



EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 5.3.2014
COM(2014) 150 final

MITTEILUNG DER KOMMISSION

TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL AND THE EUROGROUP

**Ergebnisse der vertieften Überprüfungen nach Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 über die
Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte**

Diese Mitteilung ist eine zusammenfassende Darstellung der Ergebnisse der vertieften Überprüfungen (in-depth reviews – IDR), mit denen festgestellt wird, ob in Mitgliedstaaten Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte bestehen. () Ferner wird in dieser Mitteilung dargelegt, was diese makroökonomischen Ungleichgewichte für das Euro-Währungsgebiet bedeuten und wie einzelne politische Herausforderungen mit Blick auf das gesamte Euro-Währungsgebiet angegangen werden müssen. Als Beitrag zur integrierten Überwachung werden in der Mitteilung auch finanzpolitische Entwicklungen erörtert: Für die betroffenen Ländern aktualisiert die Kommission ihre Bewertung vom November 2013, die sie im Zusammenhang mit den Übersichten über die Haushaltsplanung abgegeben hat. (**)*

Gegenstand der vertieften Überprüfungen sind die wichtigsten Merkmale der mitgliedstaatlichen Volkswirtschaften, insbesondere die Entwicklung der folgenden Variablen: Außenhandelsbilanz, Spareinlagen und Investitionen, effektive Wechselkurse, Exportmarktanteile, kostenabhängige und kostenunabhängige Wettbewerbsfähigkeit, Produktivität, Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors, Wohnimmobilienpreise, Kreditflüsse, Finanzsysteme und Arbeitslosigkeit. Bei der Bewertung der Ungleichgewichte bzw. der übermäßigen Ungleichgewichte wird auf die Lage der jeweiligen Volkswirtschaft zu einem bestimmten Zeitpunkt, die spezifische Problemlage sowie, falls angebracht und zweckmäßig, die jüngsten politischen Maßnahmen Bezug genommen.

Aus den Berichten geht hervor, dass sich die Herausforderungen für die EU-Volkswirtschaften geändert haben. Als das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (VMU) eingeführt wurde und während der ersten Runden der Umsetzung ging es vor allem darum, die unhaltbaren Leistungsbilanzdefizite, den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit infolge vormals sehr dynamischer Arbeitskosten, die hohe Verschuldung des privaten Sektors und die hohen Wohnimmobilienpreise in den Griff zu bekommen. Heute stehen auch folgende, länderübergreifend wichtigen Aspekte im Vordergrund: die Auswirkung des Verschuldungsabbaus in vielen Ländern auf das mittelfristige Wachstum, die Tragfähigkeit der Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors und der Auslandsverbindlichkeiten bei gleichzeitig sehr niedriger Inflation, die Notwendigkeit, in fragilen Volkswirtschaften und trotz eines fragmentierten Finanzsystems für eine angemessene Kreditvergabe für rentable Wirtschaftstätigkeiten, insbesondere in Bezug auf nicht-handelbare Güter, zu sorgen, und die sehr hohe Arbeitslosigkeit in vielen Volkswirtschaften.

*Im Zuge der vertieften Überprüfungen hat die Kommission in den folgenden Ländern Ungleichgewichte festgestellt: **Belgien, Bulgarien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Kroatien, Italien, Ungarn, Niederlande, Slowenien, Finnland, Schweden und Vereinigtes Königreich**. Dabei wurden für **Kroatien, Italien und Slowenien** übermäßige Ungleichgewichte verzeichnet. Nach Auffassung der Kommission hat sich in **Spanien** im letzten Jahr ein signifikanter Wandel vollzogen, so dass in Anbetracht der derzeitigen Trends die Ungleichgewichte im Laufe der Zeit weiter abnehmen dürften. Während daraus einerseits geschlossen werden kann, dass es sich nicht mehr um übermäßige Ungleichgewichte im Sinne des VMU handelt, sei an dieser Stelle dennoch unterstrichen, dass nach wie vor erhebliche Risiken bestehen.*

*Die diese Ungleichgewichte bedingenden Faktoren und die mit diesen Ungleichgewichten verbundenen Risiken sind je nach Volkswirtschaft unterschiedlich gelagert. Die politischen Maßnahmen müssen auf die spezifischen volkswirtschaftlichen Herausforderungen zugeschnitten und durch geeignete Monitoring-Mechanismen begleitet werden. Im Einklang mit den Empfehlungen des Rates an die Mitglieder des Euro-Währungsgebiets plant die Kommission ein spezielles Monitoring für die politischen Maßnahmen, die der Rat den Mitgliedstaaten mit übermäßigen Ungleichgewichten (**Kroatien, Italien und Slowenien**) sowie den Ländern mit Ungleichgewichten, die durchgreifender Maßnahmen bedürfen (**Irland, Spanien und Frankreich**), empfohlen hat. (***) Im Falle **Irlands** und **Spaniens** werden für dieses Monitoring die Ergebnisse der Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms herangezogen.*

*Für **Dänemark** und **Malta** ist die Kommission zu dem Schluss gekommen, dass sich die Risiken im Vergleich zum Vorjahr abgeschwächt haben bzw. besser kontrolliert werden. Für diese beiden Länder wurden keine Ungleichgewichte im Sinne des VMU mehr ermittelt. Auch wenn einige Bereiche der*

*luxemburgischen Volkswirtschaft, einschließlich des großen Finanzsektors, weiterhin aufmerksam beobachtet werden sollten, stellen sie nicht mehr Ungleichgewichte im Sinne des VMU dar. (****).*

Angesichts der Konsolidierung des Aufschwungs und einer entschlossenen Umsetzung der politischen Maßnahmen dürften sich die Ungleichgewichte und übermäßigen Ungleichgewichte auch in anderen Volkswirtschaften in den kommenden Jahren abschwächen. Da es sich bei Ungleichgewichten jedoch um langfristige Phänomene handelt, bedarf es einer gewissen Zeit, bis sich die geeigneten politischen Maßnahmen in einem wirklichen Abbau der makroökonomischen Risiken, die Gegenstand der VMU-Überwachung sind, niederschlagen. Werden über mehrere Jahre Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte in einer Volkswirtschaft ausgewiesen, wird damit also kein Urteil über die politischen Entscheidungen gefällt, sondern vielmehr darauf aufmerksam gemacht, dass weiterhin Risiken bestehen und große Wachsamkeit in Bezug auf Ungleichgewichte und die Umsetzung diesbezüglicher Maßnahmen geboten ist. In diesem Zusammenhang sei außerdem darauf hingewiesen, dass die anhaltenden Ungleichgewichte in einigen Ländern auf die langsame Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen im Rahmen des Europäischen Semesters zurückzuführen sind.

*In Bezug auf die finanzpolitische Entwicklung ist festzustellen, dass sich dank der weiteren Konsolidierungsmaßnahmen die Lage sowohl in der EU als auch im Euro-Währungsgebiet weiter verbessert hat. Angesichts der jüngsten Prognosen bestehen jedoch Zweifel, ob die Konsolidierungsanstrengungen in **Frankreich** und **Slowenien** durchschlagend genug sind, um eine den Zielvorgabe entsprechende Korrektur der übermäßigen Defizite zu gewährleisten. Deshalb richtet die Kommission nach Artikel 11 der Verordnung (EU) Nr. 473/2013 Empfehlungen an diese beiden Mitgliedstaaten.*

Die Kommission erwartet von den Mitgliedstaaten, dass sie den Ergebnissen der vertieften Überprüfungen und den Prognosen zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen in ihren nationalen Reformprogrammen (NRP) und ihren Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogrammen (SP bzw. KP) Rechnung tragen. So sollten die Mitgliedstaaten mit übermäßigen Ungleichgewichten in ihren nächsten NRP, SP und KP umfassend und detailliert darlegen, wie sie diese Ungleichgewichte politisch und praktisch anzugehen gedenken. Die Kommission bietet diesen Mitgliedstaaten unter uneingeschränkter Achtung der nationalen Verfahren eine enge und Zusammenarbeit bei der Ausarbeitung der erforderlichen Maßnahmen an. Von den beiden Mitgliedstaaten, an die in dieser Mitteilung die Empfehlung gerichtet wird, für eine den Zielvorgaben entsprechende Korrektur der übermäßigen Defizite zu sorgen, wird erwartet, dass sie in ihrem SP in einem getrennten Kapitel erläutern, welche Maßnahmen ergriffen werden, um dieser Empfehlung nachzukommen. Die Kommission wird die NRP, SP und KP aller Mitgliedstaaten im Juni 2014 im Rahmen des Europäischen Semesters für die Koordinierung der Wirtschaftspolitik prüfen, um festzustellen, ob sie den Herausforderungen gerecht werden. Sollte die Kommission bei Mitgliedstaaten mit übermäßigen Ungleichgewichten (Italien, Kroatien, Slowenien) zu dem Schluss kommen, dass die vorgeschlagenen politischen Maßnahmen in Anbetracht der Herausforderungen nicht angemessen sind, würde sie dem Rat empfehlen, dass die betreffenden Mitgliedstaaten im Rahmen der korrektiven Komponente des VMU Korrekturmaßnahmen vorsehen müssen. Falls erforderlich werden dann Anfang Juni im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit (VÜD) weitere Verfahrensschritte eingeleitet.

(*) Diese Mitteilung entspricht Artikel 6 Absatz 1 und Artikel 7 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011, wonach die Kommission das Europäische Parlament, den Rat und die Euro-Gruppe über die Ergebnisse der vertieften Überprüfungen zu unterrichten hat. Die Berichte über die vertieften Überprüfungen von siebzehn Mitgliedstaaten werden zeitgleich mit dieser Mitteilung veröffentlicht (siehe *European Economy – Occasional Papers*). Ungleichgewichte im Sinne des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten (VMU) sind Trends, die zu makroökonomischen Entwicklungen führen, die sich nachteilig auf das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschaft eines Mitgliedstaats oder der Währungsunion oder der Union insgesamt auswirken. Übermäßige Ungleichgewichte hingegen sind beträchtliche Ungleichgewichte, einschließlich Ungleichgewichte, die das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion gefährden könnten.

(**) KOM(2013) 900 vom 15.11.2013.

(***) Siehe die länderspezifische Empfehlung Nr. 5 in der Empfehlung 2013/217/EU des Rates vom 9. Juli 2013 (ABl. C 217 vom 30.7.2013, S. 97).

(****) Im Warnmechanismusbericht vom November 2013 kam die Kommission zu dem Schluss, dass für die Tschechische Republik, Estland, Lettland, Litauen, Österreich, Polen und die Slowakei keine speziellen Maßnahmen im Rahmen des VMU erforderlich waren. Für diese Länder wird die makroökonomische Überwachung im Rahmen des Europäischen Semesters fortgesetzt. Außerdem kommt das VMU nicht in den Mitgliedstaaten zur Anwendung, die makroökonomische Anpassungsprogramme durchführen und dafür finanzielle Hilfe erhalten. Dies gilt für Griechenland, Zypern, Portugal und Rumänien. Ein vertieftes Monitoring der Ungleichgewichte und politischen Maßnahmen in diesen Ländern erfolgt im Rahmen ihrer jeweiligen Programme.

ÜBERSICHT
INTEGRIERTE ÜBERWACHUNG DER MAKROÖKONOMISCHEN UNGLEICHGEWICHTE UND DER
HAUSHALTSUNGLEICHGEWICHTE

Mitgliedstaaten, für die ein Bericht über die vertiefte Überprüfung erstellt wurde

	VMU		SWP
	Ergebnis	Folgemeasures	
BE	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2013
BG	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen	Mittelfristiges Ziel (MTO) noch nicht erreicht
DE	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen	Mittelfristiges Ziel (MTO) übererfüllt
DK	Kein Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2013
IE	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen Spezielles Monitoring: Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2015
ES	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen Spezielles Monitoring: Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2016
FR	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen Spezielles Monitoring erforderlich	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2015 Die Kommission gibt heute eine Empfehlung ab(*).
HR	Übermäßiges Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen Entscheidung über weitere Schritte im Rahmen des VMU erfolgt im Juni. Spezielles Monitoring erforderlich.	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2016
IT	Übermäßiges Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen Entscheidung über weitere Schritte im Rahmen des VMU erfolgt im Juni. Spezielles Monitoring erforderlich.	Mittelfristiges Ziel noch nicht erreicht
LU	Kein Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters	Über dem mittelfristigen Ziel
HU	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen	Mittelfristiges Ziel noch nicht erreicht
MT	Kein Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2014
NL	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2014
SI	Übermäßiges Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen. Entscheidung über weitere Schritte im Rahmen des VMU erfolgt im Juni. Spezielles Monitoring erforderlich.	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2015 Die Kommission gibt heute eine Empfehlung ab(*).

SE	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen	Mittelfristiges Ziel übererfüllt
FI	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen	Mittelfristiges Ziel noch nicht erreicht
UK	Ungleichgewicht	Empfehlungen zur Annahme im Rahmen des Europäischen Semesters, u.a. auch zu VMU-bezogenen Fragen	Übermäßiges Defizit, Frist für die Korrektur: 2014-2015

(*) Die Empfehlungen auf der Grundlage des Zweierpakets (Verordnung (EG) Nr. 473/2013) zu Maßnahmen, die eine zeitnahe Korrektur des übermäßigen öffentlichen Defizits gewährleisten sollen, betreffen nur die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets.

MTO: Mittelfristiges Ziel

Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, für die ein Bericht über die vertiefte Überprüfung erstellt wurde, sind grau unterlegt.

1. EINLEITUNG UND WICHTIGSTE ERGEBNISSE

In den letzten Jahren hat die wirtschaftspolitische Steuerung in der EU eine erhebliche Stärkung erfahren. Es wurde ein kohärenter jährlicher Zyklus für die Koordinierung der Wirtschaftspolitik geschaffen, der auch mehr Schritte für das Euro-Währungsgebiet enthält. Das Europäische Semester spielt mittlerweile eine zentrale Rolle für die Umsetzung der Reformen und stellt sicher, dass die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik und ihre Maßnahmen zur Wachstums- und Beschäftigungsförderung koordinieren.¹

Zusammen mit dem verschärften Stabilitäts- und Wachstumspakt und dessen Fokus auf tragfähige öffentlichen Finanzen bildet das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten (VMU) das Herzstück der verstärkten wirtschaftspolitischen Steuerung der EU. Mit Hilfe des VMU sollen zu einem frühen Zeitpunkt Probleme erkannt, verhindert und korrigiert werden. Zu Beginn der vierten Runde des Europäischen Semesters prüfte die Kommission im November 2013 auf der Grundlage eines Scoreboard mit einer Reihe von Indikatoren alle EU-Mitgliedstaaten auf mögliche makroökonomische Ungleichgewichte; die Ergebnisse dieser Überprüfung sind im Warnmechanismusbericht dargelegt. Bei 16 Mitgliedstaaten wurde festgestellt, dass eine vertiefte Überprüfung erforderlich war. Auf Ersuchen des Rates (Wirtschaft und Finanzen) wurde auch für Irland, das sein makroökonomisches Anpassungsprogramm erfolgreich abgeschlossen hat, eine vertiefte Überprüfung vorgenommen. Die Kommission hat auf der Grundlage der vertieften Überprüfungen Schlussfolgerungen zum Vorliegen von Ungleichgewichten und deren Wesen gezogen.

Die Analyse hat ergeben, dass die makroökonomischen Ungleichgewichte, die über viele Jahre entstanden sind, insgesamt gesehen allmählich abnehmen. In einem Land handelt es sich nicht mehr um übermäßige Ungleichgewichte, für zwei andere Mitgliedstaaten wurden keine Ungleichgewichte mehr festgestellt. Demgegenüber stellen sich in einigen Mitgliedstaaten neue Probleme, die genauerer Beobachtung bedürfen. Die Kommission erwartet, dass die drei Mitgliedstaaten, für die sie übermäßige Ungleichgewichte festgestellt hat, schnell und mit durchgreifenden Maßnahmen reagieren und in ihren nächsten Nationalen Reformprogrammen und ihren Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen umfassend und detailliert darlegen, wie sie diese Ungleichgewichte politisch und praktisch anzugehen gedenken. Mitgliedstaaten, für die die Kommission Ungleichgewichte festgestellt hat, werden ersucht, die Ergebnisse der vertieften Überprüfung in ihren Nationalen Reformprogrammen bzw. Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen zu berücksichtigen. Die Kommission wird im Juni auf dieser Grundlage und im Rahmen des Europäischen Semesters Empfehlungen für Maßnahmen zur Korrektur dieser Ungleichgewichte und zur Vermeidung neuer Ungleichgewichte abgeben.

Als Teil des kontinuierlichen Monitorings der Auflagen aus dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (VÜD) nutzt die Kommission heute auch ein neues, im verschärften Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenes Instrument, um zwei Mitglieder des Euro-Währungsgebiets auf das Risiko hinzuweisen, dass sie möglicherweise das für dieses Jahr empfohlene Haushaltsziel nicht erfüllen. Im Rahmen des Europäischen Semesters im Juni 2014 wird die Kommission die allgemeine Lage in Bezug auf die Auflagen nach dem Stabilitäts- und Wachstumspakt erneut prüfen und, falls erforderlich, dem Rat weitere Schritte vorschlagen.

¹ Mitteilung der Kommission – "Taking stock of the Europe 2020 strategy for smart, sustainable and inclusive growth", COM(2014) 130 vom 5.3.2014 (Bestandsaufnahme der Strategie Europa 2020 für intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum).

2. WIRTSCHAFTLICHE ERHOLUNG UND GLEICHZEITIG WEITERER REFORMBEDARF

Der Konjunkturaufschwung gewinnt an Kraft. Die jüngsten Prognosen² sagen für die europäische Wirtschaft ein Wachstum von 1,5 Prozent für 2014 und von 2,0 % für 2015 voraus. Zum ersten Mal nach mehreren Jahren werden die Wachstumsprognosen für einige Länder nach oben korrigiert. Eine Reihe von Indikatoren, die für die Feststellung von Ungleichgewichten herangezogen werden, z. B. Außenhandelsbilanz und Haushaltslage, Wettbewerbsfähigkeit und Handel, sowie der allgemeine Schuldenstand zeigen Verbesserungen. In vielen Ländern haben die Wohnimmobilienpreise ihre Talfahrt beendet und verzeichnen jetzt einen moderaten Aufwärtstrend. Die Arbeitslosenquote hat sich stabilisiert und ist in mehreren Ländern leicht rückläufig, wobei in vielen Ländern die Arbeitslosigkeit und andere Indikatoren für soziale Probleme nach wie vor zu hoch sind. Die Korrektur von Ungleichgewichten, die im Wege politisch komplexer Maßnahmen und für die Gesellschaft schmerzhafter Anpassungen seitens der Wirtschaftsbeteiligten erfolgt, hat zur Verbesserung der Fundamentalfaktoren geführt und die Grundlagen für einen allmählichen Aufschwung geschaffen, so dass sich auch die makroökonomischen Risiken verringern. Die wirtschaftliche Erholung ist allerdings nach wie vor labil und ungleichmäßig. Die EU und das Euro-Währungsgebiet werden erst 2014 bzw. 2015 ihre Wirtschaftskraft von 2007 erreicht haben, bei einigen Mitgliedstaaten wird dies noch länger dauern.

Aus den Berichten über die vertieften Überprüfungen geht hervor, dass sich die Herausforderungen für die Volkswirtschaften, die Gegenstand der Überprüfung waren, geändert haben. Als das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (VMU) von der Kommission vorgeschlagen und später angenommen wurde, und in den ersten beiden Runden der Umsetzung ging es vor allem darum, die unhaltbaren Leistungsbilanzdefizite, den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit infolge vormals sehr dynamischer Arbeitskosten, die Verschuldung des privaten Sektors und die hohen Wohnimmobilienpreise in den Griff zu bekommen. Während Ungleichgewichte in vielen Stromgrößen (z. B. die Leistungsbilanzdefizite) bereits überwunden sind, ist dies für Ungleichgewichte in Bestandsgrößen (z. B. die Außenverbindlichkeiten) noch nicht der Fall. Die größten länderübergreifenden Herausforderungen betreffen heute folgende Probleme: die anhaltenden Auswirkungen des unumgänglichen Verschuldungsabbaus in vielen Ländern auf das mittelfristige Wachstum, die Tragfähigkeit der Verschuldung des privaten Sektors und der Auslandsverbindlichkeiten bei sehr niedriger Inflation, die Folgen der Entwicklung zu einem relativ großen Leistungsbilanzüberschuss im Euro-Währungsgebiet und die Notwendigkeit, in den fragilen Volkswirtschaften Kredite für tragfähige Investitionen über ein fragmentiertes Finanzsystem bereitzustellen. Zudem stellt die sehr hohe Arbeitslosigkeit in vielen Volkswirtschaften eine große Herausforderung für Politik und Gesellschaft dar.

Bei der Suche nach politischen Antworten auf die veränderten Herausforderungen sollte bei Ungleichgewichten auch die Dimension des Euro-Währungsgebiets berücksichtigt werden. Makroökonomische Ungleichgewichte schaden vor allem den Volkswirtschaften der betroffenen Mitgliedstaaten; es ist somit in deren Interesse, die damit verbundenen Risiken so weit wie möglich einzudämmen. Risiken bestehen in Bezug auf die Tragfähigkeit der Zahlungsbilanz sowie die Tragfähigkeit der öffentlichen und privaten Verschuldung, die Fähigkeit, sich auf den Weltmärkten zu behaupten, und letztlich auch die Fähigkeit, starkes mittelfristiges Wachstum und neue Arbeitsplätze zu schaffen. Aufgrund der Interdependenz der Volkswirtschaften wirken sich Ungleichgewichte aber auch auf andere Länder aus; Effizienzverluste in einem Mitgliedstaat führen auch zu Wohlfahrtsverlusten bei dessen

² Siehe Winterprognose der Kommissionsdienststellen vom 25. Februar 2014, *European Economy*, 2 (2014).

Partnern. Handel, finanz- und währungspolitische Verbindungen, Strukturreformen sowie Vertrauen und Ungewissheit sind einige der Bereiche, in denen sich die makroökonomische Lage und das entsprechende politische Handeln eines Mitgliedstaats auf seine Partner auswirken können.³

In Anbetracht der Interdependenz der Volkswirtschaften müssen im Rahmen des VMU eine Reihe von Herausforderungen mit dem Blick auf das gesamte Euro-Währungsgebiet betrachtet werden.

- **Wachstumsförderung:** Nach mehreren Jahren der Rezession bzw. langsamen Wachstums ist das Euro-Währungsgebiet jetzt in eine – wenn auch noch fragile – Erholungsphase eingetreten. Angesichts der Wechselbeziehungen zwischen den Mitgliedstaaten und der Zwänge, denen viele von ihnen unterliegen, wird erwartet, dass in den wirtschaftlichen schwachen Volkswirtschaften weitere Strukturreformen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und wirtschaftlichen Anpassung und in den größeren und weniger verschuldeten Mitgliedstaaten Strategien zur Stärkung der Binnennachfrage für eine stärkere Wirtschaftstätigkeit und bessere mittelfristige Perspektiven sorgen werden. Ferner sind investitionsfördernde Maßnahmen von entscheidender Bedeutung, da sie kurzfristig die Nachfrage stärken und langfristig den Weg für weiteres Wachstum bereiten.⁴
- Die **Fragmentierung des Finanzmarkts** ist bedingt durch die unterschiedliche Funktionsweise und Leistungsfähigkeit der Finanzmärkte, die unterschiedlichen Gerichtsbarkeiten unterliegen. Je nach Sitz bzw. Wohnsitz gelten für Unternehmen und Privathaushalte unterschiedliche Zinssätze und Kreditbedingungen, die über jene hinausgehen, die sich auf wirtschaftliche Eckdaten gründen. Mit Blick auf eine angemessene Reallokation von Ressourcen auf die Wirtschaftszweige in den wirtschaftlich schwächsten Mitgliedstaaten⁵ und die Wiederherstellung reibungsloser „abwärts“ gerichteter Finanzströme aus den Kernvolkswirtschaften in die Peripherie des Euro-Währungsgebiets muss sichergestellt werden, dass das Finanzsystem Kapital für tragfähige Investitionsvorhaben zur Verfügung stellt.
- **Verschuldung und sehr niedrige Inflation:** Für das mittelfristige Wachstum ist Preisstabilität von großer Bedeutung; sie wurde vom EZB-Rat quantitativ definiert als Inflationsrate, die auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 % zu halten ist. Die Winterprognose der Kommission weist auf den ausgedehnten Zeitraum niedriger Inflation und eine mögliche nachteilige Auswirkung auf die Wirtschaft und den Schuldenstand hin. Des Weiteren bedeutet eine sehr geringe Inflation einen gewissen Grad an nominaler Flexibilität, um Reallohnanpassungen zu ermöglichen, die in einigen Fällen zum Abbau der Arbeitslosigkeit erforderlich sein könnten.
- **Abbau von Ungleichgewichten unter wirtschaftlich schwierigen Bedingungen:** Im Euro-Währungsgebiet werden zurzeit die Ungleichgewichte zügig abgebaut, abgeschlossen ist dieser Prozess allerdings noch nicht. Eine Reihe von Mitgliedstaaten könnte im Zuge

³ Siehe “Cross-Border Spillovers in Confidence,” *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), S. 26-30, und “Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment”. *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), S. 7-16, und “The Economic Effects of Policy Uncertainty”, Kasten I.1 in *European Economy*, 2014 (2); S. 28-30.

⁴ Siehe “The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade” und “The Growth Impact of Structural Reforms”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), S. 7-16 und S. 17-27, und “Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU”, Kasten I.2 in *European Economy*, 2014 (2), S. 31-34.

⁵ Siehe “Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), S. 19-25, und “Financial Fragmentation and SMEs”, Finanzierungsbedingungen, Kasten I.2, *European Economy*, 2013 (7), S. 20-23.

einer internen Abwertung – d. h. gedämpfte Lohnentwicklung, Produktivitätssteigerungen und Senkung anderer Produktionskosten – einen Teil ihrer Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen Handelspartnern zurückgewinnen. Dies muss in Verbindung mit einer ehrgeizigen und umfassenderen Reformagenda erfolgen, damit die Wettbewerbsfähigkeit sowohl innerhalb der Währungsunion als auch weltweit – wenn auch zu hohen Kosten für die Gesellschaft – wiederhergestellt werden kann. Im Vergleich zu der wirtschaftlichen Anpassung, die in einigen Volkswirtschaften im Zuge der Währungsunion erforderlich war, erwies sich die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der schwachen Konjunktur in der EU insgesamt und weltweit als noch größere Herausforderung. Die erforderlichen Anpassungen bei den Arbeitskosten hängen nicht nur von der jeweiligen Lage in jedem einzelnen Mitgliedstaat ab, sondern auch von den Entwicklungen bei den Arbeitskosten der Wettbewerber innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets und vom nominalen Wechselkurs des Euros. Der Euro-Wechselkurs ist nicht Gegenstand politischer Maßnahmen. Grund für den Aufwärtsdruck auf den Wechselkurs können interne, aber auch externe Entwicklungen sein. Es besteht das Risiko, dass eine Aufwertung des nominalen Wechselkurses des Euro den durch sehr schwierige politische Maßnahmen errungenen Zuwachs an Wettbewerbsfähigkeit wieder aufhebt. Trotz weiterhin allgemein schwacher Gesamtnachfrage im Euro-Währungsgebiet wird – so die Winterprognose der Kommission – die Binnennachfrage der Motor für die wirtschaftliche Erholung sein; diese dürfte sich auf andere Mitgliedstaaten ausdehnen, so dass der Aufwärtsdruck abnehmen dürfte.

In allen Mitgliedstaaten, und insbesondere im Euro-Währungsgebiet, sind Maßnahmen zum Abbau der makroökonomischen Ungleichgewichte und der Unterschiede in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit erforderlich. Wie in den spezifischen Empfehlungen für das Euro-Währungsgebiet⁶ ausgeführt, sollten die Mitgliedstaaten einzeln und gemeinsam im Rahmen der Eurogruppe Maßnahmen ergreifen und die Verantwortung für den politischen Gesamtkurs übernehmen, um für ein reibungsloses Funktionieren des Euro-Währungsgebiets zu sorgen und zur Steigerung von Wachstum und Beschäftigung beizutragen. Die Koordinierung sollte dazu beitragen, dass das Tempo der Haushaltskonsolidierung je nach budgetärer und makroökonomischer Lage der Mitgliedstaaten differenziert wird. Budgetäre und produktivitätssteigernde Maßnahmen sollten den Abbau der Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet weiter voranbringen und Verzerrungen im Spar- und Investitionsverhalten in den Mitgliedstaaten beheben. Zur Bewältigung der sozialen Folgen der Krise und der steigenden Arbeitslosenquote sind weitere Reformen erforderlich (z. B. Maßnahmen, die den Zugang zur Beschäftigung erleichtern, ein vorzeitiges Ausscheiden aus dem Arbeitsmarkt verhindern, die Arbeitskosten senken und der Fragmentierung des Arbeitsmarkts Einhalt gebieten).

Die Vollendung der Bankenunion ist und bleibt die grundlegende Voraussetzung dafür, dass das Vertrauen in den Finanzsektor wiederhergestellt und die Fragmentierung des Marktes abgebaut werden kann. Dies wiederum wird die Kreditvergabe zugunsten der Realwirtschaft und insbesondere zugunsten der KMU, die in der Regel eher Kredite bei Banken aufnehmen, fördern. Ferner dürfte sich die neuen Liquiditätsvorschriften für Banken im Rahmen der delegierten Rechtsakte im Bereich Eigenkapitalanforderungen für die Realwirtschaft der Zugang zu Finanzierungsmitteln verbessern. Es muss deshalb für weitere Bilanzbereinigungen und eine weitere Konsolidierung des Bankensystems gesorgt werden. Die umfassenden Prüfungen der Bankenbilanzen durch die EZB werden hierbei eine zentrale Rolle spielen.

⁶ Empfehlung 2013/217/EU des Rates vom 9. Juli 2013 (ABl. C 217 vom 30.7.2013, S. 97).

Die Mitgliedstaaten leisten einen großen Beitrag zum Wachstum. In der Gruppe der größten Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets sollten die Prioritäten wie folgt gesetzt werden: Stärkung der Binnennachfrage und des mittelfristigen Wachstums (*Deutschland*), Behebung von Engpässen für das mittelfristige Wachstum bei gleichzeitiger Fortsetzung der Strukturreform und Haushaltskonsolidierung (*Frankreich* und *Italien*) sowie Fortsetzung des geordneten Schuldenabbaus und des strukturellen Umbaus der Wirtschaft zur Gewährleistung nachhaltigen Wachstums und Bewältigung der sozialen Probleme (*Spanien*).

3. WICHTIGSTE LÄNDERÜBERGREIFENDE ERGEBNISSE

Die vertieften Überprüfungen geben einen umfassenderen Einblick in einige länderübergreifende Entwicklungen, die bereits im Warnmechanismusbericht (WMB) angesprochen wurden.⁷ In einer Reihe von Mitgliedstaaten sind nach wie vor mehrere Ungleichgewichte und Risiken festzustellen. Aus den Berichten geht Folgendes klar hervor:

- **Anfälligkeit aufgrund hoher Auslandsverbindlichkeiten bleibt.** In den letzten Quartalen wurden in Ländern, die in der Zeit vor der Krise hohe Defizite verzeichneten, die Leistungsbilanzdefizite weiter abgebaut. In einigen Ländern wie *Bulgarien*, *Spanien*, *Kroatien* und *Ungarn* sind die Leistungsbilanzen jetzt positiv, wobei *Irland* und *Slowenien* besonders hohe Überschüsse verzeichnen. Verantwortlich für die Verbesserung der Leistungsbilanz in diesen Mitgliedstaaten ist eine höhere Wettbewerbsfähigkeit aufgrund angepasster Arbeitskosten, aber auch eine schrumpfende Binnennachfrage in diesen Ländern. Hinsichtlich der Bestände sind die Netto-Auslandsverbindlichkeiten in einigen der Länder, die Gegenstand der vertieften Überprüfung sind, nach wie vor sehr hoch. Dies trifft insbesondere auf *Irland*, *Spanien*, *Kroatien* und *Ungarn* zu, wo der negative Nettoauslandsvermögensstatus (*negative net international investment position – NIIP*) knapp unter bzw. über dem jährlichen BIP liegt; in *Bulgarien* ist der NIIP allerdings auch sehr hoch. Die Sorge der Länder um die Tragfähigkeit ihrer Zahlungsbilanz ist unterschiedlich ausgeprägt und richtet sich auch nach der Art ihrer Brutto- und Nettoverbindlichkeiten. So mindert in *Bulgarien*, *Irland* und *Ungarn* der hohe Anteil ausländischer Direktinvestitionen die Risiken.⁸ Die Leistungsbilanzverbesserung ist im Wesentlichen konjunkturunabhängig, so dass sie auch bei Konjunkturaufschwung erhalten bleibt.⁹ Um jedoch die Tragfähigkeit der Zahlungsbilanz der am höchsten verschuldeten Volkswirtschaften sicherzustellen, muss die Anpassung der Leistungsbilanz fortgesetzt werden, um für einen längeren Zeitraum Überschüsse bzw. geringe Defizite zu erreichen. Der strukturelle Nachfragerückgang in den wirtschaftlich schwächsten Ländern verdeutlicht, dass Produktivitätssteigerungen erforderlich sind, die durch wachstumsfördernde Reformen begleitet werden müssen. Ansonsten würde die Konjunktur – insbesondere in den am höchsten verschuldeten Ländern – für eine lange Zeit kraftlos bleiben.
- **In den letzten Jahren sind in einigen Ländern die Außenhandelsströme erheblich zurückgegangen.** Dies ist der Fall in *Frankreich* und im *Vereinigten Königreich*, wobei das Vereinigte Königreich das derzeit höchste Leistungsbilanzdefizit der EU verzeichnet. Auch wenn die Netto-Auslandsverbindlichkeiten dieser beiden Länder relativ niedrig sind und die Tragfähigkeit ihrer Zahlungsbilanzen nicht in Gefahr ist, könnten durch eine Verschärfung der Unterschiede gewisse Risiken entstehen, wenn die außenwirtschaftlichen Defizite dieser Länder weiter steigen sollten.
- **Anhaltende sehr hohe Leistungsbilanzüberschüsse deuten häufig auf eine gedämpfte Binnennachfrage hin.** Ein Land mit einem Leistungsbilanzüberschuss überträgt durch Auslandsinvestitionen Verbrauch von heute auf morgen. Demgegenüber kann ein Land mit einem Leistungsbilanzdefizit seine Investitionen oder seinen Verbrauch heute steigern, muss aber künftige Einnahmen ins Ausland übertragen, um Auslandsschulden zu

⁷ COM(2013) 790 final vom 13.11.2013.

⁸ Siehe "The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), S. 17-25.

⁹ Siehe "The Cyclical Component of Current Account Balances", Kasten I.3 in *European Economy*, 2014 (2); S. 35-38.

tilgen.¹⁰ Sehr hohe Überschüsse gibt es in *Deutschland, Luxemburg, den Niederlanden* und in *Schweden*; der Überschuss in *Dänemark* ist ebenfalls hoch. Diese Überschüsse bestehen aufgrund einer starken Ausfuhrfähigkeit gegenüber den Einfuhren, wobei die moderate Zunahme der Einfuhren der Binnennachfrage entspricht. Die Bildung moderater Überschüsse ist eine begrüßenswerte Entwicklung, da ein Teil der derzeitigen Einnahmen zurückgelegt werden muss, um demographisch bedingte Herausforderungen¹¹ bewältigen und Ersparnisse für Auslandsinvestitionen bereitstellen zu können. Wenn die hohen Überschüsse das Ergebnis großer Investitionslücken im Inland sind, trüben sie die mittel- und langfristigen wirtschaftlichen Perspektiven. Die Überschüsse gestalten sich in diesen Ländern unterschiedlich: Während in *Dänemark, den Niederlanden* und in *Schweden*, wo die Haushalte und die Nicht.Finanzunternehmen hoch verschuldet sind, die Überschüsse mit dem Schuldenabbau einhergehen, trifft dies nur bedingt auf *Deutschland* zu. Der Handelsüberschuss *Deutschlands* hat gegenüber den übrigen Ländern der Welt zugenommen, während er im Vergleich zu den anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets zurückgegangen ist. Letzteres ist eine positive Entwicklung, muss allerdings relativiert werden. Der Überschuss gegenüber dem Euro-Währungsgebiet ist vor allem gesunken, weil die Peripherie des Euro-Währungsgebiets weniger einführt hat und nicht, weil die Importe nach *Deutschland* gestiegen sind. Außerdem lässt sich ein Teil dieses Rückgangs des Überschusses gegenüber dem Euro-Währungsgebiet mit Entwicklungen in anderen „Überschussländern“ erklären. Eine Anhebung der Binnennachfrage durch eine Beschleunigung der Investitionstätigkeit würde einerseits den Überschuss abbauen und potenzielles Wachstum fördern und könnte andererseits die Konjunktur beleben und die derzeitige Anpassung im Euro-Währungsgebiet erleichtern.

- **Preisliche Wettbewerbsfähigkeit bleibt ein Problem.** Dies gilt insbesondere für Länder, die bislang die höchsten Leistungsbilanzdefizite verzeichneten und die Tragfähigkeit ihrer Zahlungsbilanz sicherstellen müssen (z. B. *Bulgarien, Spanien* und *Ungarn*) und für Länder, die in den letzten Jahren im Export erhebliche Marktanteilsverluste hinnehmen mussten (z. B. *Kroatien, Italien* und *Finnland*). Wenn es um die wirtschaftlichen Aussichten einiger Ländern geht, sind Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung von besonderer Bedeutung, denn in Anbetracht des im privaten Sektor erforderlichen Schuldenabbaus und der Haushaltskonsolidierungszwänge sind Nettoexporte und exportbezogene Investitionen aller Wahrscheinlichkeit nach die wichtigen Nachfragekomponenten, mit denen mittelfristiges Wachstum gefördert werden kann. Die Lohnstückkosten (LSK) werden in den Mitgliedstaaten, die am stärksten von einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und von Arbeitslosigkeit betroffen sind, weiter angepasst. Von den Mitgliedstaaten, die Gegenstand der vertieften Überprüfung sind, haben *Irland* und *Spanien* in den letzten Jahren die weitestgehenden Anpassungen vorgenommen. Vorangetrieben wurde die Anpassung der LSK durch den Druck auf die Märkte und die Wettbewerbsfähigkeit; die Folge waren eine Verringerung der Nominallöhne in verschiedenen Branchen, ein Arbeitskräfteabbau sowie Produktivitätsverbesserungen. In *Frankreich, Italien* und *Slowenien* waren die Anpassungen im Vergleich geringer. In einigen Ländern sind die LSK stärker gesunken als die Deflatoren für Export und BIP. Dies könnte insofern mit dem Abbau der Ungleichgewichte vereinbar sein, als höhere Gewinnspannen einen Expansionsanreiz für

¹⁰ Siehe “Current Account Surpluses in the EU”, *European Economy*, 2012 (9).

¹¹ Siehe “Ageing Report”, *European Economy*, 2012 (2) und “Fiscal Sustainability”, *European Economy*, 2012 (8).

den Sektor handelbarer Güter darstellen.¹² Trotz der derzeitigen Anpassung der Reallöhne erfolgt die Anpassung des Arbeitsmarkts vor allem in Form von Beschäftigungsabbau und einer sehr geringen Neueinstellungsquote. Dies hat zu einem drastischen Anstieg der Arbeitslosigkeit und einer allgemein längeren Zeit der Erwerbslosigkeit¹³ mit entsprechenden sozialen Folgen und Auswirkungen für das potenzielle Wachstum geführt, was in den politischen Maßnahmen berücksichtigt werden muss.

- **In den Berichten über die vertieften Überprüfungen wird auch auf die Bedeutung der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit eingegangen.** Für die meisten Mitgliedstaaten scheint die nichtpreisliche Wettbewerbsfähigkeit ein ebenso wichtiger Faktor für die Handelsleistung zu sein wie die preisliche Wettbewerbsfähigkeit. Zu den nicht-preislichen Faktoren zählen die Zusammensetzung der Exporte und ihr technologischer Inhalt, die geografische Diversifizierung der Ausfuhren, Unternehmensstruktur, Geschäftsumfeld und Innovation. In den Berichten wird dargelegt, wie Mitgliedstaaten wie *Belgien, Dänemark, Italien, Frankreich, Kroatien, Ungarn, Finnland* und das *Vereinigte Königreich* versuchen, ihre Exportleistung und nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. In mehreren Ländern, die Gegenstand der vertieften Überprüfung sind, wird die schwächere Exportleistung in Bezug auf Waren durch die Dienstleistungsausfuhr zum Teil aufgefangen; dies gilt unter anderem für *Belgien, Dänemark, Kroatien, Luxemburg, Schweden, Slowenien* und das *Vereinigte Königreich*. In *Belgien* und *Italien* stagniert nach wie vor das Produktivitätswachstum, wodurch die Risiken externer und interner Ungleichgewichte steigen. In Anbetracht des für die fortschrittlichen Volkswirtschaften zu beobachtenden rückläufigen Trends bei den Weltmarktanteilen muss die preisliche wie auch die nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit unbedingt gestärkt werden.
- **Der Privatsektor baut seine Schulden ab, dennoch ist der Schuldenstand in einigen Volkswirtschaften unverändert hoch.** Der Druck auf die Haushalte und Nicht-Finanzunternehmen wie auch auf die Finanzunternehmen, ihre Bilanzen zu schrumpfen und ihre Verbindlichkeiten abzubauen, hat sich nachteilig auf den privaten Verbrauch und die Investitionstätigkeit ausgewirkt. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor hat sich aufgrund der ungünstigen Angebots- und Nachfragebedingungen verschlechtert¹⁴. Letztere sind eine Folge des Schuldenabbaus im Finanzsektor, der Fragmentierung des Finanzsektors und einer anhaltenden politischen Ungewissheit, die wiederum Investitionsentscheidungen hemmt. Die geringe Investitionstätigkeit der Unternehmen verhindert die Zuweisung von Ressourcen an die produktivsten Wirtschaftszweige und exportorientierte Branchen und erschwert mittelfristiges Wachstum.¹⁵ In einigen Mitgliedstaaten, die Gegenstand der vertieften Überprüfung sind, hat der Schuldenabbau bei den Haushalten, den Nicht-Finanzunternehmen und den Finanzunternehmen jedoch auch zu einer Verbesserung der Leistungsbilanzen (z. B. *Spanien* und *Slowenien*) und zu hohen Leistungsbilanzüberschüssen geführt (z. B. in *Dänemark, den Niederlanden* und *Schweden*). Zudem könnten die niedrigen Inflationsraten, die in den Strategien einiger

¹² “Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), S. 19-25.

¹³ Siehe “Labour Market Developments in Europe”, *European Economy*, 2013 (6).

¹⁴ Siehe “Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), S. 19-25, und “Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), S. 26-32.

¹⁵ Siehe “Product Market Review: Financing the Real Economy”, *European Economy*, 2013 (8), “Financial Dependence and Growth”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), S. 7-18, und “Firms’ Investment Decisions in Vulnerable Member States”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), S. 29-35.

Mitgliedstaaten zur Wiedererlangung ihrer Wettbewerbsfähigkeit eine entscheidende Rolle spielen, die Maßnahmen einiger Mitgliedstaaten zum Schuldenabbau im privaten Sektor erschweren.

- **Der Wohnimmobilienmarkt scheint sich in mehreren Ländern nach seiner Talfahrt wieder zu erholen.** Nach einer ausgesprochen langen Hausse setzte auf den meisten Wohnimmobilienmärkten in der EU eine Korrekturphase ein. In einigen Ländern, insbesondere in *Dänemark, Irland, Spanien* und in den *Niederlanden*, erfolgte eine massive Senkung der Realpreise für Wohnimmobilien. In *Spanien* und *Irland* ging die Anpassung der Wohnimmobilienpreise mit einer Schrumpfung der Baubranche einher, was die Arbeitslosigkeit in den Ländern verschärfte. Zudem führte sie zu einem Anstieg an notleidenden Krediten und einer Verschlechterung der Bankbilanzen, so dass höhere Rückstellungen erforderlich wurden und riskante Vermögenswerte an Zweckgesellschaften übertragen werden mussten. Während für einige Länder, die Gegenstand der vertieften Überprüfung sind, weitere Korrekturen nach unten nicht ausgeschlossen werden können, deuten die verfügbaren Daten darauf hin, dass in den meisten Ländern der Tiefstand erreicht worden ist und sich ein moderater Aufwärtstrend abzeichnet (z. B. in *Luxemburg, Malta, Schweden* und im *Vereinigten Königreich*).
- **Arbeitslosigkeit und andere Indikatoren für soziale Probleme sind nach wie vor hoch¹⁶.** Insbesondere in Ländern, in denen sich die Leistungsbilanz umkehrte, schnellte die Arbeitslosigkeit in die Höhe; gleichzeitig bestehen große Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten. Jugend- und Langzeitarbeitslosigkeit sind ein besonders großes Problem, aber auch das Missverhältnis zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage muss behoben werden. Seit Mitte 2013 sind allerdings in einigen Mitgliedstaaten (*Bulgarien, Irland, Ungarn* und *Vereinigtes Königreich*) erste Anzeichen für eine Stabilisierung und einen leichten Rückgang der Arbeitslosenquote zu beobachten. Sollte die Umkehr der Leistungsbilanz zu einem anhaltenden Rückgang der Investitionstätigkeit und der Produktivität führen, könnte es sich für den Abbau der Arbeitslosigkeit als erforderlich erweisen, dass die Lohnentwicklung an die Produktivität angepasst wird, um auf diese Weise sowohl die Wettbewerbsfähigkeit als auch die Gesamtnachfrage zu unterstützen.

Aus den jüngsten Prognosen geht hervor, dass sich die Haushaltsanpassung in der EU und im Euro-Währungsgebiet entschleunigen wird. Diese Verlangsamung ist das Ergebnis der erheblichen Konsolidierungsmaßnahmen in den letzten beiden Jahren. Dennoch muss in den meisten Mitgliedstaaten die Haushaltskonsolidierung intensiviert werden.

- **Die Haushaltskonsolidierung verliert an Tempo, während die öffentliche Schuldenquote 2014 einen Höchststand erreichen wird.** Dank der weiteren Konsolidierungsmaßnahmen hat sich 2013 die Lage der öffentlichen Finanzen sowohl in der EU als auch im Euro-Währungsgebiet verbessert. Für 2014 wird eine Verlangsamung der Anpassung erwartet. Dennoch sollte in Anbetracht der fortgesetzten Konsolidierungsmaßnahmen und der wirtschaftlichen Erholung ein weiterer Abbau des Haushaltsdefizits möglich sein. In den meisten Mitgliedstaaten waren 2013 die Bemühungen um weitere strukturelle Anpassungen zufriedenstellend. Den Prognosen zufolge ist sowohl für die EU als auch für das Euro-Währungsgebiet für 2013 ein weiterer Anstieg der Schuldenquote (in % des BIP) zu erwarten; sie wird dann – wenn auch in einem langsameren Tempo – weiter steigen und 2014 ihren Höchststand erreichen.

¹⁶ Siehe hierzu auch die Mitteilung der Kommission mit dem Titel „Stärkung der sozialen Dimension der Wirtschafts- und Währungsunion“ (COM(2013) 690 vom 2.10.2013) und den „Entwurf des Gemeinsamen Beschäftigungsberichts“ von 2014 (COM(2013) 801 final vom 13.11.2013).

- **Es bestehen Zweifel, ob die Konsolidierung in einigen Mitgliedstaaten stark genug ist, um die Korrektur des übermäßigen Defizits den Zielvorgaben fortzusetzen.** Dies gilt insbesondere für *Frankreich* und *Slowenien*. Für diese Länder wird die Kommission Empfehlungen annehmen, in denen sie die Regierungen auffordert, zeitnah diesbezügliche Maßnahmen zu ergreifen. Im Falle von *Italien*, das kein übermäßiges Defizit verzeichnet, besteht den Prognosen zufolge ein weiterer Konsolidierungsbedarf, damit der erforderliche Schuldenabbau vollzogen werden kann. Im Falle *Kroatiens*, das nicht dem Euro-Währungsgebiet angehört, besteht in Anbetracht der derzeitigen Trends ohne zusätzliche Maßnahmen die Gefahr, dass das Land die Ziele sowohl in Bezug auf den Abbau des Haushaltsdefizits als auch in Bezug auf die Strukturanpassungen verfehlt. In *Ungarn*, das kein übermäßiges Defizit verzeichnet, hat sich das strukturelle Haushaltssaldo verschlechtert, was den Schuldenabbau gefährdet.

4. ERGEBNISSE NACH MITGLIEDSTAATEN

Die Ungleichgewichte in den 14 Mitgliedstaaten sind unterschiedlicher Natur. Ausgehend von der ausführlichen Analyse in den Berichten über die vertiefte Überprüfung vertritt die Kommission die Auffassung, dass in *Belgien, Bulgarien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Kroatien, Italien, Ungarn, den Niederlanden, Slowenien, Finnland, Schweden* und dem *Vereinigten Königreich* Ungleichgewichte bestehen. Dabei wurden für *Kroatien, Italien* und *Slowenien* übermäßige Ungleichgewichte verzeichnet. Nach Auffassung der Kommission hat sich in *Spanien* im letzten Jahr ein signifikanter Wandel vollzogen, so dass in Anbetracht des derzeitigen Trends die Ungleichgewichte im Laufe der Zeit weiter abnehmen dürften. Während daraus einerseits geschlossen werden kann, dass es sich in *Spanien* nicht mehr um übermäßige Ungleichgewichte im Sinne des VMU handelt, muss an dieser Stelle betont werden, dass nach wie vor Risiken bestehen. Da die Ungleichgewichte bzw. übermäßigen Ungleichgewichte einschließlich des haushaltspolitischen Spielraums der betreffenden Länder Unterschiede aufweisen sind und diese sich in unterschiedlichen Phasen des Überwachungsprozesses befinden, sollten die von den Mitgliedstaaten in Zusammenarbeit mit der Kommission auszugestaltenden Maßnahmen auf den spezifischen Bedarf des jeweiligen Mitgliedstaats zugeschnitten sein.

- In **Belgien** bestehen weiterhin *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein Monitoring und politische Maßnahmen erfordern*. Insbesondere Entwicklungen bezüglich der externen Wettbewerbsfähigkeit von Waren sollten weiterhin beobachtet werden, da eine anhaltende Verschlechterung die makroökonomische Stabilität bedrohen würde.

Wenn die Wettbewerbsfähigkeit (einschließlich der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit) weiter sinken sollte, könnte dies negative Folgen für die Wirtschaft haben. Die geringere Fähigkeit der verarbeitenden Industrie, sich im internationalen Wettbewerb zu behaupten, ist an der Aushöhlung der Gewinnspannen der Hersteller und dem Verlust an Arbeitsplätzen abzulesen. Hohe Arbeitskosten sind nur dann mit einer nachhaltigen Schaffung von Arbeitsplätzen und hohem Lebensstandard zu vereinbaren, wenn eine Umstellung auf höher in der globalen Wertschöpfungskette angesiedelte Produkte gelingt. Gleichzeitig muss eine weitere Entkoppelung des raschen Lohnwachstums von dem langsamen Produktivitätswachstum verhindert werden. Belgien hat diesbezüglich Maßnahmen ergriffen, die in den kommenden Jahren Wirkung zeigen dürften. Wenn die verarbeitende Industrie erhalten bleiben soll, sind allerdings ehrgeizigere Maßnahmen erforderlich, zumal in Wettbewerberländern ebenfalls Reformen durchgeführt werden. Das Land muss bei der Belastung der Arbeit durch Steuern und

Abgaben ansetzen, dafür sorgen, dass sich die Löhne stärker an wirtschaftlichen und branchenspezifischen Gegebenheiten orientieren und anhaltende Probleme auf dem Arbeitsmarkt lösen. Die hohe Staatsverschuldung gibt weiterhin Anlass zu Bedenken bezüglich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Positiv zu vermerken ist, dass Belgien seine öffentliche Schuldenquote stabilisieren konnte, Schätzungen zufolge die empfohlenen Defizitvorgaben 2013 erreicht hat und das Defizit auch künftig unter 3 % des BIP halten dürfte. Außerdem halten lange Durchschnittslaufzeiten, relativ geringe Verflechtungen mit dem inländischen Finanzsektor und ein relativ gesunder privater Sektor gesamtwirtschaftliche Risiken im Rahmen.

- In **Bulgarien** bestehen weiterhin *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein Monitoring und politische Maßnahmen erfordern*. Insbesondere die langwierige Anpassung des Arbeitsmarkts erfordert politische Maßnahmen, während die Korrektur der Zahlungsbilanzposition und der Schuldenabbau der Unternehmen gut vorankommen.

Bulgarien hat in der Boomphase, die mit dem Beitritt zur Europäischen Union zusammenfiel, sehr rasch Ungleichgewichte aufgebaut. Hohe Kapitalzuflüsse aus dem Ausland trugen zur Überhitzung der Konjunktur und zu einem raschen Anstieg der Preise für Anlagevermögen bei. Bei der Leistungsbilanz war ab 2009 eine Wende zu verzeichnen, doch nach wie vor hat das Land hohe Außenverbindlichkeiten, auch wenn es sich bei einem großen Teil davon um ausländische Direktinvestitionen handelt. Die Anpassungen sind überwiegend konjunkturunabhängig, doch für eine weitere Senkung der Außenverbindlichkeiten bedarf es einer tragfähigen externen Wettbewerbsfähigkeit und einer starken Exportleistung. Der laufende Schuldenabbau bei den Nicht-Finanzunternehmen könnte in einigen Branchen Investitionen und Wachstum kurz- und mittelfristig bremsen. Der schwache nicht inklusive Arbeitsmarkt hemmt ebenfalls die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft und ist ein Faktor, der das Wachstumspotenzial nicht richtig zur Entfaltung kommen lässt. Die Arbeitslosenquote stieg steil an, da der Abbau von Arbeitsplätzen während der Krise einschneidender war als dies nach dem Produktionsrückgang zu vermuten gewesen wäre. Gering qualifizierte und junge Arbeitnehmer traf der Beschäftigungsabbau am härtesten. Trotz relativ geringer Lohnkosten ist die Anwendung von Mindestlöhnen aufgrund starker Lohnerhöhungen in den letzten Jahren mit dem Risiko verknüpft, dass die Schwächsten vom Arbeitsmarkt verdrängt werden könnten. Gleichzeitig ist es bislang nicht gelungen, den Anpassungsprozess durch aktive Arbeitsmarktpolitik und bildungspolitische Maßnahmen zu erleichtern, was die Bildung einer breiten Humankapitalbasis erschwert.

- In **Deutschland** bestehen *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein Monitoring und politische Maßnahmen erfordern*. So weist die Leistungsbilanz aufgrund der hohen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands kontinuierlich sehr hohe Überschüsse auf, während ein großer Teil der Ersparnisse im Ausland investiert wurde. Dies ist auch ein Anzeichen dafür, dass das auf der Binnennachfrage beruhende Wachstum nach wie vor gedämpft ist und die wirtschaftlichen Ressourcen möglicherweise nicht effizient zugewiesen werden. Auch wenn der hohe Leistungsbilanzüberschuss keine vergleichbaren Risiken birgt wie hohe Defizite, sollten der Umfang und der Fortbestand dieses Überschusses in Deutschland aufmerksam verfolgt werden. Angesichts der Größe der deutschen Wirtschaft sind Maßnahmen, die das Risiko nachteiliger Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft und das Euro-Währungsgebiet verringern sollen, besonders wichtig.

Die relativ geringen Investitionen im privaten und öffentlichen Sektor sowie der über längere Zeit gedämpfte private Verbrauch trugen zu einem moderaten Wachstum, einem rückläufigen Trendwachstum, einer größeren Abhängigkeit der Wirtschaft von der

Auslandsnachfrage und dem Aufbau eines Außenhandelsüberschusses bei. Daher müssen nun geeignete Maßnahmen zur Stärkung der Binnennachfrage und des Wachstumspotenzials der Wirtschaft ermittelt und durchgeführt werden. Eine Aufstockung der Investitionen in Sach- und Humankapital und die Förderung von Effizienzgewinnen in allen Wirtschaftszweigen (unter anderem durch Freisetzung des Wachstumspotenzials des Dienstleistungssektors, was auch zu einer weiteren Verbesserung des Arbeitskräfteangebots beitragen würde) stellen somit zentrale politische Aufgaben dar.

- **Irland:** Das vor kurzem abgeschlossene makroökonomische Anpassungsprogramm trug maßgeblich zur Bewältigung der wirtschaftlichen Risiken und zum Abbau von Ungleichgewichten bei. Gleichwohl bestehen weiterhin makroökonomische *Ungleichgewichte, die ein spezielles Monitoring und durchgreifende politische Maßnahmen erfordern*. Insbesondere die Entwicklungen im Finanzwesen, die Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors und die damit zusammenhängenden hohen Brutto- und Nettoauslandsverbindlichkeiten sowie die Lage auf dem Arbeitsmarkt zeigen, dass nach wie vor Risiken bestehen. Die Kommission wird ein spezielles Monitoring für die Umsetzung der politischen Maßnahmen einleiten und dem Rat und der Euro-Gruppe regelmäßig Bericht erstatten. Das Monitoring wird sich auf die Ergebnisse der Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms stützen.

2007 brach der irische Immobilienmarkt zusammen, und die zur Bewältigung der Verluste der Finanzinstitute ergriffenen Maßnahmen sowie der Rückgang der Staatseinnahmen warfen große Probleme für den Staatshaushalt auf. Als der Zugang zu den Kapitalmärkten schwieriger wurde, beantragte Irland Ende 2010 internationale Finanzhilfen. Irland hielt sich während der gesamten Laufzeit des 2013 abgeschlossenen Programms streng an die Umsetzungsvorgaben. Es erfüllte die Programmziele für die Haushaltskonsolidierung und verbesserte seine finanzpolitischen Vorschriften und Institutionen. Das Haushaltsdefizit wird den Prognosen zufolge 2013 und 2014 die Zielvorgaben erfüllen. Die Ziele für den Schuldenabbau im Bankwesen wurden erreicht und die Eigenkapitalquoten verbessert. Im Finanzsektor wurden die Aufsicht und die Regulierung verstärkt. Die Haushalte haben ihre Sparquoten erhöht, um ihre Schulden abzubauen. Die Arbeitsmarktreformen trugen zu einer Verringerung der Arbeitslosigkeit bei. Die Wohnimmobilienpreise stabilisierten sich und es gibt Anzeichen für eine Erholung. Gleichwohl bedarf es weiterer Fortschritte, da der öffentliche Schuldenstand und die Auslandsverschuldung nach wie vor sehr hoch sind, der Finanzsektor angesichts der hohen Zahl notleidender Kredite anfällig ist und die Langzeit- und die Jugendarbeitslosigkeit sich auf einem unverändert hohen Stand befinden.

- In **Spanien** bestehen *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein spezielles Monitoring und durchgreifende politische Maßnahmen erfordern*. Beim Abbau der im vergangenen Jahr ermittelten übermäßigen Ungleichgewichte wurden in vielerlei Hinsicht deutliche Fortschritte erzielt; durch die Rückkehr zu positiven Wachstumsraten wurden die Risiken gemindert. Angesichts des Umfangs der Ungleichgewichte und ihrer Verflechtungen (vor allem die hohe In- und Auslandsverschuldung) bestehen weiterhin Risiken. Die Kommission wird das spezielle Monitoring für die politischen Maßnahmen, die der Rat Spanien im Rahmen des Europäischen Semesters empfohlen hat, fortsetzen und dem Rat und der Euro-Gruppe regelmäßig Bericht erstatten. Das Monitoring wird sich auf die Ergebnisse der Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms stützen.

Die Anpassung wurde durch durchgreifende politische Maßnahmen unterstützt, die auf EU-Ebene und von Spanien ergriffen wurden. Insbesondere durch die Rekapitalisierung und die Umstrukturierung schwächerer Banken wurden systemische Bedenken hinsichtlich des Finanzsektors zerstreut und ein reibungsloser Abschluss des Finanzhilfeprogramms

Anfang 2014 ermöglicht. Aufgrund der rückläufigen Importe und der robusten Exporte sowie einer Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit entstand ein Leistungsbilanzüberschuss. Der Wohnimmobilienmarkt hat sich mehr oder weniger stabilisiert. Die Vernichtung von Arbeitsplätzen scheint dem Ende zuzugehen. Die Rechtsvorschriften für die im nationalen Reformprogramm 2013 dargelegte umfassende Strukturreformagenda liegen inzwischen zum großen Teil vor; daher richtet sich nun das Augenmerk auf die schwierige Phase der Umsetzung. Dank der positiven Entwicklungen erstarkte das Vertrauen in das Land erneut, was sich daran ablesen lässt, dass die Risikoprämien am Markt gesunken sind, wieder ausländisches Kapital in das Land fließt und das Unternehmens- und Verbrauchervertrauen wieder zugenommen hat.

Die Anpassung ist jedoch noch lange nicht abgeschlossen und es gibt weiterhin Schwachstellen. Die sehr hohe Inlands- und Auslandsverschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors birgt weiterhin Risiken für das Wachstum und die Finanzstabilität. Obwohl die Arbeitslosigkeit vor kurzem sank, ist sie noch immer alarmierend hoch. Die Neuausrichtung der Produktion auf Exportbranchen und die Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit auf internationaler Ebene müssen fortgeführt werden, damit der sehr hohe Bestand an Außenforderungen und die Belastung, die der dadurch bedingte Abfluss von Einnahmen in andere Länder mit sich bringt, verringert werden. Die Bereinigung der Privatsektorbilanzen schreitet voran, aber der Schuldenabbau der Haushalte wird durch die hohe Arbeitslosigkeit und rückläufige Einkommen verlangsamt. Nicht-Finanzunternehmen haben ihre Verschuldung etwas zügiger abgebaut. Der weitere Schuldenabbau muss mit einer Kreditvergabe an finanziell solide Kreditnehmer einhergehen. Der Abbau von Hemmnissen für gut funktionierende Waren- und Finanzmärkte so wie effiziente Insolvenzverfahren könnten dazu beitragen, dass der Schuldenabbau das Wachstum weniger bremst. Für den Arbeitsmarkt könnten weitere Reformen ins Auge gefasst werden, die an die positiven Auswirkungen der jüngsten Reformen in den Bereichen interne Flexibilität und Lohnfestsetzung anknüpfen. Außerdem haben beträchtliche Einnahmeausfälle, höhere Sozialausgaben und die Kosten der Bankenrekapitalisierung die öffentlichen Defizite erheblich ansteigen und den staatlichen Schuldenstand in die Höhe schnellen lassen. 2013 hat Spanien die Zielvorgabe für das Haushaltsdefizit möglicherweise nicht erreicht; angesichts der Verbesserung der makroökonomischen Aussichten sollte dies aber 2014 durchaus möglich sein. Für einen mittelfristigen Schuldenabbau des Landes müssen nachhaltige finanzpolitische Maßnahmen ergriffen werden.

- In **Frankreich** bestehen weiterhin *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein spezielles Monitoring und durchgreifende politische Maßnahmen erfordern*. Die Politik muss sich weiter mit der Verschlechterung der Handelsbilanz und der Wettbewerbsfähigkeit wie auch den Auswirkungen der hohen Verschuldung des öffentlichen Sektors auseinandersetzen. Durchgreifende Maßnahmen, die das Risiko nachteiliger Auswirkungen auf die französische Wirtschaft und das Euro-Währungsgebiet mindern, sind angesichts der Größe der französischen Wirtschaft und eines möglichen Übergreifens auf das Euro-Währungsgebiet von besonderer Bedeutung. Da Frankreich bereits im Bericht über die vertiefte Überprüfung von 2013 zu politischen Maßnahmen aufgefordert worden war, wird die Kommission ein spezielles Monitoring für die politischen Maßnahmen, die der Rat Frankreich im Rahmen des Europäischen Semesters empfohlen hat, einleiten und dem Rat und der Euro-Gruppe regelmäßig Bericht erstatten.

Das wachsende Handelsbilanzdefizit spiegelt den langfristigen Rückgang der Exportmarktanteile wider, der mit den anhaltenden Einbußen sowohl an preislicher als

auch an nicht-preislicher Wettbewerbsfähigkeit zusammenhängt. Obwohl Maßnahmen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit ergriffen wurden, gibt es bislang kaum konkrete Anzeichen für einen Abbau der Ungleichgewichte. Die Löhne entwickelten sich zwar im selben Muster wie die Produktivität, doch die Arbeitskosten sind nach wie vor hoch und schmälern die Gewinnspannen der Unternehmen. Die geringe und rückläufige Rentabilität privater Unternehmen (insbesondere in der verarbeitenden Industrie) beeinträchtigte möglicherweise ihr Wachstumspotenzial und ihre Fähigkeit zur Verbesserung ihrer Exportleistung. Das ungünstige Unternehmensumfeld und vor allem der geringe Wettbewerb im Dienstleistungssektor verschärfen die Probleme im Zusammenhang mit der Wettbewerbsfähigkeit. Zudem wird den Unternehmen die Anpassung der Gehälter an die Produktivität durch starre Strukturen im Lohnfestsetzungssystem erschwert. Da trotz der seit 2010 ergriffenen Maßnahmen zum Abbau der Staatsverschuldung das öffentliche Defizit weiter gestiegen ist, sind eine weitere Haushaltskonsolidierung und – angesichts der hohen öffentlichen Ausgaben – insbesondere Ausgabenkürzungen erforderlich, die in erster Linie durch Effizienzgewinne erreicht werden sollten. Frankreich wird voraussichtlich die Zielvorgaben in Bezug auf das Haushaltsdefizit und auf die Strukturanpassungen im gesamten Prognosezeitraum nicht erreichen.

- In **Kroatien** bestehen *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte, die ein spezielles Monitoring und entschlossene politische Maßnahmen erfordern*. Vor dem Hintergrund langsamen Wachstums und geringer Anpassungsfähigkeit bedarf es politischer Maßnahmen, um die Schwachstellen der Wirtschaft zu beheben, die in den beträchtlichen Auslandsverbindlichkeiten, der rückläufigen Exportleistung, dem hohen Fremdkapitalanteil in der Unternehmensfinanzierung und der rasch steigenden gesamtstaatlichen Verschuldung begründet liegen. Die Kommission wird ein spezielles Monitoring für die Umsetzung der politischen Maßnahmen einleiten und dem Rat regelmäßig Bericht erstatten.

Nach einer Phase der Expansion, in der sich Ungleichgewichte anhäuferten, befindet sich die kroatische Wirtschaft nun seit längerem im Abschwung, wobei eine Reihe externer und interner Risiken sichtbar werden. Der Abbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte ist mit erheblichen Risiken verbunden, solange Kroatien seine Auslandsverbindlichkeiten nicht auf einen sichereren Stand senkt, und hängt davon ab, ob es gelingt, das Wachstum durch eine Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und die Erweiterung des Exportangebots über den Tourismus hinaus zu fördern. Der Schuldenabbau von Nicht-Finanzunternehmen steht noch am Anfang und die Entwicklung ihrer notleidenden Kredite muss aufmerksam beobachtet werden. Staatliche Unternehmen spielen in einigen Wirtschaftszweigen immer noch eine führende Rolle; sie wurden oft nicht umstrukturiert, sind generell hoch verschuldet und kaum rentabel. Die Erwerbs- und die Beschäftigungsquote Kroatiens sind so niedrig wie in keinem anderen EU-Mitgliedstaat, was zum Teil an den institutionellen und politischen Rahmenbedingungen liegt. Ein besser funktionierender Arbeitsmarkt ist eine entscheidende Voraussetzung für die Förderung des Wachstums und der Anpassung, die angesichts der Schwachstellen der Außen- und der Binnenwirtschaft unumgänglich ist. Bei fast allen Standardindikatoren liegen die Werte für das kroatische Unternehmensumfeld deutlich unter den durchschnittlichen Werten der mittel- und osteuropäischen Mitgliedstaaten. Das Zusammenspiel dieser Faktoren verringert das Wachstumspotenzial, was wiederum die Bilanzbereinigung des privaten Sektors erschwert und stärkere Bemühungen um eine Haushaltskonsolidierung erforderlich macht. Es bedarf erheblicher zusätzlicher Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung, um das Defizit abzubauen und einen Anstieg der Verschuldung auf ein nicht tragbares Niveau zu verhindern. Gegen Kroatien wurde bereits ein Defizitverfahren eingeleitet. Nun muss das

Land wirksame Maßnahmen ergreifen, um sein übermäßiges Defizit bis zum 30. April 2014 zu beheben. In Anbetracht der derzeitigen Entwicklung besteht die Gefahr, dass Kroatien 2014 seine Ziele bei weitem nicht erreicht, wenn es keine zusätzlichen Maßnahmen ergreift.

- In **Italien** bestehen *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte, die ein spezielles Monitoring und durchgreifende politische Maßnahmen erfordern*. Das Land muss sich dringend mit den Auswirkungen des sehr hohen öffentlichen Schuldenstands und der schwachen externen Wettbewerbsfähigkeit befassen, die beide letztlich auf ein seit längerem schleppendes Wachstum der Produktivität zurückzuführen sind. Angesichts der Größe der italienischen Wirtschaft sind durchgreifende Maßnahmen, die das Risiko nachteiliger Auswirkungen auf die italienische Wirtschaft und das Euro-Währungsgebiet mindern, besonders wichtig. Die Kommission wird ein spezielles Monitoring für die politischen Maßnahmen, die der Rat Italien im Rahmen des Europäischen Semesters empfohlen hat, einleiten und dem Rat und der Euro-Gruppe regelmäßig Bericht erstatten.

Der hohe öffentliche Schuldenstand stellt insbesondere vor dem Hintergrund eines chronisch schwachen Wachstums und einer gedämpften Inflation eine starke Belastung für die Wirtschaft dar. Das Land steht nun vor der großen Herausforderung sehr hohe (d. h. über dem historischen Durchschnitt liegende) Primärüberschüsse und ein kräftiges BIP-Wachstum zu erreichen und beizubehalten, damit die Schuldenquote maßgeblich gesenkt werden kann. 2013 hat Italien Fortschritte im Hinblick auf sein mittelfristiges Haushaltsziel erzielt. Gleichwohl besteht die Gefahr, dass die Anpassung des strukturellen Haushaltssaldos 2014 unzureichend ist, da die sehr hohe öffentliche Schuldenquote in angemessenem Tempo gesenkt werden muss. Die Krise hat die anfängliche Widerstandsfähigkeit des italienischen Bankensektors aufgezehrt und dessen Rolle als Stütze der wirtschaftlichen Erholung geschwächt. Die Verluste an Wettbewerbsfähigkeit erklären sich durch ein anhaltendes Missverhältnis zwischen Löhnen und Produktivität, eine hohe Belastung der Arbeit durch Steuern und Abgaben, eine ungünstige Struktur der Exportprodukte und einen hohen Anteil kleiner Unternehmen, die es schwer haben, sich im internationalen Wettbewerb zu behaupten. Starre Strukturen im Lohnfestsetzungssystem stehen einer an der Produktivitätsentwicklung und den lokalen Arbeitsmarktbedingungen orientierten Lohndifferenzierung im Weg. Die seit langem bestehende Ineffizienz in der öffentlichen Verwaltung und der Justiz, schwach ausgeprägte Corporate Governance sowie die weit verbreitete Korruption und Steuerhinterziehung verringern die Allokationseffizienz in der Wirtschaft. Vor diesem Hintergrund können die verabschiedeten Reformen nur schwer Früchte tragen. Die Produktivitätsprobleme werden durch die großen Humankapitallücken verschärft, die in der geringen Bildungsrendite der jüngeren Generationen, der Spezialisierung Italiens auf Branchen mit geringem bis mittlerem Technisierungsgrad und den strukturellen Schwächen des Bildungssystems begründet liegen.

- In **Ungarn** bestehen weiterhin *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein Monitoring und durchgreifende politische Maßnahmen erfordern*. Insbesondere die derzeitige Anpassung der stark negativen Nettoauslandsposition, die hohe Verschuldung des öffentlichen und des privaten Sektors bei gleichzeitig schwachem Finanzsektor und die rückläufige Exportleistung erfordern nach wie vor größte Aufmerksamkeit, wenn die erheblichen Risiken nachteiliger Auswirkungen auf die Wirtschaft verringert werden sollen.

Trotz der schwachen Exportergebnisse hat sich der Nettoauslandsvermögensstatus verbessert, was in erster Linie dem Schuldenabbau des privaten Sektors zuzuschreiben ist.

Obwohl unlängst einige ermutigende Anzeichen in der verarbeitenden Industrie festzustellen waren, wird dies nicht reichen, um aus eigener Kraft eine Wende bei den Exportergebnissen herbeizuführen. Die Verschuldung ist zwar gesunken, doch die Ungleichgewichte und Risiken im Zusammenhang mit der Verschuldung des privaten Sektors bestehen weiterhin, da der Schuldenabbau durch folgende Faktoren verlangsamt wurde: hoher Anteil an notleidenden Krediten, gedrückter Wohnimmobilienmarkt, schwacher Finanzsektor, hoher Anteil an Fremdwährungsdarlehen sowie Unsicherheit in der Wirtschaft. Damit die Kreditvergabe an die Wirtschaft auf Dauer wieder in normale Bahnen gelenkt werden kann, müssten die Rahmenbedingungen für die Banken verbessert werden. Die hohe Staatsverschuldung gibt ebenfalls Anlass zu Sorge. Trotz erheblicher Verbesserungen des strukturellen Haushaltssaldos ist die Verschuldung aufgrund des geschwächten Wechselkurses, des geringen Wachstumspotenzials und hoher Finanzierungskosten nicht gesunken. Ungarn wird sein mittelfristiges Ziel voraussichtlich nicht erreichen und sein strukturelles Haushaltssaldo wird sich den Prognosen zufolge 2014 verschlechtern.

- In den **Niederlanden** bestehen weiterhin *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein Monitoring und politische Maßnahmen erfordern*. Insbesondere die makroökonomischen Entwicklungen hinsichtlich der Verschuldung und des laufenden Schuldenabbaus des privaten Sektors in Kombination mit verbleibenden Ineffizienzen am Wohnimmobilienmarkt erfordern weiterhin Aufmerksamkeit. Obwohl der hohe Leistungsbilanzüberschuss keine Risiken birgt, die mit jenen hoher Defizite vergleichbar sind und zum Teil mit der Notwendigkeit des Schuldenabbaus zusammenhängt, wird die Kommission die Leistungsbilanzentwicklung in den Niederlanden im Rahmen des Europäischen Semesters weiter verfolgen.

Über Jahrzehnte hinweg sind Verkrustungen und verzerrte Anreize entstanden, die die Wohnfinanzierung und das sektorale Sparverhalten prägen. Die Bilanzen der Finanzinstitute haben sich stark in Richtung Wohnfinanzierung verlagert, da die privaten Haushalte Wohneigentum für Kreditaufnahmen nutzen. Zugleich weisen die Nicht-Finanzunternehmen seit Mitte der 1990er Jahre einen strukturellen Ersparnisüberschuss aus. So entstand ein erheblicher und anhaltender Leistungsbilanzüberschuss, der mit einer hohen Bruttoverschuldung und einem hohen Nettovermögen der privaten Haushalte einhergeht. In den vergangenen Jahren stieg dieser Überschuss weiter an, da die weltweite Krise die Binnennachfrage dämpfte. Politische Maßnahmen, die einem weiteren Anstieg der Hypothekenfinanzierungen entgegenwirken sollten, ermöglichten jedoch Verbesserungen. Der Schuldenabbau wird die Wirtschaftstätigkeit weiterhin bremsen, doch angesichts der Stabilisierung des Wohnimmobilienmarkts und einer deutlich positiven Nettovermögensposition der privaten Haushalte sind die Risiken begrenzt. Im Bereich der öffentlichen Finanzen werden die Niederlande ihr Defizitziel 2014 – dem Jahr, in dem ihr übermäßiges Defizit korrigiert sein sollte – voraussichtlich nicht erreichen, obwohl das Land 2013 und 2014 die Strukturmaßnahmen im empfohlenen Umfang durchgeführt haben sollte.

- In **Slowenien** bestehen weiterhin *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte, die ein spezielles Monitoring und weitere entschlossene politische Maßnahmen erfordern*. Die Ungleichgewichte haben sich im vergangenen Jahr dank einer makroökonomischen Anpassung und durchgreifender politischer Maßnahmen Sloweniens abgeschwächt. Angesichts der Größenordnung der erforderlichen Korrekturen bestehen nach wie vor hohe Risiken. Die Kommission wird das spezielle Monitoring für die politischen Maßnahmen,

die der Rat Slowenien im Rahmen des Europäischen Semesters empfohlen hat, fortsetzen und dem Rat und der Euro-Gruppe regelmäßig Bericht erstatten.

Insbesondere die Risiken, die aus einer Wirtschaftsstruktur mit schwacher Corporate Governance, einer starken Präsenz des Staates in der Wirtschaft, Einbußen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, einem Schuldenüberhang der Unternehmen und steigender Staatsverschuldung erwachsen, erfordern sehr große Aufmerksamkeit. Bei der Bereinigung der Bankbilanzen wurden zwar erhebliche Fortschritte erzielt, doch bedarf es nach wie vor entschlossener Maßnahmen zur vollständigen Umsetzung einer umfassenden Strategie für den Bankensektor, die auch die Aspekte Umstrukturierung, Privatisierung und verstärkte Aufsicht beinhaltet.

Slowenien hat weiterhin mit den Folgen des früheren Booms und der untragbar hohen Überschuldung der Unternehmen zu kämpfen. Die Übertragung notleidender Kredite auf die Bankenvermögensverwaltungsgesellschaft (Bank Asset Management Company – BAMC) hat sich positiv auf die Bankbilanzen ausgewirkt, doch die notleidenden Kredite schlagen im Vergleich zu den Jahren vor der Krise immer noch relativ stark zu Buche und müssen auf der Grundlage des vor kurzem geänderten Insolvenzrahmens nachhaltig umgeschuldet werden. Infolge einer beträchtlichen Schrumpfung der Binnennachfrage und vor allem der Investitionstätigkeit kam es zu einer einschneidenden Korrektur der Leistungsbilanz, die nun einen großen Überschuss aufweist. Die Einbußen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit konnten jedoch nicht aufgefangen werden; die Reformen brachten bislang keine umfassende Lösung der Probleme in Bezug auf die Flexibilität des Arbeitsmarkts und die Wettbewerbsfähigkeit. Eine schwache Corporate Governance – vor allem, aber nicht nur in staatlichen Unternehmen – schwächt die Gesamteffizienz der Volkswirtschaft, da Ressourcen möglicherweise ineffizient zugewiesen werden. Ein erheblicher Rückzug des Staates aus dem Unternehmens- und dem Finanzsektor in Kombination mit einer umfassenden Strategie für die Verwaltung strategischer Vermögenswerte und die Veräußerung nichtstrategischer Vermögenswerte könnte die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft verbessern. Außerdem stellt die in den letzten Jahren erheblich gestiegene Staatsverschuldung, selbst wenn sie zu Beginn relativ niedrig war, das Land vor neue Probleme. Das Haushaltsdefizit dürfte aufgrund der beträchtlichen Ausgaben für die Bankenrekapitalisierung in den Jahren 2013 und 2014 über den Vorgaben liegen und wird Prognosen zufolge bei unveränderter Politik auch 2015 deutlich die Obergrenze überschreiten. Die Strukturanpassung greift ebenfalls etwas zu kurz. Diese Unzulänglichkeiten und Probleme belasten die kurzfristige makroökonomische Entwicklung. Da die Renditen der Staatsanleihen vor kurzem gesunken sind, ist der Druck geringer, doch die Umsetzung des Strukturreformprogramms muss schneller vorankommen.

- In **Finnland** bestehen weiterhin *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein Monitoring und politische Maßnahmen erfordern*. Insbesondere die schwachen Exporte im vergangenen Jahr, die auf die Umstrukturierung der Industrie sowie Kosten- und Nicht-Kosten-Faktoren der Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen sind, sollten weiterhin aufmerksam verfolgt werden.

Die Außenbilanz wurde durch den starken Anstieg der Importe vor der Krise und die Exportflaute nach der Krise belastet. Demgegenüber hat sich die Leistungsbilanz vor kurzem stabilisiert und es bestehen keine Zweifel an der Tragfähigkeit der Zahlungsbilanz. Das Land verlor binnen kürzester Zeit weitere Exportmarktanteile, obwohl sich der Welthandel erholte. Dies liegt zum einen an der (mangelnden) Integration Finnlands in globale Wertschöpfungsketten und zum anderen daran, dass die beträchtliche Schrumpfung

der Elektronikbranche und der Forstwirtschaft noch nicht im Zuge des industriellen Strukturwandels aufgefangen werden konnte. Die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft wird wiederum durch geringe Produktivität und schwachen Wettbewerbsdruck im Dienstleistungssektor sowie einen Anstieg der Kosten aufgrund eines dynamischen Lohnwachstums und eines hohen Energieverbrauchs eingeschränkt. Deshalb konnten die Exportunternehmen ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit in erster Linie durch Hinnahme geringerer Gewinnmargen erhalten, was jedoch ihre Möglichkeiten zur Nutzung des hohen Innovationspotenzials für neue Produkte begrenzte. Die Verringerung der Wettbewerbsfähigkeit ist vor allem auf Nicht-Kosten-Faktoren zurückzuführen: Eine kleine Zahl von großen Unternehmen, die nur eine begrenzte Produktpalette für den Export anbieten, kleine Unternehmen, die weniger am Export interessiert sind sowie eine weniger effiziente Verwendung der Gelder für Forschung und Entwicklung. Die schwache Investitionstätigkeit, ein rückläufiger Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und ein erheblicher Produktivitätsrückgang behindern mögliches Wachstum. Das strukturelle Defizit der öffentlichen Finanzen dürfte 2014 leicht über dem mittelfristigen Ziel liegen, während die Verschuldung der öffentlichen Hand, teilweise aufgrund einer ungünstigen Wachstumsdynamik, auf über 60 % der BIP steigen dürfte.

- In **Schweden** bestehen weiterhin *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein Monitoring und politische Maßnahmen erfordern*. Insbesondere Entwicklungen hinsichtlich der Verschuldung der privaten Haushalte in Kombination mit Ineffizienzen am Wohnimmobilienmarkt müssen weiterhin beobachtet werden. Obwohl der hohe Leistungsbilanzüberschuss keine Risiken birgt, die mit jenen hoher Defizite vergleichbar sind, und zum Teil mit der Notwendigkeit des Schuldenabbaus zusammenhängt, wird die Kommission die Leistungsbilanzentwicklungen in Schweden im Rahmen des Europäischen Semesters weiter verfolgen.

Die Verschuldung der privaten Haushalte ist nach einer Stabilisierungsphase erneut gestiegen, da die wichtigsten Ursachen – niedrige Zinssätze für Hypothekarkredite, der Verschuldungseffekt der Besteuerung (debt bias), die lange Abtragungsdauer von Hypothekarkrediten und ein begrenztes Wohnangebot – nicht behoben wurden. Verschiedene Indikatoren hinsichtlich der Kreditangebots- und -nachfragebedingungen deuten nicht auf unmittelbaren Druck zum Verschuldungsabbau hin. Nach einer Stabilisierung der Wohnimmobilienpreise in den vergangenen Jahren war 2013 aufgrund der günstigen Nachfragebedingungen und Ineffizienzen auf der Angebotsseite ein erneuter Preisanstieg zu verzeichnen. Ineffizienzen des Mietwohnungsmarkts, aufwändige Planungsverfahren und der geringe Wettbewerb im Baugewerbe trugen ebenfalls zu dieser Preisentwicklung bei. Es bedarf jedoch einer größeren Stabilität der Wohnimmobilienpreise, um die Verschuldung der privaten Haushalte einzudämmen und die makroökonomischen Risiken steigender Kosten des Schuldendienstes zu verringern. Die jüngsten Maßnahmen der Makroaufsicht sind wichtig, aber wahrscheinlich nicht ausreichend, um die makroökonomischen Risiken zu verringern. Die starken steuerlichen Anreize für Kreditfinanzierungen werden als größte Preistreiber bei Wohnimmobilien erachtet. Durch höhere Investitionen in Wohnimmobilien würden auch die Spar- und Investitionsquoten verbessert. Die Verschuldung der Nicht-Finanzunternehmen birgt keine makroökonomischen Risiken. Außerdem dürften die jüngsten Reformen der Unternehmensbesteuerung zu einer weiteren Verringerung der Unternehmensverschuldung führen, da sie der Steuerminimierung durch multinationale Unternehmen Grenzen setzen.

- Im **Vereinigten Königreich** bestehen weiterhin *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein Monitoring und politische Maßnahmen erfordern*. Insbesondere die Entwicklungen im

Bereich der Verschuldung der privaten Haushalte, die mit den allgemein hohen Hypothekenschulden und den strukturellen Merkmalen des Wohnimmobilienmarkts zusammenhängen, sowie die ungünstigen Entwicklungen hinsichtlich der Exportmarktanteile erfordern weiterhin Aufmerksamkeit.

Die jüngste Konjunkturbelebung ist zwar erfreulich, doch sie ist in erster Linie auf den Verbrauch der Haushalte zurückzuführen und geht mit einem Anstieg des Leistungsbilanzdefizits einher. Die derzeit niedrigen Unternehmensinvestitionen und Nettoexporte müssen erst noch Fahrt aufnehmen. Die Eindämmung der hohen Verschuldung, insbesondere jener der privaten Haushalte, bei gleichzeitiger Minimierung der Auswirkungen auf Investition und Wachstum würde zur Begrenzung der mittelfristigen Risiken und einer geringeren Verwundbarkeit durch steigende Kreditkosten beitragen. Der Anstieg des Kreditvolumens bei Hypothekarkrediten war moderat, dennoch erhöhte sich damit die bereits hohe Verschuldung der privaten Haushalte. Die Risiken auf dem Wohnimmobilienmarkt liegen in einer anhaltenden strukturellen Unterversorgung im Wohnungsbereich begründet: die relative langsame Anpassung des Wohnangebots auf die steigende Nachfrage führt zu hohen Wohnungs- und Hauspreisen, vor allem in London und im Südosten des Landes, und zur Verschuldung der Haushalte durch Hypothekarkredite. Der rückläufige Exportmarktanteil dürfte zwar keine kurzfristigen Risiken bergen, ist aber in Verbindung mit dem Leistungsbilanzdefizit des Landes ein Hinweis auf Strukturprobleme. Diese betreffen Qualifikationsdefizite und die geringe Infrastrukturausstattung. Im Bereich der öffentlichen Finanzen dürfte das Vereinigte Königreich nach wie vor weit davon entfernt sein, die Zielvorgaben für das Haushaltsdefizit und die Strukturanpassung zu erreichen.

Bei drei Ländern, die Gegenstand der vertieften Überprüfung sind, wurden keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Die Berichte über die vertieften Überprüfungen zeigen, dass die makroökonomischen Risiken in *Dänemark* und *Malta* abgenommen haben und besser kontrolliert werden. Auch für *Luxemburg* lässt nichts auf Ungleichgewichte im Sinne des VMU schließen. Gleichwohl bedarf es einer kontinuierlichen sorgfältigen Überwachung und politischen Abstimmung aller Mitgliedstaaten, um neue Risiken festzustellen und politische Maßnahmen auf den Weg zu bringen, die zu Wachstum und Beschäftigung beitragen. Diese Überwachung wird im Rahmen des Europäischen Semesters fortgesetzt.

- Die makroökonomischen Herausforderungen in **Dänemark** bergen keine erheblichen makroökonomischen Risiken mehr und werden nicht mehr als Ungleichgewichte im Sinne des VMU eingestuft. Das Land hat die Anpassungen auf dem Wohnimmobilienmarkt im Griff und die Auswirkungen einer hohen Verschuldung des privaten Sektors auf die Realwirtschaft und die Stabilität des Finanzsektors scheinen eingedämmt zu sein. Dennoch müssen diese Entwicklungen ebenso wie entscheidende Faktoren für die externe Wettbewerbsfähigkeit weiterhin beobachtet werden.

Die Finanzrisiken auf makroökonomischer Ebene, die die hohe Verschuldung des privaten Sektors birgt, scheinen sich sogar unter Berücksichtigung von Folgerisiken (z. B. Zinsschocks in Kombination mit ungünstigen Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt) im Rahmen zu halten. Den hohen Schulden der privaten Haushalte steht ihr hohes Vermögen gegenüber, das hohe Altersrücklagen und Immobilien umfasst. Die 2007 eingeleitete Anpassung der Wohnimmobilienpreise konnte von den privaten Haushalten bislang finanziell geschultert werden, da nach wie vor sehr wenig Zahlungsrückstände eingetreten sind. Außerdem ergaben verschiedene Stresstests und Studien, dass die Haushalte auch nachteiligen Schocks standhalten könnten. Das Finanzwesen wirkt stabil, den

verbleibenden Herausforderungen wird durch stärkere Regulierungs- und Aufsichtsmaßnahmen begegnet. Im Zusammenhang mit der Wettbewerbsfähigkeit ist festzuhalten, dass Dänemark aufgrund der hohen Lohnzuwächse und des schwachen Produktivitätswachstums Exportmarktanteile verliert. Das Missverhältnis zwischen Produktivität und Löhnen dürfte jedoch konjunkturbedingt sein. Angesichts der hohen Leistungsbilanzüberschüsse deutet die rückläufige Tendenz bei den Exportmarktanteilen nicht auf kurzfristige Risiken hin. Dänemark dürfte das übermäßige öffentliche Defizit 2013 nachhaltig korrigiert haben.

- Die makroökonomischen Herausforderungen, vor denen **Luxemburg** steht, *wurden nicht als Ungleichgewichte im Sinne des VMU erachtet*. Sie sind auf ein Wachstumsmodell zurückzuführen, das auf einem effizienten Finanzsektor basiert, der die Krise gut überstanden hat. Dennoch müssen die zurückgegangene Wettbewerbsfähigkeit der verarbeitenden Industrie, die Entwicklung des Wohnimmobilienmarkts und die hohe Verschuldung des privaten Sektors weiterhin beobachtet werden.

Die Analyse zeigt, dass der Leistungsbilanzüberschuss nicht auf eine außerordentlich schwache Nachfrage, sondern auf das stark auf Finanzdienstleistungen gestützte Wachstumsmodell des Landes zurückzuführen ist. Gleichwohl verschleiert es ein hohes und kontinuierlich steigendes Warenhandelsbilanzdefizit, für das vor allem die enttäuschenden Exporte verantwortlich sind. Die Verluste der Exportmarktanteile gehen weitgehend mit dem deutlich rascheren Anstieg der Lohnstückkosten als in anderen Ländern einher, was zum Teil am Lohnfestsetzungsmechanismus liegt. Daher muss für die befristete Modulierung des Lohnindexierungssystems unbedingt eine strukturelle Lösung gefunden werden. Der große Finanzsektor birgt zwar Risiken für die inländische Finanzstabilität, doch diese sind relativ begrenzt, da der Sektor sowohl diversifiziert als auch spezialisiert ist. Zudem vermelden die inländischen Banken solide Eigenkapital- und Liquiditätsquoten. Die hohe Verschuldung des privaten Sektors und insbesondere der Nicht-Finanzunternehmen erklärt sich vor allem aus der Präsenz zahlreicher multinationaler Unternehmen, die für konzerninterne Finanzaktivitäten Zweigniederlassungen oder Tochtergesellschaften in Luxemburg haben. Die Entwicklung auf dem Wohnungsmarkt gibt zunehmend Anlass zu Bedenken. Die derzeit gute Lage der öffentlichen Finanzen ist im Wesentlichen der Nachhaltigkeit des luxemburgischen Wachstumsmodells zu verdanken, das auf einem florierenden Finanzsektor basiert, langfristig aber ein hohes Tragfähigkeitsrisiko aufweist. So geht auch die unlängst durchgeführte Renten- und Pensionsreform nicht weit genug, um die Herausforderungen zu bewältigen. Das strukturelle Haushaltssaldo liegt jedoch über dem mittelfristigen Ziel.

- Die makroökonomischen Herausforderungen in **Malta** *bergen keine erheblichen makroökonomischen Risiken mehr und werden nicht mehr als Ungleichgewichte im Sinne des VMU erachtet*. Trotz einer weiterhin hohen Verschuldung scheinen die Tragfähigkeitsrisiken in Bezug auf die Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors und die Stabilität des Finanzsektors unter Kontrolle, müssen aber weiterhin beobachtet werden.

Im Bericht über die vertiefte Überprüfung wird festgestellt, dass die Indikatoren für die Finanzstabilität weiterhin positiv sind. Da die Risiken im Finanzsektor struktureller Art sind, ist es jedoch von entscheidender Bedeutung, dass die derzeitigen Aufsichtsverfahren weiterhin angewendet werden und weiterhin Vorsicht bei der Übernahme von Risiken waltet. Der Wohnimmobilienmarkt hat sich stabilisiert, so dass die Risiken aufgrund einer zu starken Konzentration auf Immobilien begrenzt sind. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist rückläufig; der Schuldenabbau der Unternehmen verläuft geordnet und der

Druck auf dem Kreditmarkt ist gering. Was die öffentlichen Finanzen anbelangt, so wird Malta die Zielvorgaben für das nominale Defizit 2013 und 2014 erfüllen. Im Zusammenhang mit der Tragfähigkeit der Zahlungsbilanz ist auf die gute Handelsleistung zu verweisen, die durch die Ausrichtung auf sachlich und räumlich relevante Märkte und Nicht-Kosten-Faktoren der Wettbewerbsfähigkeit ermöglicht wurde; die Leistungsbilanz weist Überschüsse auf. Gleichwohl wäre es für die externe Wettbewerbsfähigkeit hilfreich, wenn die Politik auf Kostenanpassungen in Wettbewerberländern mit aktiven Maßnahmen reagieren würde.