



Brüssel, den 26.2.2015
SWD(2015) 20 final

ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

**Bericht über das
Euro-Währungsgebiet**

{COM(2015) 85 final}

Beim vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Arbeitsunterlage der Dienststellen der Europäischen Kommission. Diese gibt weder den offiziellen Standpunkt der Kommission wieder noch greift sie ihm vor.

INHALTSVERZEICHNIS

Zusammenfassung	2
1. Kontext: Wirtschaftslage und Ausblick für das Euro-Währungsgebiet.....	4
2. Strukturelle Probleme.....	6
2.1. Strukturreformpolitik	6
2.2. Finanzpolitik	15
2.3. Politik im Finanzsektor	22

ZUSAMMENFASSUNG

Die Erholung des Euro-Währungsgebiets schreitet weiter voran und das Wachstum dürfte dieses Jahr erstmals seit 2007 in allen Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets positiv ausfallen. Wenngleich entschlossene politische Maßnahmen und die drastisch gesunkenen Rohölpreise das Wachstum fördern dürften, wird die wirtschaftliche Erholung von einer langfristig schwachen Wachstumstendenz und den Nachwirkungen der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise gedämpft. Dazu zählen etwa der laufende Abbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte, eine hohe öffentliche und private Verschuldung und der damit verbundene Entschuldungsdruck, hohe Arbeitslosigkeit und geringes Vertrauen sowie die anhaltende Investitionsschwäche. Zur dauerhaften Überwindung dieser Schwierigkeiten sind weitere entschlossene Anstrengungen erforderlich.

Die jüngste Krise hat verdeutlicht, dass Schocks sich im Euro-Währungsgebiet rasant und mit großer Wirkung über Grenzen hinweg ausbreiten können. Aufgrund der engen Verflechtung der Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets können makroökonomische Maßnahmen erhebliche Spillover-Effekte über Handels- und Finanzkanäle entwickeln, sodass politische Entscheidungen auf nationaler Ebene Konsequenzen für das gesamte Euro-Währungsgebiet nach sich ziehen. Die Krise brachte vor allem die negativen Spillover-Effekte und Rückkoppelungen zutage, doch ein koordinierter und kohärenter politischer Kurs aller Mitgliedstaaten birgt ein ebenso großes Potenzial, eine positive Dynamik zu erzeugen, Aufwärtsspiralen anzustoßen und Synergien zu stärken. Die Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets befinden sich auf unterschiedlichen Etappen des Anpassungspfads, und die von der Krise am stärksten betroffenen Mitgliedstaaten sind angesichts der bestehenden Herausforderungen nur eingeschränkt in der Lage, zum Wachstum im Euro-Währungsgebiet beizutragen. In Bezug auf das Ausmaß der vor der Krise vorhandenen Ungleichgewichte, die Position im Konjunkturzyklus und den Haushaltsspielraum bestehen zwischen den Mitgliedstaaten deutliche Unterschiede. Das Euro-Währungsgebiet benötigt einen wachstumsfördernden politischen Kurs, der gleichzeitig gewährleistet, dass die beim Abbau der Ungleichgewichte erzielten Fortschritte nicht gefährdet werden. In vielen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets ist der Verschuldungsabbau noch lange nicht abgeschlossen. Mittel- bis langfristig wird das Wachstumspotenzial davon abhängen, ob und auf welche Weise Reformen umgesetzt werden.

Im vergangenen Jahr wurden mit dem Start der Investitionsoffensive der Kommission, den währungspolitischen Entscheidungen der Europäischen Zentralbank und den umfassenden Schritten in Richtung einer Bankenunion bereits umfangreiche Maßnahmen ergriffen.

Die Eurogruppe hat bei der Planung koordinierter politischer Maßnahmen, der Verständigung über politische Herausforderungen und der Stärkung des Vertrauens der Interessenträger im Euro-Währungsgebiet eine zunehmend aktive Rolle eingenommen. Dennoch bleibt die Umsetzung spezifischer Empfehlungen für einzelne Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets und für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes unvollständig. Herausforderungen bestehen nach wie vor in folgenden Bereichen, die sich gegenseitig beeinflussen:

- Die **Umsetzung ambitionierter Strukturreformen** zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und des Wachstumspotenzials ist im Euro-Währungsgebiet noch nicht ausreichend vorangeschritten. Der Abbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte ist im Gange, verläuft allerdings asymmetrisch, und große Leistungsbilanzüberschüsse wurden nicht angepasst. Die Arbeitsmärkte zeigen Anzeichen einer Erholung, doch die Arbeitslosigkeit ist nach wie vor hoch, und es besteht die Gefahr einer Verfestigung der steigenden Langzeitarbeitslosigkeit und damit einer weiteren Erhöhung der Armutsquoten. Ambitionierte Strukturreformen können in diesem Zusammenhang Impulse für die

nötigen wirtschaftspolitischen Anpassungen innerhalb des Euro-Währungsgebiets geben und das Wachstum in den Ländern, die sie umsetzen, beschleunigen. Bei einer koordinierten Vorgehensweise in allen Mitgliedstaaten können solche Reformen positive Spillover-Effekte entwickeln und dem gesamten Euro-Währungsgebiet zugutekommen. Dennoch wird es Zeit brauchen, die aufgebauten Ungleichgewichte zu korrigieren. Zudem könnten sich Strukturreformen kurzfristig negativ auf die Wirtschaftsleistung auswirken, da die Geldpolitik durch die Null-Prozent-Untergrenze eingeschränkt wird (d. h. da die Zinssätze bei nahe Null liegen und eine weitere Senkung kaum möglich ist). Die Reformen können jedoch so gestaltet werden, dass mögliche kurzfristige negative Auswirkungen eingedämmt werden. Daher wird die Auffassung, dass ein kurzfristiger Aufschub von Strukturreformen zu einer Verbesserung der Wirtschaftslage an der Null-Prozent-Grenze führen würde, nicht geteilt.

- **Die Koordinierung der haushaltspolitischen Maßnahmen** verläuft nach wie vor nicht optimal. Das aggregierte haushaltspolitische Bild im Euro-Währungsgebiet hat sich seit Ausbruch der Krise merklich verbessert, und der allgemeine haushaltspolitische Kurs ist weitgehend neutral gestaltet, weshalb von einem akzeptablen Gleichgewicht zwischen der Gewährleistung der Tragfähigkeit und der Stabilisierung der Konjunktur ausgegangen werden könnte. Jedoch bestehen zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten erhebliche Unterschiede, die den Umfang der haushaltspolitischen Herausforderungen und die Verpflichtungen der Mitgliedstaaten unter dem Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht immer verdeutlichen. Während einige Länder hinter den Anforderungen des Pakts zurückbleiben, verfügen andere unter Einhaltung der Regeln nach wie vor über Spielraum. Eine verbesserte Koordinierung würde das Wachstum im gesamten Euro-Währungsgebiet fördern, wenn Mitgliedstaaten ohne Haushaltsspielraum auf diesen hinarbeiten, während Mitgliedstaaten, die über Spielraum verfügen, die Gelegenheit zur Ankurbelung der Binnennachfrage unter besonderer Berücksichtigung von Investitionen nutzen. Mit besser koordinierten Maßnahmen könnten umfangreiche positive Spillover-Effekte auf das Wachstum erzielt werden. Die Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität wird einen Beitrag zur Umsetzung der Investitionspläne und Strukturreformen der Mitgliedstaaten leisten. Die haushaltspolitischen Strategien sind jedoch nicht ausreichend wachstumsfreundlich. Auf der Einnahmenseite fehlt es den Steuersystemen noch an Effizienz und die Besteuerung des Faktors Arbeit ist zu hoch, wenngleich in jüngster Zeit dank einer stärkeren Koordinierung innerhalb der Eurogruppe Verbesserungen erzielt wurden. Auf der Ausgabenseite besteht ein Rückstand bei auf fundierten Kosten-Nutzen-Analysen gestützten öffentlichen Investitionen und anderen stark wachstumsfördernden öffentlichen Ausgaben. Ausgabenüberprüfungen haben zudem die Notwendigkeit einer Effizienzsteigerung in der öffentlichen Verwaltung verdeutlicht.
- Die **Finanzmarktbedingungen** haben sich im Euro-Währungsgebiet verbessert, doch die Kreditvergabe an den Privatsektor bleibt verhalten und der Finanzmarkt ist nach wie vor zu stark fragmentiert. Die Investitionsoffensive der EU und das erweiterte EZB-Programm zum Ankauf von Vermögenswerten müssen von Maßnahmen des Finanzsektors begleitet werden, um die Kreditvergabe anzukurbeln. Das einheitliche Regelwerk wird noch nicht von allen Banken des Euro-Währungsgebiets konsequent angewandt. Die Diversifizierung der Finanzierungsquellen zugunsten einer stärker marktbasierter Finanzierung hat noch nicht genügend Fahrt aufgenommen. Besser integrierte und effizientere Kapitalmärkte würden zusätzliche Mittel für Investitionen freimachen, die Abhängigkeit der europäischen Wirtschaft von den Banken verringern und für ausgewogenere und stabilere Finanzstrukturen sorgen.

1. KONTEXT: WIRTSCHAFTSLAGE UND AUSBLICK FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Die Erholung des Euro-Währungsgebiets schreitet weiter voran und das Wachstum dürfte dieses Jahr erstmals seit 2007 in allen Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets positiv ausfallen. Die Erholung kommt jedoch nach wie vor nur langsam voran. Wenngleich der drastische Ölpreisrückgang sowie Fördermaßnahmen das Wachstum ankurbeln dürften, wirken sich schwache Investitionen, das nachlassende Wachstum bei den wichtigsten Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets und die Verschlechterung der geopolitischen Lage negativ auf den kurzfristigen Ausblick aus. Die durch eine Konjunkturlaute und sinkende Energie- und Lebensmittelpreise bedingte niedrige Inflation erschwert den Schuldenabbau und die Anpassung der relativen Preise, sodass die Unterschiede bei den Schuldenständen und der Wettbewerbsfähigkeit fortbestehen. Regionale und konjunkturelle Divergenzen im Euro-Währungsgebiet haben sich weiter verschärft, da sich die wirtschaftlichen und finanziellen Herausforderungen der Mitgliedstaaten und auch das Tempo, mit dem diesen begegnet wird, erheblich unterscheiden. Dennoch wird 2015 und 2016 ein moderater Aufschwung erwartet, auch wenn der wirtschaftliche Ausblick nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet ist.

Das anhaltend schwache Wachstum geht teilweise auf die wirtschaftspolitischen Anpassungen infolge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise zurück und beeinflusst die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten. Das Vertrauen ist geschwächt und sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor besteht nach wie vor Entschuldungsdruck. Der Abbau von Ungleichgewichten in der Binnen- und der Außenwirtschaft schreitet voran, verläuft jedoch im Ländervergleich sehr asymmetrisch. Das Potenzialwachstum ist aufgrund des Rückgangs der Kapitalbildung und der hohen Arbeitslosigkeit, mit der eine Steigerung der strukturellen Arbeitslosigkeit einhergeht, gesunken. Das anhaltend geringe Wachstum hängt auch mit einigen bereits vor der Krise bestehenden mittelfristigen Herausforderungen zusammen, wie der niedrigen Gesamtfaktorproduktivität und der Überalterung der Bevölkerung. Auch das schwache Investitionsumfeld und die hohe Arbeitslosigkeit dämpfen die Wachstumsaussichten. Zudem besteht die strukturelle Rigidität der nationalen Arbeits- und Produktmärkte fort, was den geldpolitischen Transmissionsmechanismus hemmt und einer raschen Anpassung der Realwirtschaft angesichts negativer wirtschaftlicher Schocks im Wege steht. Die Finanzmarktfragmentierung entlang nationaler Grenzen ist zurückgegangen, hat jedoch das Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht.

Wenngleich auch andere fortgeschrittene Volkswirtschaften mit denselben Problemen konfrontiert sind wie das Euro-Währungsgebiet, haben Schwächen in der Struktur der Wirtschafts- und Währungsunion zum Umfang der Krise im Euro-Währungsgebiet beigetragen. Dabei wird die Notwendigkeit immer deutlicher, Mängel bei der Steuerung der Wirtschafts- und Währungsunion zu beseitigen und ihre Struktur zu stärken, um sie robust und widerstandsfähig zu machen. Das komplexe System interagierender wirtschaftlicher Variablen und die hohe Interdependenz der Mitgliedstaaten der Währungsunion untermauern die Bedeutung einer sowohl auf nationaler Ebene als auch auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets kohärenten und koordinierten Vorgehensweise. Dies zeigte sich auch

während der jüngsten Krise, in der sich Schocks rasant und mit großer Wirkung über Grenzen hinweg ausbreiten konnten und aufgrund der weiterhin erheblichen Unterschiede zwischen den wirtschaftlichen und institutionellen Strukturen der Mitgliedstaaten eine sehr asymmetrische Wirkung auf das Wachstum der einzelnen Länder entfalteteten. Der einzigartige Aufbau der Wirtschafts- und Währungsunion erfordert geschlossenes Handeln, um die Anpassungen im privaten und öffentlichen Sektor besser zu koordinieren und damit kurzfristig die Binnennachfrage anzukurbeln und langfristig einen Strukturwandel zur Steigerung des Wachstumspotenzials anzuregen. Das Euro-Währungsgebiet ist mehr als nur die Summe seiner Teile. Die krisenbedingten Schocks und die unkoordinierten politischen Maßnahmen während der Krise hatten grenzüberschreitende Auswirkungen und führten zu existenziellen Risiken für das gesamte Euro-Währungsgebiet. In gleicher Weise können eng abgestimmte politische Maßnahmen der Mitgliedstaaten positive Synergien hervorrufen, vorteilhafte Wechselwirkungen zwischen den Maßnahmen auslösen und zu günstigen Spillover-Effekten zwischen den Ländern führen.

Die im Rahmen des Europäischen Semesters abgegebenen Empfehlungen für das Euro-Währungsgebiet haben sich im Hinblick auf die stärkere politische Koordinierung bereits bewährt. Die stärkere Einbeziehung der Eurogruppe in Bezug auf die Empfehlungen für das Euro-Währungsgebiet hat im letzten Jahr zu Fortschritten in zahlreichen wichtigen Politikbereichen beigetragen. Daher hatte die Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung auch feste Zusagen der Mitgliedstaaten zufolge, ihre Haushaltspolitik anzupassen. Die Eurogruppe hat die Reformpläne eingehend erörtert und sich über wichtige Herausforderungen verständigt, wie etwa den möglichen Nutzen von Strukturreformen, u. a. zur Senkung der hohen Steuern auf Arbeit, und die Auswirkungen asymmetrischer wirtschaftlicher Anpassungen innerhalb der Wirtschafts- und Währungsunion. Dies hat zu einem gemeinsamen Verständnis aktueller politischer Herausforderungen, zur Ermittlung vorbildlicher Verfahren und zur besseren Koordinierung wachstumsfördernder politischer Maßnahmen beigetragen.

Um den Aufschwung nachhaltig zu stärken, sind dauerhaft entschlossene politische Maßnahmen erforderlich. Ein integrierter, wachstumsfreundlicher Ansatz, der struktur-, fiskal-, finanz- und geldpolitische Maßnahmen vereint, würde dem anhaltend schwachen Wachstum entgegenwirken und dabei sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite unserer Volkswirtschaften ansetzen. Die zentralen Herausforderungen des Euro-Währungsgebiets bestehen in:

- (i) der Förderung einer ausgewogenen Anpassung im privaten und öffentlichen Sektor,
- (ii) der mittel- bis langfristigen Erhöhung des Wachstumspotenzials der Wirtschaft, und
- (iii) der Vollendung der Architektur der Wirtschafts- und Währungsunion.

Dabei müssen Investitionen eine wesentliche Rolle spielen. Umfassende politische Lösungen sind auch zur Schließung der Produktionslücke und zur Erhöhung des Produktionspotenzials erforderlich, wenn die Zukunft Europas auch angesichts der alternden Bevölkerung in der EU gesichert werden soll.

Kurzfristige Herausforderungen: Die Bewertung der Haushaltsplanungen für 2015 zeigt, dass die differenzierten haushaltspolitischen Strategien der Länder des Euro-Währungsgebiets

besser koordiniert werden können. Mitgliedstaaten ohne Haushaltsspielraum müssen auf diesen hinarbeiten, während Mitgliedstaaten, die über Spielraum verfügen, die Gelegenheit zur Ankurbelung der Binnennachfrage und besonders zur Förderung von Investitionen nutzen sollten. Dies würde das Wachstum und die Nutzung positiver Übertragungseffekte im Euro-Währungsgebiet unterstützen. Die Investitionsoffensive wird zu einer wachstumsfreundlicheren Haushaltspolitik und zur Priorisierung produktiver Investitionsmöglichkeiten beitragen. Auch den angekündigten konventionellen geldpolitischen Maßnahmen und Sondermaßnahmen wird eine wichtige Rolle bei der Förderung von Vertrauen und Wachstum zukommen. Ihre Wirkung wird jedoch auch davon abhängen, wie ambitioniert die finanz- und strukturpolitischen Reformmaßnahmen in den anderen Politikbereichen gestaltet und umgesetzt werden.

Mittelfristige Herausforderungen: In den Arbeits-, Produkt- und Finanzmärkten fehlt es nach wie vor an gut konzipierten Strukturreformen, die sorgfältig, rasch und energisch umgesetzt werden. Es wird Zeit brauchen, die aufgebauten Ungleichgewichte zu korrigieren. Kurzfristig könnten sich Strukturreformen auch negativ auf die Wirtschaftsleistung auswirken, da die Geldpolitik durch die Null-Prozent-Untergrenze eingeschränkt wird (d. h. da die Zinssätze bei nahe Null liegen und eine weitere Senkung kaum möglich ist), solche Effekte dürften jedoch abhängig von den erlassenen Maßnahmen gering sein. Die Maßnahmen können so gestaltet werden, dass mögliche kurzfristige negative Auswirkungen eingedämmt werden. Daher wird die Auffassung, dass ein Aufschub von Strukturreformen in der gegenwärtigen Situation zu einer Verbesserung der Wirtschaftslage führen würde, nicht geteilt.¹ Wenn mehrere Länder Reformen im Hinblick auf die Nutzung von Übertragungseffekten parallel umsetzen, können die positiven Auswirkungen noch verstärkt werden. Diese positiven Auswirkungen ergeben sich überwiegend aus der Beseitigung regulatorischer Engpässe für Investitionen, aus Fortschritten im Bereich Dienstleistungen, Energie, Telekommunikation und digitale Wirtschaft, aus der Verbesserung des allgemeinen Unternehmensumfelds, der Umsetzung von Arbeitsmarktreformen, der Verbesserung des Zugangs zu langfristiger Finanzierung und der Vollendung der Bankenunion zur Verringerung der Finanzmarktfragmentierung und Gewährleistung der Finanzstabilität.

Langfristig besteht die Herausforderung darin, die Schwächen der Architektur der Wirtschafts- und Währungsunion zu beseitigen.

2. STRUKTURELLE PROBLEME

2.1. Strukturreformpolitik

Die länderspezifischen Empfehlungen 2014 an das Euro-Währungsgebiet riefen zur Umsetzung von Strukturreformen zur Förderung von Wachstum, Konvergenz und der Anpassung interner und externer Ungleichgewichte auf. Dabei wurde die Notwendigkeit hervorgehoben, Fortschritte bei der Erfüllung der Reformzusagen zu verfolgen, zu bewerten und zu fördern, und zwar insbesondere für Mitgliedstaaten mit übermäßigen Ungleichgewichten, die entschlossenes Handeln verlangen, um negative Spillover-Effekte auf das übrige Euro-Währungsgebiet zu begrenzen. Zudem wurden geeignete politische

¹ Siehe „Structural reform at the zero lower bound“, Quarterly report on the euro area, Band 13, 3. Ausgabe, 2014.

Maßnahmen in Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen gefordert, um zu positiven Spillover-Effekten beizutragen. Darüber hinaus regten die Empfehlungen einen regelmäßigen themenbezogenen Austausch über Strukturreformen auf den Arbeits- und Produktmärkten mit potenziell hohen Ausstrahlungseffekten an, wobei die Schwerpunkte auf der Verringerung der hohen steuerlichen Belastung des Faktors Arbeit und der Reform der Dienstleistungsmärkte liegen sollten.

Insgesamt wurden 2014 einige Fortschritte bei der Umsetzung von Strukturreformen erzielt (siehe Tabelle im Anhang). Das Tempo der Umsetzung von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet als Ganzes wurde jedoch im Jahr 2014 nicht erhöht.

Der Abbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet schreitet weiter voran. Die Leistungsbilanzen zahlreicher Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, die vor Beginn der Krise hohe Defizite aufwiesen, sind nunmehr ausgeglichen oder verzeichnen einen Überschuss. Diese Anpassung ist zum Großteil nicht konjunkturabhängig und dürfte somit bei einer Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Situation auch nicht wieder zunichtegemacht werden.² Als wichtigste Folge dieser Entwicklung weist das Euro-Währungsgebiet als Ganzes nun einen zunehmend positiven Leistungsbilanzsaldo auf. Er steigerte sich von einem Defizit von 0,8 % des BIP im Jahr 2008 auf einen Überschuss von 2,0 % des BIP im Jahr 2013 bzw. 3,2 % im Jahr 2014 (siehe Abb. 1). Der Abbau der Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet geht zum Großteil auf Anpassungen in Schuldnerländern zurück, während die Leistungsbilanzüberschüsse der Gläubigerländer nicht angepasst wurden. Leistungsbilanzüberschüsse bergen ein geringeres Risiko als Defizite, müssen jedoch beobachtet werden und erfordern möglicherweise politisches Handeln, da sie eventuell auf ein gedämpftes Binnenwachstum und eine ineffiziente Allokation wirtschaftlicher Ressourcen hindeuten.

Die Schulden-Altlasten bremsen nach wie vor die Wirtschaftsleistung. Trotz einer Anpassung der Finanzströme ist der Bestand an Auslandsverbindlichkeiten in einigen Ländern nach wie vor hoch (siehe Abb. 2). In zahlreichen Ländern lagen die Nettoauslandsverbindlichkeiten 2013 knapp unter oder über der Jahresleistung. Einige wenige konnten in jüngster Zeit eine Verbesserung erreichen. Ein hoher Anteil der Nettoauslandsverbindlichkeiten von Mitgliedstaaten im wirtschaftlichen Anpassungsprogramm besteht aus Schulden, was Tragfähigkeitsrisiken mit sich bringt. Soll die hohe Auslandsverschuldung auf ein tragfähigeres Niveau abgesenkt werden, müssen die verbesserten Leistungsbilanzen künftig aufrechterhalten und in einigen Fällen womöglich durch noch höhere Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse weiter optimiert werden.

Einige Faktoren erschweren derzeit den Anpassungsprozess. Die laufenden Bemühungen zur Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit und ausgeglichener Außenhandelspositionen werden durch die unerwartet niedrige Inflation und das geringe Wachstum bei gleichzeitig mangelnder Elastizität der Preise und Löhne gebremst. Dieses Umfeld führt zu einem Ressourcentransfer von Schuldnern zu Gläubigern. Wenngleich sich die sehr niedrige Inflation positiv auf den Verbrauch auswirkt, erschwert sie die Anpassung in relativen Preisen

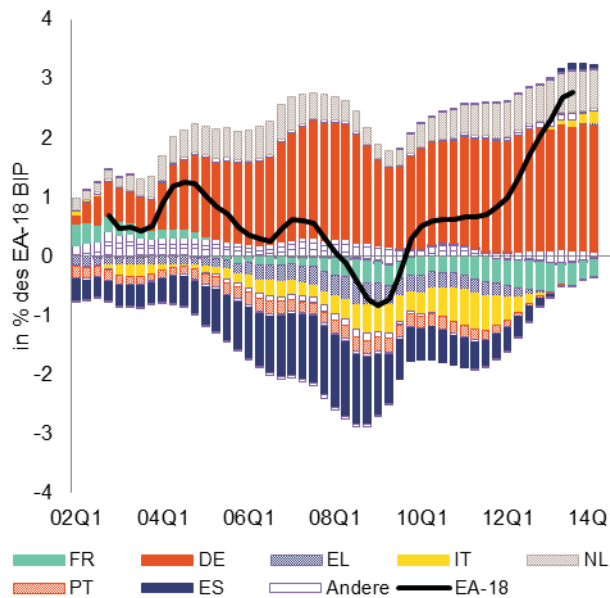
² Siehe *Quarterly Report on the Euro Area*, Band 13, Nr. 4, Europäische Kommission.

im Euro-Währungsgebiet. Während Schuldnerländer vor der Herausforderung stehen, Reformmüdigkeit zu vermeiden und weiterhin Reformen und Maßnahmen zur Konsolidierung ihrer Position umzusetzen, könnten Anpassungen in Gläubigerländern positive Spillover-Effekte auf das restliche Euro-Währungsgebiet haben. Die jüngste Euro-Abwertung, der drastische Ölpreisrückgang und die geldpolitischen Sondermaßnahmen sollten vor allem in Schuldnerländern den Anpassungen förderlich sein. Dies hängt mit ihrer insgesamt höheren Exportpreiselastizität und Energieintensität sowie den höheren Zinsaufschlägen auf ihre Anleihen und relativ blockierten Bankkreditkanälen zusammen. Auf internationaler Ebene muss deutlich werden, dass das Euro-Währungsgebiet tatsächlich geeignete Maßnahmen zur Förderung der wirtschaftlichen Anpassung umsetzt.

Der Schuldenabbau von Unternehmen und Haushalten ist im Gange. Der Abbau der Verschuldung des privaten Sektors befindet sich noch in einem frühen Stadium.³ In der hohen Auslandsverschuldung einiger Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets spiegelt sich die hohe Verschuldung sowohl des privaten als auch des öffentlichen Sektors wider. Gegenwärtig werden Verbrauch und Investitionen insbesondere durch den auf dem privaten Sektor – Privathaushalten wie Unternehmen – lastenden Druck zum Schuldenabbau gebremst. Dieser Druck hat im Vergleich zum Vorkrisenniveau teilweise nachgelassen. Bisher waren negative Kreditflüsse die wichtigste Triebkraft für die Verringerung der Schuldenstandsquoten, was deutliche Auswirkungen auf die Wirtschaftsleistung hatte. Das schleppende oder gar negative BIP-Wachstum hat einem Abbau der Verschuldungsquote entgegengewirkt.

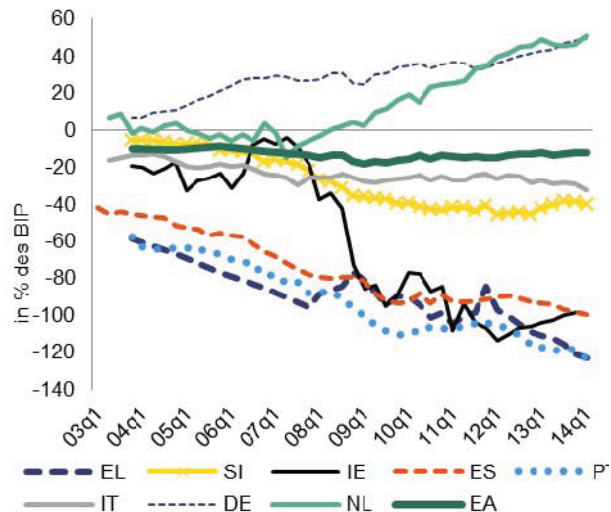
³ Siehe „Private Sector Deleveraging, where do we stand“, *Quarterly Report on the Euro Area*, Band 13, Nr. 3, Europäische Kommission.

Abbildung 1: Beitrag zum Leistungsbilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets (in % des BIP des Euro-Währungsgebiets)



Quelle: Europäische Kommission Anmerkung: Der Leistungsbilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets wird berechnet als die Summe der einzelnen Leistungsbilanzsalden der Mitgliedstaaten und ist eine gleitende Vierquartalsumme.

Abbildung 2: Nettoauslandsvermögensposition hochverschuldeter Länder (in % des BIP), 2013



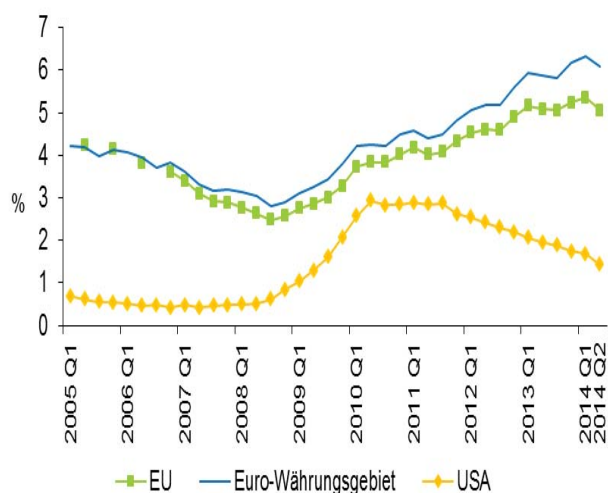
Quelle: Europäische Kommission

In einigen Ländern ist ein weiterer Verschuldungsabbau geboten. In zahlreichen Ländern liegt der erforderliche Verschuldungsabbau des Privatsektors bei über 30 % des BIP, obwohl einige dieser Länder die private Verschuldung bereits deutlich reduzieren konnten. Aufgrund von Schwächen in Bezug auf Kreditmarktbedingungen und private Bilanzen, die eine raschere Anpassung erfordern, dürfte der aktive Verschuldungsabbau weitergehen.

Zwischen den Mitgliedstaaten bestehen deutliche konjunkturelle Divergenzen. Bis zu einem gewissen Grad sind konjunkturelle Divergenzen in einer Währungsunion unvermeidbar (aufgrund von Unterschieden hinsichtlich der Wirtschaftsstrukturen, der Institutionen und der Widerstandsfähigkeit sowie der Anpassung an wirtschaftliche Schocks). Sie geben jedoch Anlass zur Sorge, wenn sie übermäßig sind und über einen längeren Zeitraum auftreten. Die gegenwärtig deutlichen konjunkturellen Divergenzen im Euro-Währungsgebiet können durch die Heterogenität der Wirtschaftsstrukturen der Mitgliedstaaten, unangemessene nationale wirtschaftspolitische Maßnahmen, eine unzureichende grenzüberschreitende Integration und Schwächen in der Architektur der Wirtschafts- und Währungsunion, einschließlich einer unzulänglichen Risikoverteilung über Finanz- und Kapitalmärkte, erklärt werden. Sie verdeutlichen auch, dass die Anpassung an Schocks, insbesondere finanzieller Natur, im Euro-Währungsgebiet besonders angesichts der finanzpolitischen Zwänge und des Fehlens einer echten Bankenunion eher langsam verläuft.

Die Situation auf den Arbeitsmärkten bessert sich, wenngleich die Arbeitslosigkeit nach wie vor hoch ist. 2014 wurde erstmals seit Ausbruch der Krise eine leichte Konvergenz der Arbeitsmarktbedingungen beobachtet, da die Arbeitslosigkeit auch in den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets zurückging, die infolge der Staatsschuldenkrise die höchsten Zuwächse verzeichnen mussten. Die Arbeitslosenquote ist in Ländern mit niedrigem Ausgangsniveau weitgehend stabil geblieben. In einigen Ländern mit Arbeitslosenquoten über 10 % ist eine allgemeine Verbesserung der Arbeitsmärkte ausgeblieben und der Unterschied bei den Arbeitslosenquoten der einzelnen Länder ist auf 20 Prozentpunkte angestiegen. Da der Anteil der Langzeitarbeitslosigkeit an der Gesamtarbeitslosigkeit 2014 beinahe 50 % erreichte (siehe Abb. 3) und die Jugendarbeitslosigkeit weiterhin hoch ist, besteht nach wie vor die Gefahr, dass die hohen Arbeitslosenquoten teilweise zu einem strukturellen Problem werden. Der Prozess der Ressourcenumverteilung vom Sektor nicht handelbarer Güter in Richtung des Sektors handelbarer Güter schreitet in den Mitgliedstaaten, die ein wirtschaftliches Anpassungsprogramm durchlaufen, voran und wird durch moderatere Lohnentwicklungen im Sektor nicht handelbarer Güter gefördert. Um die Ressourcenumverteilung zwischen den Sektoren weiter zu beschleunigen und der Langzeitarbeitslosigkeit zu begegnen, muss die Anpassung der relativen Löhne von maßgeschneiderten Maßnahmen begleitet werden. In einigen Mitgliedstaaten steht das Missverhältnis zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage besseren Arbeitsmarktbedingungen im Wege und erfordert Maßnahmen für gering qualifizierte Arbeitskräfte. Maßnahmen zur Förderung von lebenslangem Lernen reichen nicht aus, um den Herausforderungen der Alterung der Erwerbsbevölkerung und der Arbeitskräftemobilität zu begegnen.

Abbildung 3: Langzeitarbeitslosigkeit (ein Jahr oder länger) in der EU, der EA-18 und den USA (in % der Gesamterwerbsbevölkerung)



Quelle: Europäische Kommission und U. S. Bureau of Labor Statistics.

Die soziale Lage im Euro-Währungsgebiet hat sich nach der Verschlechterung im Zuge der Krise nicht wesentlich verbessert. Den jüngsten verfügbaren Daten zufolge sind die Armutsgefährdungsquote und die Quote der erheblichen materiellen Deprivation im Jahr 2013 im Vergleich zum Vorjahr auf 16,7 % bzw. 7,4 % gesunken. Der Anteil der Menschen, die in Haushalten mit sehr geringer Erwerbsintensität leben, und die Quote der Personen, die trotz Erwerbstätigkeit in Armut leben, sind dagegen geringfügig auf 10,9 % und 11,5 % gestiegen, dies vor allem aufgrund der Entwicklungen in den Ländern, die am stärksten unter der Krise gelitten haben. Auch die Armutslücke hat sich im Jahr 2013 aufgrund der anhaltend negativen Trends in den Ländern des Euro-Währungsgebiets mit starkem Anpassungsbedarf weiter auf 24,0 % erhöht. In den Ländern, die von der Krise am schwersten getroffen wurden, sind die Quoten der Armut und der erheblichen materiellen Deprivation steil angestiegen; in eine Reihe von Mitgliedstaaten ist das nationale Einkommensniveau gefallen. Soziale Entwicklungen können sich in vielfältiger Weise auf das langfristige Wachstum und die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden auswirken.⁴ Armut kann aufgrund des verminderten Zugangs zu Bildungs- und Gesundheitsdiensten negativ auf die Produktivität durchschlagen, und Ungleichheiten belasten wegen der höheren privaten Verschuldung und des schwächeren Anstiegs des Verbrauchs die Wachstumsdynamik. Die hohe Jugendarbeitslosigkeit und die gestiegene Langzeitarbeitslosigkeit haben negative langfristige soziale und wirtschaftliche Folgen. Langzeitarbeitslosigkeit ist einer der wesentlichen Armutsfaktoren in Europa.⁵

Die Regulierung der Arbeits- und Produktmärkte ist im Euro-Währungsgebiet nach wie vor sehr rigide und behindert den Binnenmarkt. Gleichzeitig wird den Mitgliedstaaten dadurch die Anpassung an wirtschaftliche Schocks erschwert und es können Probleme für ein reibungsloses Funktionieren der der Wirtschafts- und Währungsunion entstehen.

Das Potenzialwachstum ist zwischen 2007 und 2013 in fast allen Ländern des Euro-Währungsgebiets gesunken. Am deutlichsten ist dieser Rückgang in den wirtschaftlich anfälligsten Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets und in den baltischen Staaten ausgefallen, so dass Mitgliedstaaten mit einem Einkommensniveau unterhalb des Durchschnitts des Euro-Währungsgebiets die größten Verluste beim Potenzialwachstum hinnehmen mussten. In einigen dieser Länder wurde der Anstieg der Arbeitslosigkeit durch ungünstige Entwicklungen bei der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und der Erwerbsquote verschärft. Diese rückläufigen Trends waren Hauptursache für das gesunkene Potenzialwachstum. Auch die Beiträge von Kapitalproduktivität und gesamter Faktorproduktivität zum Potenzialwachstum haben sich zwischen 2007 und 2013 in sämtlichen Mitgliedstaaten verringert.

Es wird ein neues Engagement für Strukturreformen als Mittel zur Steigerung von Wettbewerbsfähigkeit und Potenzialwachstum benötigt. Im Vorfeld der Einführung des Euro herrschte die Auffassung, dass die gemeinsame Währung allein schon als Reformanreiz wirken würde, da die Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr durch eine einfache Anpassung des

⁴ Darvas, Z. und G. Wolff, „Europe's social problem and its implication for economic growth“, *Bruegel Policy Brief*, Nummer 03, 2014. Cingano, F. (2014), „Trends in Income Inequality and its Impact on Economic Growth“, OECD Social, Employment and Migration Working Papers, Nr. 163, OECD Publishing.

⁵ Siehe „Poverty development in the EU after the crisis“, M. Duiella und A. Turrini (2014), *ECFIN Economic Brief*, Nummer 31, Mai 2014.

Wechselkurses verbessert werden konnte. Dies hat sich jedoch nicht bewahrheitet, und in Bezug auf Strukturreformen kann keineswegs positiv Bilanz gezogen werden. Seit der Krise wurden zwar in einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets, und insbesondere in den Programmländern, ehrgeizige Strukturreformen durchgeführt, die 2014 fortgesetzt wurden und zur laufenden Anpassung beigetragen haben. Insgesamt bleiben die Reformfortschritte in den Ländern des Euro-Währungsgebiets jedoch nach wie vor deutlich hinter den Vorgaben der länderspezifischen Empfehlungen zurück. Zudem ist die praktische Umsetzung teilweise zum Stillstand gekommen und besteht die Gefahr, dass Reformen zurückgedreht werden, sobald der akute Finanzierungsbedarf verebbt und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sich verbessern. Angemessene Reformen in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets würden die Binnennachfrage stimulieren und die Bemühungen um eine Rückkehr zu Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum im Euro-Währungsgebiet unterstützen. Darüber hinaus zeigen Modellsimulationen, dass Strukturreformen, die in mehreren Ländern des Euro-Währungsgebiets gleichzeitig durchgeführt werden, zu größeren Produktionssteigerungen führen, als isolierte Anstrengungen der einzelnen Länder (siehe Kasten 1).

Arbeitskräftepotenzial und Kapital werden im Euro-Währungsgebiet zu wenig genutzt.

Gut konzipierte Reformen können über ihre Auswirkungen auf Wachstum, Produktivität und Beschäftigung die negativen Folgen des nötigen Schuldenabbaus im Privatsektor abschwächen und dazu beitragen, schädliche makroökonomische Ungleichgewichte und eine Verschlechterung der sozialen Lage insgesamt zu vermeiden. In diesem Zusammenhang ist insbesondere die Investitionsförderung von entscheidender Bedeutung. Eine Steigerung der Investitionen in den großen Ländern würde positive Spillover-Effekte auf das übrige Euro-Währungsgebiet bewirken.⁶ Vor diesem Hintergrund hat die Kommission im November 2014 die Investitionsoffensive für Europa ins Leben gerufen. Diese basiert auf drei Komponenten, die sich gegenseitig ergänzen: 1) Mobilisierung von mindestens 315 Mrd. EUR zusätzlicher Investitionen in den nächsten drei Jahren durch Einsatz spezifischer Instrumente der Risikofinanzierung, um die Wirkung öffentlicher Mittel zu maximieren und mehr private Investitionen zu erschließen; 2) gezielte Initiativen, die gewährleisten, dass diese zusätzlichen Investitionen dahin fließen, wo in der Realwirtschaft Bedarf besteht; 3) Maßnahmen, die die regulatorischen Rahmenbedingungen besser berechenbar machen, Investitionshindernisse beseitigen und dadurch die Attraktivität Europas für Investoren steigern. Hier muss in allen drei Bereichen zugleich gehandelt werden, denn nur so lassen sich Vertrauen wiederherstellen und die Unsicherheit, die Investitionen behindert, abbauen.

Eine Intensivierung der Reformen ist für das Euro-Währungsgebiet von wesentlicher Bedeutung.

Da die Wechselkursflexibilität nicht mehr als Anpassungsmechanismus genutzt werden kann, müssen andere ökonomische Variablen adjustiert werden, um Schocks abzufedern und der Wirtschaft eine Anpassung zu ermöglichen. Darüber hinaus hat sich in vielen Ländern des Euro-Währungsgebiets der Anteil der Sektoren der nicht handelbaren Güter an Beschäftigung und Wertschöpfung seit Beginn des 21. Jahrhunderts erhöht, was diesen Volkswirtschaften eine Anpassung an den Wettbewerbsdruck erschwert. Dies kann

⁶ Siehe „Cross-border spillovers in the euro area“, *Quarterly Report on the Euro Area*, Band 13, Nr. 4, Dezember 2014.

sich negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit der gesamten Wirtschaft niederschlagen.⁷ Daher muss die Funktionsweise der Arbeits- und Produktmärkte verbessert werden, um für hinreichende Flexibilität zu sorgen und zu vermeiden, dass Ungleichgewichte oder Schocks zu Langzeitarbeitslosigkeit führen.

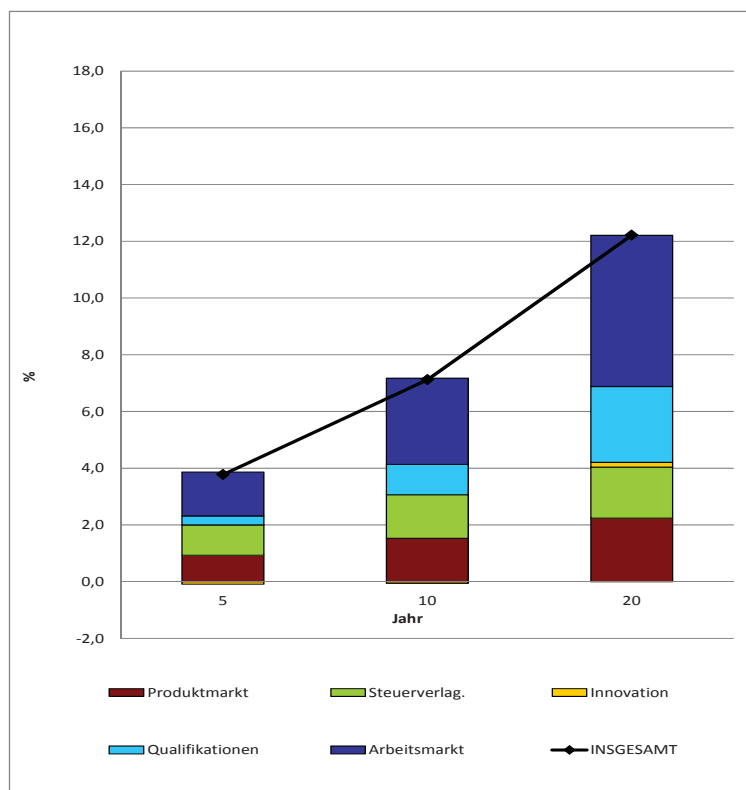
Strukturreformen bieten ein erhebliches Potenzial. Reformen entfalten ihre volle Wirkung in der Regel erst nach einiger Zeit, doch zeigen die laufenden Reformen bereits erste Anzeichen für Erfolg.

Kasten 1 enthält mithilfe von QUEST-Simulationen ermittelte, vergleichbare Schätzungen der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen von Reformen.

⁷ In einigen Ländern hat eine strukturelle Verlagerung hin zu handelbaren Gütern eingesetzt: Der Anteil der handelbaren Güter an der Wertschöpfung hat sich im Zeitraum 2008-2013 in sieben Ländern des Euro-Währungsgebiets erhöht, blieb in einem Land nahezu unverändert ist in den anderen Ländern gesunken.

Kasten 1: Potenzielle Wachstumswirkungen von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet

Abbildung 7: Auswirkungen auf das BIP von Reformen nach 5, 10 und 20 Jahren



Quelle: Varga und in't Veld (2014), Differenz gegenüber dem Basisszenario in %.

Strukturreformen könnten dem Euro-Währungsgebiet spürbare Vorteile bieten. Gemäß einer modellbasierten Analyse unter Verwendung des QUEST-Modells der Europäischen Kommission könnte die Produktion in zehn Jahren um 7 % ansteigen, was mit einem höheren Beschäftigungsstand und einer Verbesserung der Haushaltslage einhergehen würde. Diese Benchmarking-Methodik stützt sich auf strukturelle Indikatoren in Bereichen wie Wettbewerb und Regulierung, Arbeitsmarkt und Qualifikation, Steuerstruktur und FuE-Aufwendungen und geht vom Ansatz „Abstand-zur-Spitze“ („Distance to Frontier“) aus, der das Reformpotenzial unter der Annahme misst, dass sich die Lücke zwischen dem Durchschnitt und den drei leistungsstärksten Ländern der EU allmählich teilweise schließt (ausführliche Erläuterungen siehe Varga und in't Veld, 2014)⁸. Um zu vermeiden, dass unrealistische Ziele gesetzt werden, gehen die Szenarien davon aus, dass sich lediglich die Hälfte der Lücken allmählich schließt.

Abbildung 7 zeigt die BIP-relevanten Auswirkungen in den einzelnen Reformbereichen im Euro-Währungsgebiet, wobei davon ausgegangen wird, dass alle Mitgliedstaaten in diesen Bereichen ähnliche Reformen anstrengen. Kurzfristig wirken sich Arbeitsmarktreformen (stärkere Beteiligung, aktive Arbeitsmarktpolitik, Reform der Sozialleistungssysteme), Steuerreformen (Verlagerung hin zu indirekten Steuern) und Produktmarktreformen (mehr Wettbewerb im Dienstleistungssektor und niedrigere Eintrittskosten) am stärksten aus. Eine Politik zur Förderung der Qualifikation und Steigerung der FuE-Aufwendungen hat auf sehr lange Sicht beträchtlichen Einfluss auf das BIP und

⁸ Varga und in't Veld, „The potential growth impact of structural reforms in the EU. A benchmarking exercise“, *European Economy Economic Papers*, 2014, S. 541.

macht mehr als ein Drittel der langfristigen BIP-relevanten Auswirkungen aus. (Siehe Varga und in 't Veld, 2014).

Strukturreformen in einem Land können positive Spillover-Effekte auf andere Länder haben. Diese können sich äußern in Form von: i) Auswirkungen der Reformen auf den Handel und damit verbunden eine Ankurbelung der Nachfrage. So können beispielsweise Anstrengungen zur Liberalisierung des Marktes eines Ausfuhrlands dazu beitragen, die Produktivität in einem Einfuhrland durch die bessere Qualität der Vorleistungen zu steigern; ii) Reformen, die Investitionen, und insbesondere ausländische Direktinvestitionen, attraktiver machen, und dazu beitragen, diese in die richtigen Bahnen zu leiten; iii) Reformen zur Verbesserung der Mobilität der Arbeitskräfte und der Ressourcenallokation in einzelnen Ländern und damit auch auf Ebene des Euro-Währungsgebiets; iv) Strukturreformen, die das Vertrauen stärken, und sich dadurch positiv auf das Euro-Währungsgebiet auswirken. Eine Koordinierung der Reformen kann helfen, die generellen Wohlfahrtseffekte der Strukturreform weiterzuverbreiten.

Einige strukturelle Herausforderungen eröffnen bei raschem Handeln Vorteile für das gesamte Euro-Währungsgebiet und sollten auch deshalb mit besonderer Dringlichkeit angegangen werden. Auf den Produktmärkten bieten Fortschritte in Bereichen wie Dienstleistungen, Energie, Telekommunikation und digitale Wirtschaft das Potenzial positiver Spillover-Effekte auf andere Mitgliedstaaten und würden im Zusammenspiel mit verbesserten allgemeinen Rahmenbedingungen für die Unternehmen (z. B. administrative Vereinfachung) neue Möglichkeiten für Investitionen, Arbeitsplätze und Wachstum schaffen. Reformen, die auf eine Stärkung des Wettbewerbs im Sektor der nicht handelbaren Güter abzielen, fördern die Anpassung, stimulieren Investitionen und bringen die Entwicklung der betreffenden Sektoren voran. In Bezug auf die Arbeitsmärkte tragen Reformen zu einer Reallokation von Ressourcen hin zu den dynamischsten Branchen bei und untermauern Anpassung und Wettbewerbsfähigkeit. Der Verringerung der hohen steuerlichen Belastung des Faktors Arbeit gilt auch weiterhin besonderes Augenmerk (siehe Abschnitt 2.2). Angesichts der zunehmenden Langzeitarbeitslosigkeit sollten aktive und passive arbeitsmarktpolitische Maßnahmen gefördert werden, die darauf abzielen, Qualifikationen zu verbessern und weitere Verluste an Humankapital sowie eine Marginalisierung auf dem Arbeitsmarkt zu vermeiden.

2.2. Finanzpolitik

In den länderspezifischen Empfehlungen 2014 an die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets wurde eine Koordinierung der Finanzpolitik der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets innerhalb der Eurogruppe gefordert. Dazu gehörte insbesondere eine Bewertung der Übersichten über die Haushaltsplanung mit dem Ziel, im gesamten Euro-Währungsgebiet einen kohärenten und wachstumsfreundlichen finanzpolitischen Kurs zu gewährleisten. In der Empfehlung wurde auch auf die Notwendigkeit hingewiesen, Qualität und Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu verbessern, indem Investitionen auf nationaler Ebene und auf EU-Ebene Vorrang eingeräumt wird. Schließlich wurde besonders auf die Notwendigkeit eines soliden nationalen haushaltspolitischen Rahmens, einschließlich nationaler Räte für Finanzpolitik, hingewiesen.

Das haushaltspolitische Gesamtbild hat sich im Jahr 2014 im Euro-Währungsgebiet weiter verbessert. Bei der Koordinierung der Finanzpolitik waren einige Fortschritte zu verzeichnen. Die haushaltspolitischen Aussichten haben sich für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes verbessert und der finanzpolitische Kurs erscheint insgesamt als angemessen. Nachdem das nominale Defizit im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2013 zum ersten Mal seit 2008 auf unter 3 % des BIP gefallen war, wird in der Winterprognose 2015 ein Rückgang auf 2,6 % des BIP im Jahr 2014 und 2,2 % des BIP im Jahr 2015 erwartet. Bei der Gesamtschuldenquote wird nach rund 94,3 % des BIP im Jahr 2014 im Jahr 2015 allerdings keine Veränderung und danach ein Rückgang auf 94 % des BIP im Jahr 2016 erwartet (siehe Abbildung 8). In vielen Ländern wird die Schuldenquote auch nach 2015 noch weiter steigen.

Bis zur Erreichung nachhaltiger Haushaltspositionen ist noch ein gutes Stück Weg zurückzulegen. Nach Einstellung der Bemühungen um die Haushaltskonsolidierung im Jahr 2014 planen die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets insgesamt genommen im Jahr 2015 keine Wiederaufnahme der Konsolidierungsanstrengungen, wie sich aus den Maßnahmen für eine strukturelle Haushaltsanpassung ablesen lässt: Weder die diskretionäre Haushaltskonsolidierung⁹ noch die Veränderung des strukturellen Saldos zeigen im Jahr 2015 Anpassungen (siehe Abbildung 8). Nach mehreren Jahren beträchtlicher Konsolidierungsanstrengungen ist vor dem aktuellen Hintergrund schwachen Wachstums und niedriger Inflation ein weitgehend neutraler haushaltspolitischer Gesamtkurs im Großen und Ganzen angemessen. Dass das Euro-Währungsgebiet insgesamt keine restriktive Haushaltspolitik führt, ist zum Teil auf die Notwendigkeit eines angemessenen Gleichgewichts zwischen der Sicherung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und der Sorge um konjunkturelle Stabilisierung zurückzuführen.

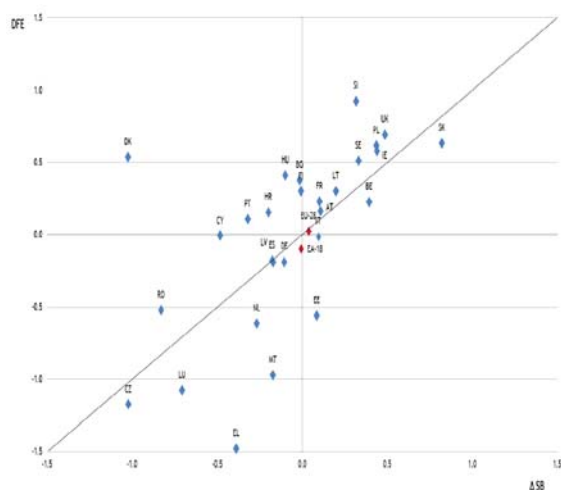
Die Koordinierung der Haushaltspolitik verläuft noch nicht optimal. Es bestehen weiterhin große Unterschiede zwischen den Ländern, was zu Risiken für das Euro-Währungsgebiet insgesamt führt (siehe Abbildung 9). Mitgliedstaaten mit größerem haushaltspolitischem Spielraum haben jetzt die Möglichkeit, die Binnennachfrage mit besonderem Schwerpunkt auf Investitionen zu fördern. Haushaltspolster wurden noch nicht wiederhergestellt, und die Tragfähigkeit der Haushalte sowie hohe, weiter ansteigende Schuldenquoten müssen in Ländern, die diesbezüglich Probleme haben, entschlossen angegangen werden. Ohne weitere Bemühungen zur Wiederherstellung ihrer Puffer werden die Mitgliedstaaten und das Euro-Währungsgebiet als Ganzes anfällig für negative wirtschaftliche Schocks bleiben. Eine zentrale Herausforderung für das Euro-Währungsgebiet besteht darin, den öffentlichen Schuldenstand durch eine differenzierte, wachstumsfreundliche Haushaltspolitik bei gleichzeitiger Steigerung des Wachstumspotenzials des Euro-Währungsgebiets zu senken.¹⁰ In diesem Zusammenhang richtet sich das Augenmerk zunehmend auf die unzureichende Koordinierung der Haushaltspolitik innerhalb des EU-Rechtsrahmens. Mitgliedstaaten ohne finanzpolitischen

⁹ Die diskretionäre Haushaltskonsolidierung erfolgt nach einem „Bottom-up“-Ansatz auf Einnahmenseite und einem insgesamt als „top-down“ zu charakterisierenden Ansatz auf Ausgabenseite (siehe auch Bericht über die öffentlichen Finanzen in der WWU 2014, Europäische Kommission).

¹⁰ Siehe z. B. Goujard, A. „Cross Country Spillovers from fiscal consolidations“, OCED Economics Department Working Papers, Nr. 1099, 2013, und In't Veld, J. „Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core“, *European Economic Papers*, Nr. 506.

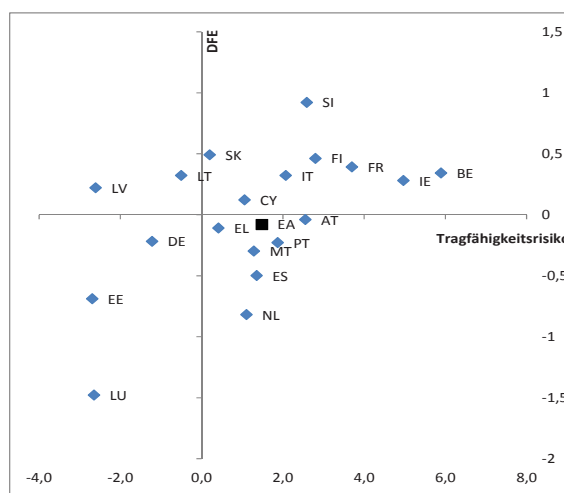
Spielraum sollten darauf hinarbeiten, sich wieder einen solchen Spielraum zu verschaffen, während Mitgliedstaaten, die über Spielraum verfügen, die Gelegenheit zur Ankurbelung der Binnennachfrage unter besonderer Berücksichtigung von Investitionen nutzen sollten. Simulationen zur Ermittlung der Wirkung einer befristeten zweijährigen Erhöhung der öffentlichen Investitionen in Ländern mit haushaltspolitischem Spielraum um 1 % des BIP ergeben anhaltende positive Wachstumseffekte mit einem Multiplikator zwischen 0,8 und 1. Die importbasierte Sickerrate führt zu relativ starken Spillover-Effekten auf andere Länder des Euro-Währungsgebiets und treibt das BIP um 0,2 bis 0,3 %.¹¹

Abbildung 8: Diskretionäre Haushaltskonsolidierung und Veränderung des strukturellen Saldos 2015 (% des BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

Abbildung 9: Ausmaß der Tragfähigkeitsrisiken und geplante diskretionäre Konsolidierungsanstrengungen im Jahr 2015



Quelle: Winterprognose 2015, Europäische Kommission. Anmerkungen: Das Ausmaß der Tragfähigkeitsrisiken wird durch den Indikator S 1 gemessen, der (in % des potenziellen BIP) angibt, wie stark sich der strukturelle Haushaltssaldo bis 2020 gegenüber dem Stand von 2014 ändern muss, um im Jahr 2030 eine Schuldenquote von 60 % zu erreichen. Die Konsolidierungsanstrengungen werden anhand der geplanten diskretionären Haushaltskonsolidierung im Jahr 2015 gemessen.

Die Mitgliedstaaten müssen eine lückenlose Einhaltung der Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts sicherstellen. Angesichts der Tatsache, dass acht Mitgliedstaaten¹² des Euro-Währungsgebiets sich 2014 im Defizitverfahren befinden und nur

¹¹ Siehe „Cross-border spillovers in the euro area“, *Quarterly Report on the Euro Area*, Band 13, Nr. 4, Dezember 2014.

¹² Frankreich, Irland, Malta, Portugal, Slowenien, Spanien, Griechenland und Zypern.

zwei Mitgliedstaaten unter der präventiven Komponente des Pakts im Zeitraum 2014-15 ihre mittelfristigen Ziele erreichen dürften, entsteht aufgrund der fehlenden strukturellen Anpassung der Eindruck, dass die Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes nicht erfüllt werden.¹³ Der haushaltspolitische Rahmen der EU fordert eine differenzierte und wachstumsfreundliche Haushaltskonsolidierung. Den Mitgliedstaaten wurde im Stabilitäts- und Wachstumspakt die Möglichkeit gegeben, unter Berücksichtigung der jeweiligen Gegebenheiten eine differenzierte Haushaltspolitik zu führen. Länder mit größeren haushaltspolitischen Herausforderungen müssen größere Konsolidierungsanstrengungen erbringen. Die mittelfristigen Ziele sind auf eine solide Haushaltslage ausgelegt, die der Notwendigkeit von Puffern gegen übermäßige Defizite und der Gewährleistung der Tragfähigkeit des Schuldenstands Rechnung trägt.

Die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehene Flexibilität lässt Spielraum für kurzfristiges Wachstum. Die zunehmende Anzahl von Mitgliedstaaten, die der präventiven Komponente unterliegen, kann Konsolidierungsanstrengungen an die wirtschaftliche Lage anpassen und dabei der Durchführung substanzieller Strukturreformen Rechnung tragen. Die Investitionsoffensive für Europa wird durch Stimulierung von mehr produktiven Investitionen zur Steigerung des Potenzialwachstums beitragen. Die Kommission wird bei ihren Bewertungen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts eine positive Haltung gegenüber jedem Kapitalbeitrag zum Europäischen Fonds für strategische Investitionen einnehmen.

Die Qualität der öffentlichen Finanzen hat sich nicht in ausreichendem Umfang verbessert. Die Gesamtqualität der Ausgaben ergibt sich aus der Kombination zweier grundlegender Aspekte: i) der Zusammensetzung der Ausgaben und insbesondere des Anteils der wachstumsfreundlicheren Ausgabenkomponenten, und ii) der Ausgabeneffizienz, d. h. des Maßes, in dem öffentliche Mittel in die Bereitstellung von Dienstleistungen für Bürger und Unternehmen fließen. Die finanzpolitischen Strategien könnten insgesamt noch deutlich wachstumsfreundlicher ausgelegt werden. Dies gilt für alle EU-Mitgliedstaaten gleichermaßen, doch haben die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets ein besonderes Interesse daran, dass die nationale Haushaltspolitik als wirksamer Anpassungsmechanismus eingesetzt wird. Auf der Einnahmenseite könnte die Qualität der öffentlichen Finanzen beispielsweise durch Bekämpfung von Steuerbetrug und Ungleichbehandlung verbessert werden.

Kasten 2: Folgemaßnahmen im Anschluss an die Empfehlungen für das Euro-Währungsgebiet – steuerliche Belastung der Arbeit

In der großen Mehrheit der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets ist die steuerliche Belastung der Arbeit relativ hoch (etwa 40 % oder mehr der gesamten Arbeitskosten). Dies wirkt sich negativ

¹³ Die aggregierte strukturelle Anpassung dient in diesem Zusammenhang lediglich Illustrationszwecken, da sie die erheblichen Unterschiede, die im Hinblick auf die Einhaltung der Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts zwischen den Mitgliedstaaten bestehen, nicht berücksichtigt; diese werden in den länderspezifischen Bewertungen der Kommission behandelt. Zudem sollten Schlussfolgerungen zu den insgesamt erforderlichen, in einer Veränderung des strukturellen Saldos ausgedrückten Konsolidierungsanstrengungen stets näher erläutert werden, da der strukturelle Saldo aus Gründen wie etwa ungewöhnlichen Einkommenseffekten des Wirtschaftswachstums nicht immer einen exakten Eindruck der zugrunde liegenden Konsolidierungsanstrengungen vermittelt.

auf die Arbeitsmarktleistung und die Wirtschaftstätigkeit aus. Eine wichtige politische Option ist in diesem Zusammenhang die Verlagerung der Steuerlast von der Besteuerung des Faktors Arbeit auf wachstumsfreundlichere Einnahmequellen wie Verbrauchssteuern sowie periodische Immobilien- und Umweltsteuern, auf die in einigen Ländern nicht in ausreichendem Maße zurückgegriffen wird. Die steuerliche Entlastung des Faktors Arbeit fördert Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt und trägt dazu bei, die Rentabilität der Unternehmen zu verbessern, was wiederum die Kapitalrendite erhöht und Investitionsanreize schafft.

Abbildung 10: Die steuerliche Belastung des Faktors Arbeit im Euro-Währungsgebiet und Zusammensetzung (%), 2013

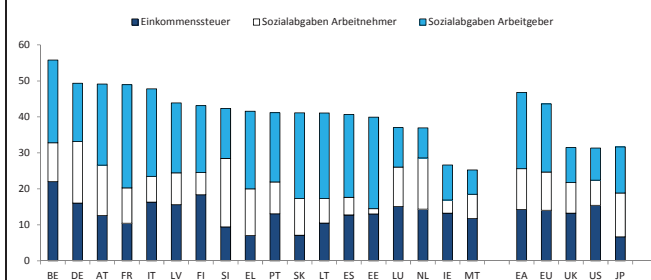
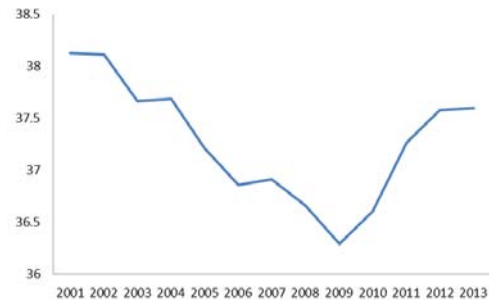


Abbildung 11: Entwicklung der Steuerbelastung Geringverdienender im Euro-Währungsgebiet



Quelle: OECD und Europäische Kommission. Anmerkung: Die so genannte Steuer- und Abgabenbelastung, die hier dargestellt ist, gibt den Anteil der Einkommensteuer und Sozialversicherungsbeiträge an den Arbeitskosten an (in %). Die Angaben beziehen sich auf einen alleinstehenden Arbeitnehmer, der keine Kinder hat und den Durchschnittslohn des Jahres 2013 bezieht, (Abbildung 10) und auf Arbeitnehmer, die 67 % des Durchschnittslohns beziehen (Abbildung 11). Für Zypern liegen keine aktuellen Daten vor.

Die Anstrengungen um eine Verringerung der hohen steuerlichen Belastung von Arbeit haben im Laufe der Krise nachgelassen, und einige Mitgliedstaaten haben die entsprechenden Steuern sogar erhöht, um ihre Haushalte zu konsolidieren. Der Rat richtete an einzelne Mitgliedstaaten die Empfehlung, die hohe steuerliche Belastung der Arbeit zu verringern, und an das Euro-Währungsgebiet die Empfehlung, diese Frage zu erörtern, da sich diese Herausforderung an viele seiner Mitglieder stellt und über die Auswirkungen auf die Nachfrage und die Wettbewerbsfähigkeit potenziell hohe Spillover-Effekte erwartet werden können.

Die Euro-Gruppe hat auf die Empfehlung unmittelbar reagiert und eine Reihe thematischer Gespräche organisiert. Diese offenen Debatten haben zu einer Einigung über gemeinsame Grundsätze für die Gestaltung und Finanzierung von Reformen der Steuerbelastung der Arbeit geführt; zudem haben Minister fest zugesagt, die Arbeiten voranzubringen.

Eine erste Bestandsaufnahme der Umsetzung zeigt, dass die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets dank der Gespräche in der Eurogruppe stärker für die Vorteile, die eine Verringerung der steuerlichen Belastung der Arbeit haben kann, sensibilisiert sind. Es werden nur sehr wenige Maßnahmen getroffen, die die steuerliche Belastung erhöhen, während viele Mitgliedstaaten Maßnahmen zur Verringerung der Steuer- und Abgabenbelastung planen oder durchführen. An den in der Eurogruppe vereinbarten gemeinsamen Grundsätzen orientieren sich auch Mitgliedstaaten, die beispielsweise die steuerliche Belastung ganz gezielt für niedrigere Einkommensgruppen verringern. Ein weiteres Anliegen besteht darin zu gewährleisten, dass die Verfahren für die Steuerzahler und die Steuerverwaltung nicht übermäßig kompliziert sind, dass man sich ein umfassenderes Bild vom Arbeitsmarkt macht und für eine Unterstützung durch Politik und Gesellschaft gesorgt ist.

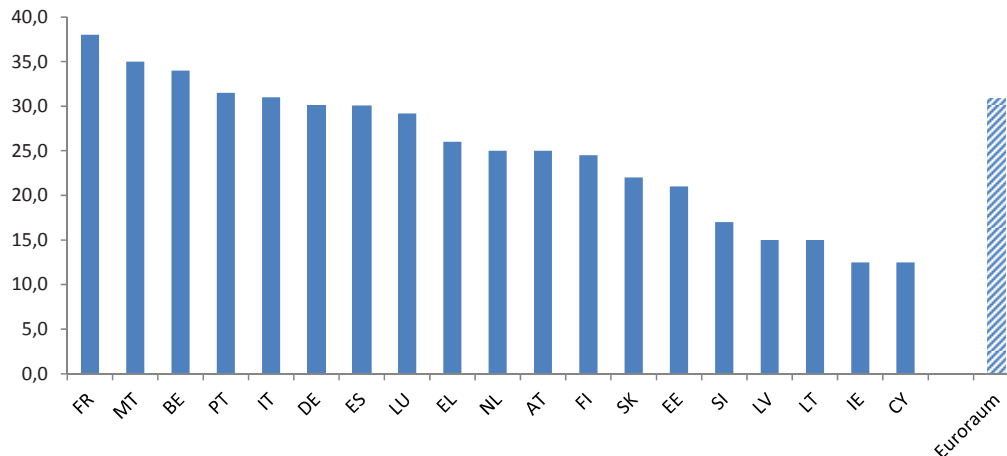
Somit herrscht zwar weitgehend Einigkeit über die bestehenden Herausforderungen und die einzuschlagende politische Richtung, doch muss auch die praktische Umsetzung weiterhin verfolgt werden. Ein fortgesetztes Engagement der Euro-Gruppe könnte dazu beitragen, dass das Thema auf der politischen Agenda weiterhin ganz oben steht.

Die Kommission fordert immer wieder eine wachstumsfreundliche Finanzpolitik. Auf der Einnahmenseite bedeutet dies die Gewährleistung eines effizienten und

wachstumsfreundlichen Steuersystems. Auf Arbeit erhobene Steuern und Abgaben wirken sich besonders nachteilig auf das Wachstum aus (s. Kasten 2). Eine Verlagerung auf wachstumsfreundlichere Steuern wie Verbrauchssteuern sowie periodische Immobilien- und Umweltsteuern erfolgt bereits, aber diese Reformen bewegen sich angesichts der Herausforderungen in einem recht bescheidenen Rahmen. Der durchschnittliche Höchstsatz für die Körperschaftsteuer liegt im Euro-Währungsgebiet im Vergleich zu anderen entwickelten Volkswirtschaften nicht besonders hoch, aber wie Abbildung 12 entnommen werden kann, bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten. Unterschiede bei Steuersätzen und -bemessungsgrundlagen können den Steuerwettbewerb fördern, aber auch Möglichkeiten der Gewinnverlagerung schaffen, was zur Aushöhlung der Bemessungsgrundlage führt.

Bei der Zusammensetzung der Ausgaben sind kaum Fortschritte in Richtung von mehr Wachstumsfreundlichkeit zu erkennen. Daten zu den aktuellen Ausgabentrends belegen einen Anstieg von Posten, die als weniger wachstumsfreundlich betrachtet werden, was unter Umständen aber die Aktivierung der Netze der sozialen Sicherheit zur Abfederung der negativen sozialen Folgen der Krise widerspiegelt. Gleichzeitig sind die Ausgaben für wachstumsfreundlichere Posten wie die Bildungsausgaben oder die öffentlichen Investitionen unverändert geblieben bzw. in einigen Fällen gesunken.

Abbildung 12: Steuern auf körperschaftliche Einkommen, 2014 (in %)



Quelle: Europäische Kommission. Anmerkung: Der Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets ist BIP-gewichtet. Angegeben ist der tatsächliche Höchstsatz für das körperschaftliche Einkommen, einschließlich bestehender dauerhafter oder vorübergehender Aufschläge und lokaler Steuern. Zu weiteren Einzelheiten siehe Bericht der Europäischen Kommission, „Tax Reforms in EU Member State“, 2014.

Mit Blick auf die Ausgabeneffizienz besteht im Euro-Währungsgebiet ein erheblicher Verbesserungsspielraum. Die Qualität der öffentlichen Ausgaben kann von einem systematischeren Einsatz von Ausgabenüberprüfungen, die integraler Bestandteil des Haushaltsverfahrens sind, als Mittel zur Identifizierung potentieller (möglichst wenig wachstumsschädlicher) Einsparmöglichkeiten, zur Umlenkung von Ressourcen auf Wachstumsanreize und zur Steigerung der Effizienz im öffentlichen Sektor entsprechend den

länderspezifischen Bedürfnissen und Prioritäten erheblich profitieren. Durchdachte und gründliche Ausgabenüberprüfungen führen ressortübergreifend zu einer intelligenteren Mittelallokation, die nicht nur zur Verwirklichung der Haushaltsziele beiträgt, sondern auch finanziellen Spielraum für neue oder verstärkte Wachstumsanreize durch gezielte Ausgaben oder Steuersenkungen schafft.¹⁴ Während Ausgabenkürzungen insbesondere in Ländern mit vergleichsweise hoher Staatsquote ratsam sind, kann es in Ländern mit geringerer Ausgabenlast auch Spielraum für Steueranpassungen geben.

Robuste und transparente nationale Haushaltsrahmen legen den Grundstein für eine verantwortungsvolle und nachhaltige Haushaltspolitik im Euro-Währungsgebiet.

Seit 2014 sind die gesetzlichen Anforderungen, mit denen die Haushaltsrahmen der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets gestärkt werden sollen, vollumfänglich in Kraft: die Haushaltsrahmen-Richtlinie¹⁵, die Verordnung über die verstärkte Haushaltsüberwachung¹⁶ und der für alle Euro-Staaten uneingeschränkt geltende Fiskalpakt¹⁷. Diese Gesetzgebung bot den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets die Möglichkeit, ihre innerstaatliche Finanzpolitik auf den Prüfstand zu stellen und umfangreiche Reformen durchzuführen, die in manchen Fällen zu einer kompletten Neuordnung der Regeln, Verfahren und Institutionen im Haushaltsbereich geführt haben. Die Reformen betrafen alle wichtigen Bausteine der haushaltspolitischen Rahmen auf einzelstaatlicher Ebene:

- Die Haushaltsregeln wurden zahlreicher und strenger, und Regeln für einen strukturell ausgeglichenen Haushalt wurden in fast allen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets zum zentralen Bestandteil verschärfter finanzpolitischer Rahmenvorschriften. Letztere sind auf das mittelfristige Haushaltsziel oder ehrgeizigere haushaltspolitische Ziele ausgerichtet; allerdings können Ausnahmeklauseln und der Verbindlichkeitsgrad des Korrekturmechanismus zu Abweichungen führen, und für die Glaubwürdigkeit dieser neuen Regeln steht der Realitätstest noch aus.
- Umfang, Qualität und Transparenz der jährlichen Haushaltsplanung sowie der mittelfristigen Finanzplanung haben sich gebessert. Diese Verfahren werden zudem schrittweise den gemeinsamen Eckpunkten der Two-Pack-Gesetzgebung angepasst.
- Unabhängige Einrichtungen wurden geschaffen (oder gestärkt), die die Finanzen der öffentlichen Hand und insbesondere die Einhaltung geltender Fiskalvorschriften überwachen und für die Haushaltsplanung verwendete makroökonomische Vorausschätzungen vornehmen oder unterstützen. In ein paar Ländern des Euro-Währungsgebiets gibt es jedoch noch keine solchen Einrichtungen, und insgesamt ist es für eine Beurteilung der tatsächlichen Leistungsfähigkeit dieser neu eingerichteten

¹⁴ Siehe Vandierendonck, C., 'Public spending reviews: design, conduct, implementation', *European Economy Economic Papers* Nr. 525, Juli 2014.

¹⁵ Richtlinie 2011/85/EU des Rates vom 8. November 2011 über die Anforderungen an die haushaltspolitischen Rahmen der Mitgliedstaaten.

¹⁶ Verordnung (EU) Nr. 473/2013 über gemeinsame Bestimmungen für die Überwachung und Bewertung der Übersichten über die Haushaltsplanung und für die Gewährleistung der Korrektur übermäßiger Defizite der Mitgliedstaaten im Euro-Währungsgebiet.

¹⁷ Der Fiskalpakt ist das haushaltspolitische Kapitel des Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion („Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union“, TSCG).

Beobachtungsstellen und ihres Einflusses auf die einzelstaatliche Haushaltspolitik noch zu früh.

Die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, die die Vorteile der neuartigen Haushaltsrahmen in ihrer Haushaltspolitik in vollem Umfang ausnutzen wollen, sehen sich zwei Herausforderungen gegenüber:

- a) Konzeption und Verabschiedung der ausstehenden Reformen, mit denen die sich aus der neuen Architektur der haushaltspolitischen Steuerung auf EU-Ebene ergebenden Anforderungen in das innerstaatliche Gefüge übernommen werden sollen (wobei die Übereinstimmung mit dem einschlägigen EU-Recht der laufenden Prüfung durch die Kommission unterliegt),
- b) Sicherstellung, dass der neugeschaffene oder ausgestaltete Haushaltsrahmen tatsächlich greift und die ihm zugeordnete Rolle bei der Gewährleistung einer den innerstaatlichen Notwendigkeiten wie den aus dem EU-Vertrag erwachsenden haushaltspolitischen Pflichten entsprechenden soliden und nachhaltigen Haushaltspolitik tatsächlich spielen kann. Das setzt unter anderem voraus, dass die unabhängigen Einrichtungen auf dem Gebiet der Haushaltspolitik voll arbeitsfähig sind und ihre Expertise optimal für einen besseren Einsatz öffentlicher Mittel genutzt wird.

2.3. Politik im Finanzsektor

In den länderspezifischen Empfehlungen für das Euro-Währungsgebiet aus dem Jahr 2014 wurde gefordert, die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors zu stärken. Dazu sollten insbesondere die erforderlichen Folgemaßnahmen nach der umfassenden Überprüfung durch die EZB ergriffen, die Gesetzgebung zur Bankenunion umgesetzt und die im Übergangszeitraum des einheitlichen Abwicklungsmechanismus vorgesehenen weiteren Arbeiten vorangebracht werden. Betont wurde in dem Empfehlungen ferner die Notwendigkeit, die Fragmentierung der Finanzmärkte abzubauen, die Investitionstätigkeit der Wirtschaft und die Kreditvergabe an Unternehmen durch Maßnahmen zur Verbesserung des Zugangs von KMU zu Krediten zu fördern, die Kapitalmärkte zu vertiefen, und den Verbriefungsmarkt neu zu beleben. Die jüngste Krise war von erheblichen negativen Ausstrahlungs-Effekten auf den Finanzmärkten geprägt – Ausstrahlungen auf die Staatstitel-Märkte und zwischen Risiken für die öffentliche Hand und privaten Risiken. Die Analyse der bilateralen Ausstrahlungseffekte staatlicher Kreditrisiken im Euro-Währungsgebiet lässt eine beträchtliche Heterogenität zwischen den einzelnen Ländern zutage treten, wobei die Länder, die ein makroökonomisches Anpassungsprogramm durchliefen, sowohl selbst eine Quelle von Ausstrahlungseffekten bildeten als auch gegenüber Krisen in anderen Mitgliedstaaten anfällig waren. Die Krise hat den durch die Währungsunion ausgelösten Trend zur finanziellen Integration teilweise umgekehrt und starke zentrifugale Kräfte freigesetzt. Die Schaffung einer Bankenunion und die Umsetzung des einheitlichen Regelwerks werden mit dazu beitragen, die Verbindung zwischen öffentlichen Haushalten und Banken zu lösen. Im Zusammenwirken mit einer erhöhten Krisenfestigkeit des Bankensektors dürfte auch der grenzüberschreitende Geschäftsverkehr zwischen Banken wieder zunehmen und nachhaltiger werden.

Insgesamt wurden bei der Umsetzung der Empfehlungen substanzielle Fortschritte erzielt. Hervorzuheben sind dabei im Hinblick auf die verbleibenden politischen Herausforderungen im Finanzsektor des Euro-Währungsgebiets folgende Entwicklungen:

Die Bedingungen auf den Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet haben sich verbessert, aber die Märkte bleiben fragmentiert. Im Gleichklang mit den Leitzinssätzen der EZB sind auch die Geldmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet auf Werte nahe Null zurückgegangen. Analog tendierten auch die Renditen der Staatstitel im Euro-Währungsgebiet nach unten, und die Zinsabstände untereinander gingen zurück. Das lag a) an der Geldpolitik und der Selbstverpflichtung der EZB auf unbegrenzte Anleihekäufe und eine weitgehende quantitative Lockerung, b) am Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen, c) an einer wahrgenommenen Reduzierung des Kreditrisikos in wirtschaftlich anfälligen Mitgliedstaaten, d) an strafferen Rahmenregeln für die Wirtschafts- und die Haushaltspolitik und e) an einer verschärften Regulierung und Beaufsichtigung der Finanzmärkte. Die Staatstitel-Märkte des Euro-Währungsgebiets haben befristeten Schwankungen aufgrund widriger geopolitischer Entwicklungen standgehalten. In einigen Marktsegmenten war die finanzielle Fragmentierung seit Mitte 2013 wieder rückläufig, verbleibt aber immer noch auf einem langfristig betrachtet hohen Niveau. Studien über die Darlehenspolitik der Banken lassen unverändert Unterschiede bei den Darlehensbedingungen im Euro-Währungsgebiet erkennen, die bis zu einem gewissen Ausmaß unternehmensspezifischen Faktoren und Entwicklungen bei notleidenden Krediten geschuldet sind.

Trotz Verbesserungen bei den Finanzierungskosten geben die Banken weiterhin nur verhalten Darlehen an die Privatwirtschaft aus. Es gibt keine hinreichenden Anhaltspunkte für eine allgemeine Finanzierungslücke für die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet; vielmehr spielt die geringe Nachfrage eine wichtige Rolle bei der begrenzten Ausweitung der Kreditmenge. Einige Friktionen in den Finanzströmen sind jedoch erkennbar, vor allem bei längerfristigen Infrastrukturvorhaben und für mittelständische Unternehmen in den wirtschaftlich besonders anfälligen Volkswirtschaften. Noch bestehende ungerechtfertigte Hindernisse für den Zugang zu Krediten müssen beseitigt werden, damit es nicht zu wachstumshemmenden Finanzierungslücken kommt, sobald die Kreditnachfrage wieder auflebt.

Um der niedrigen Inflation zu begegnen, hat die EZB sowohl gewöhnliche als auch Sondermaßnahmen auf dem Gebiet der Geldpolitik ergriffen. Die Inflation lag 2014 im Euro-Währungsgebiet mit durchschnittlich 0,4 % deutlich unter dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB. Um die feste Verankerung der mittelfristigen Inflationserwartungen zu unterstützen, senkte die EZB die Leitzinssätze auf ihre effektive Untergrenze. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurde im September 2014 auf 0,05 % gesenkt, und der Zinssatz für die Einlagenfazilität wurde auf -0,20 % festgesetzt. Im Juli 2013 beschloss die EZB, Leitlinien für ihre künftige Zinspolitik bekanntzugeben, um die Zinsstruktur unmittelbarer zu beeinflussen. Dabei bestätigte sie, dass die wichtigsten Leitzinsen in Anbetracht der geringen Inflationserwartungen noch für längere Zeit auf einem niedrigen Niveau verharren würden. Gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) wurden eingeführt, um Finanzierungen mit sehr niedrigen Festzinssätzen für bis zu vier Jahre zu

ermöglichen. Darüber hinaus ergriff die EZB weitere Sondermaßnahmen und intervenierte beispielsweise direkt in den Märkten für forderungsbesicherte Wertpapiere und gedeckte Schuldverschreibungen.

Im Januar 2015 beschloss die EZB ein Programm zur weitgehenden quantitativen Lockerung. Sie kündigte an, ihr Wertpapier-Aufkaufprogramm über forderungsbesicherte Wertpapiere und gedeckte Schuldverschreibungen hinaus auch auf von Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets oder Europäischen Organen ausgegebene, auf Euro lautende, marktfähige „Investment-grade“-Anleihen auszuweiten. Unter diesem erweiterten Programm für den Ankauf von Vermögenswerten wird das Eurosystem bis Ende September 2016 öffentliche und private Anleihen im Wert von bis zu 60 Mrd. EUR monatlich erwerben, bis sich die Inflation stabil in eine Richtung entwickelt, die einer mittelfristigen Inflationsrate von knapp unter 2 % entspricht. Ferner beschloss die EZB, die Tarife für die gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte zu ändern. Der Zinssatz für künftige gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte wird dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems zum Zeitpunkt des Abschlusses des betreffenden langfristigen Refinanzierungsgeschäfts entsprechen. Damit wird der Aufschlag von 10 Basispunkten gegenüber den Hauptrefinanzierungsgeschäften aufgegeben, der für die ersten beiden langfristigen Refinanzierungsgeschäfte erhoben worden war. Die Märkte haben positiv auf das erweiterte Anleihekaufprogramm reagiert, das für hinreichend umfangreich gehalten wird, um breitere makroökonomische Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet zu beeinflussen und die Wiederverankerung mittel- bis langfristiger Inflationserwartungen zu begünstigen, die dem Preisstabilitätsziel der EZB in Form einer Inflationsrate von knapp unter 2 % entsprechen. Das dürfte wiederum den Entschuldungsprozess im gesamten Euro-Währungsgebiet erleichtern und die Kreditnachfrage sowie die Investitionstätigkeit stützen. Die Wirkung dieser entschlossenen EZB-Politik hängt auch von der Entschiedenheit und Angemessenheit der Reformen in anderen Politikbereichen ab – einschließlich fiskalischer und struktureller Maßnahmen.

Starke geldpolitische Impulse gelten als wesentlicher Beitrag zur Bekämpfung wirtschaftlicher Schwächen und zur Wahrung der mittelfristigen Preisstabilität, aber diese Maßnahmen werden bisher nicht von Maßnahmen in anderen Bereichen, beispielsweise im Finanzsektor, flankiert. Die Ergebnisse der umfassenden Überprüfung durch die EZB und der von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde koordinierten EU-weiten Stresstests bestätigen, dass sich die Kapitalausstattung der Geldinstitute in den letzten sechs Jahren deutlich verbessert hat. Zwischen 2008 und 2013 konnten die 130 Bankengruppen, die an der umfassenden Überprüfung durch die EZB teilgenommen haben, ihr Kapital um mehr als 200 Mrd. EUR erhöhen. Zwischen Januar 2014 und dem Abschluss der Überprüfung im Oktober 2014 konnten weitere 57 Mrd. EUR beigebracht werden. Darin spiegeln sich die durch den neuen Regulierungsrahmen (die Eigenkapitalverordnung und die Eigenkapitalrichtlinie der EU), die aufsichtsrechtlichen Anforderungen und die Markterwartungen bedingten beträchtlichen Rekapitalisierungsanstrengungen der Banken wider. Die EZB stellte in ihrer umfassenden Überprüfung bei 25 Geldinstituten eine verbleibende Eigenkapitallücke von 25 Mrd. EUR fest. Zwölf dieser 25 Banken haben diese Lücke bereits 2014 durch Kapitalerhöhungen um 15 Mrd. EUR geschlossen. Die Banken, die eine Eigenkapitallücke aufweisen, haben Kapitalpläne ausgearbeitet und müssen die Lücke

innen neun Monaten schließen. Die europäischen Banken sind inzwischen deutlich besser gegen finanzielle Schocks gewappnet als vor der Krise. Das sollte Investoren Sicherheit im Hinblick auf die Qualität der Bilanzen der EU-Banken geben und die Wiederherstellung eines Vertrauensklimas erleichtern, so dass die Banken wieder ihrer eigentlichen Aufgabe nachgehen können: der Kreditvergabe an die Realwirtschaft.

Gewisse Herausforderungen bestehen jedoch nach wie vor, und die Anpassung der Bilanzen und der Unternehmenskultur der Banken ist noch nicht vollendet. Bei der Reparatur des europäischen Finanzsektors wurden erhebliche Fortschritte erzielt. Die Bilanzen haben sich erholt, und der Zugang zu Krediten hat sich verbessert. 2014 haben die Banken im Euro-Währungsgebiet erstmals seit sieben Jahren wieder eine Lockerung der Bonitätsanforderungen für Unternehmenskredite bekannt gegeben. Die Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft zeigt, dass sich die Voraussetzungen für ein Kreditwachstum im Euro-Währungsgebiet allmählich verbessern. Es bleibt abzuwarten, ob sich diese positiven Trends unter dem Strich in einer Kreditschöpfung niederschlagen, da die Tilgungen in vielen Ländern noch immer die neuen Darlehen übertreffen. Bankendarlehen werden für europäische Unternehmen auch in den kommenden Jahren die wichtigste Finanzierungsquelle bleiben, und noch ist die Darlehenskapazität der Banken nicht vollständig wiederhergestellt. Deshalb sind weitere Reformen des Bankensektors zu erwarten. Die Banken im Euro-Währungsgebiet müssen sich weiter auf die höheren Eigenkapitalanforderungen gemäß der Eigenkapitalverordnung und der Eigenkapitalrichtlinie zubewegen, die 2019 vollumfänglich in Kraft sein werden. Darüber hinaus müssen die Banken ihr Risikomanagement sowie ihre Führungs- und Kontrollstrukturen verbessern und Rentabilitätsprobleme angehen. Die Geschäftsmodelle europäischer Banken können sogar noch schockresistenter ausgestaltet werden, beispielsweise durch eine Stabilisierung der eigenen Finanzierungsquellen. Zudem bleiben die Bankenbilanzen wegen des hohen Bestands an notleidenden Krediten unter Druck. In Fällen, in denen der Schuldenstand eines Unternehmens nicht tragfähig erscheint, wohl aber sein Geschäftsmodell, werden notleidende Kredite mit Maßnahmen wie Umschuldungen, besseren Insolvenzvorschriften oder speziellen Instrumenten wie der Umwandlung von Forderungen in Eigenkapital angegangen. Diese Instrumente können um Maßnahmen zu einer größeren steuerlichen Gleichbehandlung von Kredit- und Beteiligungsfinanzierung ergänzt werden. Analog zum Aufgreifen der Problematik der notleidenden Kredite auf der Seite der Bankenbilanzen wäre auf Seiten des privaten nichtfinanziellen Sektors ein Abbau der Fremdfinanzierung erforderlich, um den Schuldenüberhang infolge der Krise abzubauen und die Wirtschaftstätigkeit zu stützen.

Die Verwirklichung der Bankenunion schreitet weiter voran. Der einheitliche Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) der EZB hat seine Tätigkeit am 4. November 2014 aufgenommen und ist jetzt für die unmittelbare Beaufsichtigung der wichtigsten Geldinstitute im Euro-Währungsgebiet zuständig.

Eine kohärente Umsetzung der Verordnung über den einheitlichen Aufsichtsmechanismus wird die Architektur der Bankenunion vervollständigen. In diesem Zusammenhang schreitet die Einrichtung des Ausschusses für die einheitliche Abwicklung (SRB) voran. Seine ständigen Mitglieder werden ihr Amt in den kommenden Monaten antreten. Auch die Einrichtung der administrativen und operativen Strukturen des

Ausschusses vollzieht sich nach Plan, und mit der Ausarbeitung von Abwicklungsplänen für Banken soll dieses Jahr begonnen werden.

Die Arbeiten an einer gemeinsamen Letztsicherung für den einheitlichen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund – SRF) in der Übergangsphase, in der die Abwicklungsressourcen der Länder, die am einheitlichen Abwicklungsmechanismus mitwirken, schrittweise zusammengeführt werden, kommen voran. Im Dezember 2014 einigten sich die Mitgliedstaaten auf eine Erklärung, mit der die Gleichbehandlung von Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, die am Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) teilhaben, und Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist, die aber an der Bankenunion teilnehmen, im Rahmen des einheitlichen Abwicklungsfonds gewährleistet wird.

Der Aufbau eines krisenfesteren Finanzsystems geht einher mit der Entwicklung alternativer, vielfältiger und widerstandsfähiger marktgestützter Finanzierungskanäle. Dieser Punkt gewinnt angesichts der großen Abhängigkeit Europas von der Finanzierung durch Banken und des Drucks auf diese, Schulden abzubauen und ihr Geschäftsmodell an die anstehenden neuen rechtlichen Rahmenbedingungen anzupassen, besonders an Bedeutung. Im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften ist das Euro-Währungsgebiet hochgradig bankenlastig. Die Finanzierung am Markt ist in ihrer bisherigen Entwicklung stark auf eine darlehensgestützte Finanzierung ausgerichtet; Beteiligungen spielen eine geringere Rolle. Forschungsergebnisse lassen vermuten, dass eine stärkere Diversifizierung in Richtung auf marktgestützte Finanzierungsformen wirtschaftlich vorteilhaft sein kann. Zusätzliche positive Auswirkungen wären von der größeren finanziellen Stabilität zu erwarten, da marktgestützte Finanzierungsstrukturen in Zeiten einer angespannten Marktlage mit geringeren Systemrisiken und höherem Wirtschaftswachstum einhergehen als bankenbasierte Modelle.

Um die Fremdfinanzierungsquellen für Unternehmen zu diversifizieren und damit zum Wirtschaftswachstum beizutragen, wird die Europäische Kommission den Aufbau einer Kapitalmarktunion vorantreiben.

Zusagen	Zusammenfassende Bewertung
Länderspezifische Empfehlungen (CSR) für das Euro-Währungsgebiet 2014	
<p>CSR1</p> <p>In enger Zusammenarbeit mit der Kommission die Umsetzung von Strukturreformen in Bereichen, denen im Hinblick auf das reibungslose Funktionieren des Euro-Währungsgebiets die größte Bedeutung zukommt, voranbringen und verfolgen mit dem Ziel, Wachstum und Konvergenz und die Korrektur interner und externer Ungleichgewichte zu fördern; Fortschritte bei der Erfüllung der Reformzusagen in Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets mit übermäßigen Ungleichgewichten und bei der Umsetzung von Reformen in Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets mit Ungleichgewichten, die entschlossenes Handeln verlangen, bewerten und fördern mit dem Ziel, negative Ausstrahlungseffekte auf das übrige Euro-Währungsgebiet zu begrenzen; in Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen geeignete politische Maßnahmen fördern, um zu positiven Ausstrahlungseffekten beizutragen; sich regelmäßig themenbezogen über Strukturreformen auf den Arbeits- und Produktmärkten mit potenziell hohen Ausstrahlungseffekten austauschen, wobei die Schwerpunkte auf der Verringerung der hohen steuerlichen Belastung des Faktors Arbeit und der Reform der Dienstleistungsmärkte liegen sollten.</p>	<p>Bei der Umsetzung der ersten Empfehlung hat das Euro-Währungsgebiet einige Fortschritte erzielt:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fortschritte bei der Erfüllung der Reformzusagen wurden insbesondere auf Ebene des Euro-Währungsgebiets gefördert, u. a. über fachliche Beratungen im Rahmen des Ausschusses für Wirtschaftspolitik und des Wirtschafts- und Finanzausschusses sowie über politische Beratungen im Rahmen der Eurogruppe und des ECOFIN. Ferner wurden Fortschritte in den Programmländern erzielt und wurden Gespräche geführt über Reformfortschritte in Mitgliedstaaten mit übermäßigen Ungleichgewichten oder Ungleichgewichten, die entschlossenes Handeln verlangen. • Die Bewertung der Umsetzung länderspezifischer Reformzusagen in den einzelnen Mitgliedstaaten lässt annehmen, dass in Bezug auf etwa [50] % der Empfehlungen zumindest einige Fortschritte im Euro-Währungsgebiet als Ganzem erzielt worden sind. • Die Eurogruppe hat eine Reihe fachlicher Beratungen über die Förderung geeigneter Maßnahmen in Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen abgehalten, etwa im Rahmen der Bewertung der Übersichten über die Haushaltsplanung. • Im Juli und im September hat die Eurogruppe zwei fachliche Beratungen über die Verringerung der hohen steuerlichen Belastung des Faktors Arbeit abgehalten; eine weitere Beratung zur Reform der Dienstleistungsmärkte ist für März angesetzt.
<p>CSR2</p> <p>In enger Zusammenarbeit mit der Kommission die Finanzpolitik der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets insbesondere bei der Bewertung der Übersichten über die Haushaltsplanung koordinieren mit dem Ziel, einen kohärenten und wachstumsfreundlichen haushaltspolitischen Kurs im gesamten Euro-Währungsgebiet zu gewährleisten; Qualität und Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen verbessern, indem materiellen und immateriellen Investitionen auf nationaler Ebene und auf EU-Ebene Vorrang eingeräumt</p>	<p>Bei der Umsetzung der zweiten Empfehlung hat das Euro-Währungsgebiet einige Fortschritte erzielt:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Bei der Koordinierung der Haushaltspolitik sind insoweit einige Fortschritte erzielt worden, als die haushaltspolitischen Aussichten sich für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes verbessert haben und der finanzpolitische Kurs insgesamt angemessen erscheint. Die Koordinierung der Haushaltspolitik verläuft jedoch weiterhin nicht optimal. Im Rahmen der Bewertung der Haushaltsplanungen sind diesbezüglich Gespräche geführt worden.

wird; dafür Sorge tragen, dass die nationalen haushaltspolitischen Rahmen, einschließlich nationaler Räte für Finanzpolitik, stark sind.

- Die Kommission hat am 13. Januar eine Mitteilung über die optimale Nutzung der bestehenden Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts auch durch die Erleichterung von Investitionen veröffentlicht.
- Hinsichtlich der Verbesserung von Qualität und Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sind begrenzte Fortschritte erzielt worden, was in den anstehenden thematischen Peer-Reviews im Ausschuss für Wirtschaftspolitik angesprochen werden wird.
- Auf fachlicher Ebene sowie im Rahmen der Eurogruppe und des ECOFIN haben Beratungen zum Thema der Investitionsförderung einschließlich der Priorisierung Vorrangs materieller und immaterieller Investitionen auf nationaler Ebene und auf EU-Ebene stattgefunden.
- Ferner wurden fachliche Beratungen zu den nationalen haushaltspolitischen Rahmen und nationalen Räten für Finanzpolitik abgehalten.

CSR3

Die Krisenfestigkeit des Bankensystems insbesondere durch die im Anschluss an die Überprüfung der Aktiva-Qualität und die Stresstests erforderlichen Folgemaßnahmen und durch die Umsetzung der Gesetzgebung zur Bankenunion gewährleisten und die im Übergangszeitraum des einheitlichen Abwicklungsmechanismus vorgesehenen weiteren Arbeiten voranbringen; die Investitionstätigkeit der Wirtschaft und die Kreditvergabe an Unternehmen durch Maßnahmen zur Verbesserung des Zugangs von KMU zu Krediten fördern, die Kapitalmärkte vertiefen, den Verbriefungsmarkt auf der Grundlage der Vorschläge und des Zeitplans der Mitteilung der Kommission über die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft neu beleben;

Bei der Umsetzung der dritten Empfehlung hat das Euro-Währungsgebiet substanzielle Fortschritte erzielt:

In Bezug auf Maßnahmen zur Gewährleistung der Krisenfestigkeit des Bankensystems sind substanzielle Fortschritte erzielt worden:

- Die umfassende Überprüfung durch die EZB und die von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde koordinierten EU-weiten Stresstests sind im Oktober 2014 erfolgreich abgeschlossen worden und haben bestätigt, dass sich die Kapitalausstattung der europäischen Geldinstitute in den letzten Jahren deutlich verbessert hat. Folgemaßnahmen nach der umfassenden Überprüfung sind eingeleitet worden. Die Banken, die weiterhin eine Eigenkapitallücke aufweisen, haben Kapitalpläne ausgearbeitet und müssen die Lücke binnen neun Monaten schließen.
- Was die Umsetzung der Bankenunion angeht, hat der einheitliche Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) am 4. November 2014 seine Tätigkeit aufgenommen. Zu seinen vorrangigen Aufgaben gehört die Gewährleistung gleicher Wettbewerbsbedingungen für alle wichtigen europäischen Geldinstitute, und zwar nicht nur in Bezug auf Aufsichtsfragen, sondern auch hinsichtlich einer konsequenten Anwendung des einheitlichen Regelwerks.
- In diesem Zusammenhang schreitet die Einrichtung der operativen Strukturen des

Ausschusses für die einheitliche Abwicklung (Single Resolution Board – SRB) planmäßig voran. Seine ständigen Mitglieder dürften ihr Amt in den kommenden Monaten antreten, und mit der Ausarbeitung von Abwicklungsplänen für Banken soll dieses Jahr begonnen werden.

- Die Vorschriften für die risikogewichtete Berechnung der Beiträge von Banken zum Abwicklungsfonds im Rahmen der Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten sind vereinbart worden.

Hinsichtlich der Förderung der Investitionstätigkeit der Wirtschaft und der Kreditvergabe an Unternehmen sind mittels verschiedener Maßnahmen einige Fortschritte erzielt worden:

- Im Zusammenhang mit öffentlichen Maßnahmen zur unmittelbaren Förderung der Investitionstätigkeit der Wirtschaft hat die Kommission im November 2014 die Investitionsoffensive für Europa ins Leben gerufen. Sie wird für bessere Integration und Diversifizierung der europäischen Finanzierungsmärkte sorgen und als Katalysator für Investitionen des Privatsektors wirken.
- Die Verordnung über europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF) wird einen gemeinsamen EU-Rahmen bieten und einen „Pass“ für Fonds schaffen, die auf langfristige Investitionen – beispielsweise in Infrastrukturprojekte oder KMU – spezialisiert sind. Die langfristigen Investmentfonds dürften ihre Tätigkeit bis Mitte 2015 aufnehmen.
- Die Europäische Kommission hat angekündigt, den Aufbau einer Kapitalmarktunion voranzutreiben, um einen größeren und tieferen Markt zu schaffen und einen echten Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu entwickeln.
- Zu den kurzfristigen Prioritäten der Kommission zählt die Entwicklung eines nachhaltigen EU-weiten Verbriefungsmarktes. In diesem Zusammenhang arbeitet die Kommission einen Ansatz aus, über den mehr Risikosensitivität in den Rahmen eingeführt wird. Ein erster Schritt in diese Richtung war die Annahme der delegierten Rechtsakte der Kommission zu Solvabilität II (Kapitalvorschriften für Versicherungsunternehmen) und Mindestliquiditätsquoten (Liquiditätsvorschriften für Banken). Für den Aufbau solider, tiefer und liquider Verbriefungsmärkte in der EU sind zusätzliche öffentliche und private Initiativen erforderlich.

CSR4

Die Arbeiten zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion fortsetzen und zur Verbesserung des Rahmens der wirtschaftspolitischen Überwachung im Kontext der für Ende 2014 vorgesehenen Überprüfungen beitragen.

Bei der Umsetzung der vierten Empfehlung hat das Euro-Währungsgebiet einige Fortschritte erzielt:

- Die Kommission legte als Grundlage für eine Diskussion mit dem Europäischen Parlament und dem Rat eine Mitteilung über die Überprüfung der als „Sixpack“ und „Twopack“ bekannten Gesetzgebungspakete vor. Davon ausgehend wird die Kommission abwägen, ob die Gesetzgebung oder vielmehr ihre praktische Anwendung anzupassen ist.
- Im Jahreswachstumsbericht kündigte die Kommission eine Reihe von Maßnahmen zur besseren Anwendung der Verfahren der wirtschaftspolitischen Steuerung bereits im Rahmen des Europäischen Semesters 2015 an.
- Zum weiterreichenden Thema der Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion forderte der Europäische Rat den Präsidenten der Europäischen Kommission gemeinsam mit dem Präsidenten der EZB, dem Präsidenten des Europäischen Rates und dem Präsidenten der Euro-Gruppe auf seiner Tagung vom Oktober auf, weitere Maßnahmen zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Steuerung vorzubereiten. Der Europäische Rat forderte auf seiner Tagung vom Dezember eine informelle Diskussion im Rahmen seiner Tagung im Februar mit Berichterstattung an den Europäischen Rat auf der Tagung im Juni.