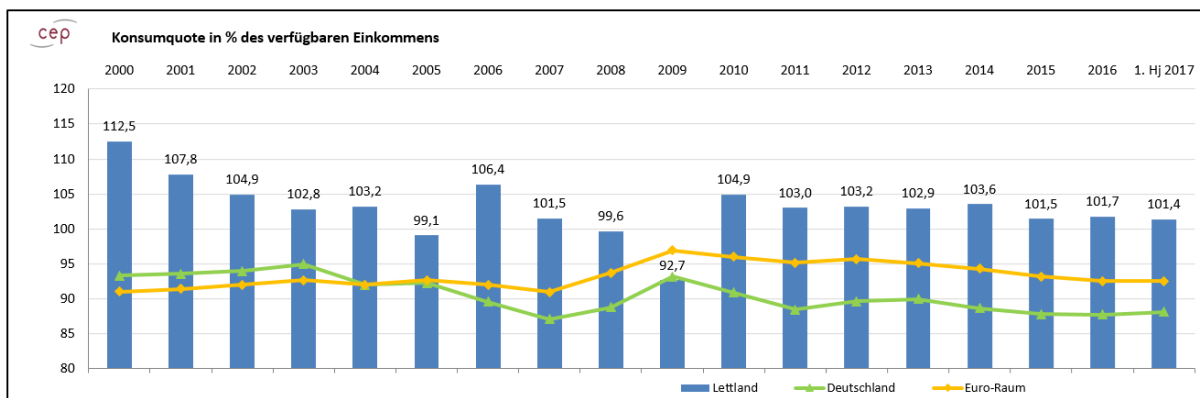
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): In den Jahren zwischen 2000 und 2008 hat Lettland per saldo in großem Umfang Kapital importiert. Seitdem ist das Land – mit den beiden Ausnahmen 2011 und 2012 – Netto-Kapitalexporteur. Im ersten Halbjahr 2017 verließ per saldo Kapital im Umfang von 1,3% des BIP das Land. Die Kapitalexporte sind ein Zeichen von Kapitalflucht, da im selben Zeitraum der lettische Kapitalstock geschrumpft ist.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS war im ersten Halbjahr 2017 – wie bereits im Jahr zuvor – leicht negativ. Da in diesem Zeitraum auch der Kapitalstock schrumpfte, ist die Summe aus I^k und GFS für die Entwicklung der Kreditfähigkeit nicht von Bedeutung.



Konsumquote: Ein großes Problem Lettlands ist die hohe Konsumneigung. Seit 2010 liegt die Konsumquote ausnahmslos über der kritischen Schwelle von 100%. Das Land lebt somit seit acht-einhalb Jahren über seine Verhältnisse. Im ersten Halbjahr 2017 konsumierte das Land 101,4% des verfügbaren Einkommens. Im Euro-Raum weisen nur Griechenland und Zypern noch höhere Konsumquoten auf.



Befund: Der Verfall der lettischen Kreditfähigkeit setzt sich auch im ersten Halbjahr 2017 fort.

Ursache: Die abnehmende lettische Kreditfähigkeit ist insbesondere auf den schrumpfenden Kapitalstock zurückzuführen, den das Land – mit einer Ausnahme – seit 2010 aufweist. Hinzu kommt eine zu hohe Konsumneigung. Das Land konsumiert seit 2010 über seine Verhältnisse.

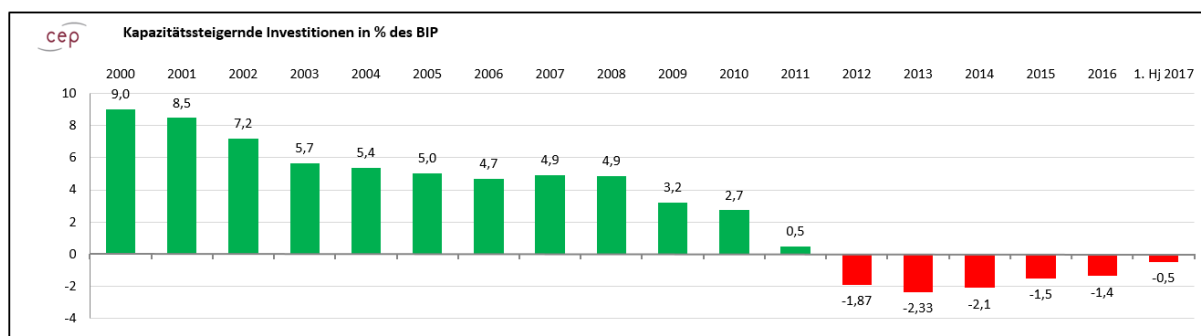
Handlungsempfehlung: Um den Rückgang des Kapitalstocks zu stoppen, muss Lettland die Rahmenbedingungen für Investitionen verbessern. Gleichzeitig müssen die öffentlichen Ausgaben stärker investiv verwendet werden. Dies würde auch dazu beitragen, das hohe Konsumniveau zu verringern. Anderenfalls wird die Kreditfähigkeit des Landes weiter verfallen.

4.5 Portugal

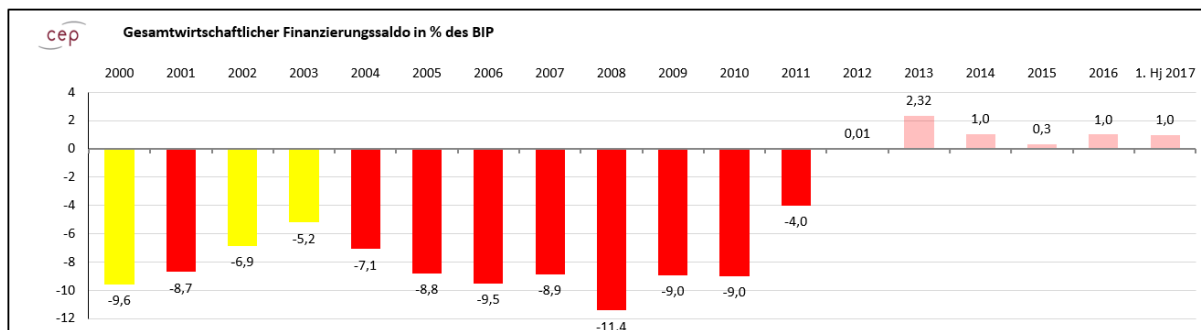
Überblick: Die portugiesische Kreditfähigkeit erodiert seit 2004. Diese Entwicklung setzte sich auch im ersten Halbjahr 2017 fort, wenn auch in geringerem Maße als in den Jahren zuvor.

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

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Seit 2012 schrumpft der portugiesische Kapitalstock. Dieser negative Trend hat sich seit seinem Höhepunkt 2013, als der Kapitalstock um 2,3% zurückging, kontinuierlich verlangsamt. Im ersten Halbjahr 2017 schrumpfte er noch im Umfang von 0,5% des BIP. Wenngleich auch die Privatinvestitionen zurückgingen, ist die Hauptursache ein Einbruch bei den öffentlichen Investitionen.¹⁹ Dies ist eine Folge der hohen Staatsverschuldung von rund 130% des BIP. Sie führt dazu, dass der Anteil der öffentlichen Ausgaben für Zinsen (gemessen in % des BIP) der höchste aller Mitgliedstaaten ist. Dieses Geld fehlt für öffentliche Investitionen.

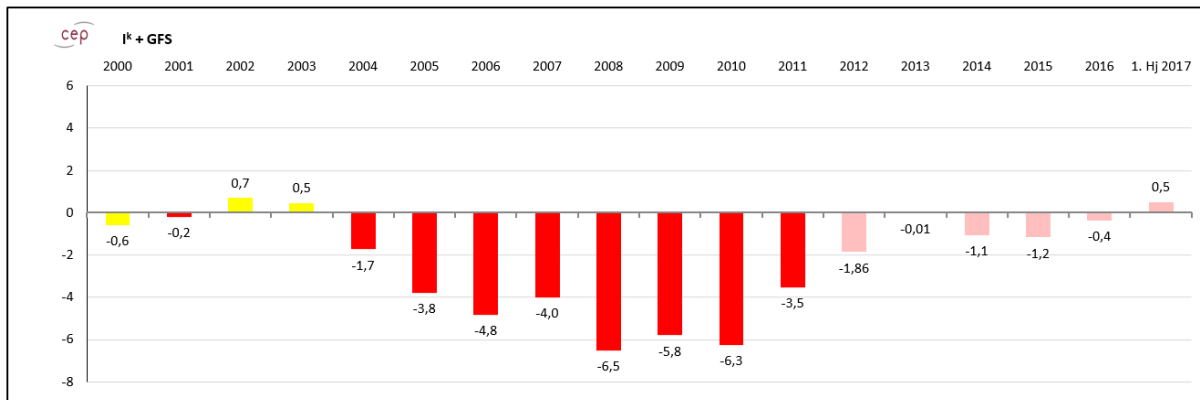


Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Portugal war bis 2011 Netto-Kapitalimporteur. Seit 2012 verlässt per saldo Kapital das Land. Das Ausmaß scheint sich auf ein Prozent des BIP einzupendeln. Dieses Geld wird dringend benötigt, um den portugiesischen Kapitalstock wenigstens zu erhalten.

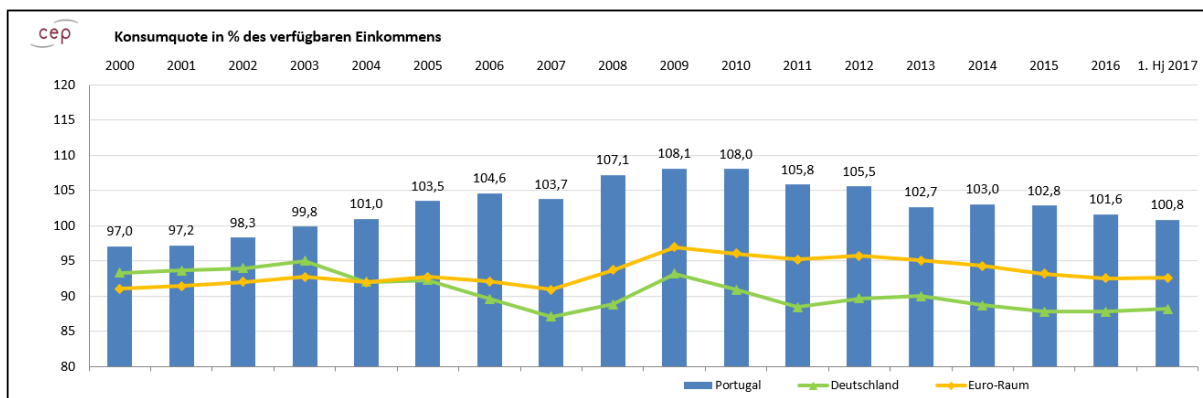


¹⁹ Vgl. Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco online unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm, abgerufen am 12.01.2018.

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



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



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

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

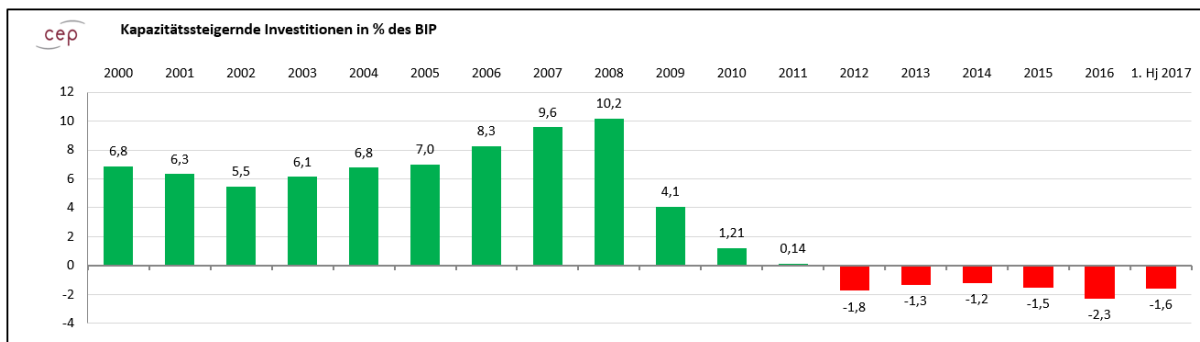
Handlungsempfehlung: Damit die Tendenz zur Besserung aufrechterhalten und die Erosion der portugiesischen Kreditfähigkeit nachhaltig gestoppt werden kann, müssen die öffentlichen Ausgaben weniger für Konsum und mehr für Investitionen verwendet werden; Spielräume hierfür würde insbesondere auch ein Abbau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

4.6 Slowenien

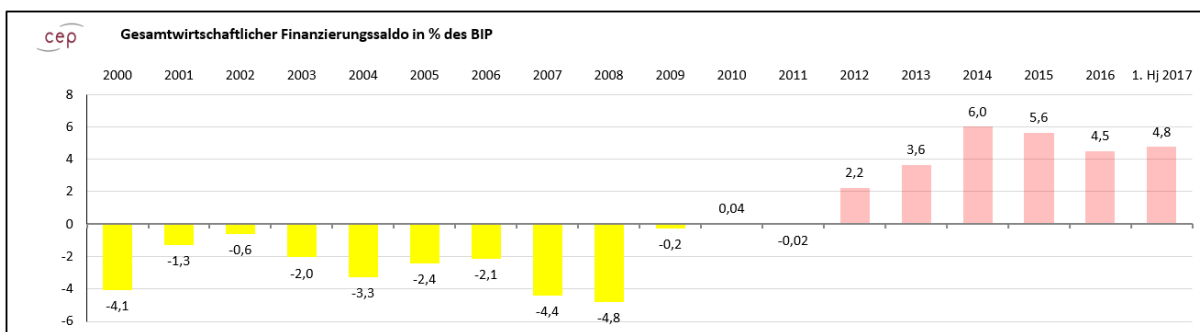
Überblick: Die Kreditfähigkeit Sloweniens nimmt seit 2012 ab. Diese Entwicklung hat sich im ersten Halbjahr 2017 fortgesetzt.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj. 2017
Risiko-kategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	3	3	4	4	4
I ^k	6,8	6,3	5,5	6,1	6,8	7,0	8,3	9,6	10,2	4,1	1,21	0,14	-1,8	-1,3	-1,2	-1,5	-2,3	-1,6
GFS	-4,1	-1,3	-0,6	-2,0	-3,3	-2,4	-2,1	-4,4	-4,8	-0,2	0,04	-0,02	2,2	3,6	6,0	5,6	4,5	4,8
I ^k + GFS	2,7	5,0	4,9	4,1	3,5	4,6	6,2	5,2	5,4	3,9	1,25	0,12	0,4	2,3	4,8	4,1	2,2	3,2

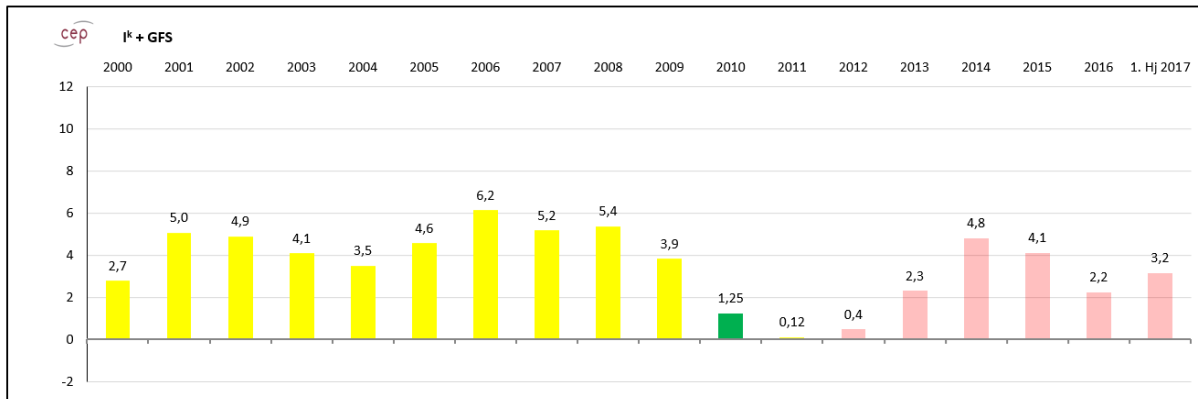
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Auch Slowenien gehört zur Gruppe der Euro-Länder, deren Kapitalstock schrumpft. Diese Entwicklung hält nun bereits seit 2012 an. Im ersten Halbjahr 2017 ging der Kapitalstock im Umfang von 1,6% des BIP zurück. Grund für diesen Rückgang sind nicht mangelnde öffentliche Investitionen, sondern ausschließlich fehlende private Investitionen. Dadurch wird deutlich, dass Slowenien über eine geringe Standortattraktivität verfügt.



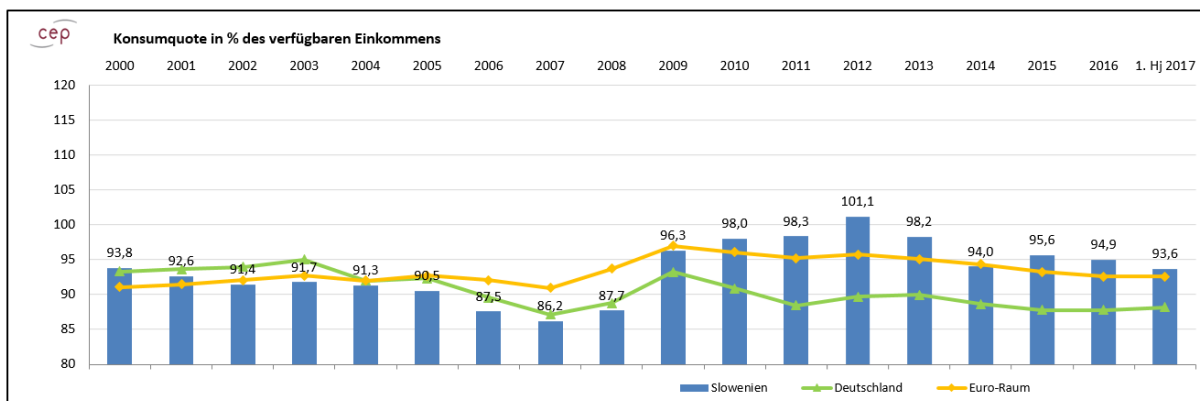
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Bis 2009 war Slowenien per saldo Kapitalimporteur. Seit 2012 exportiert das Land kontinuierlich Kapital. Da gleichzeitig der Kapitalstock schrumpft, ist dies keine positive Entwicklung. Vielmehr verlässt Kapital das Land, das zum Erhalt des Kapitalstocks dringend benötigt wird. Im ersten Halbjahr 2017 wurde per saldo Kapital in Höhe von 4,8% des BIP aus Slowenien abgezogen.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS ist über den gesamten Beobachtungszeitraum positiv. Grund hierfür waren bis 2009 hohe Investitionen, die die Nettokapitalimporte überstiegen. Seit 2012 liegt die Ursache darin, dass für Investitionen benötigtes Kapital aus Slowenien abgezogen wird.



Konsumquote: In den ersten Jahren nach der Euro-Einführung 2007 stieg der Konsum Sloweniens stark an und überschritt 2012 die kritische Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Bis 2017 ging die Konsumquote wieder auf 93,6% zurück und lag damit nur noch knapp über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,6%.



Befund: Die slowenische Kreditfähigkeit nimmt seit 2012 ab.

Ursache: Aufgrund der zu geringen privaten Investitionen schrumpft der Kapitalstock des Landes. Die öffentlichen Investitionen und die Konsumquote sind im Gegensatz zu anderen Problemländern keine Krisenursachen.

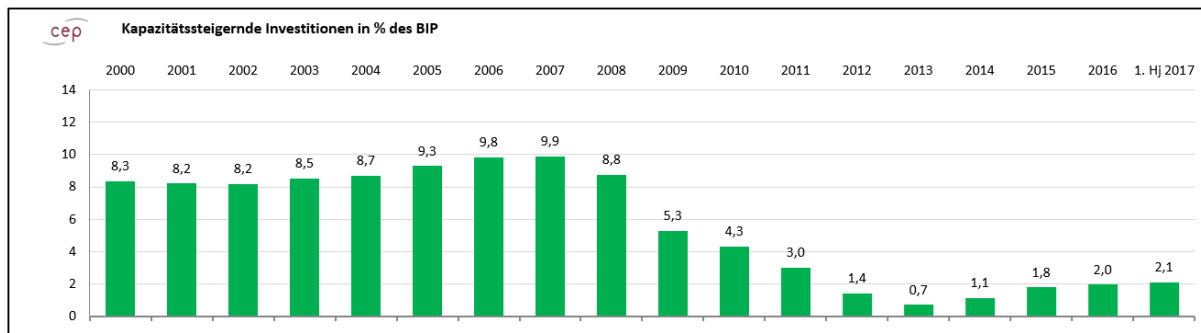
Handlungsempfehlung: Um ein weiteres Abnehmen der Kreditwürdigkeit zu verhindern, muss Slowenien die Rahmenbedingungen für private Investitionen verbessern.

4.7 Spanien

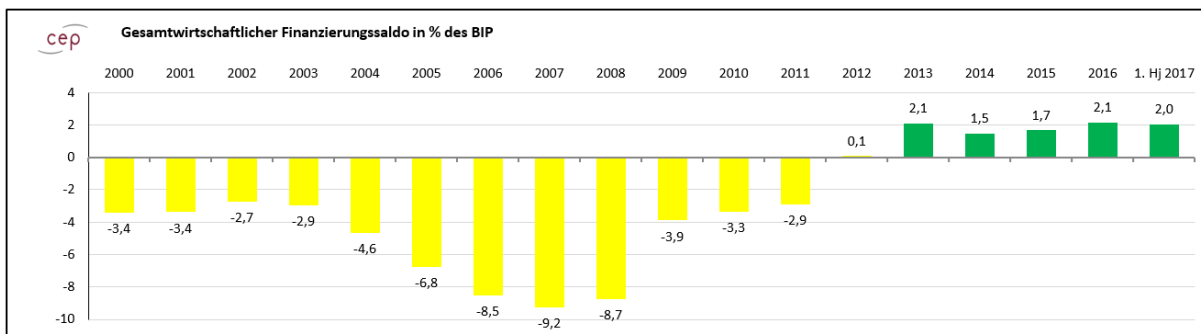
Überblick: Die spanische Kreditfähigkeit verbessert sich seit 2012 kontinuierlich. Dennoch benötigte Spanien aufgrund des Platzens einer Immobilienblase zwischen 2012 und 2014 Finanzhilfen zur Stützung seiner Banken. Der cepDefault-Index bildet solche Risiken, die sich aus Immobilienblasen ergeben, jedoch bewusst nur so weit ab, wie sie zu negativen Nettoinvestitionen oder zu Kreditbedarf aus dem Ausland führen. Dies war in Spanien aber nicht der Fall. Folgerichtig wies der Index in keinem Jahr eine eindeutig abnehmende Kreditfähigkeit auf.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 2017
Risiko-kategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1
I ^k	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	1,1	1,8	2,0	2,1
GFS	-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	1,7	2,1	2,0
I ^k + GFS	4,9	4,8	5,5	5,6	3,9	2,5	1,3	0,7	0,1	1,4	1,0	0,1	1,5	2,8	2,6	3,5	4,1	4,1

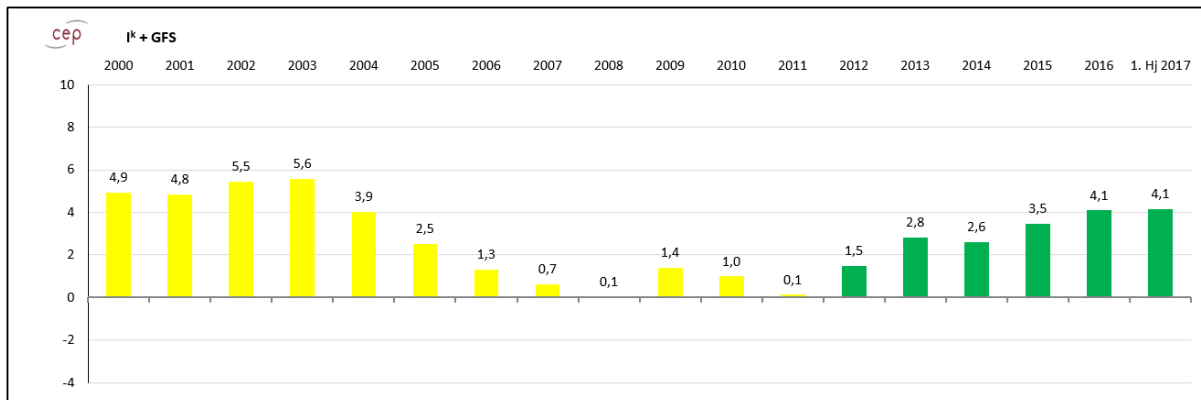
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Die kapazitätssteigernden Investitionen fielen von 2008 bis 2013 stark ab, blieben aber stets im positiven Bereich. Seit 2014 steigen sie wieder verhalten, aber stetig an. Diese Entwicklung setzte sich im ersten Halbjahr 2017 fort. Der positive I^k-Wert ist allein auf private Investitionen zurückzuführen. Die öffentlichen Nettoinvestitionen sind seit 2012 negativ.



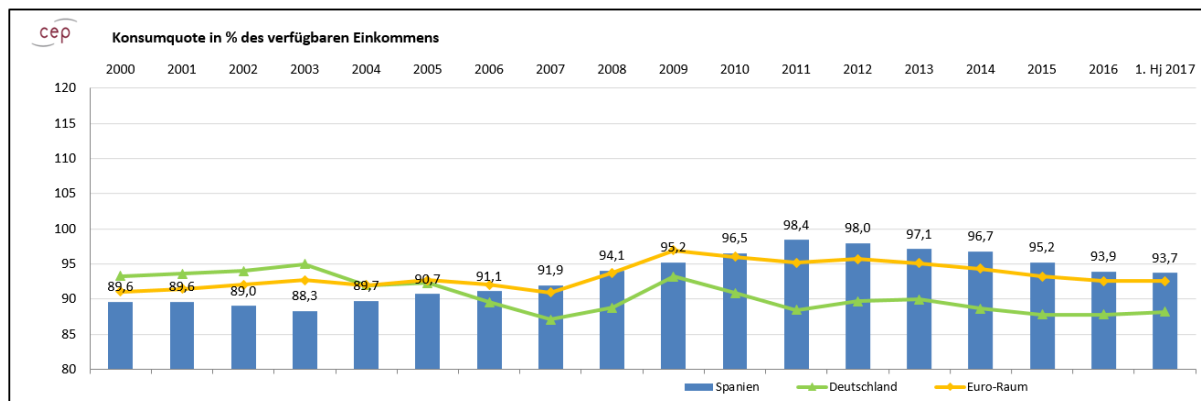
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Nachdem Spanien bis 2011 per saldo Kapital importierte, exportiert es seit 2012 per saldo Kapital. Der Überschuss betrug im ersten Halbjahr 2017 2,0% des BIP.



I^k + GFS: Die Summe aus I^k und GFS fiel ab 2004 stark ab. Selbst während der Krise, ab dem Jahr 2008, blieb der Indexwert aber im niedrigen positiven Bereich. Seit 2012 ist er wieder deutlich auf inzwischen 4,1% des BIP angestiegen.



Konsumquote: Die seit 2012 kontinuierlich sinkende Konsumquote betrug im ersten Halbjahr 2017 93,7%. Sie liegt damit noch knapp über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 92,6%.



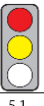
Befund: Die spanische Kreditfähigkeit entwickelte sich bis 2011 unbestimmt und nimmt seit 2012 kontinuierlich zu. Mittelfristig könnten die seit 2012 negativen öffentlichen Nettoinvestitionen ein Wachstumshindernis sein.

Ursache: Die seit 2012 steigende Kreditfähigkeit ist Folge von Strukturreformen, die zu einer Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit geführt haben. Es bleibt abzuwarten, ob sich die durch die katalanischen Unabhängigkeitsbestrebungen entstandene politische Unsicherheit wirtschaftlich niederschlägt.

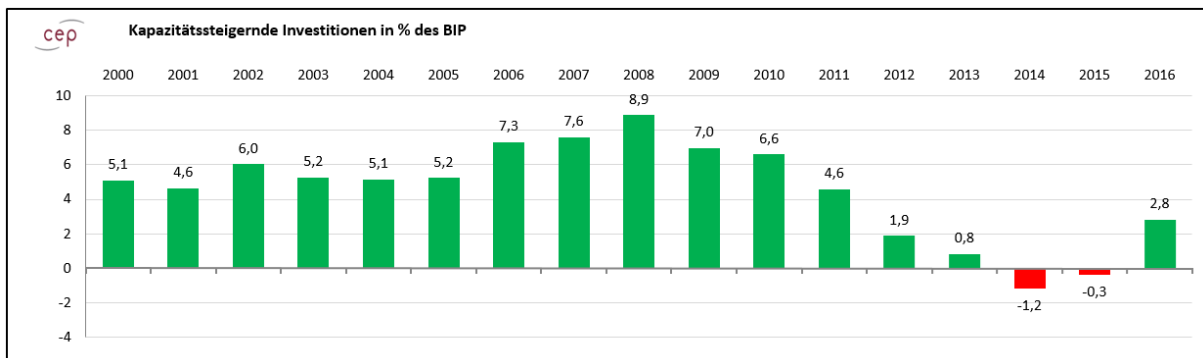
Handlungsempfehlung: Die spanische Regierung sollte den eingeschlagenen Reformkurs beibehalten und das nach wie vor hohe öffentliche Defizit senken. Dabei sollte sie darauf achten, dass dies nicht einseitig zu Lasten der öffentlichen Investitionen erfolgt.

4.8 Zypern

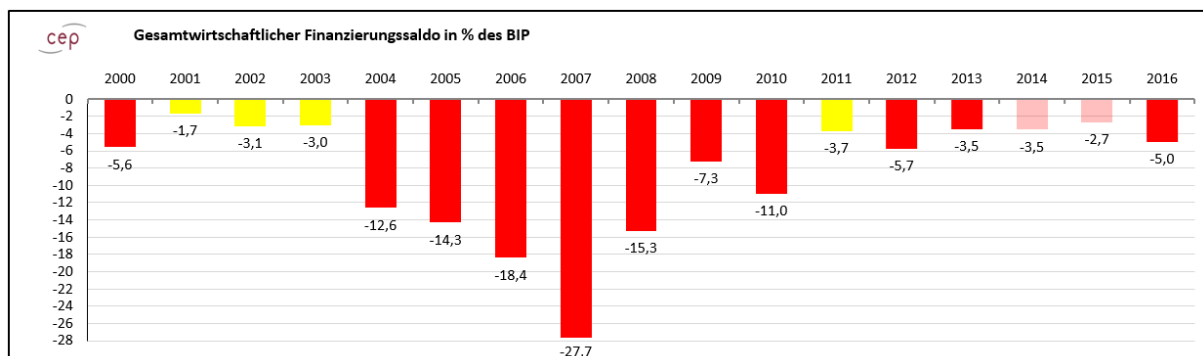
Überblick: Die Kreditfähigkeit Zyperns verfällt – mit einer Ausnahme – seit 2004. Diese Entwicklung setzte sich 2016 fort.

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

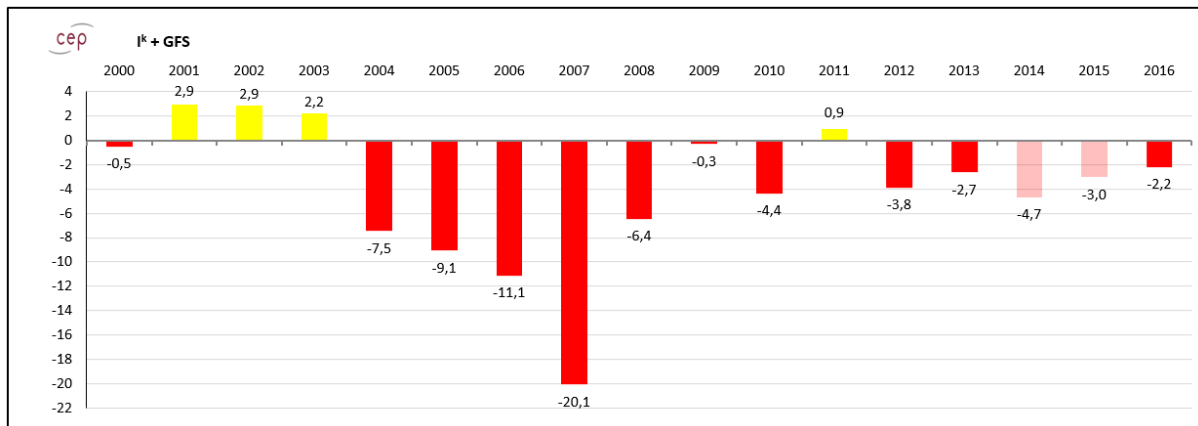
Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Nachdem der zyprische Kapitalstock 2014 und 2015 noch geschrumpft war, ist er 2016 wieder gewachsen. Mit 2,8% lagen die kapazitätssteigernden Investitionen zudem deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Raums von 1,8% im Jahr 2016.



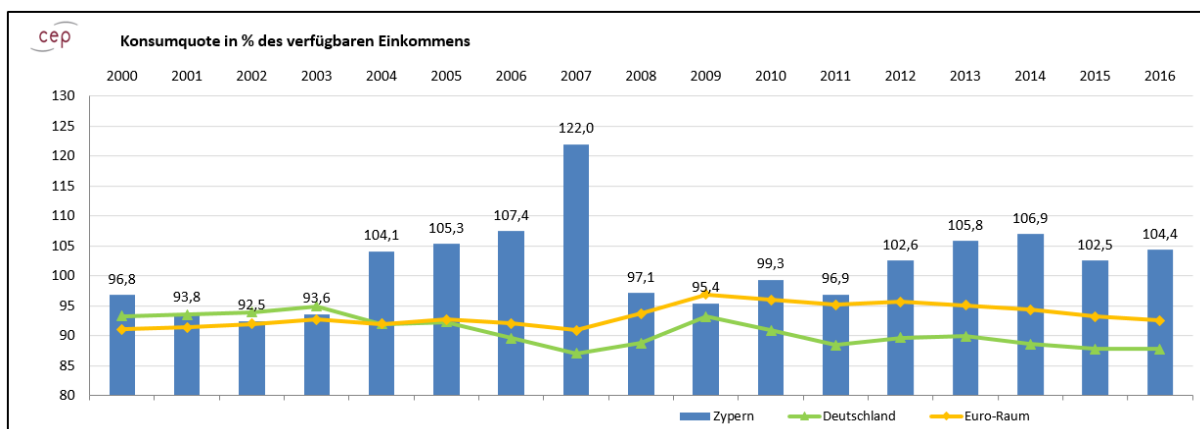
Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Zypern ist seit 2000 durchgehend Kapitalimporteur. In den meisten Jahren wurden die Kapitalimporte teilweise für den Konsum verwendet. Nach einem Rückgang der Kapitalimporte im Jahr 2015 stieg der Wert 2016 wieder stark auf 5,0% des BIP. Ein beträchtlicher Teil der Kapitalimporte wurde dabei abermals nicht für Investitionen, sondern für den Konsum verwendet.



I^k + GFS: Der Indexwert Zyperns ist seit 2009 – mit Ausnahme des Jahres 2011 – negativ. Seit 2015 weist er eine rückläufige Tendenz auf. Nach einem Schrumpfen des Kapitalstocks in den Jahren 2014 und 2015 sind zudem die Investitionen in Zypern wieder im positiven Bereich. Zypern verschuldet sich aber im Ausland nach wie vor stark zur Finanzierung des Konsums.



Konsumquote: Die Konsumquote Zyperns liegt seit 2012 über der kritischen Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. Die hohe Konsumneigung Zyperns führt dazu, dass die Kapitalimporte im Ergebnis nicht nur zur Finanzierung von Investitionen, sondern auch zur Finanzierung des heimischen Konsums verwendet werden. Während die Konsumquote 2015 gesunken war, stieg sie 2016 sogar wieder auf 104,4% des verfügbaren Einkommens. Dies war, nach Griechenland, der zweithöchste Wert aller Euro-Länder.



Befund: Die Kreditfähigkeit Zyperns verfällt – mit einer Ausnahme – bereits seit 2004.

Ursache: Die Hauptursache für die sinkende Kreditfähigkeit Zyperns liegt in der hohen Konsumquote. Diese führt dazu, dass sich Zypern zur Finanzierung von Konsum verschuldet.

Handlungsempfehlung: Um die hohe Neuverschuldung Zyperns zu reduzieren, muss insbesondere die hohe Konsumquote sinken.

5 Restliche Euro-Länder und Euro-Raum insgesamt

5.1 Belgien

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

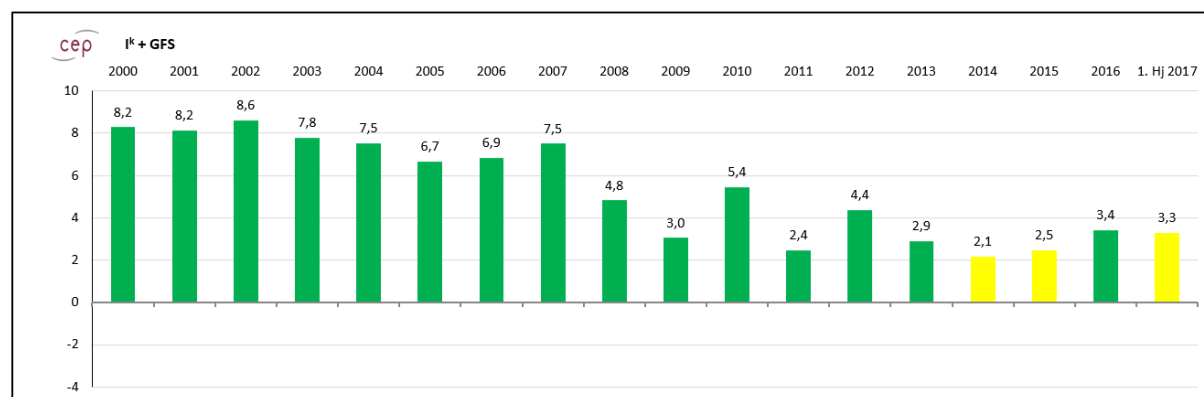
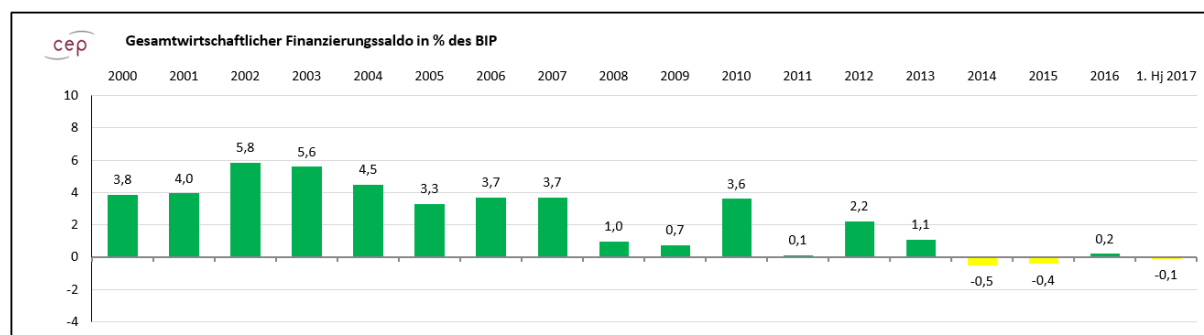
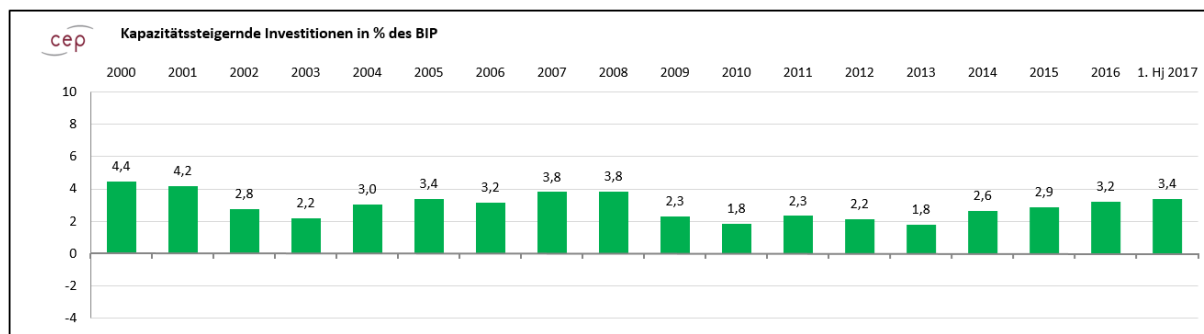
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 2017
Risiko-kategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	1	2
I ^k	4,4	4,2	2,8	2,2	3,0	3,4	3,2	3,8	3,8	2,3	1,8	2,3	2,2	1,8	2,6	2,9	3,2	3,4
GFS	3,8	4,0	5,8	5,6	4,5	3,3	3,7	3,7	1,0	0,7	3,6	0,1	2,2	1,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,1
I ^k + GFS	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	2,9	2,1	2,5	3,4	3,3

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.



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.

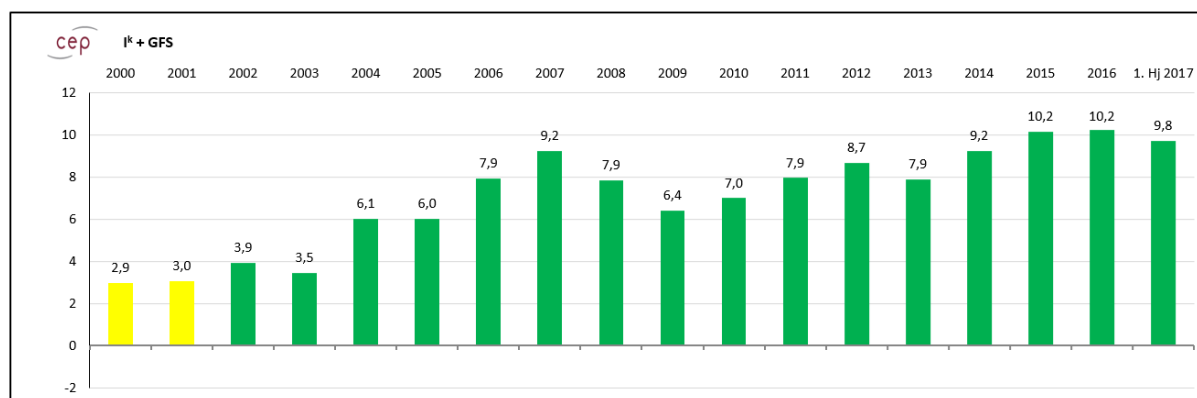
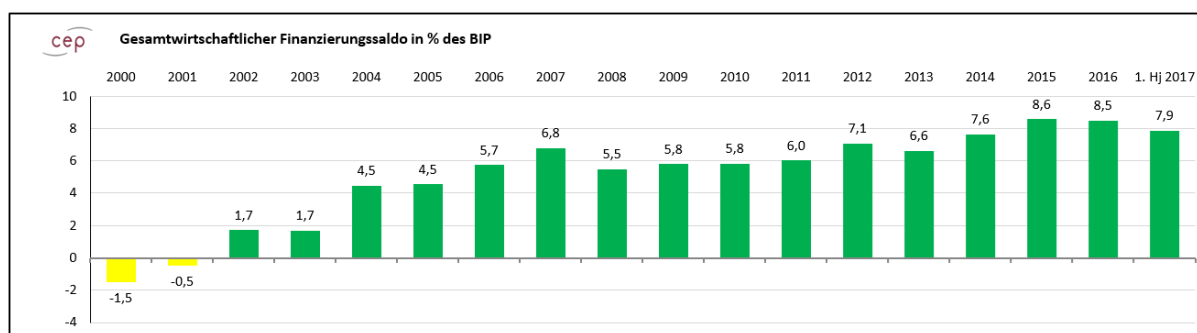
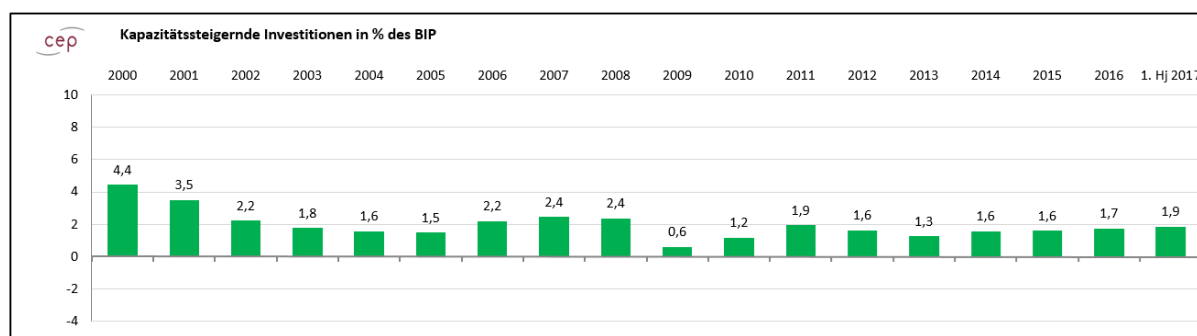
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 2017
Risiko-kategorie	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	4,4	3,5	2,2	1,8	1,6	1,5	2,2	2,4	2,4	0,6	1,2	1,9	1,6	1,3	1,6	1,6	1,7	1,9
GFS	-1,5	-0,5	1,7	1,7	4,5	4,5	5,7	6,8	5,5	5,8	5,8	6,0	7,1	6,6	7,6	8,6	8,5	7,9
I ^k + GFS	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	7,9	9,2	10,2	10,2	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.

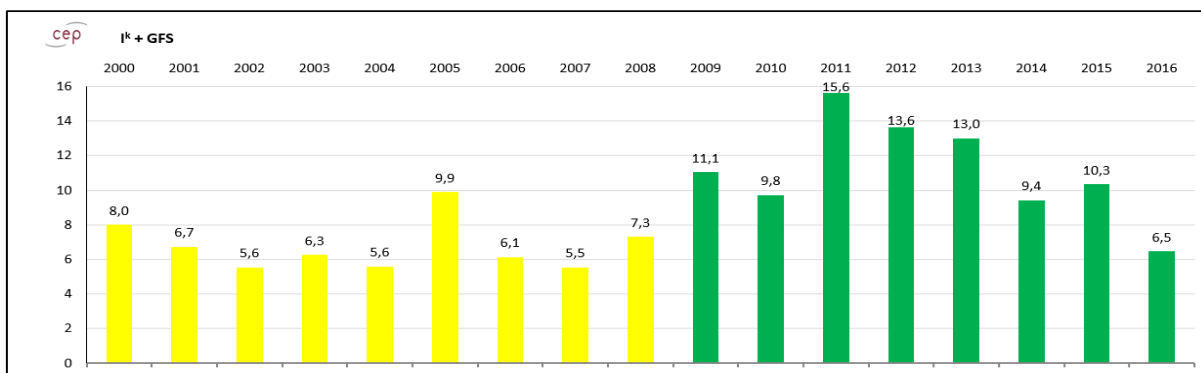
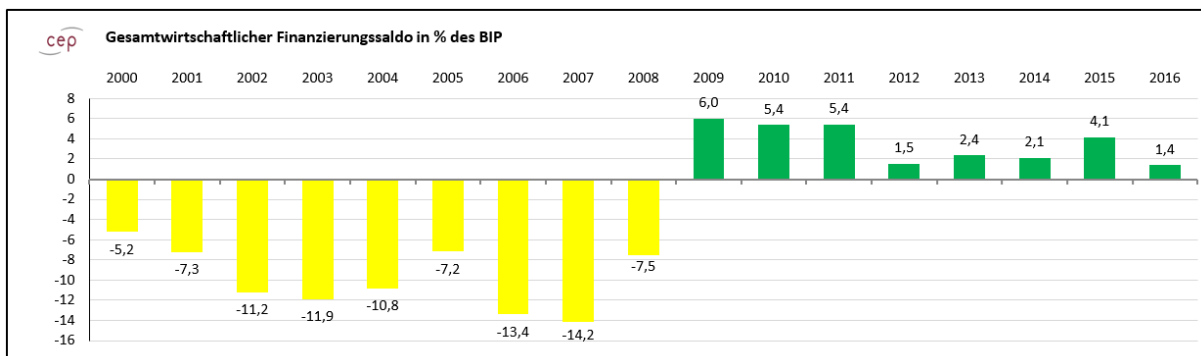
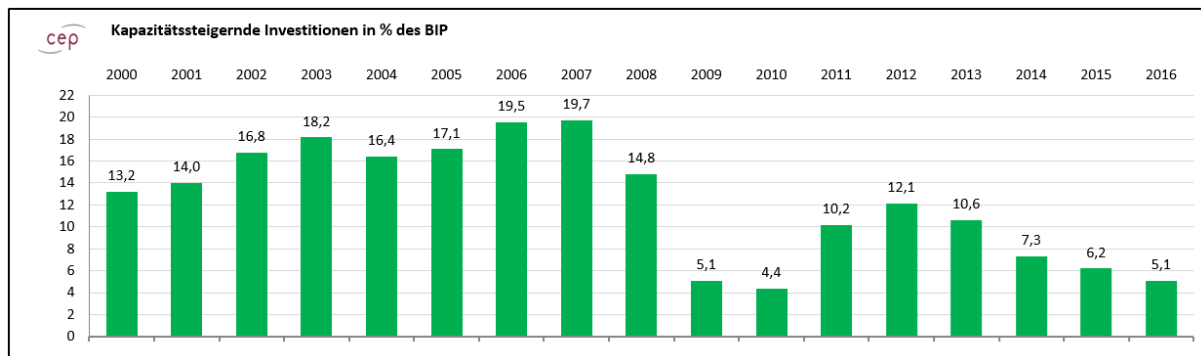
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Risiko-kategorie	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	13,2	14,0	16,8	18,2	16,4	17,1	19,5	19,7	14,8	5,1	4,4	10,2	12,1	10,6	7,3	6,2	5,1
GFS	-5,2	-7,3	-11,2	-11,9	-10,8	-7,2	-13,4	-14,2	-7,5	6,0	5,4	5,4	1,5	2,4	2,1	4,1	1,4
I ^k + GFS	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	13,0	9,4	10,3	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.



5.4 Finnland

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

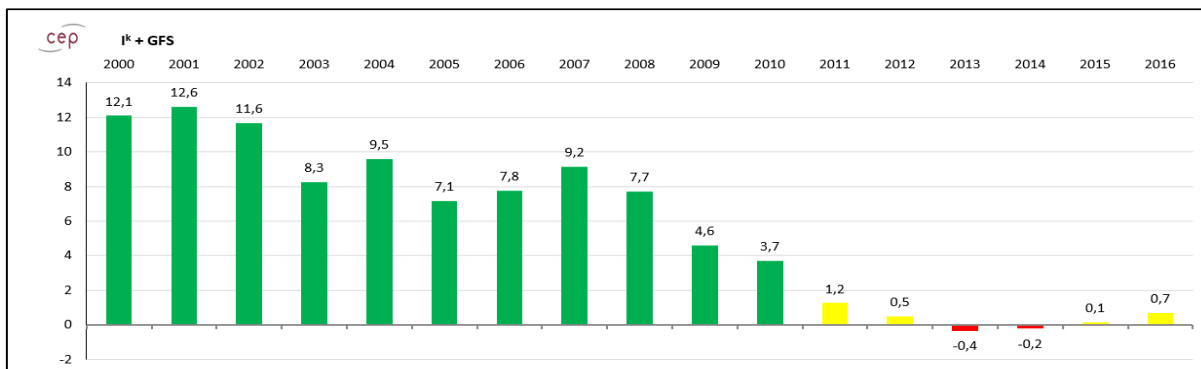
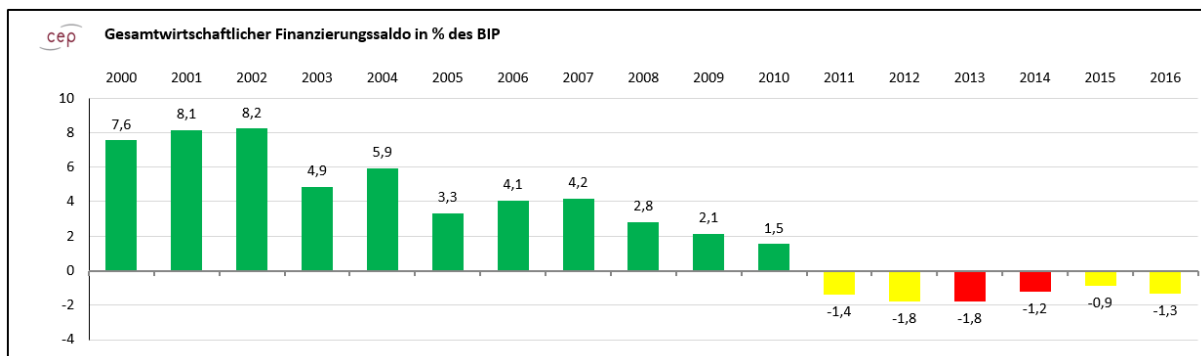
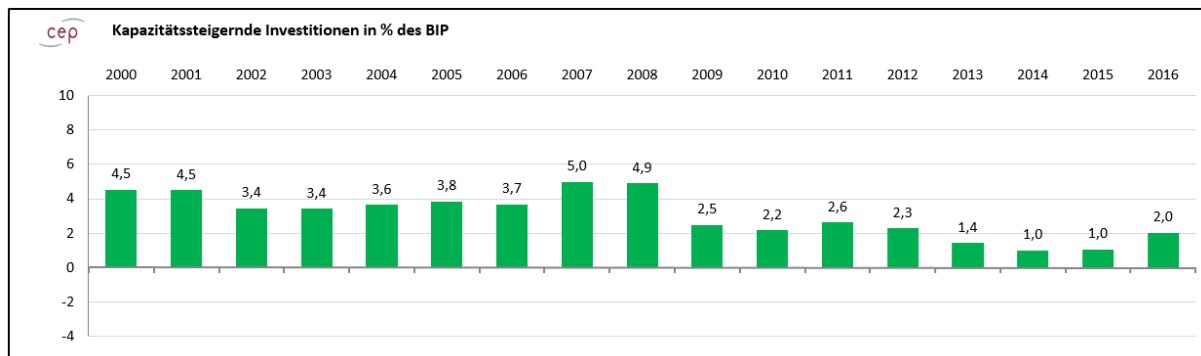
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Risiko-kategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	3	2
I ^k	4,5	4,5	3,4	3,4	3,6	3,8	3,7	5,0	4,9	2,5	2,2	2,6	2,3	1,4	1,0	1,0	2,0
GFS	7,6	8,1	8,2	4,9	5,9	3,3	4,1	4,2	2,8	2,1	1,5	-1,4	-1,8	-1,8	-1,2	-0,9	-1,3
I ^k + GFS	12,1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



5.5 Litauen

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

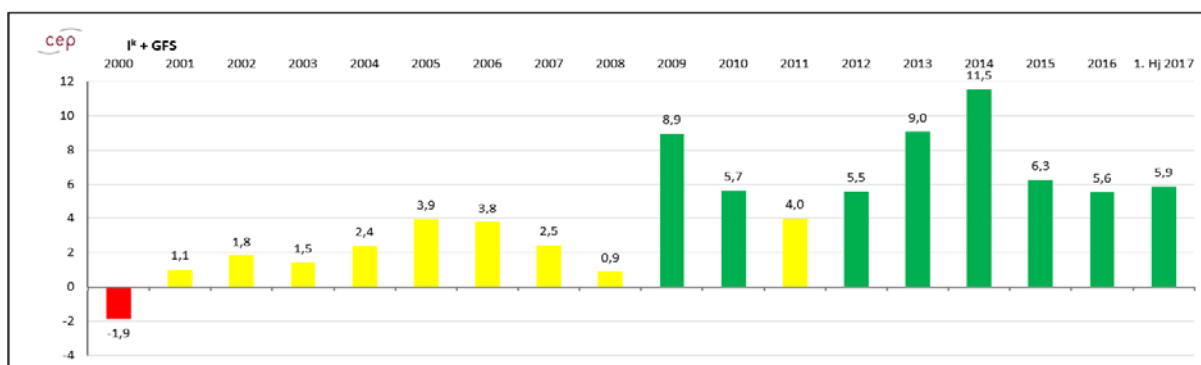
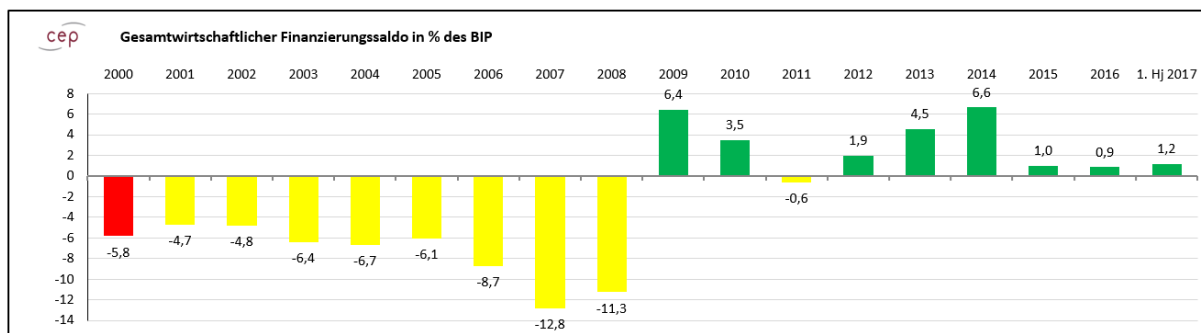
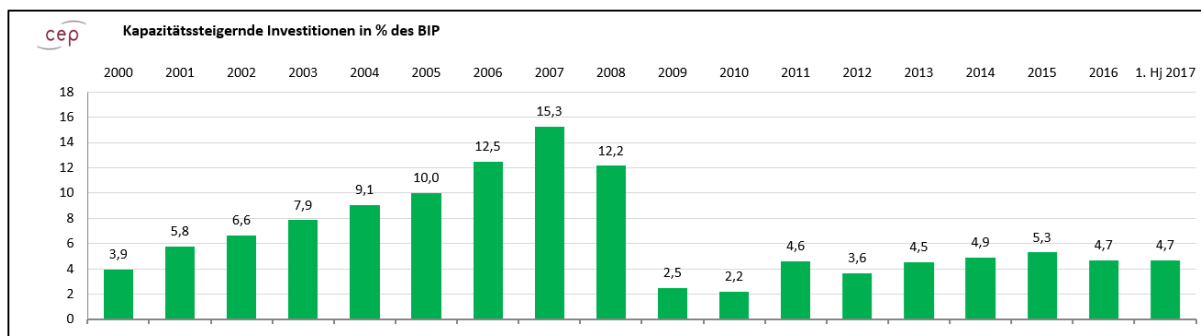
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 2017
Risiko-kategorie	3	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	2	1	1	1	1	1	1
I ^k	3,9	5,8	6,6	7,9	9,1	10,0	12,5	15,3	12,2	2,5	2,2	4,6	3,6	4,5	4,9	5,3	4,7	4,7
GFS	-5,8	-4,7	-4,8	-6,4	-6,7	-6,1	-8,7	-12,8	-11,3	6,4	3,5	-0,6	1,9	4,5	6,6	1,0	0,9	1,2
I ^k + GFS	-1,9	1,1	1,8	1,5	2,4	3,9	3,8	2,5	0,9	8,9	5,7	4,0	5,5	9,0	11,5	6,3	5,6	5,9

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.



5.6 Luxemburg

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

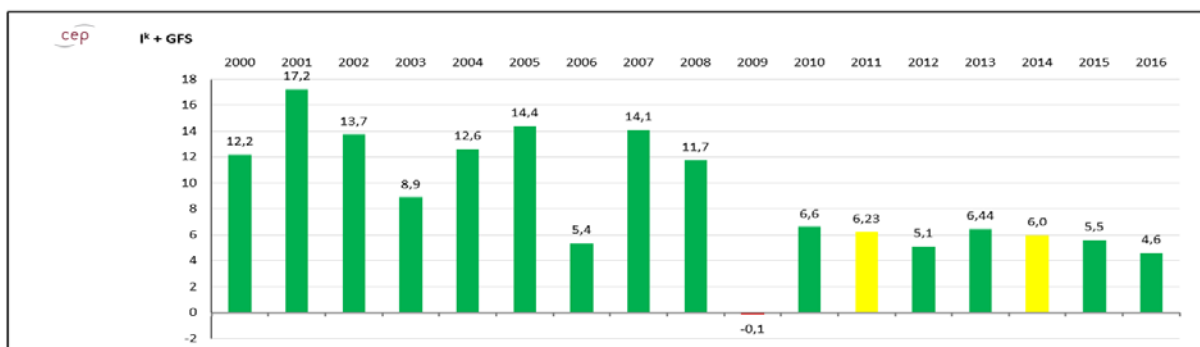
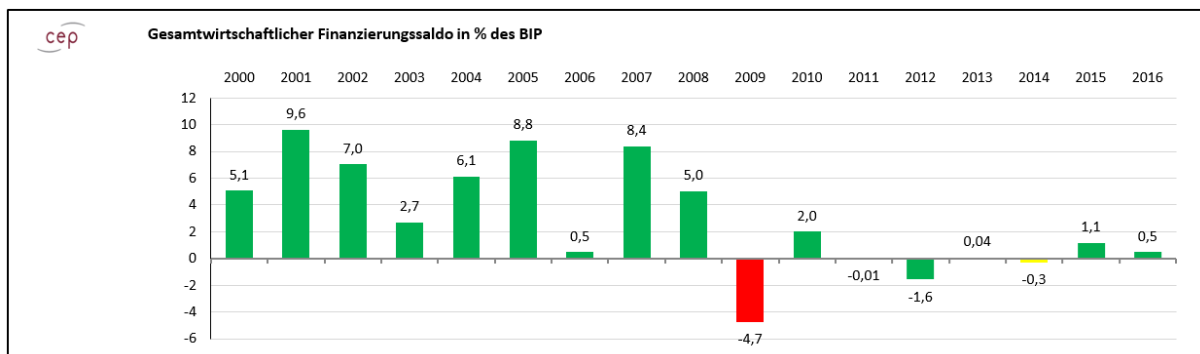
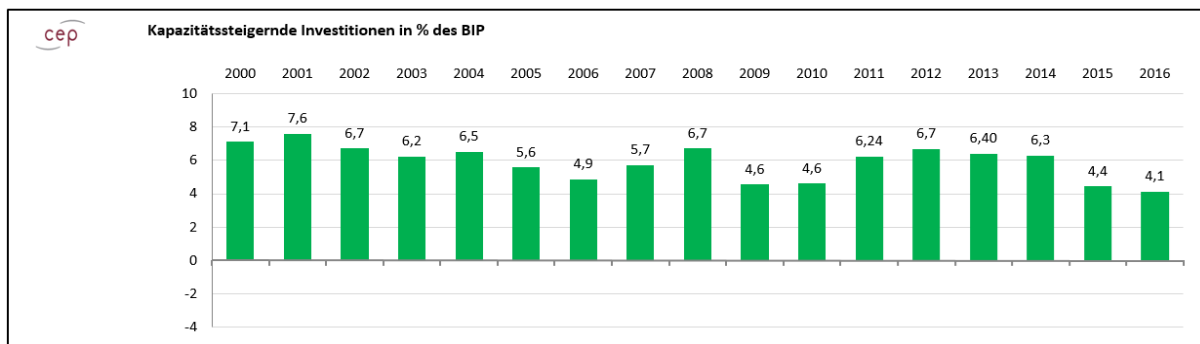
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Risiko-kategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	1	1	2	1	2	1	1
I ^k	7,1	7,6	6,7	6,2	6,5	5,6	4,9	5,7	6,7	4,6	4,6	6,24	6,7	6,40	6,3	4,4	4,1
GFS	5,1	9,6	7,0	2,7	6,1	8,8	0,5	8,4	5,0	-4,7	2,0	-0,01	-1,6	0,04	-0,3	1,1	0,5
I ^k + GFS	12,2	17,2	13,7	8,9	12,6	14,4	5,4	14,1	11,7	-0,1	6,6	6,23	5,1	6,44	6,0	5,5	4,6

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.



5.7 Niederlande

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

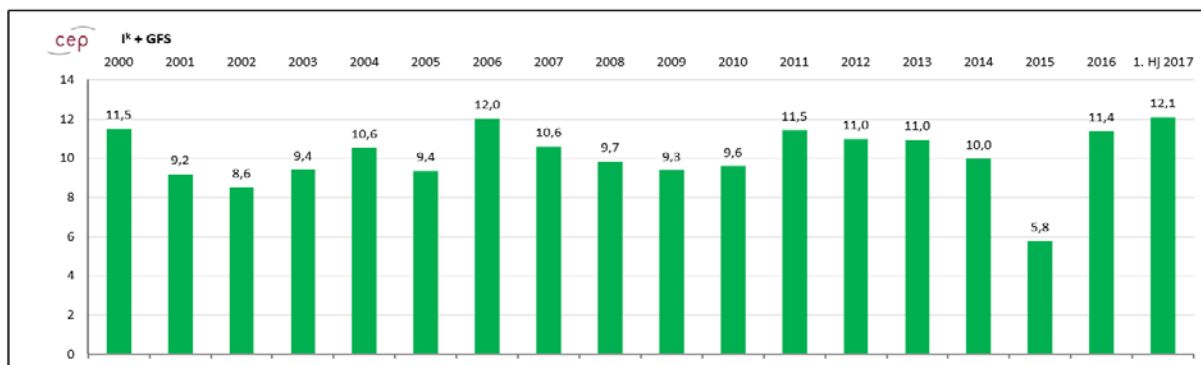
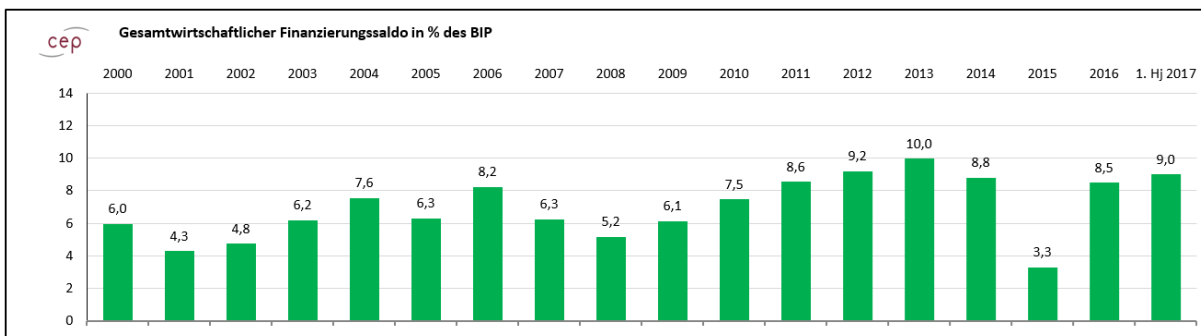
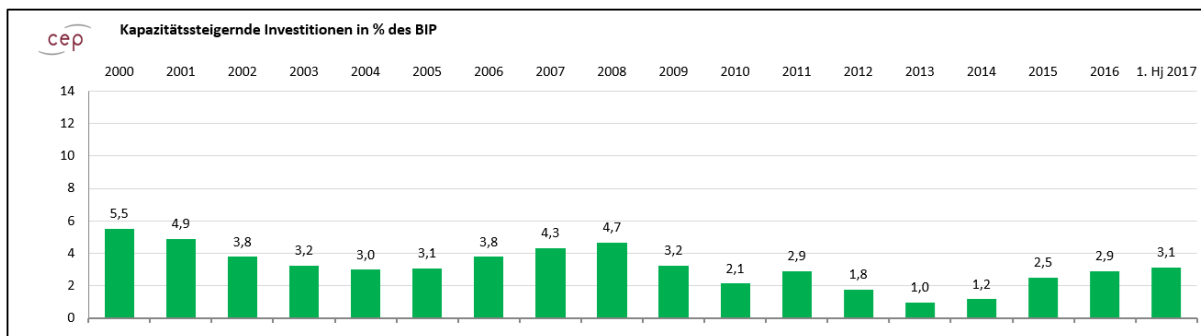
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. Hj 2017
Risiko-kategorie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	5,5	4,9	3,8	3,2	3,0	3,1	3,8	4,3	4,7	3,2	2,1	2,9	1,8	1,0	1,2	2,5	2,9	3,1
GFS	6,0	4,3	4,8	6,2	7,6	6,3	8,2	6,3	5,2	6,1	7,5	8,6	9,2	10,0	8,8	3,3	8,5	9,0
I ^k + GFS	11,5	9,2	8,6	9,4	10,6	9,4	12,0	10,6	9,7	9,3	9,6	11,5	11,0	11,0	10,0	5,8	11,4	12,1

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.



5.8 Österreich

Entwicklung des cepDefault-Indexes

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

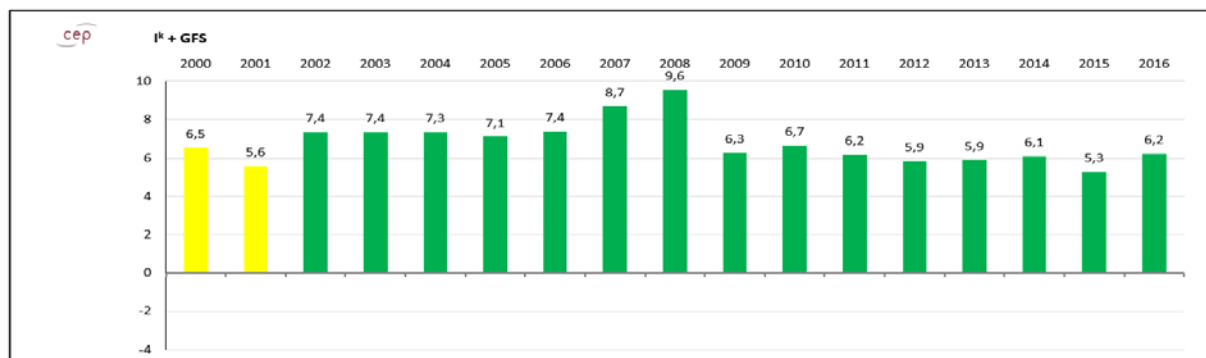
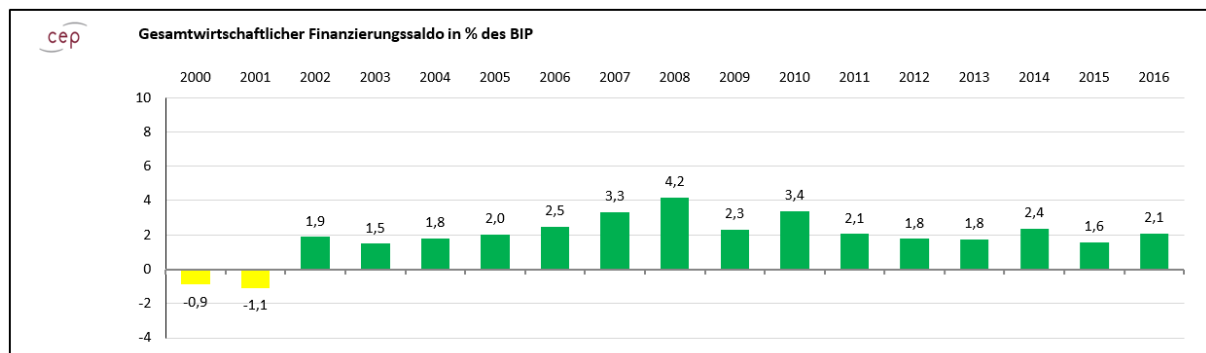
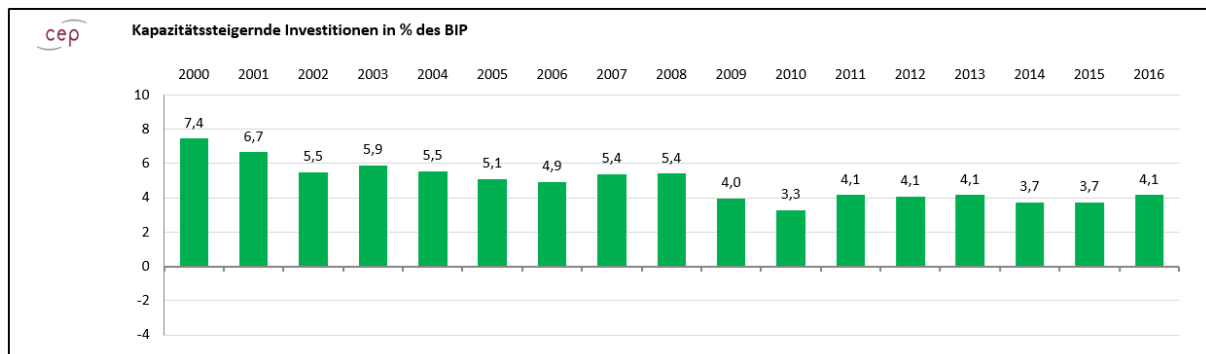
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Risiko-kategorie	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
I ^k	7,4	6,7	5,5	5,9	5,5	5,1	4,9	5,4	5,4	4,0	3,3	4,1	4,1	4,1	3,7	3,7	4,1
GFS	-0,9	-1,1	1,9	1,5	1,8	2,0	2,5	3,3	4,2	2,3	3,4	2,1	1,8	1,8	2,4	1,6	2,1
I ^k + GFS	6,5	5,6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

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.



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.

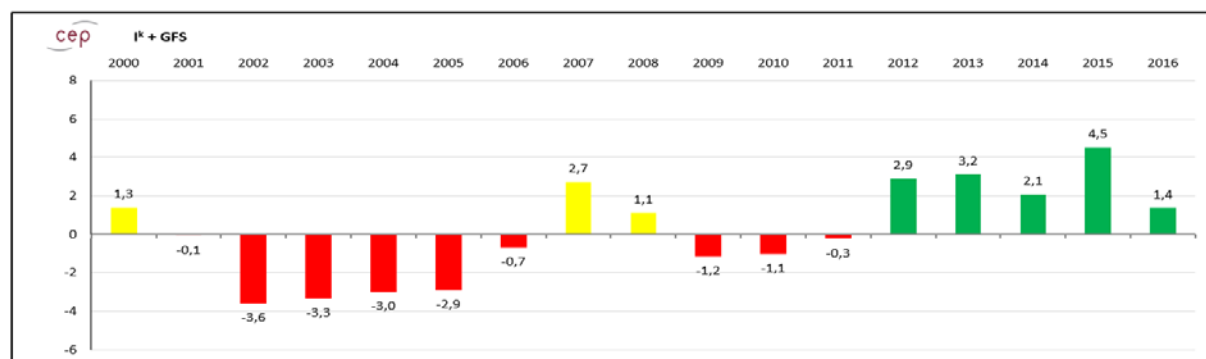
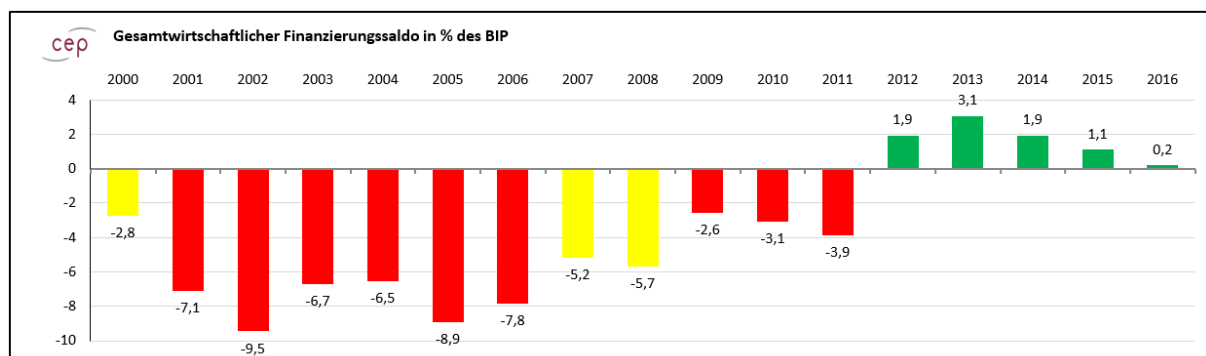
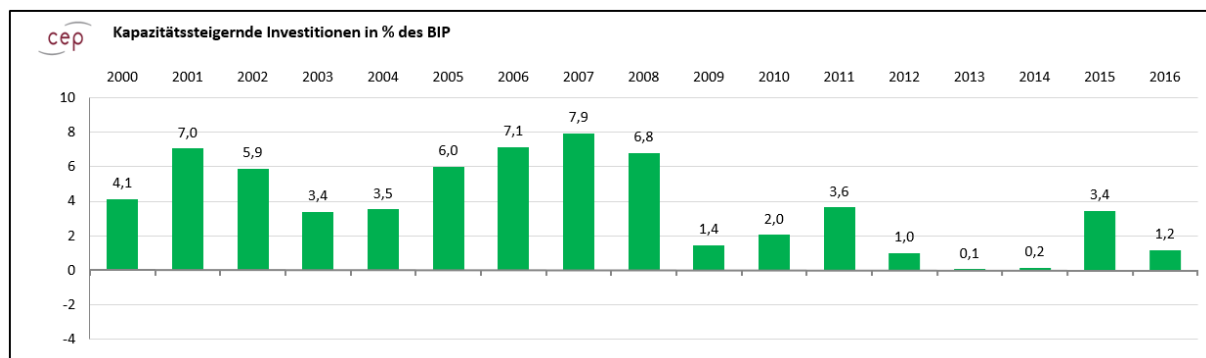
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Risiko-kategorie	2	2	3	3	4	4	4	4	2	2	3	3	4	1	1	3	1
I ^k	4,1	7,0	5,9	3,4	3,5	6,0	7,1	7,9	6,8	1,4	2,0	3,6	1,0	0,1	0,2	3,4	1,2
GFS	-2,8	-7,1	-9,5	-6,7	-6,5	-8,9	-7,8	-5,2	-5,7	-2,6	-3,1	-3,9	1,9	3,1	1,9	1,1	0,2
I ^k + GFS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

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-Indexes²⁰

Grün = Verbesserung der Kreditfähigkeit.

Gelb = Unbestimmte Entwicklung der Kreditfähigkeit.

Rot-gelb = Erosion der Kreditfähigkeit.

Rot = Verfestigte Erosion der Kreditfähigkeit.

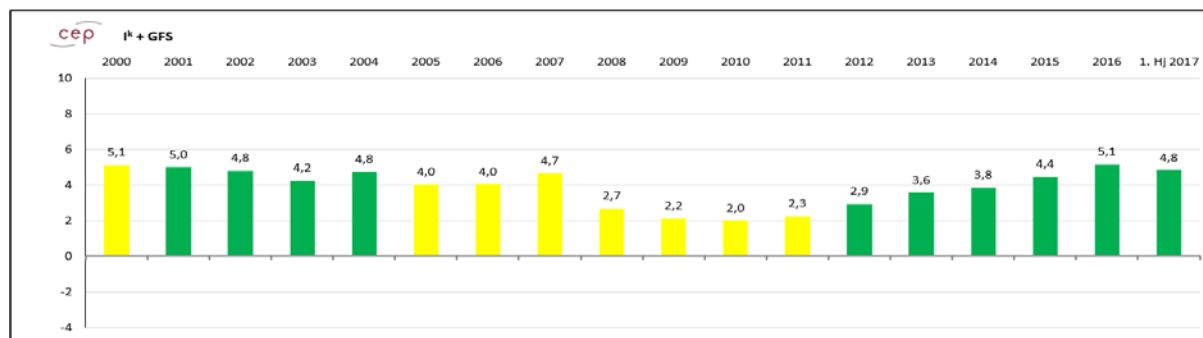
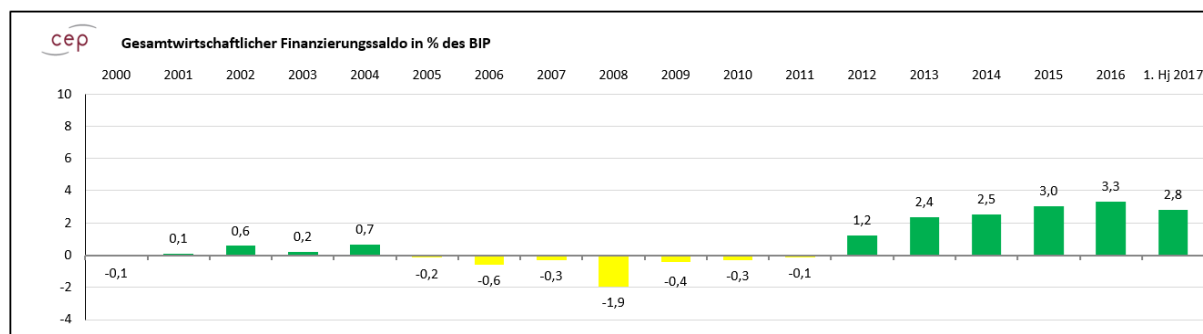
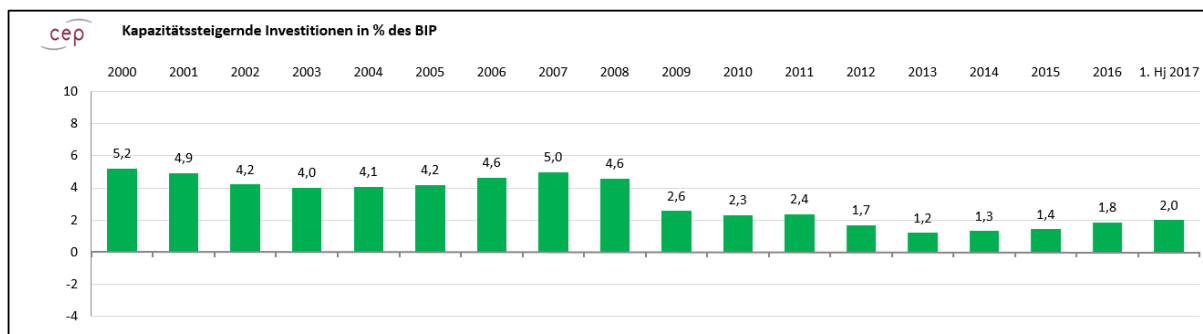
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1. HJ 2017
Risiko-kategorie	2	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1
I ^k	5,2	4,9	4,2	4,0	4,1	4,2	4,6	5,0	4,6	2,6	2,3	2,4	1,7	1,2	1,3	1,4	1,8	2,0
GFS	-0,1	0,1	0,6	0,2	0,7	-0,2	-0,6	-0,3	-1,9	-0,4	-0,3	-0,1	1,2	2,4	2,5	3,0	3,3	2,8
I ^k + GFS	5,1	5,0	4,8	4,2	4,8	4,0	4,0	4,7	2,7	2,2	2,0	2,3	2,9	3,6	3,8	4,4	5,1	4,8

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.



²⁰ Die Werte für den Euro-Raum für das erste Halbjahr 2017 wurden ohne Estland, Finnland, Irland, Luxemburg, Malta, Österreich, die Slowakei und Zypern berechnet, weil für diese Länder die erforderlichen Daten nicht oder nicht hinreichend belastbar 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.