



Brüssel, den 21. März 2016  
(OR. en)

14272/1/15  
REV 1

ECOFIN 877  
UEM 416  
SOC 677  
EMPL 442

## ÜBERMITTLUNGSVERMERK

---

Nr. Komm.dok.: COM(2015) 691 final/2

Betr.: BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT,  
DEN RAT, DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK UND DEN  
EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIAUSSCHUSS  
Warnmechanismusbericht 2016 (gemäß den Artikeln 3 und 4 der  
Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 über die Vermeidung und Korrektur  
makroökonomischer Ungleichgewichte)

---

Die Delegationen erhalten in der Anlage eine **neue Fassung** des Dokuments COM(2015) 691 final.

---

Anl.: COM(2015) 691 final/2



EUROPÄISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 18.3.2016  
COM(2015) 691 final/2

**CORRIGENDUM : Concerns all languages**

The error concerns the threshold level for the new youth unemployment indicator which is wrongly indicated to be 0.2% instead of 2%. Further, as a consequence, country paras for Austria and Finland are updated to take this into account. In addition, a factual mistake in the country para for Bulgaria is corrected.

Changes can be found on pages 22, 34, 38, 41.

**BERICHT DER KOMMISSION**

**AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT,  
DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK UND DEN EUROPÄISCHEN  
WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS**

**Warnmechanismusbericht 2016**

**(gemäß den Artikeln 3 und 4 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 über die Vermeidung  
und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte)**

**DE**

**DE**

*Der Warnmechanismusbericht (WMB) bildet den Auftakt des jährlichen Verfahrens zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte (VMU), mit dem Ungleichgewichte, die einem reibungslosen Funktionieren der Wirtschaft der Mitgliedstaaten und der EU im Wege stehen und dem ordnungsgemäßen Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion abträglich sein können, ermittelt und behoben werden sollen.*

*Im WMB werden die Mitgliedstaaten anhand eines aus ausgewählten Indikatoren und einer größeren Zahl von Hilfsindikatoren bestehenden Scoreboards im Hinblick auf etwaige, zu korrigierende Ungleichgewichte überprüft. Die im WMB ermittelten Mitgliedstaaten werden dann im Rahmen einer eingehenden Überprüfung analysiert, bei der die Kommission bewertet, wie in den Mitgliedstaaten makroökonomische Risiken auflaufen oder abnehmen, und dann den Schluss zieht, ob Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte bestehen. Nach gängiger Praxis wird für Mitgliedstaaten, bei denen im Rahmen der letzten eingehenden Überprüfung Ungleichgewichte festgestellt worden sind, in jedem Fall eine neue eingehende Überprüfung vorgenommen.*

*Die Kommission wird unter Berücksichtigung der Diskussionen mit dem Parlament und der Erörterungen in Rat und Eurogruppe Berichte über die eingehenden Überprüfungen der betreffenden Mitgliedstaaten erstellen und die Ergebnisse in die länderspezifischen Empfehlungen einfließen lassen, die im Rahmen des „Europäischen Semesters“ der wirtschaftspolitischen Koordinierung abgegeben werden. Die Berichte über die eingehenden Überprüfungen werden voraussichtlich im Februar 2016 vorgelegt, bevor die länderspezifischen Empfehlungen im Rahmen des „Europäischen Semesters“ veröffentlicht werden.*

## 1. ZUSAMMENFASSUNG

**Dieser Bericht bildet den Auftakt der fünften Runde des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (VMU).<sup>1</sup>** Bei diesem Verfahren sollen Ungleichgewichte, die einem reibungslosen Funktionieren der Wirtschaft der Mitgliedstaaten, des Euro-Währungsgebiets oder der EU insgesamt im Wege stehen, ermittelt und Anstöße für die richtigen Korrekturmaßnahmen gegeben werden. Um Kohärenz mit den im Rahmen anderer Instrumente der wirtschaftspolitischen Überwachung ausgegebenen Analysen und Empfehlungen sicherzustellen, wird das VMU im Rahmen des Europäischen Semesters der wirtschaftspolitischen Koordinierung durchgeführt. Gleichzeitig mit dem vorliegenden Bericht wird der Jahreswachstumsbericht (JWB) vorgelegt, der einen Überblick über die wirtschaftliche und soziale Lage in Europa vermittelt und für die EU insgesamt die allgemeinen politischen Prioritäten für die kommenden Jahre darlegt.

**In diesem Bericht werden diejenigen Mitgliedstaaten ermittelt, die einer eingehenden Überprüfung unterzogen werden sollten<sup>2</sup>, um zu bewerten, ob sie von Ungleichgewichten betroffen sind, die durch politische Maßnahmen korrigiert werden müssen.** Der WMB dient der Erkennung wirtschaftlicher Ungleichgewichte und wird zu Beginn des jährlichen Zyklus der wirtschaftspolitischen Koordinierung veröffentlicht. Insbesondere stützt er sich auf eine wirtschaftliche Auslegung eines Scoreboards, das aus Indikatoren mit indikativen Schwellenwerten sowie aus verschiedenen Hilfsindikatoren besteht.

**In diesem Jahr wurde das Scoreboard durch drei Beschäftigungsindikatoren (Erwerbsquote, Langzeitarbeitslosenquote und Jugendarbeitslosenquote) ergänzt.** Die Erweiterung des Scoreboards um neue Beschäftigungsvariablen ist eine konkrete Maßnahme,

<sup>1</sup> Dem Bericht ist ein *Statistischer Anhang* beigefügt, der eine Vielzahl an Statistiken enthält, die in ihn eingeflossen sind.

<sup>2</sup> Siehe Artikel 5 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011.

mit der die Kommission die Zusage einlöst, ihre Analyse makroökonomischer Ungleichgewichte zu verbessern. Dies ist insbesondere im Hinblick auf die sozialen Auswirkungen der Krise relevant, da negative, lange andauernde Entwicklungen in den Bereichen Beschäftigung und Soziales das Potenzialwachstum des BIP auf vielerlei Art und Weise gefährden können und die Gefahr makroökonomischer Ungleichgewichte verdichten. Die Aufnahme der neuen Indikatoren in das Scoreboard ändert nichts am Schwerpunkt des VMU, der weiterhin darauf ausgerichtet ist, das Auftreten schädlicher makroökonomischer Ungleichgewichte zu verhindern und bei Ungleichgewichten korrigierend einzugreifen. Werden die Schwellenwerte der neuen Indikatoren überschritten, so deutet dies nicht automatisch auf höhere makrofinanzielle Risiken hin; und infolgedessen werden die Indikatoren auch nicht dazu verwendet, Schritte des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht auszulösen.<sup>3</sup>

**Im Vergleich zu früheren Warnmechanismusberichten ist der vorliegende Bericht stärker auf Aspekte ausgerichtet, die für das Euro-Währungsgebiet relevant sind.** Im Einklang mit der Mitteilung der Kommission „*Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion*“ vom 21. Oktober soll der Warnmechanismusbericht eine systematischere Analyse der Auswirkungen von in Ländern bestehenden Ungleichgewichten auf das gesamte Euro-Währungsgebiet bieten und erläutern, inwiefern diese Auswirkungen einen koordinierten Ansatz für politische Maßnahmen erfordern.

**Aus der im WMB dargelegten horizontalen Analyse ergeben sich mehrere Schlussfolgerungen:**

- **Die Korrektur bestehender Ungleichgewichte vollzieht sich in einem schwierigen Umfeld.** Die anhaltende moderate Erholung im Euro-Währungsgebiet dürfte sich fortsetzen, bleibt aber fragil und ist mit erhöhten externen Risiken behaftet. In den letzten Monaten hat sich der weltweite Handel erheblich verlangsamt, und die Abwärtsrisiken sind insbesondere angesichts der Aussichten in den Schwellenländern gestiegen.<sup>4</sup> Das Wachstum ist nun stärker auf die Binnennachfrage angewiesen, vor allem auf eine deutlichere Investitionsbelebung.
- **Die EU-Mitgliedstaaten kommen bei der Korrektur ihrer Ungleichgewichte weiter voran.** In Ländern mit hohen Auslandsverbindlichkeiten konnten die hohen und auf Dauer nicht tragfähigen Leistungsbilanzdefizite aus der Zeit vor der Krise deutlich abgebaut werden. Nun müssen Außenhandelspositionen, die ausgeglichen sind oder einen Überschuss aufweisen, aufrechterhalten werden, um die Anfälligkeit signifikant zu verringern. Darüber hinaus stand die Entwicklung der Kostenwettbewerbsfähigkeit im Großen und Ganzen im Einklang mit dem externen Anpassungsbedarf, und in den meisten Ländern kommt die Bilanzbereinigung in den verschiedenen Wirtschaftszweigen voran.

---

<sup>3</sup> Die Indikatoren werden hinzugefügt, um die Beschäftigungs- und sozialen Aspekte der Ungleichgewichte und Anpassungsprozesse besser zu erfassen. Bei den Indikatoren handelt es sich um die Erwerbsquote, die Langzeitarbeitslosenquote und die Jugendarbeitslosenquote, ausgedrückt als Veränderung über einen Zeitraum von drei Jahren. Derartige Indikatoren wurden bereits als Hilfsindikatoren für das VMU verwendet. Weitere Informationen zu den Kriterien für die Auswahl der Indikatoren enthält die Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen „*Adding employment indicators to the scoreboard of the Macroeconomic Imbalances Procedure to better capture employment and social developments*“, die in den Ausschüssen des Rates „Wirtschaft und Finanzen“ und des Rates „Beschäftigung, Sozialpolitik, Gesundheit und Verbraucherschutz“ sowie im Europäischen Parlament erörtert wurde.

<sup>4</sup> Siehe „*European Economic Forecast - Autumn 2015*“, *European Economy, Institutional Paper 011*, November 2015.

- **Die aus der erhöhten Verschuldung erwachsende Anfälligkeit gibt jedoch weiterhin Anlass zur Sorge.** In mehreren Mitgliedstaaten sind die Bestände an privaten und öffentlichen Verbindlichkeiten sowie an Inlands- und Auslandsverbindlichkeiten nach wie vor auf einem historisch hohen Niveau. Diese Situation gefährdet nicht nur das Wachstum, die Beschäftigung und die Finanzstabilität in der EU – der mit der notwendigen Verringerung der Verbindlichkeiten verbundene Druck zum Verschuldungsabbau belastet gleichzeitig auch die wirtschaftliche Erholung.
- **Einige Länder verzeichnen im Prognosezeitraum (2015-2017) weiterhin hohe Überschüsse.** In aggregierter Betrachtung weist das Euro-Währungsgebiet einen der weltweit höchsten Leistungsbilanzüberschüsse aus, der wohl auch in diesem Jahr weiter wachsen wird. Während die nachgebenden Rohstoffpreise und die Abwertung des Euro zur positiven Entwicklung der Handelsbilanz beigetragen haben, spiegelt der Überschuss vor allem die im Verhältnis zu den Investitionen zu hohen Ersparnisse auf Ebene des Euro-Währungsgebiets wider.
- **Nachdem sich die Arbeitsmarktbedingungen jahrelang sehr unterschiedlich entwickelt haben, gleichen sie sich nun an, doch in einigen Ländern bleibt die soziale Not auf einem äußerst besorgniserregenden Niveau,** insbesondere in den Ländern, die makroökonomische Ungleichgewichte abbauen müssen und von der Schuldenkrise betroffen sind.

**Wie im JWB festgestellt wurde, bedarf es eines koordinierten Ansatzes für makroökonomische Maßnahmen, um die Ungleichgewichte anzugehen und gleichzeitig die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen.** Politische Maßnahmen und eine wirksame Umsetzung von Reformen, insbesondere in den Bereichen Wettbewerbsfähigkeit und Insolvenz, müssen vor allem in den Ländern intensiviert werden, deren Wachstumsfähigkeit durch den erhöhten Druck zum Verschuldungsabbau oder durch strukturelle Wachstumshindernisse eingeschränkt wird. Gleichzeitig müssen die Binnennachfrage und die Investitionen besonders in den Ländern angekurbelt werden, die über haushaltspolitischen Spielraum verfügen, einen hohen Leistungsbilanzüberschuss aufweisen oder in denen nur ein geringer Druck zum Verschuldungsabbau besteht. Angesichts der zwischen den Mitgliedstaaten bestehenden Verflechtungen würde diese Kombination von Maßnahmen dazu beitragen, den Prozess zur Wiederherstellung des Gleichgewichts ausgewogener zu gestalten und ihn dadurch auf eine stabilere Grundlage zu stellen, und außerdem dafür zu sorgen, dass sich die Erholung in zunehmendem Maße selbst trägt.

**Im Rahmen der eingehenden Überprüfungen werden die im Warnmechanismusbericht ermittelten Mitgliedstaaten detaillierteren und umfassenderen Analysen unterzogen.** Wie im vorangehenden Zyklus fließen die eingehenden Überprüfungen in die Länderberichte ein, in die außerdem die zusätzlichen Analysen der Kommissionsdienststellen zu anderen strukturellen Fragen Eingang finden, die für die im Rahmen des Europäischen Semesters ausgesprochenen länderspezifischen Empfehlungen angebracht sind. Bei den eingehenden Überprüfungen stützt die Kommission ihre Analyse auf weitaus umfassendere Daten und Informationen; so werden alle einschlägigen Statistiken, alle einschlägigen Daten und alle wesentlichen Fakten berücksichtigt. Dem Basisrechtsakt entsprechend wird die Kommission auf der Grundlage dieser Prüfungen dann den Schluss ziehen, ob Ungleichgewichte oder

übermäßige Ungleichgewichte bestehen, und für jeden Mitgliedstaat angemessene Politikempfehlungen abgeben.<sup>5</sup>

**Gestützt auf die wirtschaftliche Auslegung des VMU-Scoreboards ist die Kommission zu der Auffassung gelangt, dass bei den folgenden Mitgliedstaaten die Akkumulierung bzw. der Abbau von Ungleichgewichten und die damit verbundenen Risiken genauer analysiert werden müssen und daher eine eingehende Überprüfung erforderlich ist.**<sup>6</sup>

- Bei den meisten Ländern wurden die eingehenden Überprüfungen durch die Ungleichgewichte ausgelöst, die im Rahmen der letzten eingehenden Überprüfungen festgestellt worden waren<sup>7</sup>. Nach gängiger Praxis ist eine neue eingehende Überprüfung erforderlich, um zu bewerten, ob bestehende Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte abnehmen, fortbestehen oder zunehmen, wobei gebührend berücksichtigt wird, welchen Beitrag die von den betroffenen Mitgliedstaaten zur Überwindung der Ungleichgewichte durchgeführten Maßnahmen hierzu leisten. Bei den betroffenen Mitgliedstaaten handelt es sich um **Belgien, Bulgarien, Deutschland, Frankreich, Kroatien, Italien, Ungarn, Irland, die Niederlande, Portugal, Rumänien, Spanien, Slowenien, Finnland, Schweden und das Vereinigte Königreich**.
- Eingehende Überprüfungen sind erstmalig auch für **Estland und Österreich** vorgesehen. Im Falle Estlands sind die Risiken und Schwächen im Zusammenhang mit erneut entstehendem Nachfragedruck zu bewerten. Im Falle Österreichs sind Probleme im Finanzsektor, insbesondere dessen hohe Anfälligkeit für Entwicklungen im Ausland und die Auswirkungen auf die Kreditvergabe an den privaten Sektor zu analysieren.

**Bei Mitgliedstaaten, die Finanzhilfe erhalten, werden Ungleichgewichte und Korrekturmaßnahmen im Rahmen der Finanzhilfeprogramme dieser Länder überwacht.** Dies betrifft **Griechenland und Zypern**. Wie im Fall anderer Mitgliedstaaten in früheren Zyklen, deren Programm kurz vor dem Auslaufen stand, wird die Lage **Zyperns** erst nach dem für März 2016 erwarteten Ende des Finanzhilfeprogramms im Rahmen des VMU bewertet.

**Bei allen anderen Mitgliedstaaten wird die Kommission im jetzigen Stadium keine weiteren Analysen im Rahmen des VMU vornehmen.** Ausgehend von der wirtschaftlichen Auslegung des Scoreboards ist die Kommission der Auffassung, dass **die Tschechische Republik, Dänemark, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Polen und die Slowakei** zu

<sup>5</sup> Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 (ABl. L 306 vom 23.11.2011, S. 25).

<sup>6</sup> Der seit 2012 verzeichnete Anstieg bei der Anzahl der Mitgliedstaaten, die einer eingehenden Überprüfung unterzogen werden, ist teilweise darauf zurückzuführen, dass auch Länder, deren Finanzhilfeprogramm aufgrund einer verbesserten Wirtschaftslage ausläuft, einer Überprüfung unterliegen. Dies trifft auf Irland, Portugal und Rumänien zu, für die eine VMU-Überwachung als sinnvoll erachtet wurde. Darüber hinaus wird Kroatien seit seinem EU-Beitritt 2013 standardmäßig überwacht. Dass bestimmte Länder weiterhin einer eingehenden Überprüfung unterzogen werden, ist darauf zurückzuführen, dass die Überwachung der betroffenen Mitgliedstaaten im Rahmen des VMU nur auf der Grundlage einer neuen eingehenden Überprüfung beendet werden kann. Falls sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen künftig verbessern oder nicht verschlechtern, ist davon auszugehen, dass im Laufe der Zeit weniger Länder einer eingehenden Überprüfung unterliegen.

<sup>7</sup> Siehe „Europäisches Semester 2015: Bewertung der Herausforderungen für das Wachstum, Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte und Ergebnisse der eingehenden Überprüfungen gemäß Verordnung (EU) Nr. 1176/2011“, COM(2015) 85 final, 26.2.2015, und „Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015“ European Economy-Occasional Papers 228. Alle länderspezifischen Empfehlungen des Rates, auch die für das VMU relevanten, sind im ABl. C 272 vom 18.8.2015 enthalten.

diesem Zeitpunkt keiner eingehenden Überprüfung unterzogen werden müssen und keine weitergehende VMU-Überwachung erforderlich ist. Um entstehende Risiken ermitteln und wachstums- und beschäftigungsfördernde Maßnahmen einleiten zu können, muss jedoch für alle Mitgliedstaaten fortlaufend eine gründliche Überwachung und Politik-Koordinierung sichergestellt sein.

**Kasten 1. Fixierung und Verbesserung der Kategorien von Ungleichgewichten im Rahmen des VMU**

Die Kategorien von Ungleichgewichten im Rahmen des VMU haben sich im Laufe der Zeit weiterentwickelt und sind nun:

1. Keine Ungleichgewichte
2. Ungleichgewichte, die politische Maßnahmen und ein Monitoring erfordern
3. Ungleichgewichte, die entschlossene politische Maßnahmen und ein Monitoring erfordern
4. Ungleichgewichte, die entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern
5. Übermäßige Ungleichgewichte, die entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern
6. Übermäßige Ungleichgewichte, die das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht nach sich ziehen

Das Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht ist bisher noch nicht zur Anwendung gekommen. Die Feststellung übermäßiger Ungleichgewichte zieht jedoch entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring nach sich. Seit 2014 fanden auf einige für das Euro-Währungsgebiet systemisch relevante Mitgliedstaaten, in denen Ungleichgewichte ermittelt worden waren, entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring Anwendung, um Fortschritte bei der für das Euro-Währungsgebiet ausgesprochenen Empfehlung, die makroökonomischen Ungleichgewichte anzugehen, sicherzustellen. Einige Länder, in denen Ungleichgewichte bestehen, waren gehalten, entschlossene politische Maßnahmen zu ergreifen.

Durch die genauere Abgrenzung der Kategorien von Ungleichgewichten im Rahmen des VMU wurde zwar präzisiert, wodurch die VMU-Überwachung ausgelöst wird, doch aufgrund der daraus folgenden Komplexität konnte weder für mehr Transparenz noch für eine verbesserte Durchsetzbarkeit gesorgt werden. Aus diesem Grund wurden in der Mitteilung vom 21. Oktober verschiedene Möglichkeiten erläutert, wie die Umsetzung des VMU künftig verbessert werden kann. So wird die Kommission eine transparente Umsetzung des VMU sicherstellen, die Kategorien fixieren und die ihrer Entscheidung zugrunde liegenden Kriterien präzisieren.

## **2. UNGLEICHGEWICHTE, RISIKEN UND ANPASSUNGEN: LÄNDERÜBERGREIFENDE PROBLEME**

**Angesichts der unsicheren Bedingungen weltweit ist die wirtschaftliche Erholung zunehmend auf die Binnennachfrage angewiesen.** Die neuesten Wirtschaftsprägnosen bestätigen, dass im Kontext niedriger Ölpreise und stark akkommadierender geldpolitischer Maßnahmen eine moderate Erholung in der EU zu beobachten ist. Nach einem Wachstum von 1,4 % im Jahr 2014 wird für 2015 und 2016 für die Wirtschaft der EU ein Wachstum von 1,9 % bzw. 2,0 % erwartet. Im Euro-Währungsgebiet entsprechen die BIP-Realwachstumsraten für die Jahre 2014, 2015 und 2016 0,9 %, 1,6 % und 1,8 %.<sup>8</sup> Obwohl der Verbrauch in jüngster Zeit zugelegt hat, ist die Binnennachfrage nach wie vor verhalten, was teils auch dem signifikanten Druck zum Verschuldungsabbau in mehreren Mitgliedstaaten zuzuschreiben ist. Dies schlägt sich in der niedrigen Inflation und dem wachsenden Leistungsbilanzüberschuss auf Ebene des Euro-Währungsgebiets nieder, der 2015 – auch vor dem Hintergrund des Ölpreisrückgangs seit Mitte 2014 und des niedrigen Euro-Wechselkurses – weiter steigen dürfte. Seit dem Sommer ist ein deutlicher Rückgang der Auslandsnachfrage zu beobachten, während die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft angesichts geopolitischer Faktoren und der Möglichkeit eines stärker als erwartet ausfallenden Konjunkturrückgangs in China und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften weiter zunehmen.<sup>9</sup> Je nach Ausmaß des weltweiten Konjunkturabschwungs könnten die EU-Volkswirtschaften erheblich in Mitleidenschaft gezogen werden, wodurch es noch wichtiger wird, die bei der Wettbewerbsfähigkeit erzielten Verbesserungen zu konsolidieren und die Binnennachfrage zu einem Motor der wirtschaftlichen Erholung zu entwickeln.

**In diesem Kontext kommt die Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte weiter voran, doch von der hohen Verschuldung geht eine wesentliche Gefährdung aus.** Die Mitgliedstaaten der EU erzielen bei der Korrektur ihrer externen und internen Ungleichgewichte weiter Fortschritte. Die hohen, auf Dauer nicht tragfähigen Leistungsbilanzdefizite konnten verringert werden, und die Bilanzbereinigung wird in den meisten Ländern in allen Wirtschaftszweigen vorangetrieben. Darüber hinaus steht die Entwicklung der Kostenwettbewerbsfähigkeit im Allgemeinen im Einklang mit dem externen Anpassungsbedarf. Allerdings bestehen bei den Verbindlichkeiten und der Qualität der Anpassung weiterhin gravierende Schwächen. In mehreren Mitgliedstaaten bewegen sich die Bestände an privaten und öffentlichen Verbindlichkeiten sowie an Inlands- und Auslandsverbindlichkeiten nach wie vor auf einem historisch hohen Niveau. Diese Situation gefährdet nicht nur das Wachstum, die Beschäftigung und die Finanzstabilität in der EU – der mit der notwendigen Verringerung der Verbindlichkeiten verbundene Druck zum Verschuldungsabbau belastet gleichzeitig auch die wirtschaftliche Erholung. Darüber hinaus weisen die nach wie vor beträchtlichen Leistungsbilanzüberschüsse in Ländern mit einem verhältnismäßig geringen Bedarf an Verschuldungsabbau auf hohe Ungleichgewichte zwischen Ersparnissen und Investitionen und damit auf eine Fehlallokation von Ressourcen hin, die das Risiko für eine länger anhaltende wirtschaftliche Schwäche erhöht und den Verschuldungsabbau in der EU insgesamt erschweren könnte.

---

<sup>8</sup> Siehe „European Economic Forecast - Autumn 2015“, *European Economy, Institutional Paper 011*, November 2015. Wenngleich die aggregierten Zahlen für die Erholung erhebliche Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten verbergen, scheint nun eine reale Konvergenz zu beobachten zu sein, da in Spanien, Irland, Slowenien, den baltischen Staaten, aber auch in Ungarn, Polen, der Tschechischen Republik und Rumänien höhere Wachstumsraten verzeichnet werden, wohingegen das Wachstum in Frankreich, Italien, Österreich, Finnland und Belgien 2015 voraussichtlich weiter schwächeln wird.

<sup>9</sup> Siehe Internationaler Währungsfonds, 2015. *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*. Washington (Oktober).

**Zum gegenwärtigen Zeitpunkt besteht die wichtigste Herausforderung für das Euro-Währungsgebiet darin, das hohe Verschuldungsniveau zu senken und gleichzeitig Voraussetzungen für eine wirtschaftliche Erholung zu schaffen, die sich zunehmend selbst trägt.** Im Euro-Währungsgebiet insgesamt muss die Gefahr eines anhaltend schwachen Wachstums und einer niedrigen Inflation von den Ländern aufgefangen werden, in denen bessere Ausgangsbedingungen für die Förderung von Investitionen bestehen, haushaltspolitischer Spielraum vorhanden ist und der Bedarf an Verschuldungsabbau gering ist. Gleichzeitig müssen Strukturreformen zur Erschließung des Wachstumspotenzials insbesondere in jenen Ländern fortgesetzt oder intensiviert werden, in denen das Wachstumspotenzial durch strukturelle Wachstumshindernisse eingeschränkt wird. Des Weiteren sollten Länder, deren Kapazitäten zur Förderung der Nachfrage aufgrund des hohen Drucks zum Verschuldungsabbau begrenzt sind, sich zudem auf wachstumsfördernde Reformen konzentrieren und dafür sorgen, dass ihr Insolvenzrahmen angemessen ist, um den nicht tragfähigen Schuldenbestand anzugehen, entsprechende wirtschaftliche Ressourcen freizusetzen und Kapital effizient neuzuweisen zu können. (*Kasten 2*)

#### **Kasten 2: Makroökonomische Ungleichgewichte und die Dimension des Euro-Währungsgebiets**

**Die Auswirkungen makroökonomischer Ungleichgewichte auf das gesamte Euro-Währungsgebiet verdienen eine genaue Betrachtung.** Im Einklang mit den Vorschlägen, die in dem Bericht „Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden“ von Jean Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi und Martin Schulz vom 22. Juni 2015 veröffentlicht wurden, und im Einklang mit der Mitteilung der Kommission „Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion“ vom 21. Oktober 2015 werden ab diesem Jahr die Auswirkungen der in manchen Ländern bestehenden Ungleichgewichte auf das Euro-Währungsgebiet insgesamt im WMB systematischer analysiert, und es wird geprüft, inwieweit diese Auswirkungen einen koordinierten Ansatz für politische Maßnahmen erforderlich machen.

**Das Euro-Währungsgebiet weist derzeit wertmäßig einen der weltweit höchsten Leistungsbilanzüberschüsse aus.** Im Jahr 2015 dürfte sich der Leistungsbilanzüberschuss auf rund 390 Mrd. EUR bzw. 3,7 % des BIP belaufen. Der größte Teil des Überschusses ist in Deutschland und den Niederlanden aufgelaufen, die 2,5 % bzw. 0,7 % zum BIP des Euro-Währungsgebiets beitragen, sowie in Italien (Beitrag von 0,4 % zum BIP des Euro-Währungsgebiets). (*Abbildung 1*) Ehemalige Defizitländer weisen nun auch ausgeglichene Leistungsbilanzen oder Überschüsse aus, die notwendig sind, um die Tragfähigkeit ihrer Außenwirtschaftlichen Positionen zu gewährleisten. Angesichts des schwachen Wachstums und der fast bei Null liegenden Inflation deuten die weiterhin sehr hohen Überschüsse in Ländern mit einem verhältnismäßig geringen Bedarf an Verschuldungsabbau auf einen Mangel an inländischen Wachstumsquellen hin. Sobald die Ölpreise wieder steigen, die Binnennachfrage anzieht, die Auswirkungen des niedrigeren Euro-Wechselkurses nachlassen und das Exportwachstum sich verlangsamt, werden die Leistungsbilanzüberschüsse auf Ebene des Euro-Währungsgebiets und der EU nicht weiter wachsen und schließlich 2017 leicht sinken. Durch die kontinuierliche Akkumulierung von Nettoauslandsvermögen kann außerdem eine größere Anfälligkeit für Wechselkursrisiken entstehen, und wenn der Anteil der ausländischen Vermögenswerte in inländischen Portfolios weiter wächst, kann dies dazu führen, dass die nationalen Behörden bei der Bewältigung makrofinanzialler Risiken (z. B. durch Aufsichts- und Regulierungsmaßnahmen) einen geringeren Spielraum haben.

**Der Druck zum Verschuldungsabbau ist derzeit in allen Sektoren der Wirtschaft (Haushalte, Unternehmen, Staat) gleichzeitig zu spüren.** In aggregierter Betrachtung sind die Haushalte, Unternehmen und Staaten im Euro-Währungsgebiet derzeit mit einer hohen Verschuldung konfrontiert, und der notwendige Verschuldungsabbau zieht eine verhaltene Investitions- und Verbrauchs dynamik nach sich. Eurostat-Daten zufolge lag im Jahr 2014 der konsolidierte Schuldenbestand der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet bei 59,7 % bzw. 79,5 % des BIP, während sich die Werte 2009 noch auf 63,1 % bzw.

81,9 % des BIP belieben. Die aggregierten Zahlen verbergen die großen Unterschiede, die zwischen den Mitgliedstaaten bestehen. Der Verschuldungsabbau im Privatsektor setzte bereits früh mit dem Beginn der Krise ein, ist aber noch nicht abgeschlossen.<sup>10</sup> Der Netto-Finanzierungsüberschuss der Haushalte ist noch immer doppelt so hoch wie vor der Krise. Auch bei den Unternehmen, die zu normalen Zeiten häufig ein Netto-Finanzierungsdefizit ausweisen, besteht nach wie vor ein Finanzierungsüberschuss. Die Regierungen haben erst später mit dem Verschuldungsabbau begonnen, da in der ersten Phase der Rezession in den Jahren 2009-2010 Konjunkturpakete zu schnüren waren. Seitdem befinden sich die Staaten in einer Konsolidierungsphase, in der ein restriktiver oder in letzter Zeit weitgehend neutraler Haushaltstypus verfolgt wird. Der durch den Verschuldungsabbau bei Haushalten und Unternehmen entstandene Nachfragedruck hat sich daher durch die Notwendigkeit, den staatlichen Schuldenanstieg zu dämpfen, noch verstärkt<sup>11</sup>.

**Der Leistungsbilanzüberschuss im Euro-Währungsgebiet dürfte über dem Wert liegen, den die wirtschaftlichen Fundamentaldaten nahelegen, was auf wirtschaftliche Ineffizienzen und eine verhaltene Binnennachfrage hindeutet.** Eine Reihe von wirtschaftlichen Merkmalen, etwa die Alterspyramide, der Altersquotient, das relativ hohe Pro-Kopf-Einkommen, aber auch der Status des Euro als Reservewährung sprechen dafür, dass der Saldo aus Ersparnis und Investitionen insgesamt im Euro-Währungsgebiet weitgehend ausgewogen sein dürfte.<sup>12</sup> Der Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses im Euro-Währungsgebiet in den letzten Jahren hat jedoch dazu geführt, dass der Überschuss über dem Wert liegt, den die Fundamentaldaten nahelegen würden. Trotz der jüngsten Korrekturen und ungeachtet der vorübergehenden Auswirkungen niedrigerer Ölpreise und der Wechselkursentwicklungen lässt sich diese Differenz teilweise darauf zurückführen, dass im Euro-Währungsgebiet infolge der Bilanzbereinigungen und des hohen Drucks zum Verschuldungsabbau kein robustes Kreditwachstum verzeichnet wird. Künftig sollen die Maßnahmen auf EU-Ebene (z. B. das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten der EZB und die Investitionsoffensive der Kommission) die Kreditvergabe für Investitionen und Verbrauch stützen, auch wenn die Auswirkungen auf die Realwirtschaft möglicherweise erst nach einiger Zeit sichtbar werden.

**Grenzüberschreitende Ausstrahlungseffekte innerhalb des Euro-Währungsgebiets erfordern einen koordinierten Ansatz für makroökonomische Maßnahmen, die dazu beitragen sollen, Ungleichgewichte anzugehen und die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen.** Angesichts der durch Handel, Finanzen und Institutionen zwischen den Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets bestehenden Verflechtungen ist ein koordinierter Ansatz für makroökonomische Maßnahmen erforderlich, um die Korrektur der Ungleichgewichte zu beschleunigen und gleichzeitig die wirtschaftliche Erholung zu befürworten. Darüber hinaus haben sich auch Vertrauenseffekte als wichtige Übertragungsfunktion erwiesen.<sup>13</sup> Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind insbesondere Ausstrahlungseffekte, die auf den politischen Kurs in großen Ländern zurückzuführen sind, von systemischer Bedeutung für das Euro-Währungsgebiet.

Die Gefahr eines anhaltend schwachen Wachstums und einer niedrigen Inflation im Euro-Währungsgebiet sollte insbesondere von den Ländern abgedeckt werden, in denen bessere

<sup>10</sup> Die Schuldenabbauprozesse lassen sich durch Betrachtung des aggregierten sektorspezifischen Netto-Finanzierungsüberschusses im Euro-Währungsgebiets nachweisen. 2014 belief sich der Wert auf 3,2 % des BIP; die auf Haushalte, Unternehmen und Staat entfallenden Anteile lagen bei 2,9 %, 1,8 % und -2,6 %. Im Jahr 2010 belieben sich diese Werte auf 0,6 %, 2,9 %, 3,3 % und -6,2 %, und 2007 auf 0,3 %, 1,4 %, -0,6 % und -0,6 %.

<sup>11</sup> Siehe Bricongne J.-C. und Mordonu A. (2015), „Interlinkages between household and corporate debt in advanced economies“, *European Commission Discussion Papers* Nr. 17 (Oktober 2015).

<sup>12</sup> Die Benchmark leitet sich von den Reduced-Form-Regressionen ab, die die wichtigsten Determinanten für den Saldo aus Ersparnis und Investitionen erfassen, einschließlich fundamentaler Faktoren (z. B. Demografie, Ressourcen), politischer Faktoren und der globalen finanziellen Bedingungen. Die Methodik ist mit dem vom IWF entwickelten Ansatz zur Bewertung des Außenbeitrags (External Balance Assessment, EBA) verwandt. Siehe Phillips, S. et al. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology“, *IMF Working Paper*, 13/272.

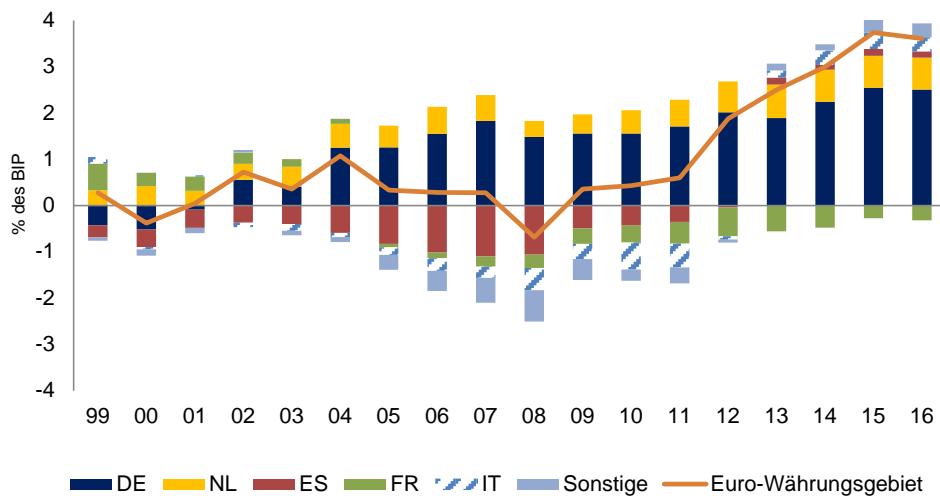
<sup>13</sup> Siehe D’Auria, F., Linden, S., Monteiro, D., in ‘t Veld, J. und Zeugner S., „Cross-border Spillovers in the Euro Area“, *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol 13 No 4 (2014).

Ausgangsbedingungen für die Förderung von Investitionen bestehen, haushaltspolitischer Spielraum vorhanden ist und ein ausgeglichenes Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investitionen besteht.<sup>14</sup> Dies trifft auf Deutschland und die Niederlande zu, deren Leistungsbilanzüberschüsse in den kommenden Jahren voraussichtlich weiterhin hoch bleiben werden. Eine Verringerung der Überschüsse in Ländern, in denen nur eine geringe Notwendigkeit besteht, Schulden abzubauen, würde für die dringend erforderliche Verbesserung der Nachfrage im Euro-Währungsgebiet sorgen und den hochverschuldeten Ländern dabei helfen, ein Gleichgewicht zwischen dem notwendigen Verschuldungsabbau und der gleichzeitigen Förderung von Wachstum herzustellen.

Gleichzeitig müssen Strukturreformen zur Erschließung des Wachstumspotenzials fortgesetzt oder intensiviert werden, insbesondere in systemrelevanten Ländern wie Frankreich und Italien. Derartige Reformen würden nicht nur dazu beitragen, Engpässe zu beseitigen, sondern auch dabei helfen, das Vertrauen darin zu stärken, dass die fiskalischen Ungleichgewichte in diesen Ländern tragfähig sind.

Schließlich sollten Länder, deren Kapazitäten zur Aufrechterhaltung der Nachfrage aufgrund des Schuldenübersangs und des hohen Anteils notleidender Kredite begrenzt sind, sich auch auf wachstumsfördernde Reformen konzentrieren und dafür sorgen, dass ihr Insolvenzrahmen angemessen ist, um den nicht tragfähigen Schuldenbestand anzugehen, wirtschaftliche Ressourcen freizusetzen und Kapital effizient neuzuweisen.

*Abbildung 1: Leistungsbilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets*



*Quelle:* Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen und Herbstprognose 2015 der Europäischen Kommission (AMECO).

<sup>14</sup> Vgl. Erwägungsgrund 17 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011. „Bei der Bewertung von makroökonomischen Ungleichgewichten sollte berücksichtigt werden, wie schwerwiegend sie sind und welche potenziellen negativen wirtschaftlichen und finanziellen Ansteckungseffekte sie haben, welche die Anfälligkeit der Wirtschaft in der Union erhöhen und das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion bedrohen. In allen Mitgliedstaaten und insbesondere im Euro-Währungsgebiet sind Maßnahmen zur Bewältigung der makroökonomischen Ungleichgewichte und der Divergenzen in der Wettbewerbsfähigkeit erforderlich. Allerdings können Art, Bedeutung und Dringlichkeit der politischen Herausforderungen je nach Mitgliedstaat große Unterschiede aufweisen. In Abetracht der bestehenden Schwächen und des Ausmaßes der notwendigen Anpassungen sind politische Maßnahmen in denjenigen Mitgliedstaaten am dringlichsten, die anhaltend hohe Leistungsbilanzdefizite und Wettbewerbsverluste aufweisen. Zudem sollten in den Mitgliedstaaten, die hohe Leistungsbilanzüberschüsse anhäufen, die politischen Maßnahmen darauf abzielen, die Maßnahmen zu ermitteln und durchzuführen, die dazu beitragen, die Binnennachfrage und das Wachstumspotenzial dieser Staaten zu steigern.“

**In den meisten Mitgliedstaaten konnten hohe Leistungsbilanzdefizite in ausgewogene Positionen oder Überschüsse umgewandelt werden, doch es bestehen nach wie vor hohe Leistungsbilanzüberschüsse.** Im Jahr 2014 verzeichneten die meisten Mitgliedstaaten Leistungsbilanzüberschüsse. Die von der Krise am stärksten betroffenen Länder des Euro-Währungsgebiets haben einen strengen Anpassungskurs verfolgt und weisen inzwischen moderate Überschüsse (Spanien, Portugal, Italien) oder etwas höhere Überschüsse (Irland, Slowenien) aus. Während die Anpassung anfangs vor allem der gedrosselten Binnennachfrage der Haushalte zuzuschreiben war, wurden die jüngsten Überschüsse auch durch Ausfuhrsteigerungen erzielt.<sup>15</sup> Die konjunkturbereinigten Zahlen fallen jedoch im Allgemeinen niedriger als die Gesamtsalden aus (Spanien, Italien, Portugal, Griechenland, Zypern), was darauf hindeutet, dass bei der Leistungsbilanz keine weiteren Steigerungen zu erwarten sind, da die Produktion infolge der Erholung nun wieder in die Nähe der Potenzialrate rückt. Die Risiken, dass wieder Defizite wie zu Vorkrisenzeiten entstehen, scheinen jedoch begrenzt. In einigen Mitgliedstaaten waren relativ geringe Leistungsbilanzdefizite zu verzeichnen, etwa in Finnland und Frankreich, während die Defizite im Vereinigten Königreich und Zypern deutlich höher ausfielen. Insgesamt liegt der Dreijahresindikator in vier Ländern, die Überschüsse verzeichnen (Deutschland, Dänemark, Niederlande und Schweden), und in zwei Ländern mit Defiziten (Vereinigtes Königreich und Zypern) über dem Schwellenwert. Länder wie Deutschland, die Niederlande sowie Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets wie Schweden und Dänemark weisen weiterhin sehr hohe Überschüsse aus. Bei diesen hohen und dauerhaften Überschüssen wird es wohl keine Korrektur geben. Zwar sind in Ländern mit einer alternden Bevölkerung wie Deutschland Leistungsbilanzüberschüsse zu erwarten, doch durch die jüngsten Entwicklungen der Ölpreise und des Wechselkurses, die sich positiv auf die Handelsbilanz ausgewirkt haben, überschreitet der Leistungsbilanzüberschuss den Wert, den die wirtschaftlichen Fundamentaldaten nahelegen würden<sup>16</sup>.

Im Falle Deutschlands liegt der konjunkturbereinigte Überschuss angesichts der Position des Landes im Konjunkturzyklus sogar über dem Nennwert.<sup>17</sup>

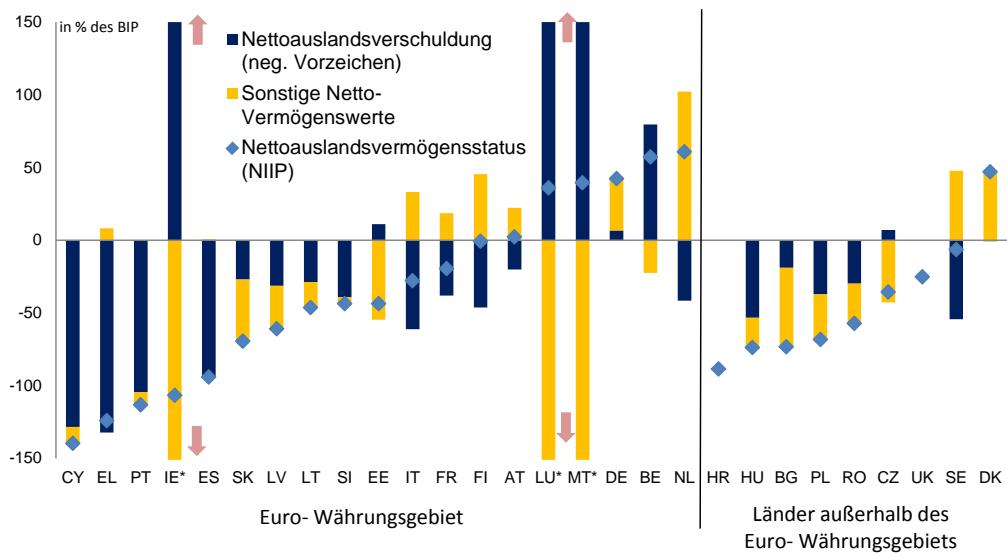
---

<sup>15</sup> Siehe Kasten I.3, „European Economic Forecast - Spring 2015“, *European Economy*, 2015(2).

<sup>16</sup> Siehe „Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015“, *European Economy-Occasional Papers* 228.

<sup>17</sup> Durch die Verringerung der Leistungsbilanzdefizite hat sich die geografische Zusammensetzung der Überschüsse in den Gläubigerländern, insbesondere in Deutschland, verändert. Der Überschuss gegenüber dem Rest der Welt hat sich erhöht, während er gegenüber dem Euro-Währungsgebiet abgenommen hat; letzteres hauptsächlich wegen eines Rückgangs der Exporte ins Euro-Währungsgebiet und weniger wegen einer Steigerung der Importe Deutschlands.

Abbildung 2: Nettoauslandsvermögensstatus und Nettoauslandsverschuldung im Jahr 2014



Quelle: Eurostat (BPM6, ESA10)

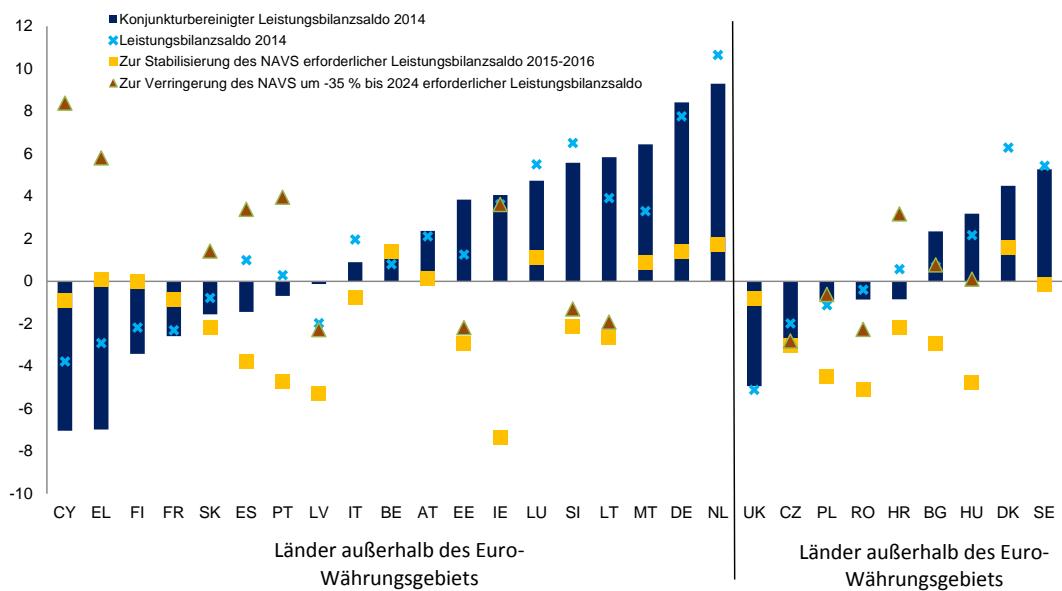
Anmerkung: Für Kroatien und das Vereinigte Königreich sind keine Daten für die Nettoauslandsverschuldung verfügbar. Für Irland, Luxemburg und Malta wird die Zusammensetzung nicht vollständig dargestellt.<sup>18</sup>

Da die Anpassung der externen Finanzströme noch keine spürbare Verringerung der Auslandsverschuldung gezeigt hat, bestehen nach wie vor Schwachstellen (Abbildung 2). Insgesamt besteht in den Netto-Schuldnerstaaten weiterhin eine beträchtliche Gefährdung; dies belegt der Scoreboard-Indikator für den Nettoauslandsvermögensstatus, der im Jahr 2014 in 16 Mitgliedstaaten über dem indikativen Schwellenwert lag. Seitdem in den letzten Jahren Leistungsbilanzüberschüsse aufgetreten sind, haben sich die Netto-Auslandsverbindlichkeiten (ausgedrückt als prozentualer Anteil am BIP) in Ländern des Euro-Währungsgebiets wie Griechenland, Spanien oder Portugal nicht wesentlich verbessert. Mit Ausnahme Irlands und seit kurzem auch Portugals fiel insbesondere der Beitrag des nominalen BIP-Wachstums entweder gering (Spanien) oder negativ (Griechenland und Zypern) aus. Dies verdeutlicht die Risiken, die mit einer niedrigen Inflation einhergehen, und zeigt, wie die Korrektur von Ungleichgewichten durch ein solches Umfeld gebremst werden kann. Darüber hinaus haben die negativen Bewertungseffekte die Verbesserung bei den Netto-Auslandsverbindlichkeiten zum Teil erheblich belastet, insbesondere in Griechenland, Spanien und Portugal. Auch in Kroatien lassen sich keine signifikanten Verbesserungen feststellen. Um ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten rasch zu verringern, müssten die meisten Volkswirtschaften, die hohe negative Positionen ausweisen, höhere als die derzeit feststellbaren Leistungsbilanzüberschüsse erzielen (Abbildung 3). Daher ist es weiterhin unabdingbar, die bei der Ausfuhrwettbewerbsfähigkeit erreichten Verbesserungen zu konsolidieren und Maßnahmen zu verfolgen, mit denen ausländische Direktinvestitionen eingeworben werden. In Irland und einigen osteuropäischen Ländern (Ungarn, Polen, Rumänien) müssen die derzeit verzeichneten Leistungsbilanzsalden über einen längeren Zeitraum aufrechterhalten werden, um mittelfristig eine signifikante Verbesserung bei den

<sup>18</sup> Für diese Länder ist der größte Teil der Auslandsverbindlichkeiten nicht mit inländischem Kapital und inländischen Tätigkeiten, sondern mit ausländischen Vermögenswerten verbunden; so entfällt ein Großteil der irischen Auslandsverbindlichkeiten auf in Irland ansässige Investmentfonds, die ausländische Vermögenswerte halten. Nach der Klassifikation im Sinne der Zahlungsbilanz setzt sich die Bilanz der Investmentfonds aus Verbindlichkeiten an Anteilsrechten und Portfolio-Schuldtiteln zusammen, wodurch eine sehr negative Eigenkapitalposition und eine sehr positive marktfähige Schuldenstandsquote entsteht.

Netto-Auslandsverbindlichkeiten zu bewirken. Die in Netto-Gläubigerländern wie Deutschland oder der Niederlande bestehenden Risiken im Zusammenhang mit den wachsenden Beständen an Netto-Auslandsvermögen lassen sich nicht mit den Risiken im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Tragfähigkeit vergleichen. Dennoch darf ein rasches und kontinuierliches Auflaufen von Netto-Gläubigerrisiken nicht ignoriert werden.

**Abbildung 3: Leistungsbilanz: Konjunkturbereinigte Salden und zur Stabilisierung oder Verringerung von Auslandsverbindlichkeiten erforderliche Salden**



*Quelle:* Die Leistungsbilanz ist gemäß dem in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen enthaltenen Konzept dargestellt. Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

*Anmerkungen:* Konjunkturbereinigte Salden werden anhand von Schätzungen für die Produktionslücke berechnet, die der Herbstprognose 2015 der Kommission zugrunde liegen.<sup>19</sup> Die zur Stabilisierung oder Verringerung der Nettoauslandsverbindlichkeiten erforderlichen Leistungsbilanzsalden beruhen auf folgenden Annahmen: Die Projektionen für das nominale BIP stützen sich auf die Herbstprognosen der Kommission (Prognosehorizont bis 2017) und für den Zeitraum danach auf die Projektionen der Kommission nach der T+10-Methode<sup>20</sup>; Bewertungseffekte werden für den Projektionszeitraum konventionell mit Null angesetzt, was einer in Bezug auf Vermögenswertpreise unvoreingenommenen Projektion entspricht; der Saldo der Vermögensübertragungen bleibt als prozentualer Anteil am BIP der Annahme entsprechend unverändert auf einem dem Median für 2014 und den Projektionen für den Zeitraum 2015-2017 entsprechenden Niveau.<sup>21</sup>

**Die Entwicklungen im Bereich der Kostenwettbewerbsfähigkeit standen weitgehend im Einklang mit den externen Anpassungserfordernissen.** (Abbildung 4) Im Jahr 2014 gingen die Lohnstückkosten in einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets, die von der Krise besonders betroffen waren (z. B. Zypern, Griechenland, Spanien, Slowenien, Portugal und Irland) zurück. In Zypern, Griechenland und Portugal ist die Anpassung in erster Linie der Lohnzurückhaltung zuzuschreiben, während in Spanien und Irland ein Großteil des Rückgangs der Lohnstückkosten offenbar auf Produktivitätssteigerungen zurückgeht. Zusätzlich wirken sich nun in den Ländern, in denen sich die Arbeitsmarktlage aufhellt, auch

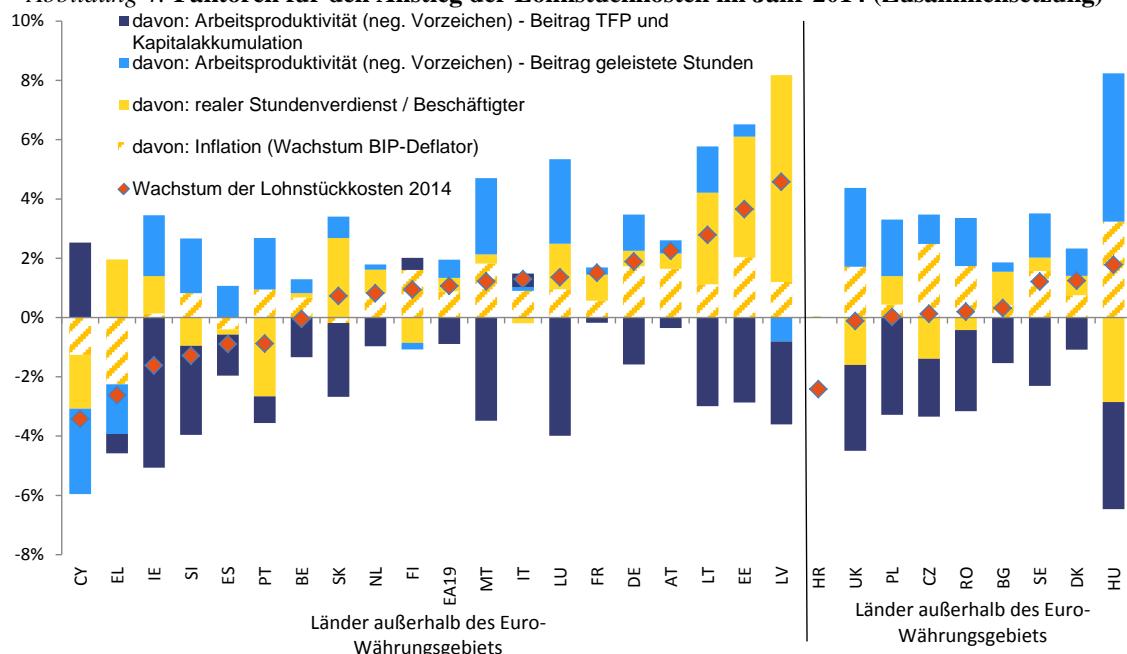
<sup>19</sup> Die Schätzungen der konjunkturbereinigten Salden werden auf der Grundlage der in Salto, M. und A. Turrini (2010), „Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment“, *European Economy, Economic Papers*, 427, beschriebenen Methodik vorgenommen.

<sup>20</sup> Nähere Informationen zur T+10-Methode in Havik, K., K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen, und V. Vandermeulen (2014), „The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps“, *European Economic Papers* 535.

<sup>21</sup> Für eine detaillierte Darstellung der Berechnungen und Annahmen siehe Loublier, A., Turrini, A. und Zeugner, S. (2015), „Methodologies for computing current account benchmarks“, *European Economy, Economic Paper* (in Kürze erscheinend).

die geleisteten Arbeitsstunden positiv auf die Entwicklung der Lohnstückkosten aus (Spanien, Portugal und Irland). In Italien und Frankreich sind die Lohnstückkosten dagegen schneller als durchschnittlich im Euro-Währungsraum (1,1 %) angewachsen, und Deutschland und Österreich meldeten Steigerungen bei den Lohnstückkosten von knapp 2 %, die vor allem der Lohndynamik zuzuschreiben sind, während im Falle Italiens auch die stagnierende Produktivität zu dieser Entwicklung beigetragen hat. Der schnellste Anstieg war in den baltischen Staaten, wo die Stundenlöhne deutlich angehoben wurden, zu verzeichnen. Insgesamt lässt sich in Anbetracht der Entwicklungen der letzten drei Jahre feststellen, dass der Indikator für die Lohnstückkosten in Estland, Lettland und Bulgarien über dem Schwellenwert liegt. Der Abwärtskorrektur der Lohnstückkosten in Mitgliedstaaten mit höherem Anpassungsbedarf folgte eine weniger ausgeprägte, aber immer noch erkennbare relative Abwertung des realen effektiven Wechselkurses, die auf eine gewisse Anpassung der Preis-/Kostenspannen an die ungünstigen wirtschaftlichen Bedingungen hindeutet. Infolge dieser relativ moderaten Entwicklungen wird der Schwellenwert des Indikators lediglich in Griechenland überschritten.

**Abbildung 4: Faktoren für den Anstieg der Lohnstückkosten im Jahr 2014 (Zusammensetzung)**



Quelle: AMECO und VMU-Scoreboard. Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

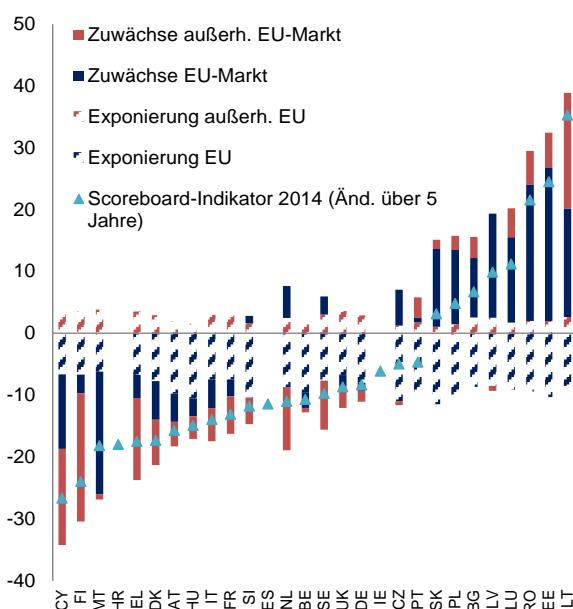
Anmerkungen: Die Zusammensetzung basiert auf der Standard-Aufschlüsselung des Anstiegs der Lohnstückkosten in Inflation, reale Stundenverdienste und Arbeitsproduktivität; die Arbeitsproduktivität wird unter Verwendung eines für die Wachstumszerlegung üblichen Rahmens weiter in den Beitrag der geleisteten Arbeitsstunden, Multifaktorproduktivität und Kapitalakkumulation untergliedert.

**Das Scoreboard zeigt für mehrere Mitgliedstaaten immer noch kumulierte Verluste von Exportmarktanteilen an, die über dem indikativen Schwellenwert liegen, wobei jedoch allmählich Verbesserungen sichtbar werden.** Der Indikator für Veränderungen bei den Exportmarktanteilen über einen Zeitraum von fünf Jahren zeigt, dass 18 Mitgliedstaaten den Schwellenwert für kumulierte Verluste überschreiten. Dies deutet darauf hin, dass der aggregierte Leistungsbilanzüberschuss im Euro-Währungsgebiet nicht in erster Linie aus einer starken Exportleistung erwächst (*Abbildung 5a*).<sup>22</sup> Die in den EU-Volkswirtschaften in den letzten Jahren zu beobachtende weitere rückläufige Entwicklung der Exportmarktanteile

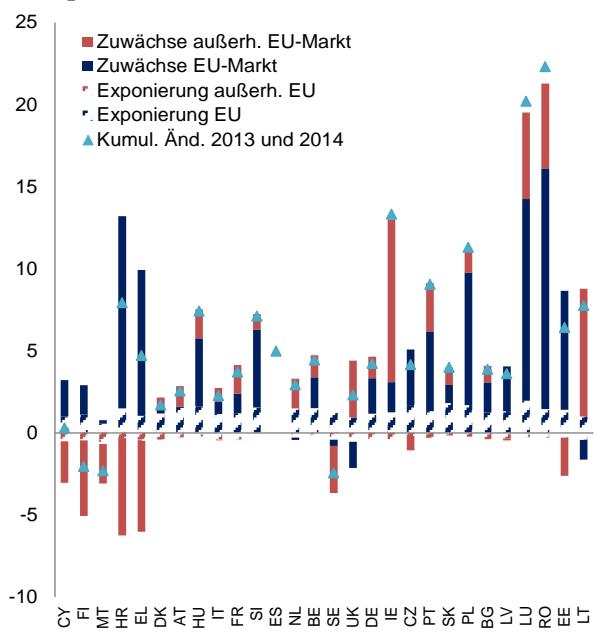
<sup>22</sup> Im Zeitraum von 2013 bis 2015 hat der Wert der Ausfuhren aus dem Euro-Währungsgebiet abgenommen, und die Ausfuhren in Drittländer flachten generell ab.

scheint jedoch gestoppt zu sein, und in den Jahren 2013 und 2014 wurden in den meisten Mitgliedstaaten – mit Ausnahme Finnlands, Schwedens und Maltas – jährliche Zuwächse ausgewiesen (*Abbildung 5b*). Im Jahr 2014 fielen die Zuwächse mitunter relativ begrenzt aus (Österreich, Frankreich, Niederlande, Spanien, Italien), in anderen Fällen waren sie signifikanter (Belgien, Deutschland, Ungarn, Rumänien, Griechenland, Irland). Diese Zuwächse bewegen sich jedoch generell innerhalb eines deutlich engeren Spektrums als die im Zeitraum 2010-2012 zu verzeichnenden Einbrüche. Die jüngste Verbesserung bei den Exportmarktanteilen in der EU ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass der weltweite Handel 2013-2014 zum Erliegen gekommen ist, wodurch die Verluste der Exportmarktanteile automatisch abgeschwächt wurden. Vor diesem Hintergrund handelt es sich bei den jüngsten Verbesserungen bei den Marktanteilen möglicherweise nicht um strukturelle Verbesserungen. Es ist jedoch noch zu früh, um zu beurteilen, ob die Zuwächse eine dauerhafte Richtungsänderung vorzeichnen oder nur vorübergehender Natur sind.

*Abbildung 5a: Veränderungen bei den Exportmarktanteilen über fünf Jahre – Scoreboard-Indikator 2014*



*Abbildung 5b: Veränderungen bei den Exportmarktanteilen über zwei Jahre – 2014*

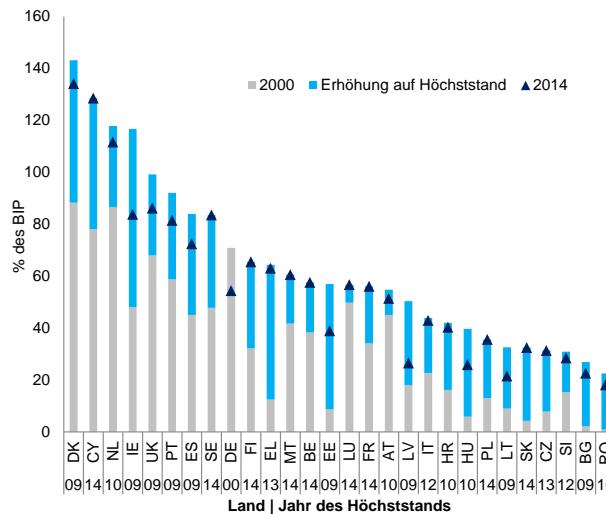


*Quelle:* Eurostat, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

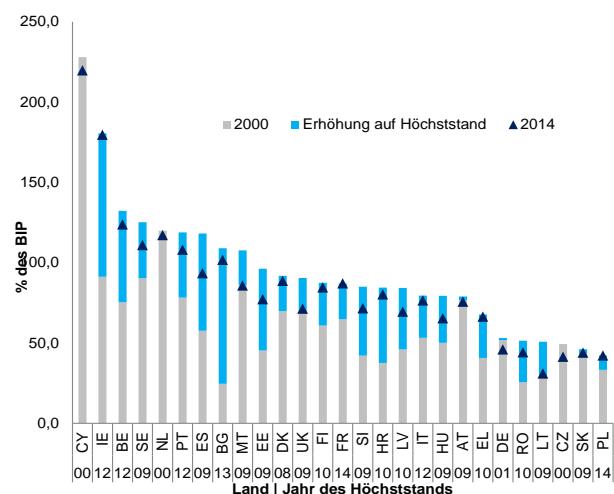
*Anmerkungen:* Die Zusammensetzung wird anhand der Shift-Share-Methode ermittelt. Die schraffierten Balken stellen den Beitrag zur Dynamik der Marktanteile dar, der aus Änderungen im Zusammenhang mit der Exponierung auf einem bestimmten Markt resultiert; die nicht schraffierten Balken stellen den Beitrag zur Dynamik der Marktanteile dar, der aus Marktanteiländerungen innerhalb eines bestimmten Markts resultiert.<sup>23</sup> Bei den Berechnungen wurden BPM6-Daten verwendet, außer für BG, IT, FI und MT, deren Daten zu Ausfuhren in die EU aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen stammen; für ES, HR und IE waren teilweise keine Daten verfügbar.

<sup>23</sup> Für eine detaillierte Darstellung der für die Zusammensetzung der Exportmarktanteile verwendeten Methodik siehe „A closer look at some drivers of trade performance at Member State level“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(2): 29-39.

**Abbildung 6a: Verschuldung der Haushalte**  
(konsolidiert, in % des BIP)



**Abbildung 6b: Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**  
(konsolidiert, in % des BIP)



Quelle: Eurostat, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

Anmerkungen: Der Höchststand für die Schuldenquote wird auf der horizontalen Achse angegeben (*Abbildung 6a*). Die frühesten Beobachtungen stammen aus dem Jahr 2000, ausgenommen für IE, SI, HR (2001), PL (2003) und MT, LV, LT (2004). Ist für 2014 kein Wert verfügbar, so wird er anhand der vierteljährlichen Daten geschätzt. Aufgrund von Besonderheiten in Bezug auf Faktoren für die Unternehmensverschuldung ist LU nicht in *Abbildung 6b* enthalten. Der Höchststand für die Schuldenquote wird auf der horizontalen Achse angegeben. Die frühesten Beobachtungen stammen aus dem Jahr 2000, ausgenommen für IE, SI, HR (2001), PL (2003) und MT, LV, LT (2004). Ist für 2014 kein Wert verfügbar, so wird er anhand der vierteljährlichen Daten geschätzt.

**Die Verschuldung des privaten Sektors ist nach wie vor hoch und liegt in mehreren Mitgliedstaaten über der indikativen Schwelle des Scoreboards.** Bei der privaten Verschuldung sind erhebliche Unterschiede festzustellen, die nicht nur auf den Entwicklungsgrad des Finanzsektors, sondern auch darauf zurückzuführen sind, inwieweit vor der Krise infolge laxer Kreditbedingungen eine Überschuldung entstanden ist. Auch in Bezug auf die Zusammensetzung der privaten Verschuldung in den wichtigsten Wirtschaftszweigen (*Abbildungen 6a und 6b*) gibt es beträchtliche Unterschiede. In einigen Ländern ist die hohe Verschuldung in erster Linie auf eine Schuldenanhäufung durch private Haushalte zurückzuführen, die ihren Niederschlag oftmals in einem starken Anstieg der Immobilienpreise und des Werts von Hypotheken-Beständen findet. In anderen Ländern sind insbesondere nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hoch verschuldet. In wieder anderen Ländern weisen alle Wirtschaftssektoren eine hohe Verschuldung auf. Eine hohe Verschuldung stellt eine Gefahr dar, da sie die makrofinanziellen Auswirkungen negativer Schocks verschärft. Sie verringert die Anpassungsfähigkeit der Volkswirtschaften, indem der geldpolitische Transmissionsmechanismus weniger wirksam wird, weil verschuldete Unternehmen kaum von niedrigen Zinsen profitieren.<sup>24</sup> Im Kontext des weiter erforderlichen Verschuldungsabbaus würde sich eine Abwärtsanpassung des privaten Schuldenstands

<sup>24</sup> Die Auswirkungen der hohen Unternehmensverschuldung werden für die Wirtschaft voraussichtlich auch weiterhin eine Belastung darstellen. Eine hohe private Verschuldung steht im Allgemeinen mit einem geringen mittelfristigen Wachstum in Zusammenhang; aus analytischer Perspektive ist es jedoch mitunter schwierig, diesbezüglich spezifische Schuldenschwellen festzulegen (siehe Verweise in Chen et al. (2015) „Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts“, *Working Paper 15/35, International Monetary Fund*, Washington). Die Verschuldung hat sich vermutlich auch nach der Krise nachteilig auf die Wirtschaftsleistung ausgewirkt (siehe Bornhorst, F. und Ruiz Arranz, M. (2013). „Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area.“ *Country Report 13/232, International Monetary Fund*, Washington; und Europäische Zentralbank (EZB), (2012), „Corporate Indebtedness in the Euro Area.“ *Monthly Bulletin* (Februar): 87–103).

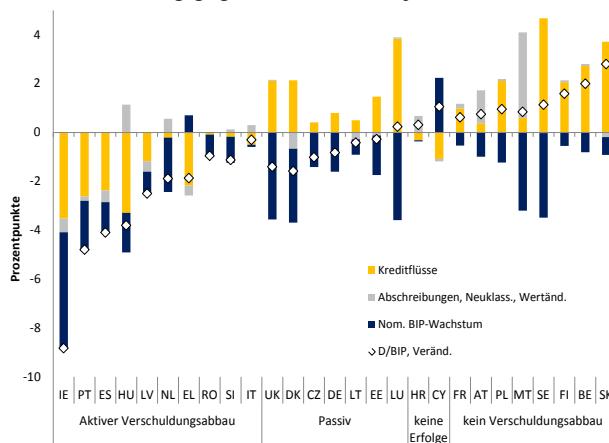
allerdings wachstumshemmend auswirken, da dadurch die Investitions- oder Verbrauchsdynamik gedrosselt würde. Vor diesem Hintergrund würden gut funktionierende Insolvenzrahmen zur Verringerung des Schuldenübersangs beitragen, denn auf diese Weise könnten Lösungen für nicht tragbare Schulden gefunden und die mit dem Verschuldungsabbau verbundene wachstumshemmende Wirkung gemindert werden.

**Die Fortschritte beim Verschuldungsabbau waren durchwachsen, und die Rückführung der privaten Verschuldung wurde in den meisten Mitgliedstaaten in erster Linie durch negative Kreditflüsse erreicht.** Eurostat-Daten zufolge belief sich der Schuldenstand der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in konsolidierter Betrachtung in der EU im Jahr 2014 aggregiert auf 64,6 % bzw. 77,7 % des EU-BIP, während er 2009 noch bei 68,0 % bzw. 82,5 % gelegen hatte. Nachdem die Schuldenstände ihren Höchstwert erreicht hatten, waren beim Verschuldungsabbau durchwachsene Fortschritte zu verzeichnen; eine echte Rückführung der Verschuldung fand in erster Linie im Unternehmenssektor statt (*Abbildungen 6a und 6b*). Aus den jüngsten Entwicklungen ergibt sich ein sehr uneinheitliches Bild in den einzelnen Ländern und Sektoren (*Abbildungen 7a und 7b*). Im Laufe des Jahres 2014 und Anfang 2015 wurde die aktive Schuldenrückzahlung der privaten Haushalte in Irland durch einen positiven Wachstumsbeitrag erleichtert, während der Effekt in Portugal, Spanien und Ungarn geringer ausfiel. Im Vereinigten Königreich und in Dänemark verlief der Abbau der Verschuldung passiv, was dafür gesorgt hat, dass die Schuldenquote vor dem Hintergrund günstiger Wachstumsbeiträge gesunken ist und gleichzeitig weiterhin Kredite an private Haushalte vergeben wurden. In Schweden, Finnland, Frankreich und Belgien stieg die Verschuldung der Haushalte dagegen aufgrund positiver Kreditflüsse weiter an. In einigen Ländern vollzog sich auch im Unternehmenssektor ein aktiver Verschuldungsabbau, der mit einem positiven Beitrag des nominalen Wachstums einherging; dies war in Lettland, Irland, Dänemark, Slowenien und Portugal der Fall. Ein passiver Verschuldungsabbau im Unternehmenssektor erfolgte in nur wenigen Ländern (z. B. im Vereinigten Königreich und in der Tschechischen Republik). Einigen Mitgliedstaaten, z. B. Zypern und Griechenland, ist es nicht gelungen, die Unternehmensverschuldung zurückzuführen; dort kletterten die Schuldenquoten trotz höherer Einsparungen in Folge der negativen Dynamik des nominalen BIP weiter nach oben. Aufgrund der positiven Kreditflüsse stieg die Verschuldung der Unternehmen in einigen Mitgliedstaaten wie Österreich, Frankreich, Slowakei, Polen sowie – in geringerem Maße – Deutschland weiter an.<sup>25</sup>

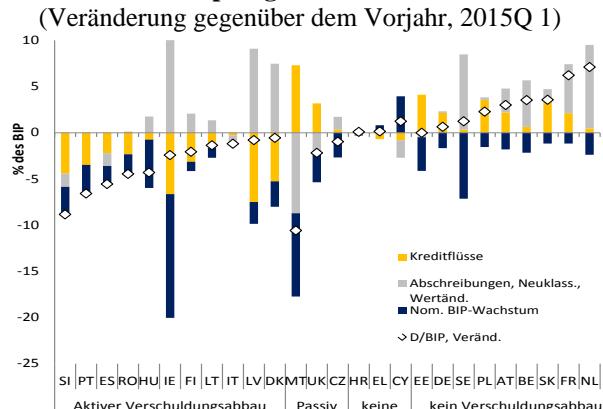
---

<sup>25</sup> Wechselkursbewegungen, insbesondere die Abwertung des Euro in der zweiten Hälfte des Jahres 2014, haben vermutlich erhebliche Bewertungseffekte verursacht und zur Erhöhung des Werts der nicht auf Euro lautenden Forderungen geführt, z. B. in Irland oder in den Niederlanden.

**Abbildung 7a: Faktoren für den Verschuldungsabbau bei den Haushalten**  
(Veränderung gegenüber dem Vorjahr, 2015Q 1)



**Abbildung 7b: Faktoren für den Verschuldungsabbau bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften**  
(Veränderung gegenüber dem Vorjahr, 2015Q 1)



Quellen: Eurostat, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

Anmerkungen: In den Abbildungen ist die Entwicklung der Schuldenquoten nach drei Komponenten aufgegliedert: Kreditvergabe, nominales BIP-Wachstum (Nennereffekt) und sonstige Veränderungen des Schuldenstands. Eine Verringerung der Verschuldung kann durch verschiedene Kombinationen von Schuldentilgung, Wirtschaftswachstum und anderen Änderungen des ausstehenden Schuldenbestands erreicht werden. Der *aktive* Verschuldungsabbau umfasst die Nettotrückzahlung von Schulden (negative Nettokreditflüsse), die in der Regel zu einem nominalen Rückgang der Bilanz des Sektors führt und ceteris paribus negative Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit und die Anlagemärkte hat. Beim *passiven* Verschuldungsabbau werden hingegen positive Nettokreditflüsse durch ein höheres nominales BIP-Wachstum ausgeglichen, was zu einer allmählichen Verringerung der Schuldenquote führt. Es ist möglich, dass der *aktive* Verschuldungsabbau *keine Erfolge* mehr zeitigt, wenn die deflationären Auswirkungen auf das BIP eine Stagnation oder sogar einen Anstieg der Schuldenquote verursachen.<sup>26</sup>

**Da in einigen Mitgliedstaaten Schwachstellen im Bankensektor bestehen, könnte die Schuldendynamik auch weiterhin von Schwierigkeiten beim Zugang zu Finanzierungen beeinflusst werden.** Die allgemeine Lage des Bankensektors hat sich in den meisten Mitgliedstaaten aufgehellt. Die Eigenkapitalausstattung wurde angehoben und die Kapitalquoten insgesamt sind nun solider.<sup>27</sup> Darüber hinaus wurden Fortschritte in Bezug auf den institutionellen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung von Banken erreicht, wodurch die Gefahr negativer Rückkopplungsschleifen zwischen Banken und Staaten verringert wurde. Allerdings sind in mehreren Mitgliedstaaten nach wie vor Schwachstellen im Finanzsektor erkennbar, und es besteht weiter Druck zum Verschuldungsabbau, was sich in verschiedenen Fällen auch am Rückgang des Scoreboard-Indikators für finanzielle Verbindlichkeiten ablesen lässt. Die Banken in Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Ungarn, Portugal, Bulgarien, Rumänien und Slowenien weisen in ihren Bilanzen nach wie vor einen hohen Anteil notleidender Kredite aus; in einigen Ländern ist dieser Anteil auch im Jahr 2014 weiter gestiegen (*Abbildung 8*). Österreich weist eine hohe Anfälligkeit für Entwicklungen im Ausland auf, was ebenfalls eine Schwachstelle darstellt. Seit Mitte 2014 geht die Abhängigkeit von Zentralbankfinanzierungen nicht weiter zurück, was darauf schließen lässt, dass der Abbau der finanziellen Fragmentierung möglicherweise zum Stillstand gekommen ist oder eine Neuausrichtung der Bankenfinanzierungen auf billigere öffentliche Mittel

<sup>26</sup> Eine detaillierte Erläuterung findet sich in P. Pontuch, „Private Sector Deleveraging: where do we stand?“, Quarterly Report on the Euro Area, 2014(4):7-19.

<sup>27</sup> Siehe Europäische Zentralbank (2015), „Financial Stability Review“, Mai 2015, und Gemeinsamer Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden (2015), „Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System“, JC 2015 007.

stattfindet.<sup>28</sup> Des Weiteren belasten das geringe Wachstum und das niedrige Zinsniveau in verschiedenen Mitgliedstaaten die Bankenrentabilität.<sup>29</sup> In diesem Umfeld war die Kreditvergabe 2014 in den am stärksten gefährdeten Ländern angesichts des Drucks zum Verschuldungsabbau im Finanz- und Nichtfinanzsektor weiter rückläufig.

**Im Jahr 2014 spiegelte die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise die unterschiedlichen Phasen der Immobilienzyklen wider, in denen sich die EU-Länder befinden. (Abbildung 9)** Die im Laufe des Jahres festgestellten Veränderungen der inflationsbereinigten Wohnimmobilienpreise schwankten 2014 zwischen Verlusten von mehr als 5 Prozent in Slowenien und Griechenland und einem Anstieg weit oberhalb des indikativen Schwellenwerts von 6 Prozent in Irland und Estland. Diese breitere Verteilung erklärt sich aus der Tatsache, dass sich die Länder in unterschiedlichen Phasen des Immobilienzyklus befinden und mit unterschiedlichen Risiken konfrontiert sind.<sup>30</sup> In einigen Mitgliedstaaten kam es während der Krise zu einer kräftigen Abwärtskorrektur der Preise auf ein Niveau, das weit unter dem liegt, das die Fundamentaldaten nahelegen würden. Dies trifft auf die irischen Wohnimmobilienpreise zu, die im letzten Jahr stark angezogen haben. Auch in Ungarn, Estland, Litauen und der Slowakei legten die realen Wohnimmobilienpreise deutlich zu. Die Wohnimmobilien in diesen Ländern gelten immer noch als unterbewertet, so dass das Tempo der Erholung nicht unbedingt als Signal dafür betrachtet werden sollte, dass künftig neue Risiken entstehen. In den Mitgliedstaaten, in denen die Wohnimmobilienpreise nach wie vor als zu hoch eingeschätzt werden, z. B. in Schweden oder im Vereinigten Königreich, sind die Wohnimmobilienpreise von ihrem sehr hohen Niveau aus weiter angestiegen und müssen sorgfältig beobachtet werden.<sup>31</sup>

Abbildung 8: Anteil notleidender Kredite

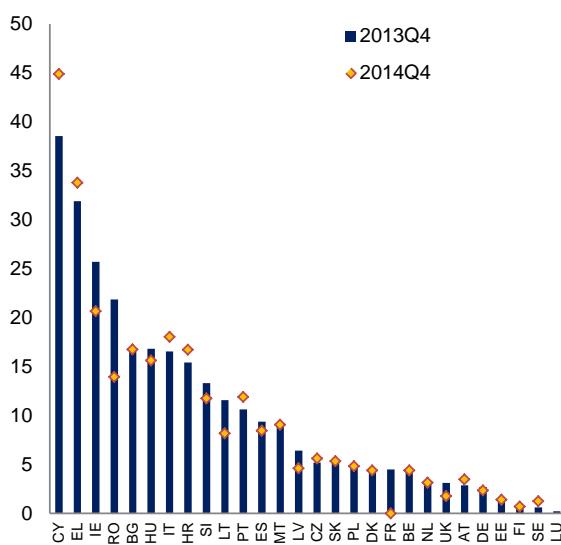
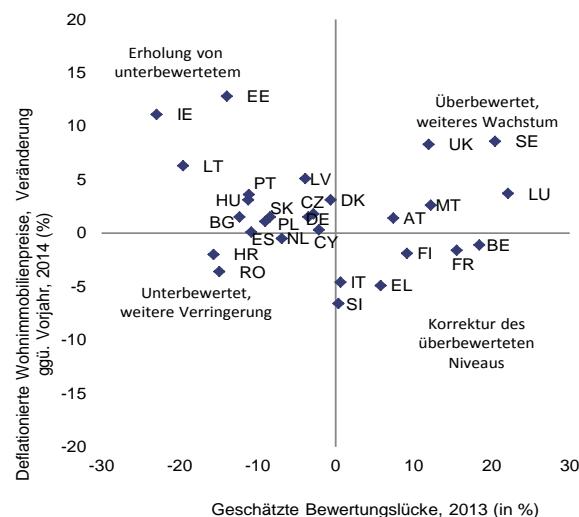


Abbildung 9: Wohnimmobilienpreise: Bewertungsniveau 2013 und Veränderungen 2014



<sup>28</sup> Seit vergangenem Sommer scheint die allgemeine Verringerung der TARGET 2-Salden gestoppt zu sein, was in erster Linie den Entwicklungen in Italien, Griechenland und Spanien zuzuschreiben ist.

<sup>29</sup> Auch das niedrige Zinsniveau belastet die Rentabilität des Lebensversicherungssektors erheblich, da aufgrund der niedrigen Renditen bei staatlichen Schuldverschreibungen Schwierigkeiten entstehen, die gegenüber den Kunden ausgesprochenen Garantien zu erfüllen.

<sup>30</sup> Die Entwicklung von Wohnimmobilienpreisen muss zusammen mit einer Bewertung der Fehlbepreisung von Wohnimmobilien betrachtet werden.

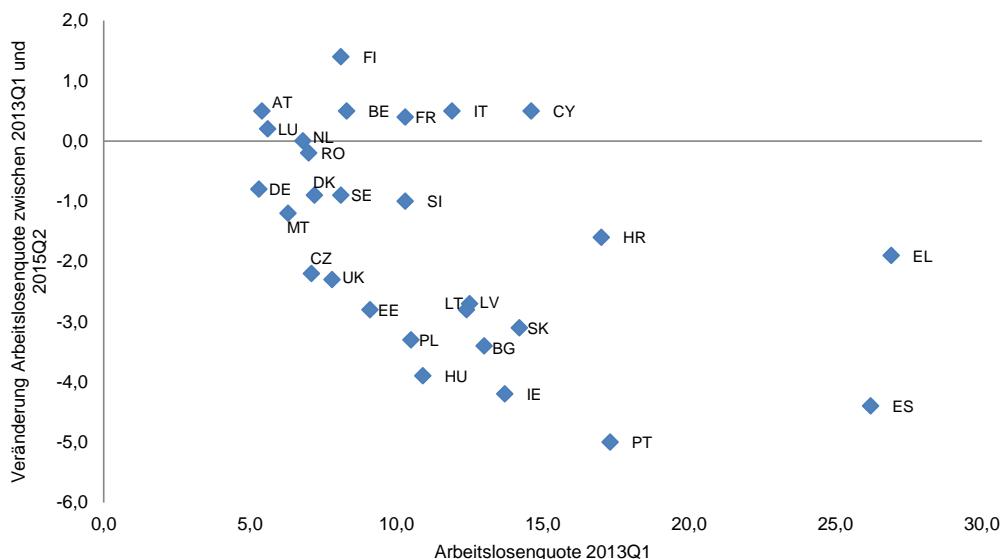
<sup>31</sup> Schweden und Luxemburg sind die einzigen Länder, in denen die Krise praktisch keine Auswirkungen auf die Wohnimmobilienpreise hatte und in denen die Preise seit Mitte der 1990er Jahre stetig gestiegen sind. Im Vereinigten Königreich erfuhren die deflationierten Wohnimmobilienpreise nach dem im dritten Quartal 2007 erreichten Höchststand bis 2012 eine Korrektur von rund 18 Prozent, sind jedoch allein im Jahr 2014 um 8 Prozent gestiegen und haben 2015 weiter zugelegt.

*Quellen:* Für Abbildung 8: IWF, EZB; für Abbildung 9: Eurostat, EZB, BIZ, OECD, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

*Anmerkungen:* Sämtliche Angaben in Abbildung 8 basieren auf Daten des IWF, mit Ausnahme der Angaben zu FR für 2014, für die Daten des IWF für das vierte Quartal 2013 anhand der Daten der EZB für die Veränderung im ersten Halbjahr 2014 extrapoliert wurden, und der Angaben zu FI, für die Daten der EZB verwendet werden. Für LU lagen keine Daten des IWF oder der EZB für 2014 vor. Die in Abbildung 9 dargestellte Überbewertungslücke basiert auf einem durchschnittlichen Schätzwert aus den Bewertungslücken, die auf der Grundlage von Preis-Einkommen-Relationen, Preis-Miete-Relationen und einem Modell mit fundamentalen Determinanten bestimmt wurden.<sup>32</sup>

**Die öffentliche Verschuldung ist zwar immer noch hoch, entwickelt sich aber dank der bisherigen Konsolidierungsanstrengungen und der Wachstumsbelebung nun rückläufig.** Der seit 2007 rasch gestiegene öffentliche Schuldenstand wird voraussichtlich erst in diesem Jahr wieder zurückgehen, bleibt aber auf einem historisch sehr hohen Niveau. Der Rückgang der allgemeinen Staatsverschuldung ergibt sich sowohl aus dem kontinuierlichen Abbau des öffentlichen Defizits als auch aus der Belebung des nominalen Wachstums. Konjunkturbereinigt ist der haushaltspolitische Kurs im Euro-Währungsgebiet und in der EU weitgehend neutral, so dass die Schuldenquote verringert und gleichzeitig die sich abzeichnende wirtschaftliche Erholung unterstützt werden kann. In einigen Ländern, einschließlich Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal, wird sich die Haushaltskonsolidierung jedoch trotz der hohen staatlichen Verschuldung voraussichtlich verlangsamen.

*Abbildung 10: Entwicklung der Arbeitslosenquote seit 2013*



*Quelle:* Eurostat.

*Anmerkungen:* Die neuesten Zahlen basieren auf Daten aus dem zweiten Quartal 2015, außer für EE, IT und UK (erstes Quartal 2015) und IE, NL, FI und SE (drittes Quartal 2015)

<sup>32</sup> Eine Schätzung der durch die Fehlbepreisung von Wohnimmobilien entstandenen Lücke basiert auf den Durchschnittswerten von drei Bewertungsindikatoren: i) Kaufkraftlücke (Abstand zur langfristigen durchschnittlichen Preis-Einkommen-Relation); ii) Renditelücke (Abstand zur langfristigen durchschnittlichen Preis-Miete-Relation); und iii) Schätzung der Abweichungen der Wohnimmobilienpreise von den Gleichgewichtswerten, die auf Fundamentaldaten zu Angebot und Nachfrage auf dem Immobilienmarkt basieren. Weitere Angaben siehe Europäische Kommission: „Housing market adjustment in the European Union“, Kasten 1.3, in European Economic Forecast - Spring 2014, European Economy 2014(3).

### Kasten 3: Beschäftigung und soziale Entwicklung

Während sich die Arbeitsmarktbedingungen in der EU verbessern und die Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten abnehmen, ist die soziale Lage in vielen Mitgliedstaaten nach wie vor angespannt.

#### Kernaussagen des WMB-Scoreboard

Im Jahr 2014 lagen die *Arbeitslosenquoten* in der EU in mehreren Ländern weiterhin auf einem sehr hohen Niveau: Der Dreijahresdurchschnitt überstieg in zwölf Mitgliedstaaten (Bulgarien, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Kroatien, Italien, Zypern, Lettland, Litauen, Portugal und Slowakei) den Schwellenwert des Indikators in Höhe von 10 %. Insgesamt lag die Arbeitslosenquote 2014 (Altersgruppe 15-74) bei 11,6 % im Euro-Währungsgebiet und bei 10,2 % in der EU. Allerdings setzte 2014 infolge der wirtschaftlichen Erholung ein Rückgang der Arbeitslosenquote auf relativ breiter Basis ein; so sank zwischen 2013 und 2014 die Arbeitslosenquote um 0,4 Prozentpunkte per annum im Euro-Währungsgebiet und um 0,7 Prozentpunkte in der EU. In Ländern mit hoher Arbeitslosigkeit wurden deutlichere Verbesserungen verzeichnet, die dazu beigetragen haben, die Divergenzen innerhalb der EU und des Euro-Währungsgebiets zu schmälern. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit war besonders ausgeprägt in Portugal, Spanien, Irland und den baltischen Staaten, aber auch in Ungarn, Bulgarien, Polen und dem Vereinigten Königreich. In Deutschland und Frankreich stabilisierte sich die Arbeitslosenquote dagegen weitgehend, während sie in Italien und Finnland anstieg. Im Allgemeinen wurden größere Verbesserungen erzielt, als angesichts des BIP-Wachstums zu erwarten gewesen war. Die Verbesserungen sind dem gestiegenen Vertrauen, den sichtbaren Auswirkungen der Strukturreformen und den niedrigeren Lohnstückkosten zu verdanken, während bei den geleisteten Arbeitsstunden kein Anstieg zu beobachten war. In der ersten Jahreshälfte 2015 ging die Arbeitslosenquote in den allermeisten Mitgliedstaaten weiter zurück. Vor allem in den Ländern, in denen ein rascher Anstieg der Arbeitslosenquote während der Krise festzustellen war, darunter Zypern, Spanien, Griechenland und Portugal, war ein dauerhafter Rückgang zu verzeichnen.

Die *Erwerbsquoten* blieben in den meisten Ländern stabil. Insgesamt wurde zwischen 2013 und 2014 im Euro-Währungsgebiet und in der EU ein Anstieg um 0,2 Prozentpunkte bzw. 0,3 Prozentpunkte festgestellt, der in erster Linie dem strukturellen Anstieg der Erwerbsbeteiligung von Frauen und älteren Arbeitnehmern zuzuschreiben ist, die in fast allen Ländern weiter zulegte. Diese Entwicklung spiegelt zum Teil auch den Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wider, insbesondere in den baltischen Staaten und in geringerem Umfang auch in Ländern, die von der Schuldenkrise betroffen waren. Die in Prozentpunkten ausgedrückte Veränderung der Erwerbsquote über drei Jahre liegt in nur zwei Mitgliedstaaten (Portugal und Dänemark) über dem (negativen) Schwellenwert. In beiden Ländern ist dies vor allem der abnehmenden Beteiligung jüngerer Alterskohorten am Arbeitsmarkt zuzuschreiben, die nicht vollständig durch eine zunehmende Beteiligung älterer Arbeitnehmer wettgemacht wird. Allerdings sollte die Entwicklung im Zusammenhang mit dem beobachteten Rückgang des Anteils junger Menschen, die sich weder in Ausbildung noch in Beschäftigung befinden, gesehen werden, der auf eine höhere Bildungsbeteiligung schließen lässt. Das Zusammenspiel von belastbaren Erwerbsquoten und einem positiven Beschäftigungswachstum hat in den meisten Mitgliedstaaten 2014 zu rückläufigen Arbeitslosenquoten geführt. Generell fiel das Beschäftigungswachstum im Sektor der handelbaren Güter stärker aus. Diese Entwicklung spiegelt ein sektorspezifisches Lohnwachstumsprofil wider, das eine Verlagerung in der Produktion von nicht handelbaren Gütern auf handelbare Güter begünstigt. Eine solche Verlagerung ist für den Abbau außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte in den Defizitländern des Euro-Währungsgebiets erforderlich.

Insgesamt gesehen sind die gesunkenen Arbeitslosenquoten in erster Linie auf die niedrigeren Kündigungsquoten zurückzuführen, während die Einstellungszahlen zwar zunehmen, jedoch unter dem Vorkrisenniveau liegen. Insbesondere hat die steigende Zahl neu besetzter Stellen nicht ausgereicht, um einen Anstieg der *Langzeitarbeitslosenquote* zu verhindern, die in den vergangenen drei Jahren in elf Mitgliedstaaten, vor allem in Griechenland, Spanien, Portugal, Zypern und Italien, besonders hoch ausfiel, in Deutschland, den baltischen Staaten, Ungarn und dem Vereinigten Königreich hingegen zurückging. Das Fortbestehen der Langzeitarbeitslosigkeit beeinträchtigt die

effiziente Abstimmung von Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt und birgt die Gefahr, dass die Arbeitslosigkeit sich verfestigt („Arbeitslosigkeitshysterese“).<sup>33</sup> Das Ausmaß der Langzeitarbeitslosigkeit gibt auch aufgrund der erheblichen sozialen Folgen (z. B. die Verringerung von Humankapital und die Zunahme der Armut in der EU seit der Krise) Anlass zur Sorge.<sup>34</sup>

Wenngleich die *Jugendarbeitslosenquote* schneller als die allgemeine Arbeitslosenquote gesunken ist, lag sie 2014 mit 23,7 % im Euro-Währungsgebiet und 22,2 % in der EU immer noch auf einem hohem Niveau. Die Jugendarbeitslosigkeit und die Arbeitslosigkeit insgesamt gingen ab der zweiten Jahreshälfte 2013 zurück, und im Jahr 2014 und Anfang 2015 waren weitere Verbesserungen zu beobachten. Unter den Ländern mit hoher Jugendarbeitslosigkeit konnten Griechenland, Kroatien, Portugal, die Slowakei, Bulgarien, Zypern und Spanien gegenüber dem Höchststand im Jahr 2013 deutliche Rückgänge feststellen. Italien ist das einzige Land mit einer hohen Jugendarbeitslosigkeit, in dem sich die Situation für den größten Teil des Jahres 2014 weiter verschlechtert hat. Die jüngsten Verbesserungen bei der Jugendbeschäftigung insgesamt sind jedoch nicht ausreichend. Infolgedessen liegt der Indikator für Veränderungen über einen Dreijahreszeitraum nach wie vor für 13 Mitgliedstaaten (Belgien, Griechenland, Spanien, Frankreich, Kroatien, Italien, Zypern, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowenien und Finnland) über dem Schwellenwert. Die rückläufige Jugendarbeitslosigkeit geht in den meisten Ländern mit einem Rückgang des Anteils junger Menschen, die sich weder in Ausbildung noch in Beschäftigung befinden (NEET-Quote), einher. Die NEET-Quote ist 2014 auf 12,4 % gesunken, liegt aber nach wie vor deutlich über dem Vorkrisenniveau. Die höchsten NEET-Quoten sind in Irland, Zypern, Spanien, Rumänien, Kroatien, Griechenland, Bulgarien und Italien zu verzeichnen, wobei Italien, Zypern und Kroatien in den vergangenen drei Jahren den höchsten Anstieg erfahren haben. Die Jugendarbeitslosenquote ist ein Frühindikator für eine Verschlechterung der Arbeitsmarktlage. Sie signalisiert auch ein rückläufiges Produktionspotenzial (durch Verluste beim Kompetenzerwerb, langfristige negative Auswirkungen und künftige entgangene Gewinne) und birgt die Gefahr eines Anstiegs der sozialen Ausgrenzung.

Negative, lange andauernde Entwicklungen in den Bereichen Beschäftigung und Soziales können das Potenzialwachstum des BIP auf vielerlei Art und Weise gefährden und die Gefahr makroökonomischer Ungleichgewichte verdichten.

#### *Mobilität der Arbeitskräfte*

Die Mobilität der Arbeitskräfte innerhalb der EU erhöhte sich im Jahr 2014 weiter, erreichte jedoch nicht die vor 2008 erfassten Werte. Der Zustrom von Ost nach West aufgrund der Unterschiede beim Pro-Kopf-BIP und den Löhnen macht weiterhin den größten Teil aus. Die Arbeitskräftemobilität hat die bei der Arbeitslosigkeit bestehenden Unterschiede gemildert, was die zunehmende Bedeutung der Mobilität von Süden nach Norden, also von Krisenländern in weniger betroffene Länder, widerspiegelt. In Ländern wie Griechenland, Zypern und Kroatien erhöhte sich die Nettoabwanderung, während sich unter anderem in Deutschland und Österreich die Nettozuströme erhöhten. In Spanien, den baltischen Staaten und Irland, wo die wirtschaftliche Lage sich deutlich verbessert hat, haben sich die Nettoabflüsse verlangsamt. Die Löhne reagieren inzwischen stärker auf asymmetrische Schocks auf den nationalen Arbeitsmärkten, und auch die Reaktionsfähigkeit der Mobilitätsströme hat zugenommen. Dennoch leistet die Mobilität nach wie vor nur einen geringen Beitrag zur Abfederung der Schwankungen der Arbeitslosigkeit insgesamt.<sup>35</sup> Wenngleich mobile EU-Bürger weiterhin eine

<sup>33</sup> Siehe Draghi, M. (2014) „Unemployment in the euro area“, Rede auf der jährlichen Konferenz der Zentralbanken in Jackson Hole am 22. August 2014, und Arpaia, A., Kiss, A. und Turrini, A. (2014) „Is unemployment structural or cyclical? Main features of job matching in the EU after the crisis“, *European Economy, Economic Papers* 527, September 2014.

<sup>34</sup> Siehe Duella, M. und Turrini, A. (2014), „Poverty developments in the EU after the crisis: a look at main drivers“, *ECFIN Economic Brief*, Ausgabe 31, Mai 2014.

<sup>35</sup> Europäische Kommission (2015), Labour Market and Wage Developments in Europe 2015, Teil II, Kapitel 1: Labour mobility and labour market adjustment in the EU.

höhere durchschnittliche Beschäftigungsquote aufweisen als die einheimische Bevölkerung in den Aufnahmemitgliedstaaten<sup>36</sup>, scheint ihr Humankapital – wie bei Menschen aus Drittstaaten – häufig nicht vollständig ausgeschöpft zu werden.<sup>37</sup>

**Insgesamt bestehen in den meisten Mitgliedstaaten Risiken infolge von Schwachstellen oder Trends, die zu makroökonomischer Instabilität oder unkoordinierten Korrekturen beitragen könnten.** Das Ausmaß dieser Risiken und die Dringlichkeit, angemessene politische Maßnahmen herbeizuführen, unterscheiden sich ganz erheblich von einem Mitgliedstaat zum anderen, je nachdem, welche Schwachstellen oder nicht nachhaltigen Trends dort bestehen, und ob diese einen oder mehrere Wirtschaftssektoren betreffen.

- In einigen Mitgliedstaaten bestehen vor allem im Zusammenhang mit der Außenwirtschaft Risiken, die ihren Ausdruck in einem *hohen negativen Nettoauslandsvermögensstatus* finden. Dies betrifft Volkswirtschaften, die noch aufholen müssen, etwa Rumänien, und – in geringerem Maße – Polen, Lettland, Litauen, die Slowakei und die Tschechische Republik.
- Einige Länder zeichnen sich durch *hohe und anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse* aus. Dazu gehören insbesondere Deutschland und die Niederlande, deren umfassende Überschüsse und wachsender negativer Nettoauslandsvermögensstatus zunehmend Gläubigerrisiken mit sich bringen und Auswirkungen auf das übrige Euro-Währungsgebiet haben können.
- Die Kombination aus *hohen öffentlichen Schulden und einem rückläufigen Potenzialwachstum oder einer rückläufigen Wettbewerbsfähigkeit* gibt in mehreren Ländern – obwohl keine externen Risiken für die Tragfähigkeit bestehen – Anlass zur Besorgnis, da sie die Wahrscheinlichkeit für eine instabile Entwicklung des Schuldenstands und die Anfälligkeit für negative Schocks erhöht. Dies betrifft systemrelevante Länder wie Italien oder Frankreich, jedoch auch kleinere Volkswirtschaften wie Belgien.
- In einer Reihe von Volkswirtschaften sind die möglicherweise *nicht nachhaltigen Trends und Schwachstellen auf einen bestimmten Wirtschaftssektor beschränkt*. So bereitet in Schweden der kontinuierliche Anstieg der Wohnimmobilienpreise und der privaten Verschuldung die größten Sorgen. In den Niederlanden ist die Verschuldung der privaten Haushalte, die zu den höchsten in der EU gehört, eine Schwachstelle, auch wenn die Haushalte derzeit die Verschuldung abbauen. Zusammen mit anderen strukturellen Faktoren, darunter die Investitionszurückhaltung, trägt die Verschuldung zum niederländischen Leistungsbilanzüberschuss bei. In beiden Fällen leisten inländische Entwicklungen einen Beitrag zu den hohen Leistungsbilanzüberschüssen, die ansonsten die strukturellen Merkmale der Wirtschaft, etwa die Steuerstruktur oder die Präsenz zahlreicher multinationaler Unternehmen, widerspiegeln. Auch im Vereinigten Königreich steigen die Wohnimmobilienpreise, was genau beobachtet

<sup>36</sup> Im Jahr 2014 lag die Beschäftigungsquote der EU-Ausländer bei 67 Prozent, während die Beschäftigungsquote von Personen, die im Wohnsitzland geboren wurden, 65 Prozent betrug. Die Beschäftigungsquote von Menschen aus Drittstaaten lag bei 57 Prozent (Quelle: Eurostat, Arbeitskräftestatistik, Altersgruppe: 15 bis 64 Jahre).

<sup>37</sup> Im Jahr 2014 lag die Arbeitslosenquote der EU-Ausländer bei 13 Prozent, während die Arbeitslosenquote von Personen, die im Wohnsitzland geboren wurden, 10 Prozent betrug. Die Arbeitslosenquote von Menschen aus Drittstaaten lag bei 19 Prozent. Die Überqualifizierungsrate, die den Anteil der hochqualifizierten Arbeitnehmer darstellt, die Stellen mit niedrigem oder mittlerem Qualifikationsprofil annehmen, lag bei mobilen EU-Bürgern ebenfalls deutlich über dem Wert für die einheimischen Arbeitnehmer, und sogar noch über den Zahlen für Menschen aus Drittstaaten. (Quelle: Eurostat, Arbeitskräftestatistik).

werden muss. Das Leistungsbilanzdefizit des Landes spiegelt vor allem den anhaltenden Verbrauch wider und scheint keine erhebliche Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zu signalisieren. In Österreich könnten die Finanzierungsengpässe im Finanzsektor eine Schwachstelle darstellen. In Estland müssen möglicherweise Risiken, die im Zusammenhang mit dem Nachfragedruck in der einheimischen Wirtschaft entstehen, beobachtet werden. Finnland befindet sich nach der Verkleinerung seines Elektroniksektors in einem schwierigen wirtschaftlichen Strukturwandel. Angesichts der hohen Verschuldung der privaten Haushalte fällt auch Dänemark in diese Kategorie, obwohl die derzeitige Risikobewertung nicht darauf hinweist, dass eine weitere Untersuchung notwendig ist. Dies gilt auch für Luxemburg und Malta, wo die Risiken im Zusammenhang mit der hohen privaten Verschuldung begrenzt sind.

- In einigen Mitgliedstaaten gehen Risiken von den *hohen Nettoverbindlichkeiten* (Inlands- und Auslandsverbindlichkeiten) aus, die *in zahlreichen verschiedenen Sektoren* bestehen. Dies betrifft insbesondere Länder, in denen vormals infolge des Kreditbooms in der inländischen Wirtschaft umfangreiche Leistungsbilanzdefizite aufgelaufen sind und die gleichzeitig einen hohen negativen Nettoauslandsvermögensstatus sowie eine erhöhte Verschuldung der privaten Haushalte aufweisen. Im Allgemeinen ist es in diesen Ländern – vor dem Hintergrund eines begrenzten haushaltspolitischen Spielraums, eines hohen Anteils notleidender Kredite und einer viel zu hohen Arbeitslosigkeit – dringend geboten, die Verschuldung abzubauen. Zu den betroffenen Ländern gehören typischerweise Länder des Euro-Währungsgebiets wie Portugal, Spanien, Zypern, Griechenland, Irland und Slowenien. Osteuropäische Länder wie Ungarn, Kroatien und Bulgarien haben angesichts der hohen Inlands- und Auslandsverbindlichkeiten ebenfalls mit Schwierigkeiten zu kämpfen. Vor allem Ungarn und Bulgarien stehen hier vor Herausforderungen, da der Bankensektor in diesen Ländern noch umgestaltet werden muss.



### 3. UNGLEICHGEWICHTE, RISIKEN UND ANPASSUNGEN: LÄNDERSPEZIFISCHE ANMERKUNGEN

Dieser Abschnitt enthält eine knappe wirtschaftliche Auslegung des Scoreboards und der Hilfsvariablen für jeden Mitgliedstaat, die ergänzend zu den Gesprächen über länderübergreifende Fragen dazu beitragen wird, die Mitgliedstaaten zu ermitteln, für die eingehende Überprüfungen vorgenommen werden sollten. Wie oben dargelegt, wird die Kommission auf der Grundlage dieser eingehenden Überprüfungen feststellen, ob Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte bestehen.

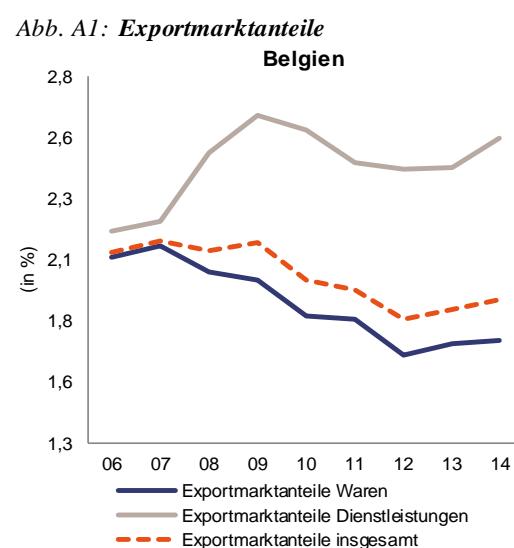
In Mitgliedstaaten, die finanziellen Beistand zur Unterstützung ihrer makroökonomischen Anpassungsprogramme erhalten, findet das VMU keine Anwendung.<sup>38</sup> Derzeit betrifft dies Griechenland und Zypern. Die nachstehenden Anmerkungen beziehen sich jedoch auch auf Zypern. Die Situation Zyperns im VMU und die Frage einer möglichen eingehenden Überprüfung werden nach Auslaufen des finanziellen Beistands geprüft.

Die vollständigen Statistiken, auf deren Grundlage die wirtschaftliche Auslegung und der gesamte Bericht erstellt wurden, können dem statistischen Anhang entnommen werden.

**Belgien:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Belgien makroökonomische Ungleichgewichte fest, die insbesondere die Wettbewerbsfähigkeit betrafen. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar die Verluste von Exportmarktanteilen, die Privatsektorverschuldung und der gesamtstaatliche Schuldenstand sowie der Anstieg der Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit.

Nachdem das zweite Jahr in Folge Exportmarktanteile gewonnen werden konnten, hat sich der Indikator im Jahr 2014 verbessert und nähert sich dem Schwellenwert allmählich an.

Diese Verbesserung geht mit einer Stärkung der Leistungsbilanz und einer stabilen Entwicklung der Lohnstückkosten einher. Beide Indikatoren dürften angesichts günstiger Handelsbedingungen und eines geringen Anstiegs der Arbeitskosten im Jahr 2015 weiter gestärkt werden. Wenngleich das Scoreboard nach wie vor Probleme aufzeigt, deutet es auf eine stabile oder sogar positive außenwirtschaftliche Entwicklung hin. Die Verschuldungsindikatoren sind seit einigen Jahren weitgehend stabil, allerdings liegen sie deutlich über den einschlägigen Schwellenwerten. Die hohe Unternehmensverschuldung hängt mit den Auswirkungen der weit verbreiteten



Quelle: Eurostat

konzerninternen Kreditvergabe zusammen, die berücksichtigt werden muss. Der Schuldenstand der privaten Haushalte bleibt moderat und Risiken werden teilweise durch die Bildung von Geldvermögen abgedeckt. Der öffentliche Schuldenstand ist stabil und die Eventualverbindlichkeiten des öffentlichen Sektors gegenüber Finanzinstituten haben weiter

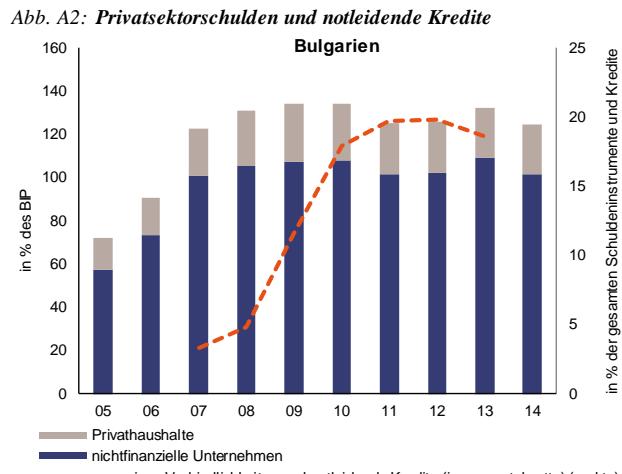
<sup>38</sup> Dieser Ansatz, durch den Überschneidungen bei Verfahren und Berichtspflichten vermieden werden, wurde in der Verordnung (EU) Nr. 472/2013 (ABl. L 140 vom 27.5.2013, S. 1) festgelegt und steht im Einklang mit dem Vorschlag der Kommission zur Schaffung einer Fazilität des finanziellen Beistands für Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist (COM(2012) 336 vom 22.6.2012).

abgenommen. Der Finanzsektor baut trotz wachsender Verbindlichkeiten weiter Schulden ab. Der beobachtete Anstieg bei den Indikatoren der Arbeitslosigkeit, einschließlich der Langzeit- und der Jugendarbeitslosigkeit, ist hauptsächlich auf den Konjunkturzyklus zurückzuführen.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Wettbewerbsfähigkeit hin, die eine eingehendere Analyse erfordern, um festzustellen, ob die Dynamik tatsächlich in die richtige Richtung geht. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.*

**Bulgarien:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Bulgarien übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf Praktiken des Finanzsektors, die mit erheblichen finanziellen und makroökonomischen Risiken einhergehen. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Lohnstückkosten, die Arbeitslosenquote und der Anstieg der Langzeitarbeitslosigkeit.

Die hohen Auslandsverbindlichkeiten stellen nach wie vor eine Schwachstelle dar. Allerdings hat sich die Nettoauslandsposition dank der positiven Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen und des wachsenden Auslandsvermögens weiter verbessert. Gleichzeitig haben sich die Zuwächse von Exportmarktanteilen verlangsamt, doch auch die Lohnstückkosten steigen weniger stark an. Der Finanzsektor scheint sich zwar stabilisiert zu haben, doch die institutionellen und regulatorischen Probleme, die mit dem Ausfall der Corporate Commercial Bank deutlich wurden, bedürfen weiterhin einer Lösung. Die Verschuldung des Privatsektors, die sich auf die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften konzentriert, ist nach wie vor hoch. Der Druck zum Verschuldungsabbau könnte die Investitionstätigkeiten und das Wirtschaftswachstum kurzfristig dämpfen und eine zusätzliche Schwachstelle darstellen, wenn ihm nicht angemessen begegnet wird. Trotz der bisherigen Anstrengungen zur Verbesserung des Unternehmensumfelds verzögert die unzureichende Entwicklung der bulgarischen Vorinsolvenz- und Insolvenzverfahren den Schuldenabbau, erhöht die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern und verringert insgesamt die Attraktivität des Landes für Investoren. Anhaltende strukturelle Probleme auf dem bulgarischen Arbeitsmarkt, wie die Langzeitarbeitslosigkeit und das Missverhältnis zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage, beeinträchtigen seine Vermittlungsfunktion, was zu einer unzureichenden Nutzung von Humankapital und letztlich zu höheren wirtschaftlichen und sozialen Kosten führt.



Quelle: Eurostat und EZB

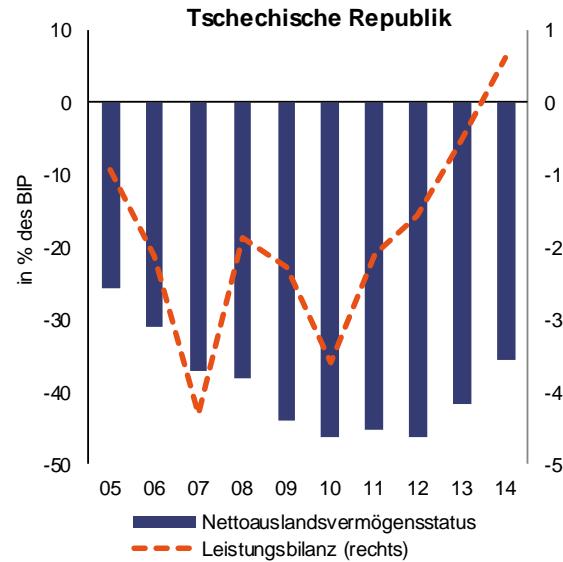
*Insgesamt bleiben die externen und internen Schwachstellen insbesondere im Finanzsektor bestehen. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für sinnvoll, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau von Ungleichgewichten zu überwachen.*

**Tschechische Republik:** In der letzten VMU-Runde wurden in der Tschechischen Republik keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegt der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) über dem indikativen Schwellenwert.

Die Leistungsbilanz hat sich in den letzten Jahren deutlich verbessert und im Jahr 2014 in einen Überschuss verwandelt. Der NAVS ist schrittweise gesunken und liegt nur mehr geringfügig über dem Schwellenwert. Die Zahlungsbilanzposition ist nur mit begrenzten Risiken behaftet, da ein Großteil der Auslandsverbindlichkeiten auf ausländische Direktinvestitionen entfällt und die Nettoauslandsverschuldung deshalb sehr niedrig ist. Diese Position führt jedoch zu Abflüssen von Primäreinkommen, die zur Gewährleistung der Tragfähigkeit dauerhafte Handelsüberschüsse erforderlich machen. Die Wettbewerbsfähigkeit scheint angesichts des moderaten Wachstums der nominalen Lohnstückkosten stabil zu sein. 2014 kam es zu einer erheblichen Abwertung des realen effektiven Wechselkurses, nachdem die tschechische Nationalbank Ende 2013 eine Wechselkursuntergrenze gegenüber dem Euro eingeführt hatte. Diese Faktoren trugen im Jahr 2014 insgesamt dazu bei, dass Exportmarktanteile gewonnen und der Trend früherer Jahren gebrochen werden konnte. Das Risiko interner Ungleichgewichte erscheint angesichts der relativ niedrigen privaten Verschuldung und der gedämpften Kreditvergabe an den Privatsektor gering. Der weitgehend in ausländischem Besitz befindliche Bankensektor ist nach wie vor stabil; die Verbindlichkeiten des Finanzsektors stiegen 2014 nur moderat und der Anteil notleidender Kredite ist insgesamt niedrig. Die öffentliche Verschuldung ist weiter zurückgegangen und liegt deutlich unter dem Schwellenwert. Die Arbeitslosigkeit sank bereits 2014 und in der ersten Jahreshälfte 2015 war ein rasanter Rückgang zu verzeichnen; das Wachstum der Wohnimmobilienpreise entwickelte sich moderat positiv.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf eine verbesserte externe Wettbewerbsfähigkeit und geringe interne Risiken hin. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des VMU vornehmen.*

Abb. A3: NAVS und Leistungsbilanz



Quelle: Eurostat

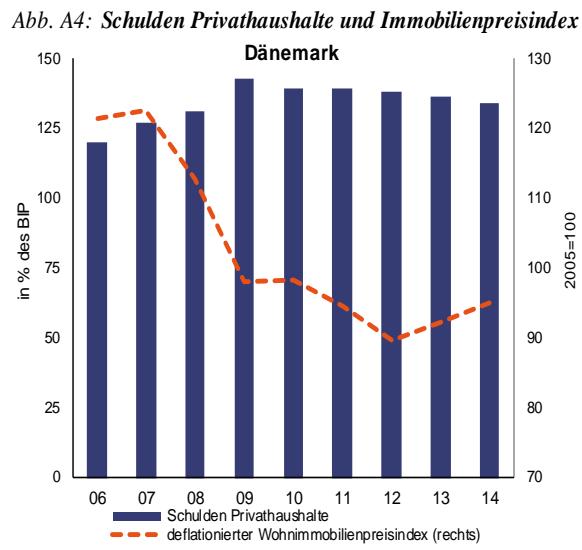
**Dänemark:** In der letzten VMU-Runde wurden in Dänemark keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Leistungsbilanzüberschuss, die Verluste von Exportmarktanteilen, die Privatsektorverschuldung und der Rückgang der Erwerbsquote.

Die Leistungsbilanz weist nach wie vor hohe Überschüsse auf und liegt das zweite Jahr in Folge geringfügig über dem oberen Schwellenwert des Scoreboards. Dies ist der anhaltend schwachen Erholung der Binnennachfrage in Dänemark und hohen Einnahmen aus Auslandsinvestitionen geschuldet.

Der Nettoauslandsvermögensstatus ist vor allem aufgrund eines wachsenden Nettopbestands an ausländischen Direktinvestitionen hoch. Im Zuge der fortschreitenden Erholung dürfte der Leistungsbilanzüberschuss aber sinken. 2014 wurden erneut Exportmarktanteile verloren und die Verluste auf kumulierter Basis sind auch im Vergleich zu anderen

Industrieländern weiterhin hoch. Diese kumulierten Verluste spiegeln das starke Lohn- und schwache Produktivitätswachstum vor der Krise deutlich wider und bleiben eine Herausforderung für die wirtschaftliche Erholung. Dennoch waren die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den vergangenen Jahren stabil. Die Verschuldung des privaten Sektors ist sehr hoch, wobei sich die makroökonomischen Risiken sowohl für die Realwirtschaft als auch für die Finanzstabilität in Grenzen halten. Vor allem die Bruttoverschuldung der Privathaushalte ist relativ hoch, was mit dem geltenden Hypothekarsystem zusammenhängt. Die Wohnimmobilienpreise haben sich im Laufe der Zeit angepasst und befinden sich nun in einer Phase der Erholung. Die privaten Haushalte können mit den seit 2007 verzeichneten Anpassungen der Wohnimmobilienpreise umgehen, da der hohen Verschuldung hohe Vermögenswerte gegenüberstehen. Die Stabilität des Finanzsektors scheint durch die in vergangenen Jahren eingeführten regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Maßnahmen gestärkt worden zu sein. Die Beschäftigungssituation hat sich nach der Krise stabilisiert; die Arbeitslosenquote, einschließlich der Langzeitarbeitslosigkeit, ist niedrig und rückläufig, und der leichte Rückgang der Erwerbsquote, ausgehend von einem hohen Niveau, hängt mit einer gesunkenen NEET-Quote zusammen.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme bei der Exportleistung, aber auch auf begrenzte externe Risiken und eingedämmte Gefahren im Zusammenhang mit der Privatsektorverschuldung hin. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des VMU vornehmen.*



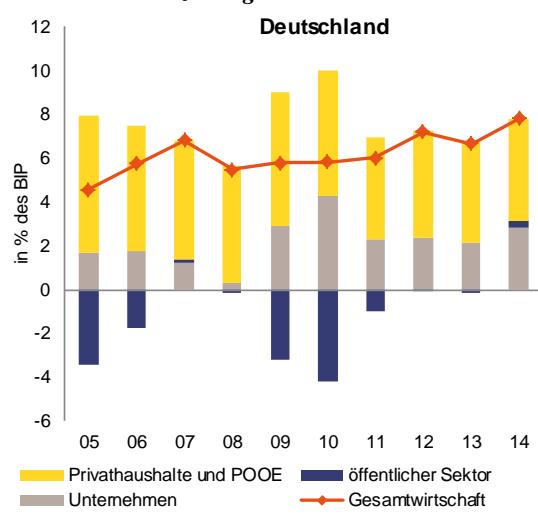
Quelle: Eurostat

**Deutschland:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Deutschland makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene Maßnahmen und ein Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf die zunehmenden Risiken aufgrund des Rückstands bei privaten und öffentlichen Investitionen, die sich negativ auf das Wachstum auswirken und zum sehr hohen Leistungsbilanzüberschuss beitragen. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Leistungsbilanzüberschuss, die Verluste von Exportmarktanteilen und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Der Leistungsbilanzüberschuss ist unter anderem infolge niedriger Ölpreise und günstiger Wechselkursentwicklungen weiter gestiegen und wird voraussichtlich auch in den kommenden Jahren hoch bleiben. Die relative Bedeutung des Euro-Währungsgebiets und des Rests der Welt für den Außenhandelsüberschuss blieb 2014 weitgehend stabil. Der Nettoauslandsvermögensstatus ist weiterhin deutlich positiv und steigt stark an. Die Bruttoanlageinvestitionen sind seit 2011 auf mehr oder weniger unverändertem Niveau. Der Indikator für die Verluste von Exportmarktanteilen hat sich aufgrund geringfügiger Zuwächse im Jahr 2014 erneut verbessert, liegt aber kumuliert weiterhin über dem Schwellenwert. Die Lohnstückkosten steigen über dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets, auf kumulierter Basis bleiben sie jedoch hinter denen vergleichbarer Länder im Euro-Raum zurück. Der Schuldenabbau im privaten Sektor ist vorangeschritten, während die Kreditflüsse an den privaten Sektor zwar positiv, aber niedrig ausgefallen sind. Obwohl die deflationierten Wohnimmobilienpreise in den letzten Jahren – mit deutlichen regionalen Unterschieden – gestiegen sind, bleibt der Indikator unterhalb des Schwellenwerts. Er bedarf allerdings einer genauen Überwachung. Die öffentliche Schuldenquote Deutschlands liegt über dem Schwellenwert, wenngleich sie 2014 weiter gesunken ist. Die sehr niedrigen und sinkenden Arbeitslosenquoten sind Ausdruck des robusten Arbeitsmarkts in Deutschland.

*Insgesamt stellen der sehr hohe und weiter wachsende Leistungsbilanzüberschuss und die starke Abhängigkeit von der Auslandsnachfrage Wachstumsrisiken dar und erfordern eine anhaltende Neuausrichtung hin zu inländischen Quellen. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte, die entschlossene Maßnahmen und ein Monitoring erfordern, für sinnvoll, die Risiken im Zusammenhang mit Fortbestehen oder Abbau der Ungleichgewichte eingehender zu überprüfen.*

Abb. A5: Finanzierungssaldo nach Sektoren



Quelle: Kommissionsdienststellen

**Estland:** In den vergangenen VMU-Runden wurden in Estland keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Lohnstückkosten und die Wohnimmobilienpreise.

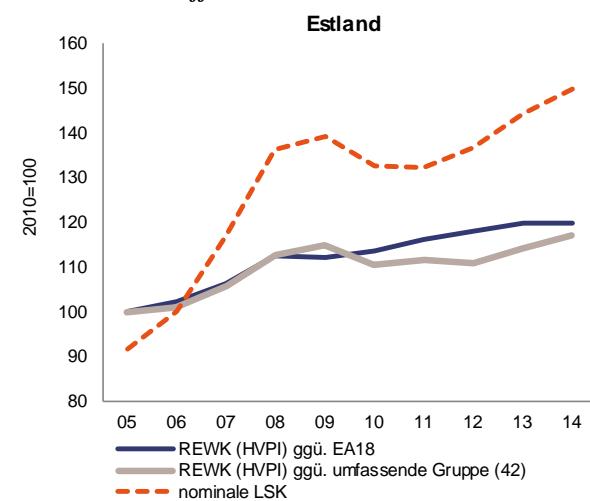
Der negative NAVS liegt zwar nach wie vor über dem Schwellenwert, hat sich jedoch verbessert, und mehr als die Hälfte der externen Verbindlichkeiten besteht aus ausländischen Direktinvestitionen, die Risiken mindern. Die Leistungsbilanz weist seit 2014 einen Überschuss auf, der von steigenden Dienstleistungsexporten getragen wird. Bei den Exportmarktanteilen können zwar deutliche kumulierte Gewinne verzeichnet werden, die Zuwächse auf Jahresbasis waren allerdings 2014 sehr gering. Der markante Anstieg der nominalen Lohnstückkosten ist einerseits auf das eingeschränkte Arbeitskräfteangebot und das von der Inlandsnachfrage getragene Wirtschaftswachstum, andererseits aber auch auf Aufholeffekte zurückzuführen. Die weiterhin hohen Lohnzuwächse könnten die Kostenwettbewerbsfähigkeit negativ beeinflussen. Die seit dem Platzen der Kreditblase 2008/09 rasch steigenden Wohnimmobilienpreise spiegeln die in jüngster Zeit stark gewachsenen Löhne, die günstigen Darlehenskonditionen und den hohen Anteil an Transaktionen in der teureren Hauptstadtrektion wider. Die Verschuldung des privaten Sektors liegt unterhalb des Schwellenwerts und der Schuldenabbau schreitet getragen von einem soliden nominalen BIP-Wachstum und mäßigem Kreditwachstum im Privatsektor voran; allerdings ist die Privatsektorverschuldung gegenüber vergleichbaren Ländern noch immer relativ hoch. Demgegenüber ist der öffentliche Schuldenstand der niedrigste in der EU. Die Quoten der Langzeitarbeitslosigkeit, der Jugendarbeitslosigkeit und der schweren materiellen Deprivation haben sich deutlich verbessert.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit erneut entstehendem Druck in der heimischen Wirtschaft hin. Daher erscheint es der Kommission sinnvoll, im Rahmen einer eingehenden Überprüfung zu klären, ob ein Ungleichgewicht vorliegt.*

**Irland:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Irland makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf die Entwicklungen im Finanzsektor, die Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors, die hohen Brutto- und Nettoauslandsverbindlichkeiten sowie den Arbeitsmarkt. Im aktualisierten Scoreboard liegen eine Reihe von Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Verluste von Exportmarktanteilen, die Privatsektorverschuldung und der gesamtstaatliche Schuldenstand, die Wohnimmobilienpreise und die Arbeitslosenquote.

Die Anpassung der Leistungsbilanz schreitet voran und mittlerweile weist sie einen deutlichen Überschuss auf, der auch dem starken Exportwachstum zuzuschreiben ist. Der NAVS war auch 2014 deutlich negativ, hat sich aber im Vergleich zu 2013 stark verbessert und setzt den Aufwärtstrend fort. Hinter dem Nettostatus verbergen sich umfassende Veränderungen in der

Abb. A6: *realer effektiver Wechselkurs und LSK*



Quelle: Eurostat, Kommissionsdienststellen

Die seit dem Platzen der Kreditblase 2008/09 rasch steigenden Wohnimmobilienpreise spiegeln die in jüngster Zeit stark gewachsenen Löhne, die günstigen Darlehenskonditionen und den hohen Anteil an Transaktionen in der teureren Hauptstadtrektion wider. Die Verschuldung des privaten Sektors liegt unterhalb des Schwellenwerts und der Schuldenabbau schreitet getragen von einem soliden nominalen BIP-Wachstum und mäßigem Kreditwachstum im Privatsektor voran; allerdings ist die Privatsektorverschuldung gegenüber vergleichbaren Ländern noch immer relativ hoch. Demgegenüber ist der öffentliche Schuldenstand der niedrigste in der EU. Die Quoten der Langzeitarbeitslosigkeit, der Jugendarbeitslosigkeit und der schweren materiellen Deprivation haben sich deutlich verbessert.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit erneut entstehendem Druck in der heimischen Wirtschaft hin. Daher erscheint es der Kommission sinnvoll, im Rahmen einer eingehenden Überprüfung zu klären, ob ein Ungleichgewicht vorliegt.*

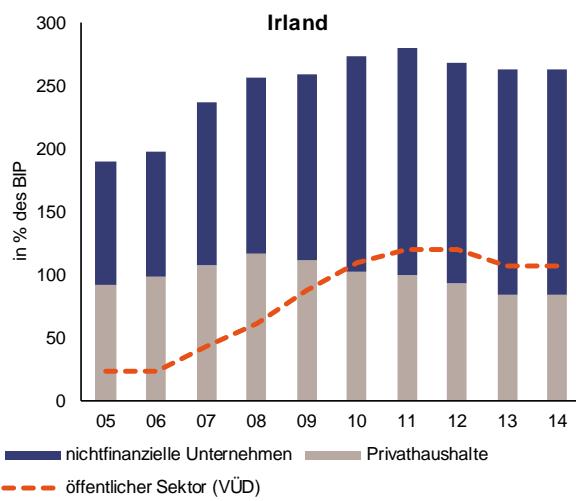
**Irland:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Irland makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf die Entwicklungen im Finanzsektor, die Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors, die hohen Brutto- und Nettoauslandsverbindlichkeiten sowie den Arbeitsmarkt. Im aktualisierten Scoreboard liegen eine Reihe von Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Verluste von Exportmarktanteilen, die Privatsektorverschuldung und der gesamtstaatliche Schuldenstand, die Wohnimmobilienpreise und die Arbeitslosenquote.

Die Anpassung der Leistungsbilanz schreitet voran und mittlerweile weist sie einen deutlichen Überschuss auf, der auch dem starken Exportwachstum zuzuschreiben ist. Der NAVS war auch 2014 deutlich negativ, hat sich aber im Vergleich zu 2013 stark verbessert und setzt den Aufwärtstrend fort. Hinter dem Nettostatus verbergen sich umfassende Veränderungen in der

Zusammensetzung externer Forderungen und Verbindlichkeiten. Irland hatte in den fünf Jahren vor 2014 Exportmarkanteile verloren, liegt nun aber dank beträchtlicher Gewinne im Jahr 2014 sehr nahe am Schwellenwert. Diese sind dem kräftigem Exportwachstum zu verdanken, das von der in den letzten Jahren deutlich gebesserten Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit getragen wird; zudem haben die Lohnstückkosten aufgrund der gestiegenen Produktivität ihr moderates Wachstum fortgesetzt und auch der reale effektive Wechselkurs hat sich förderlich entwickelt. Die Schuldenquote des Privatsektors ist im Jahr 2014 infolge des BIP-Wachstums und rückläufiger Kreditflüsse deutlich gesunken, sie ist allerdings noch immer hoch, was zum Teil auf die Verschuldung des Unternehmenssektors zurückzuführen ist, die sich in der Bilanz irischer Tochtergesellschaften multinationaler Konzerne niederschlägt. Auch der Anteil notleidender Kredite ist rückläufig, wenn auch nach wie vor hoch.

Der durchschnittliche Anstieg der Wohnimmobilienpreise lag im Jahr 2014 über dem Schwellenwert, allerdings war in den vorhergehenden fünf Jahren ein starker Rückgang verzeichnet worden. Der jüngste Druck geht in erster Linie auf das eingeschränkte Angebot vor allem in städtischen Ballungsgebieten zurück. Auch auf dem Mietmarkt steigt der Druck. Die öffentliche Schuldenquote ist 2014 erstmals gesunken, bleibt aber weiterhin sehr hoch. Der Rückgang im Jahr 2014 ist in erster Linie auf technische Faktoren zurückzuführen, der Abwärtskurs dürfte jedoch anhalten. Die Arbeitslosigkeit liegt nach wie vor über dem Schwellenwert und die Langzeit- und Jugendarbeitslosenquoten sind erhöht, allerdings steht dahinter ein anhaltender Rückgang der Arbeitslosigkeit seit Anfang 2013.

Abb. A7: Verschuldung nach Sektoren



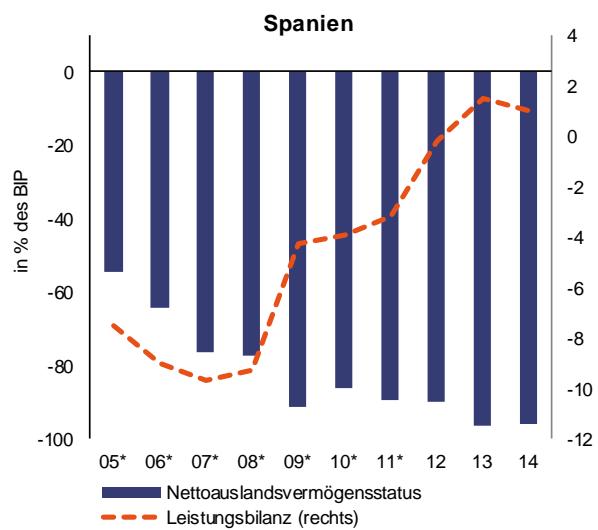
Quelle: Eurostat

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem NAVS, Entwicklungen im Finanzsektor, der privaten und öffentlichen Verschuldung und dem Immobilienmarkt hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte, die entschlossene Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, für sinnvoll, die Risiken im Zusammenhang mit Fortbestehen oder Abbau der Ungleichgewichte eingehender zu überprüfen. Dies wird im Einklang mit der laufenden Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms erfolgen.

**Spanien:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Spanien makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf Risiken in Verbindung mit der privaten, öffentlichen und externen Verschuldung gepaart mit sehr hoher Arbeitslosigkeit. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Verluste von Exportmarktanteilen, die Privatsektorverschuldung und der gesamtstaatliche Schuldenstand, die Arbeitslosenquote sowie der Anstieg der Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit.

Der Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ist weiter fortgeschritten, und die Leistungsbilanz dürfte mittelfristig einen moderaten Überschuss ausweisen. Der NAVS hat sich jedoch vor allem aufgrund negativer Bewertungseffekte noch nicht wesentlich verbessert. Der kumulierte Verlust von Exportmarktanteilen liegt zwar weiter über dem Schwellenwert, der Indikator verbessert sich jedoch dank der Zuwächse in den vergangenen beiden Jahren. Die gebesserte Exportleistung geht teilweise auf die rückgewonnene Kostenwettbewerbsfähigkeit zurück, die sich in einem negativen nominalen Anstieg der Lohnstückkosten und einer Abwertung des realen effektiven Wechselkurses äußert. Der Verschuldungsabbau im Privatsektor setzte sich 2014 aufgrund des negativen Kreditwachstums fort. Jüngste Daten deuten allerdings auf eine Verlangsamung hin, da insbesondere an den Unternehmenssektor wieder vermehrt Kredite vergeben werden. Dagegen ist die Staatsverschuldung angesichts des beträchtlichen, wenn auch verbesserten öffentlichen Defizits weiter gestiegen. Die deflationierten Wohnimmobilienpreise dürften die Talsohle erreicht haben. Die Arbeitslosigkeit ist zwar rasant gesunken, ist aber insbesondere unter Jugendlichen und Langzeitarbeitslosen weiterhin sehr hoch. Darüber hinaus haben die Verbesserungen auf dem Arbeitsmarkt noch zu keiner Senkung der Armutsindikatoren beigetragen, die nach wie vor zu den höchsten in der EU zählen.

Abb. A8: NAVS und Leistungsbilanz



Quelle: Eurostat. \* nach BMP5 und ESA95

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Tragfähigkeit, der privaten und öffentlichen Verschuldung und den Anpassungen am Arbeitsmarkt hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte, die entschlossene Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die makroökonomischen Risiken fortbestehen, und die Fortschritte beim Abbau der übermäßigen Ungleichgewichte zu beobachten. Dies wird im Einklang mit der laufenden Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms erfolgen.

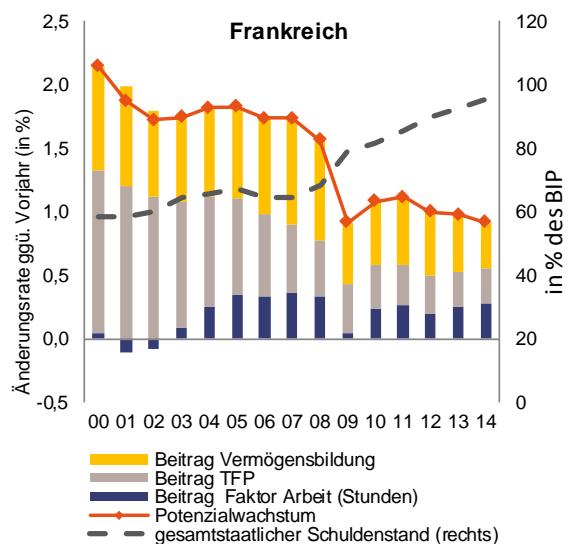
**Frankreich:** Im Februar 2015 stellte die makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf Risiken in Verbindung mit der verschlechterten Wettbewerbsfähigkeit und der hohen öffentlichen Verschuldung. Im aktualisierten Scoreboard bleiben einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar die Verluste von Exportmarktanteilen, die Privatsektorverschuldung und der gesamtstaatliche Schuldenstand, die Arbeitslosenquote und der Anstieg der Langzeitarbeitslosigkeit.

Die Leistungsbilanz ist weiterhin stabil und verzeichnet ein leichtes Defizit, während der Nettoauslandsvermögensstatus nach wie vor negativ ist und sich 2014 weiter verschlechtert hat. Die kumulierten Verluste von Exportmarktanteilen liegen weiter deutlich über dem Schwellenwert, obwohl 2014 auf Jahresbasis geringfügige Zuwächse erzielt wurden, die den Grundstein für verbesserte Indikatorwerte in kommenden Jahren legen. Die Arbeitskosten sind nach wie vor hoch und belasten die Kostenwettbewerbsfähigkeit der Unternehmen weiter. Die private Verschuldung liegt über dem Schwellenwert, doch der Druck zum Schuldenabbau ist vor dem Hintergrund eines leicht positiven Kreditwachstums gering. Die sehr hohe gesamtstaatliche Verschuldung ist 2014 noch weiter gestiegen und die Risiken infolge der Dynamik der öffentlichen Verschuldung in einem durch niedriges Wachstum und Inflation geprägten Umfeld bestehen fort. Bei den realen Wohnimmobilienpreisen ist eine allmähliche Korrektur zu beobachten. Die Anpassung des Arbeitsmarkts ist eine dringliche Frage, zumal die steigende Arbeitslosenquote inzwischen über dem Schwellenwert liegt und mit einer höheren Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit einhergeht.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit und dem hohen gesamtstaatlichen Schuldenstand in einem von geringem Wachstum und niedriger Inflation geprägten Umfeld hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für sinnvoll, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau von übermäßigen Ungleichgewichten zu überwachen.*

Kommission in Frankreich übermäßige

Abb. A9: Potenzialwachstum und öffentlicher Schuldenstand



Quelle: Kommissionsdienststellen

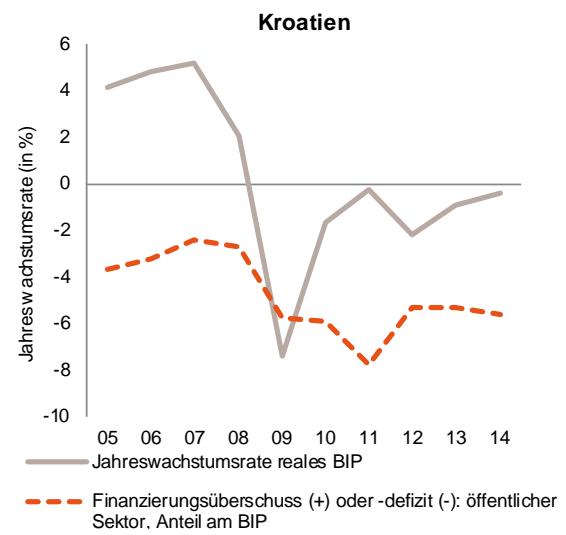
**Kroatien:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Kroatien übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf Risiken hinsichtlich der geringeren Wettbewerbsfähigkeit, der hohen Außenverbindlichkeiten und der zunehmenden öffentlichen Verschuldung in Verbindung mit schwachen Verwaltungsstrukturen und einer schlechten Beschäftigungslage vor dem Hintergrund eines gedämpften Wachstums. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Verluste von Exportmarktanteilen, der gesamtstaatliche Schuldenstand, die Arbeitslosenquote sowie der Anstieg der Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit.

Die Leistungsbilanz weist seit 2013 einen Überschuss auf, nachdem das Exportwachstum angezogen hat und stärker gestiegen ist als jenes der Importe. Der negative NAVS und die hohe Nettoauslandsverschuldung zeigen keine Verbesserung und sind weiterhin auf hohem Niveau. Trotz der jüngsten Zuwächse bei den Exportmarktanteilen auf Jahresbasis sind die kumulierten Verluste nach wie vor sehr umfangreich. Die Indikatoren für die Kostenwettbewerbsfähigkeit deuten auf eine gewisse Anpassung hin, da der Anstieg der Lohnstückkosten negativ und der reale effektive Wechselkurs gleichzeitig stabil ausfällt. Die Verschuldung des privaten Sektors liegt zwar unterhalb des Schwellenwerts, ist aber höher als in vergleichbaren Ländern. Während die Banken gut kapitalisiert sind, ist das Kreditwachstum aufgrund des Drucks zum Schuldenabbau, eines hohen Anteils notleidender Kredite und schwacher makroökonomischer Aussichten weiterhin gering. Der öffentliche Schuldenstand ist seit 2008 aufgrund der hohen Defizite und der Annahme von Eventualverbindlichkeiten stetig gestiegen. Die ehemals verringerte

Wirtschaftstätigkeit gekoppelt mit begrenzten Lohnanpassungen hat sich negativ auf die Beschäftigung, einschließlich auf die Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit, ausgewirkt. Nach wie vor ist ein relativ großer Anteil der Bevölkerung von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedroht. Allerdings entwickelt sich die Wirtschaft in jüngster Zeit positiv und die wirtschaftlichen Aussichten haben sich gebessert.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Risiken im Zusammenhang mit der Tragfähigkeit der externen und öffentlichen Verschuldung und den Anpassungen am Arbeitsmarkt hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für sinnvoll, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau von übermäßigen Ungleichgewichten zu überwachen.*

Abb. A10: **BIP-Wachstum und Finanzierungsdefizit des Staats**



Quelle: Eurostat

**Italien:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Italien übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf Risiken aufgrund der sehr hohen öffentlichen Verschuldung und der schwachen kostenabhängigen und kostenunabhängigen Wettbewerbsfähigkeit im Zusammenhang mit einer geringen Wachstums- und Produktivitätsdynamik. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar die Verluste von Exportmarktanteilen, der gesamtstaatliche Schuldenstand, die Arbeitslosenquote sowie der Anstieg der Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit.

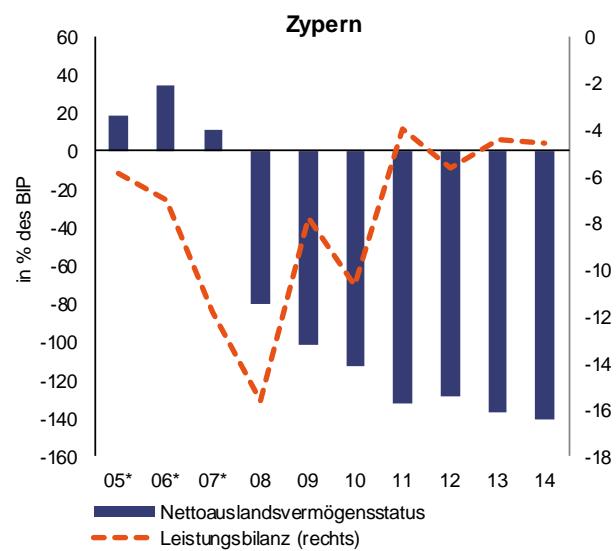
Der Leistungsbilanzüberschuss erhöhte sich 2014 weiter und trug zur Verringerung des negativen Nettoauslandsvermögensstatus bei; bedingt wurde diese Entwicklung durch das Exportwachstum und die schwache Inlandsnachfrage, die sich jedoch 2015 erholt. Die Verluste von Exportmarktanteilen konnten dank der verbesserten Indikatoren für die Kostenwettbewerbsfähigkeit gebremst werden. Der Rückgang der Arbeitsproduktivität und die niedrige Inflation stehen jedoch einer weiteren Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit im Weg. Die Schuldenquote des privaten Sektors ist zwar weiterhin stabil, die öffentliche Schuldenquote ist jedoch 2014 aufgrund des negativen Realwachstums, der niedrigen Inflation und der anhaltenden Haushaltsdefizite weiter gestiegen. Die wirtschaftliche Schwäche zeigte sich auch am sinkenden Anteil der Investitionen am BIP, was auf die 2014 weiterhin leicht rückläufigen Kredite an den privaten Sektor zurückzuführen ist. Die Finanzierungsbedingungen werden trotz einiger Verbesserungen seit Mitte 2014 noch immer vom hohen Bestand der Banken an notleidenden Krediten beeinflusst. Die Arbeitslosenquote erreichte ebenso wie die Langzeit- und die Jugendarbeitslosigkeit 2014 ihren Höchststand, was mit der hohen NEET-Quote zusammenhing. Der Armutssindikator und andere soziale Indikatoren waren 2014 zwar im Großen und Ganzen stabil, doch sind sie nach wie vor besorgniserregend hoch.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem gedämpften Produktivitätswachstum hin, das die Wachstumsaussichten belastet, Verbesserungen bei der Wettbewerbsfähigkeit hemmt und den Abbau der öffentlichen Verschuldung erschwert. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für sinnvoll, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau von übermäßigen Ungleichgewichten zu überwachen.*



**Zypern:** Zypern führt seit März 2013 ein makroökonomisches Anpassungsprogramm mit finanziellem Beistand durch; Ungleichgewichte wurden daher in diesem Kontext und nicht im Rahmen des VMU überwacht. Im Rahmen des Programms hat Zypern eine Reihe wichtiger Maßnahmen zur Korrektur seiner übermäßigen Ungleichgewichte umgesetzt; die Wirtschaft ist nunmehr auf dem Weg der Erholung und das Bankensystem stabilisiert sich. Dennoch liegen im aktualisierten Scoreboard einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar das Leistungsbilanzdefizit, der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Verluste von Exportmarktanteilen, die Privatsektorverschuldung, der gesamtstaatliche Schuldenstand, die Arbeitslosenquote sowie der Anstieg der Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit.

Abb. A12: NAVS und Leistungsbilanz



Quelle: Eurostat. \* nach BMP5 und ESA95

Das Leistungsbilanzdefizit ist trotz gewisser Anpassungen nach wie vor hoch und reicht nicht aus, um den großen Bestand an Nettoauslandsverbindlichkeiten zu stabilisieren. Zudem ist die Anpassung der Leistungsbilanz in erster Linie auf einen Rückgang der Importe zurückzuführen, während bei den Exportmarktanteilen erhebliche Verluste kumuliert wurden, auch wenn 2014 auf Jahresbasis geringfügige Anteile gewonnen werden konnten. Dagegen konnte die Kostenwettbewerbsfähigkeit verbessert werden, wie der deutliche Rückgang der Lohnstückkosten und die Abwertung des auf dem HVPI basierenden realen effektiven Wechselkurses belegen. Die Verschuldung des Privatsektors ist nach wie vor sehr hoch und der Schuldenabbau der privaten Haushalte und Unternehmen schreitet nur langsam voran, obwohl wichtige Reformen eingeleitet wurden, um dem übermäßigen Anteil notleidender Kredite im Bankensystem zu begegnen. Die Wohnimmobilienpreise gehen aufgrund der anhaltenden Korrekturen am Immobilienmarkt weiter zurück, allerdings hat sich das Tempo verlangsamt. Der öffentliche Schuldenstand ist äußerst hoch und es bestehen Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Die Arbeitslosenquote, einschließlich der Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit, ist infolge der nachteiligen wirtschaftlichen Entwicklungen deutlich gestiegen.

*Insgesamt hat das wirtschaftliche Anpassungsprogramm Zypern beim Abbau seiner übermäßigen makroökonomischen Ungleichgewichte und der Bewältigung der damit verbundenen Risiken geholfen. Die Bewertung der Lage Zyperns im VMU erfolgt bei Ende des derzeitigen Finanzhilfeprogramms und hängt auch von den nach Programmende zu treffenden Vereinbarungen ab.*

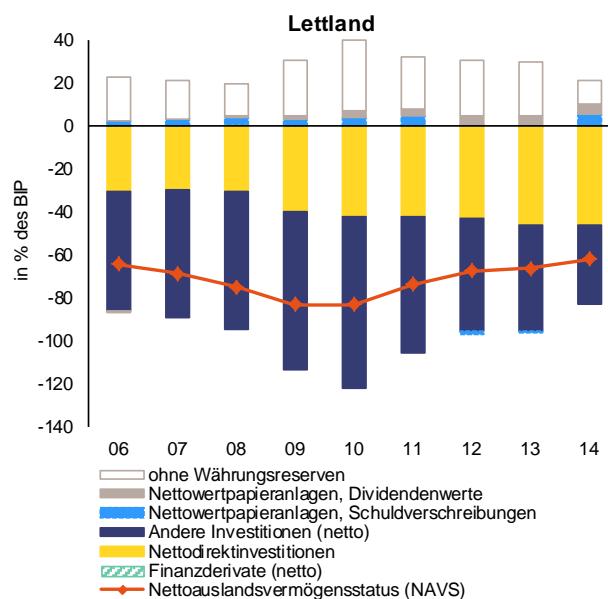
**Lettland:** In der letzten VMU-Runde wurden in Lettland keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Lohnstückkosten und die Arbeitslosenquote.

Die Leistungsbilanz weist nach wie vor ein Defizit auf und die negative NAVS-Quote liegt deutlich über dem Schwellenwert, wenngleich sie sich allmählich verbessert. Ein erheblicher Anteil dieser Verbindlichkeiten entfällt

Abb. A13: Nettoauslandsvermögensstatus

allerdings auf ausländische Direktinvestitionen und die Nettoauslandsverschuldung ist moderat und ebenfalls rückläufig. Bei den Exportmarktanteilen sind Zuwächse zu verzeichnen, allerdings verlangsamt sich das Tempo. Die verbesserte Handelsbilanz trägt zur Eindämmung des Leistungsbilanzdefizits bei. Was die Exporte betrifft, so kam es im Kontext eines unbeständigen äußeren Umfelds und gravierender Störungen des Handels mit Russland zu grundlegenden Anpassungen der Waren und Märkte. Die Lohnstückkosten haben sich von ihrem starken Abfall während der Krise weiter erholt und der Indikator liegt nun geringfügig über dem Schwellenwert. Die Wohnimmobilienpreise setzen ihre

Erholung von einem niedrigen Niveau aus fort. Der Finanzsektor ist weiterhin robust und der Schuldenabbau schreitet trotz niedriger Zinsen weiter fort. Die Schuldenquoten des öffentlichen und des privaten Sektors bleiben deutlich unter den betreffenden Schwellenwerten. Die Arbeitslosigkeit ist rückläufig, liegt aber immer noch über dem Schwellenwert. Sowohl die Langzeit- als auch die Jugendarbeitslosigkeit sind in den letzten zwei Jahren beträchtlich gesunken.



Quelle: Eurostat

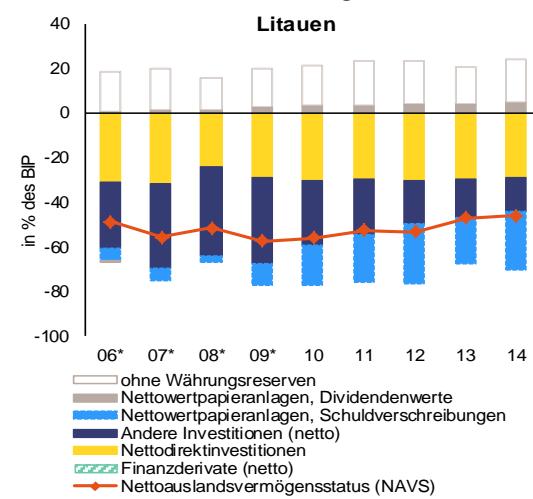
Hinweis: ohne Währungsreserven

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Risiken hin, die sich allerdings vor dem Hintergrund der fortschreitenden Beseitigung interner Ungleichgewichte auf die Außenwirtschaft beschränken. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des VMU vornehmen.

**Litauen:** In den vergangenen VMU-Runden wurden in Litauen keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Lohnstückkosten, die Wohnimmobilienpreise und die Arbeitslosenquote.

Vor dem Hintergrund der Leistungsbilanzkorrektur hat sich der negative NAVS im Laufe der letzten Jahre kontinuierlich verbessert. Der Zufluss ausländischer Direktinvestitionen führt zu einer erheblich niedrigeren Nettoauslandsverschuldung. Bei den Exportmarktanteilen sind auf kumulierter Basis Gewinne zu verzeichnen, doch das Tempo hat sich infolge rückläufiger Exporte, vor allem nach Russland, stark verlangsamt. Zu geringfügigen Einbußen kam es bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit angesichts eines leicht aufgewerteten realen effektiven Wechselkurses und der knapp unter dem Schwellenwert wachsenden nominalen Lohnstückkosten. Der private wie der gesamtstaatliche Schuldenstand bleiben relativ niedrig und der Schuldenabbau im Privatsektor schreitet voran. Die Verbindlichkeiten des Finanzsektors sind gewachsen und die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hat 2014 etwas zugenommen. Die deflationierten Wohnimmobilienpreise haben sich nach vorhergehenden drastischen Korrekturen stabilisiert. Die Arbeitslosigkeit sinkt weiter in Richtung auf den Schwellenwert und Langzeit-Verbesserungen.

Abb. A14: Nettoauslandsvermögensstatus



Quelle: Eurostat

Hinweis: \* nach BMP5 und ESA95 - Zeitreihenbruch 2008. Weitere Einzelheiten im statistischen Anhang.

Ohne Währungsreserven.

und Jugendarbeitslosigkeit zeigen deutliche Verbesserungen.

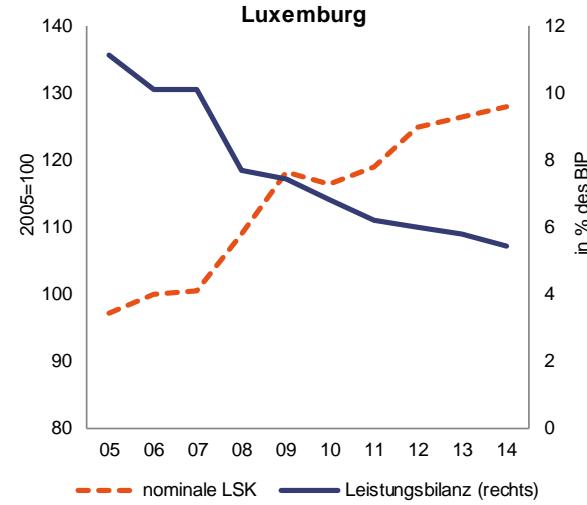
*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Entwicklung hin, die Risiken halten sich jedoch in Grenzen. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des VMU vornehmen.*

**Luxemburg:** In der letzten VMU-Runde wurden in Luxemburg keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar die Privatsektorverschuldung, die Wachstumsrate der Finanzsektorverbindlichkeiten und die Jugendarbeitslosigkeit.

Wegen des stark gestiegenen Primärdefizits, das die Verbesserungen in der Handels- und der Dienstleistungsbilanz zunicht gemacht hat, ist Luxemburgs beträchtlicher Leistungsbilanzüberschuss weiter gesunken. Der Anstieg der Lohnstückkosten wurde 2014 auch dank des positiven Einflusses der Produktivität gebremst, was zu den beträchtlichen Zuwächsen von Exportmarktanteilen beigetragen hat. Die Verschuldung des Privatsektors lag 2014 erneut deutlich über dem Schwellenwert (konsolidierte Zahlen mit Ausnahme der grenzüberschreitenden konzerninternen Kredite, die hoch ausfallen). Trotz des hohen Schuldenstands findet kein Schuldenabbau statt. Demgegenüber ist der öffentliche Schuldenstand niedrig. Die Verbindlichkeiten des Finanzsektors sind zwar erheblich gestiegen, der Fremdmitteleinsatz des Sektors ist aber nach wie vor gering und auch wenn Risiken aufgrund seiner Größe vorhanden sind, halten sie sich in Grenzen. Das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise hat sich im Jahr 2014 angesichts des anhaltenden Missverhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Immobilienmarkt weiter beschleunigt, weshalb eine starke Preiskorrektur weniger wahrscheinlich ist. Die Jugendarbeitslosenquote ist zwar gestiegen, allerdings ist die Arbeitslosigkeit insgesamt niedrig.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf eine allmähliche Verbesserung des Wirtschaftsumfelds und geringere Risiken hin. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des VMU vornehmen.*

Abb. A15: **LSK und Leistungsbilanz**



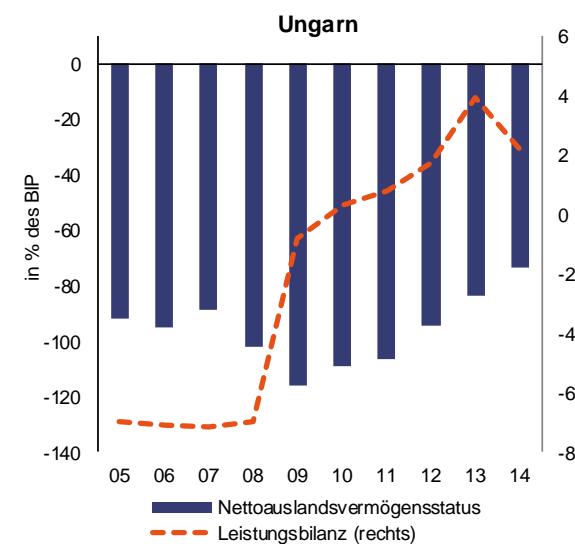
Quelle: Eurostat, Kommissionsdienststellen

Hinweis: Daten aus ESA 2010 und BPM6

**Ungarn:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Ungarn makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene Maßnahmen erfordern, insbesondere im Hinblick auf die weitere Korrektur des negativen Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und des relativ hohen öffentlichen Schuldenstands. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus, die Verluste von Exportmarktanteilen und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Die gestärkte Leistungsbilanz weist seit 2010 einen Überschuss auf und hat für einen sehr raschen und nachhaltigen Rückgang des NAVS gesorgt, der allerdings nach wie vor hoch ist. Die Verbesserung der Leistungsbilanz ist vor allem auf die schwache Inlandsnachfrage zurückzuführen. Das Wachstum der Lohnstückkosten ist relativ dynamisch verlaufen, doch dies ist hauptsächlich einem Terms-of-Trade-Effekt zuzuschreiben, wohingegen der reale effektive Wechselkurs abgewertet hat. Auch 2014 wurden auf Jahresbasis Exportmarktanteile gewonnen und die kumulierten Verluste verringert. Die Schulden im Privatsektor werden abgebaut. Der Anteil notleidender Kredite ist nach wie vor hoch, was eine Belastung für den Finanzsektor darstellt und zu negativen Kreditflüssen beiträgt. Seit Mitte 2013 hat das Wachstum deutlich an Fahrt gewonnen. Der Schuldenabbau hat sich auch aufgrund einer von der Zentralbank subventionierten Kreditvergabe verlangsamt. Die realen Wohnimmobilienpreise scheinen nicht weiter zu sinken. Der Rückgang des gesamtstaatlichen Schuldenstands hält an, das Tempo ist allerdings eher langsam. Das begrenzte Wachstumspotenzial der Wirtschaft könnte die Anfälligkeit des Landes weiter erhöhen. Der Indikator der Arbeitslosigkeit ist dank einer höheren Erwerbsquote unter den Schwellenwert gefallen. Was die Armutssindikatoren betrifft, so ist die Quote der von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedrohten Personen zwar insgesamt gesunken, bleibt aber auf hohem Niveau.

Abb. A16: NAVS und Leistungsbilanz



Quelle: Eurostat

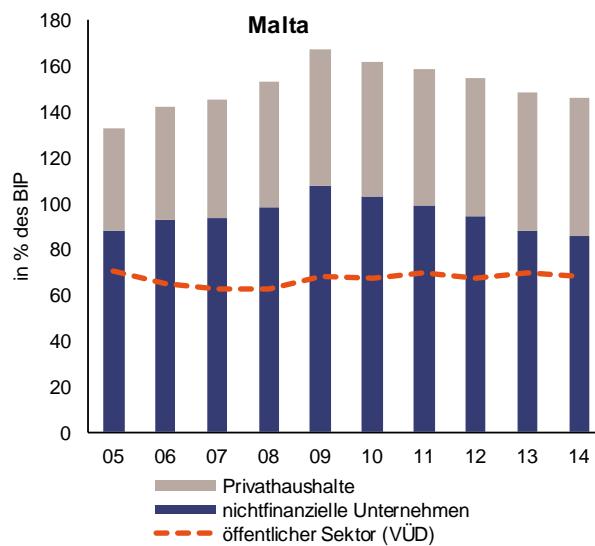
*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf, gleichwohl verringerte, externe Risiken hin, während die interne Erholung vom Druck zum Verschuldungsabbau vor dem Hintergrund eines geringen Wachstumspotenzials gehemmt wird. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte, die entschlossene Maßnahmen erfordern, für sinnvoll, die Risiken im Zusammenhang mit Fortbestehen oder Abbau der Ungleichgewichte eingehender zu überprüfen.*

**Malta:** In der letzten VMU-Runde wurden in Malta keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen eine Reihe von Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar die Verluste von Exportmarktanteilen, die Privatsektorverschuldung und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Die Leistungsbilanz und der Nettoauslandsvermögensstatus haben sich im Jahr 2014 deutlich gebessert. Der verbesserte Nettoauslandsvermögensstatus spiegelt auch die günstigen Entwicklungen in der Kapitalbilanz der Wirtschaft wider, die von Änderungen bei der Marktbewertung und Wechselkursbewegungen getragen werden. Allerdings wurden in den vergangenen Jahren Exportmarktanteile verloren, was langfristig ein Anzeichen für eine mögliche Erosion der Wettbewerbsfähigkeit sein kann, obwohl sich die Entwicklungen bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit 2014 in Grenzen hielten, da sich das Wachstum der Lohnstückkosten verlangsamte und der reale effektive Wechselkurs unverändert blieb. Die Privatsektorverschuldung ist vor allem im Unternehmensbereich weiterhin hoch, doch die Schuldenquote wird dank des starken Wirtschaftswachstums und des gedämpften Kreditwachstums korrigiert. Der gesamtstaatliche Schuldenstand wird allmählich angepasst, da sich der Haushaltssaldo vor allem dank gestiegener Haushaltseinnahmen konsolidiert, was auch auf ein günstiges makroökonomisches Umfeld hindeutet. Die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft wird durch eine kräftige Arbeitsmarktentwicklung und dabei insbesondere durch robuste Beschäftigungszuwächse und eine niedrige Arbeitslosenquote und Jugendarbeitslosigkeit unterstützt.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Risiken im Zusammenhang mit einer geringen Exportleistung sowie auf gewisse externe Risiken und einen anhaltenden Verschuldungsabbau im Privatsektor hin. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des VMU vornehmen.*

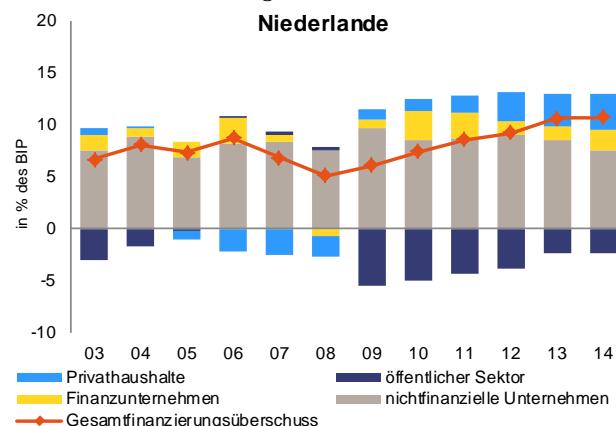
Abb. A17: Verschuldung nach Sektoren



Quelle: Eurostat

**Niederlande:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in den Niederlanden makroökonomische Ungleichgewichte fest, die insbesondere die Risiken aufgrund der hohen Privatsektorverschuldung und den erheblichen Leistungsbilanzüberschuss, der auf eine ineffiziente Kapitalzuweisung hindeuten könnte, betrafen. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar der Leistungsbilanzüberschuss, die Verluste von Exportmarktanteilen, die Privatsektorverschuldung und der gesamtstaatliche Schuldenstand sowie der Anstieg der Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit.

Abb. A18: Finanzierungssaldo nach Sektoren



Der Leistungsbilanzüberschuss, der bis 2013 aufgrund des Schuldenabbaus der privaten Haushalte gestiegen ist, liegt weiterhin deutlich über dem Schwellenwert.

Zum Teil geht der Überschuss auf strukturelle Merkmale der Wirtschaft zurück, wie die strukturell hohe Wiederausfuhrbilanz und Kapitalströme multinationaler Konzerne. Zudem spiegelt er hohe Gewinnrücklagen und somit hohe Einsparungen im Unternehmenssektor gegenüber relativ schwachen Investitionen wider. Allerdings scheint die Investitionstätigkeit, einschließlich der Investitionen in Wohnimmobilien, 2015 zugenommen zu haben und dürfte sich weiter erholen. Es sind nach wie vor kumulierte Verluste von Exportmarktanteilen zu verzeichnen, doch die 2013 und 2014 auf Jahresbasis erzielten Zuwächse deuten auf eine zukünftige Verbesserung hin. Die Indikatoren für die Kostenwettbewerbsfähigkeit sind stabil. Die Verschuldung des privaten Sektors liegt weiterhin deutlich über dem Schwellenwert, ist aber insgesamt stabil, auch wenn auf den Privathaushalten aufgrund des hohen Anteils an Haushalten mit negativem Nettoimmobilienvermögen ein Druck zum Schuldenabbau lastet. Politische Maßnahmen wie die Senkung der Abzugsfähigkeit von Hypothekenzinsen und der Beleihungsquoten dürften zu einem kontinuierlichen, wenn auch langsamem Schuldenabbau der privaten Haushalte und einem widerstandsfähigeren Finanzsektor beitragen. Der öffentliche Schuldenstand liegt geringfügig über dem Schwellenwert und ist stabil. Die Arbeitslosigkeit ist relativ niedrig. Die Jugendarbeitslosigkeit hat ausgehend von einem niedrigen Niveau zugenommen, doch zeichnen sich Verbesserungen ab. Die Langzeitarbeitslosigkeit folgt einer steigenden Tendenz, was vor allem auf die Arbeitslosigkeit älterer Arbeitnehmer zurückzuführen ist.

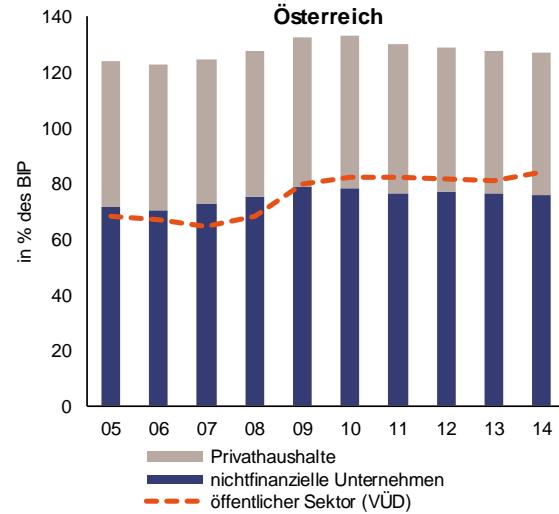
*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der hohen Privatsektorverschuldung und den anhaltenden Divergenzen zwischen Einsparungen und Investitionen hin, die sich in einem hohen Leistungsbilanzüberschuss niederschlagen. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.*

**Österreich:** In der letzten VMU-Runde wurden in Österreich keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar die Verluste von Exportmarktanteilen und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Die Leistungsbilanz und der Nettoauslandsvermögensstatus sind im positiven Bereich. Die kumulierten Verluste von Exportmarktanteilen sind jedoch nach wie vor umfangreich; hingegen gibt die Kostenwettbewerbsfähigkeit nur bedingt Anlass zur Besorgnis, da die Lohnstückkosten moderat wachsen und der reale effektive Wechselkurs geringfügig aufwertet. Da sich die Umstrukturierung und Abwicklung notleidender Finanzinstitute weiterhin erheblich auf die öffentlichen Finanzen auswirkt, ist der gesamtstaatliche Schuldenstand 2014 beträchtlich gestiegen und verdeutlicht die immer noch starken Rückkopplungen zwischen Finanzsektor und Staat. Die langwierige Restrukturierung solcher Banken hängt auch mit der Unsicherheit in Bezug auf den Rechtsrahmen zusammen. Der Druck im Zusammenhang mit den Finanzierungskosten hat sich wegen der Bonitätsherabstufung österreichischer Banken erhöht, und es bestehen Risiken in Verbindung mit den Engagements in Mittel-, Ost- und Südosteuropa, insbesondere angesichts der jüngsten geopolitischen Entwicklungen in Russland und der Ukraine. In Verbindung mit der Umstrukturierung von Vermögenswerten, um regulatorischen Anforderungen zu genügen, stellen diese Entwicklungen eine potenzielle Belastung für die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken dar und könnten negative Spillover-Effekte auf Kredit- und Wirtschaftswachstum im In- und Ausland hervorrufen. Die Verschuldung des Privatsektors bleibt knapp unterhalb des Schwellenwerts und ist relativ stabil, während die Kreditflüsse an den Privatsektor leicht zurückgehen. Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise hat sich verlangsamt. Die Arbeitslosenquote verbleibt stabil auf relativ niedrigem Niveau, während die Jugendarbeitslosigkeit zugenommen hat, allerdings ebenfalls ausgehend von einem niedrigen Niveau.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem Finanzsektor hin, insbesondere mit seiner hohen Anfälligkeit für Entwicklungen im Ausland, den tatsächlichen und potenziellen Spillover-Effekten zwischen dem Finanzsektor und den öffentlichen Finanzen und den Auswirkungen auf die Kreditvergabe an den privaten Sektor. Daher erscheint es der Kommission sinnvoll, die diesbezüglichen Risiken eingehender zu prüfen, um festzustellen, ob ein Ungleichgewicht vorliegt.*

Abb. A19: Verschuldung nach Sektoren



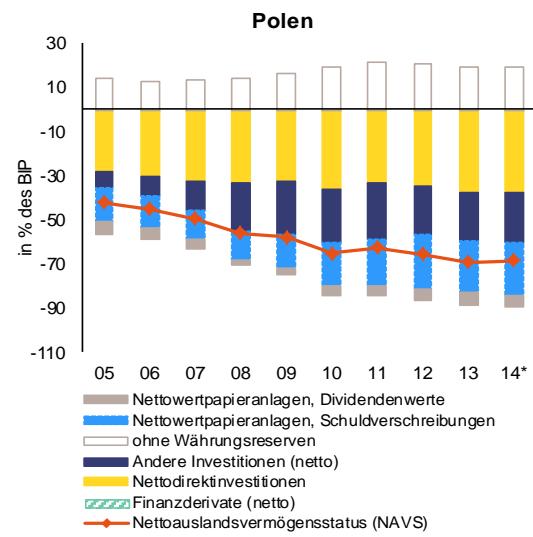
Quelle: Eurostat

**Polen:** In der letzten VMU-Runde wurden in Polen keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegt der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) über dem indikativen Schwellenwert.

Die Leistungsbilanz erfährt seit einigen Jahren eine Anpassung und weist nunmehr ein stabiles, moderates Defizit aus. Diese Verbesserung geht in erster Linie auf stärkere Warenausfuhren und ein niedrigeres Einkommensbilanzdefizit zurück. Wenngleich sich der deutlich negative NAVS nur geringfügig verbessert hat, hält sich die Anfälligkeit der Außenwirtschaft in Grenzen, da ein Großteil der Auslandsverbindlichkeiten auf ausländische Direktinvestitionen entfällt. Bei den Exportmarktanteilen sind sowohl kumulierte Zuwächse als auch umfangreiche Jahreszuwächse für 2013 und 2014 zu verzeichnen. Die Indikatoren für die Kostenwettbewerbsfähigkeit zeichnen mit einer Verringerung der Lohnstückkosten ebenfalls ein günstiges Bild. Die Verschuldung des Privatsektors ist weitgehend stabil und liegt deutlich unter dem indikativen Schwellenwert. Auch die Verschuldung des öffentlichen Sektors liegt deutlich unterhalb des Schwellenwerts und verringerte sich im Jahr 2014 aufgrund einer einmaligen Übertragung von Vermögenswerten aus dem privaten Pensionsfonds der zweiten Säule an den Staat nach der teilweisen Umkehrung der 1999 durchgeföhrten Rentenreform. Der Bankensektor verfügt weiterhin über eine gute Kapitalausstattung und Liquidität und arbeitet trotz eines hohen Bestands an Fremdwährungskrediten mit Gewinn. Die realen Wohnimmobilienpreise stiegen 2014 wieder an, nachdem sie fünf Jahre lang rückläufig gewesen waren. Im Vergleich zum Vorjahr hat sich die Arbeitslosenquote unter den indikativen Schwellenwert bewegt.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf gewisse Probleme im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Position hin, jedoch halten sich die Risiken in Grenzen. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des VMU vornehmen.*

Abb. A20: Nettoauslandsvermögensstatus



Quelle: Eurostat

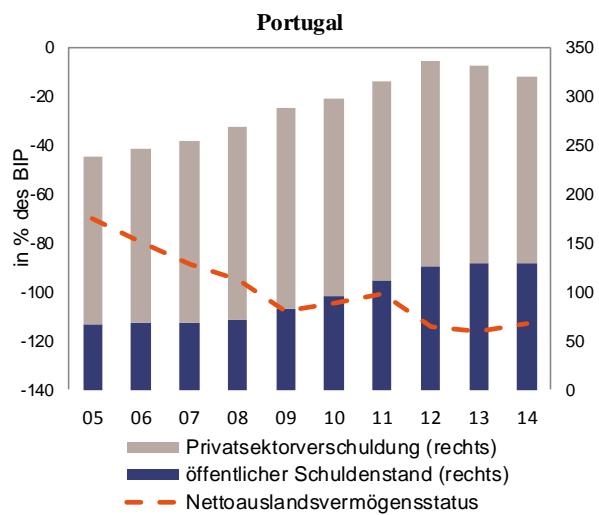
**Portugal:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Portugal übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene politische Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf Risiken aufgrund der externen, öffentlichen und privaten Verschuldung, des Drucks zum Schuldenabbau und der erhöhten Arbeitslosigkeit. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren noch immer über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Privatsektorverschuldung, der öffentliche Schuldenstand, die Arbeitslosenquote sowie der Rückgang der Erwerbsquote und der Anstieg der Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit.

Der NAVS ist deutlich negativ, allerdings hat sich die außenwirtschaftliche Tragfähigkeit dank einer starken Korrektur der Leistungsbilanz, die vor dem Hintergrund günstigerer Wachstumsbedingungen zu mäßigen Leistungsbilanzüberschüssen geführt hat, langsam verbessert. Die kumulierten Verluste von Exportmarktanteilen sind unter den Schwellenwert gesunken, was auf erhebliche Zuwächse in den Jahren 2013 und 2014 und eine Anpassung der Kostenwettbewerbsfähigkeit zurückzuführen ist. Die Verschuldung des privaten Sektors ist äußerst hoch. Dennoch hat der Schuldenabbau im Unternehmenssektor 2014 an Fahrt gewonnen und das Kreditwachstum ist weiterhin negativ. Ein hoher Bestand an notleidenden Krediten belastet die Bilanzen sowohl des nichtfinanziellen als auch des finanziellen Sektors. Der öffentliche Schuldenstand ist ebenfalls sehr hoch, geht aber nun allmählich zurück. Die Arbeitslosenquote ist erhöht, und die niedrige Erwerbsquote und hohe Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit geben Anlass zu Besorgnis. Seit 2014 ist die Arbeitslosigkeit, auch unter Jugendlichen und Langzeitarbeitslosen, allerdings gesunken.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der sehr hohen sektorübergreifenden Verschuldung hin, wobei beim Verschuldungsabbau vor dem Hintergrund allmählich gebesserter wirtschaftlicher Bedingungen Fortschritte verzeichnet werden. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für sinnvoll, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau der übermäßigen Ungleichgewichte zu überwachen. Dies wird im Einklang mit der laufenden Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms erfolgen.*

die Kommission in Portugal übermäßige  
makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene politische Maßnahmen und ein

Abb. A21: NAVS, Privatsektorschulden und Staatsschulden



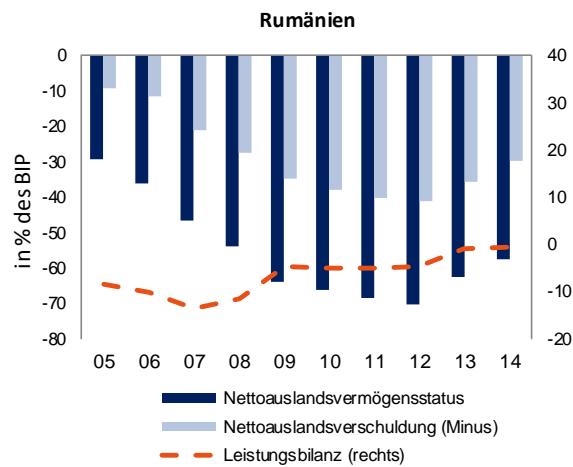
Quelle: Eurostat

**Rumänien:** Im Februar 2015 gelangte die Kommission zu dem Schluss, dass in Rumänien makroökonomische Ungleichgewichte bestehen, die politische Maßnahmen und ein Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf Risiken aufgrund des relativ ausgeprägten negativen Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), einer schwachen mittelfristigen Exportkapazität und der anhaltenden externen und internen Schwachstellen des Bankensektors, wenngleich die Stabilität des Finanzsektors gewahrt werden konnte. Im aktualisierten Scoreboard liegt der Nettoauslandsvermögensstatus über dem indikativen Schwellenwert.

Rumäniens hoher negativer NAVS spiegelt das vor der Krise kumulierte Leistungsbilanzdefizit wider, folgt allerdings einem Abwärtstrend. Die Nettoauslandsverschuldung beträgt rund die Hälfte des NAVS. Die Zuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen sind in den letzten zwei Jahren gestiegen. Die Leistungsbilanz hat sich verbessert und 2014 ein geringfügiges Defizit erreicht, was vor allem auf einen starken Exportzuwachs zurückgeht; allerdings könnte das Defizit in den nächsten Jahren wieder etwas zunehmen. Die Handelsbilanz blieb 2014 positiv und auf Jahresbasis konnten Exportmarktanteile gewonnen werden. Die Indikatoren der Kostenwettbewerbsfähigkeit waren 2014 stabil und der effektive reale Wechselkurs wertete nur geringfügig auf. Die Privatsektorverschuldung ist weiterhin relativ niedrig, während sich das Wachstum der privaten Kredite in jüngster Zeit erholt hat. Der Bankensektor scheint gut kapitalisiert und der Anteil notleidender Kredite ist drastisch gesunken. Im Juli 2015 wurde im Versicherungssektor eine Bilanzbewertung und ein Stresstest abgeschlossen und auch im Bankensektor wurde eine Prüfung der Aktivaqualität und ein Stresstest eingeleitet. Der öffentliche Schuldenstand ist nach wie vor niedrig, doch kürzlich vereinbarte haushaltspolitische Maßnahmen und Ad-hoc-Lohnerhöhungen für einige Kategorien öffentlicher Bediensteter deuten auf eine erhebliche Lockerung der Haushaltspolitik hin. Die Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit und die Armutsindikatoren haben sich 2014 leicht verbessert.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Position, der Wettbewerbsfähigkeit und der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.*

Abb. A22: NAVS und Leistungsbilanz



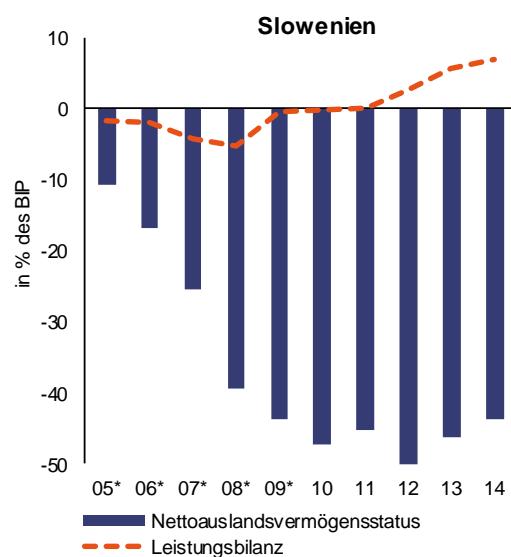
Quelle: Kommissionsdienststellen

**Slowenien:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Slowenien makroökonomische Ungleichgewichte fest, die entschlossene Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf Risiken aufgrund der steigenden Staatsschulden, der Wechselwirkungen zwischen den Umstrukturierungen im Unternehmenssektor und im Bankensektor und der Sanierung zugrundeliegender notleidender Kredite, der Effizienz staatseigener Unternehmen und der sehr schwachen Investitionen. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Verluste von Exportmarktanteilen, der gesamtstaatliche Schuldenstand sowie der Anstieg der Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit.

Der steile Anpassungskurs der Leistungsbilanz setzte sich aufgrund des Exportwachstums und der immer noch gedämpften Binnennachfrage fort, und 2014 wurde ein erheblicher Überschuss erreicht. Infolgedessen hat sich der Nettoauslandsvermögensstatus verbessert, liegt aber weiterhin knapp über dem Schwellenwert. Die Verbesserung der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit hat sich angesichts der sinkenden Lohnstückkosten fortgesetzt. Dadurch konnten im Zeitraum 2013-2014 auf Jahresbasis Exportmarktanteile gewonnen werden, während die kumulierten Verluste nach wie vor über dem Schwellenwert liegen. Die Verschuldung des Privatsektors sank 2014 infolge des Schuldenabbaus im Unternehmenssektor, der in erster Linie auf das negative Kreditwachstum zurückging. Auch im Finanzsektor schritt der Schuldenabbau voran und wurde von zusätzlichen Übertragungen notleidender Kredite auf die staatseigene *Bank Assets Management Company* gemeinsam mit weiteren staatlichen Bankenrekapitalisierungen begünstigt. Dies hat zu einem weiteren Anstieg des gesamtstaatlichen Schuldenstands geführt, der deutlich über dem Schwellenwert bleibt. Die Arbeitslosenquote sank 2014, nachdem sie im Vorjahr ihren Höhepunkt erreicht hatte. Während die Erwerbsquote nach fünf Jahren des Rückgangs 2014 wieder gewachsen ist, ist die Langzeitarbeitslosigkeit weiterhin sehr hoch und die Jugendarbeitslosigkeit ist nur geringfügig gesunken. Beide liegen über den jeweiligen Schwellenwerten.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, dem Verschuldungsabbau im Privatsektor und den Anpassungen am Arbeitsmarkt hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte, die entschlossene Maßnahmen und ein spezifisches Monitoring erforderlich, für sinnvoll, die Risiken im Zusammenhang mit Fortbestehen oder Abbau der Ungleichgewichte eingehender zu überprüfen.*

Abb. A23: NAVS und Leistungsbilanz

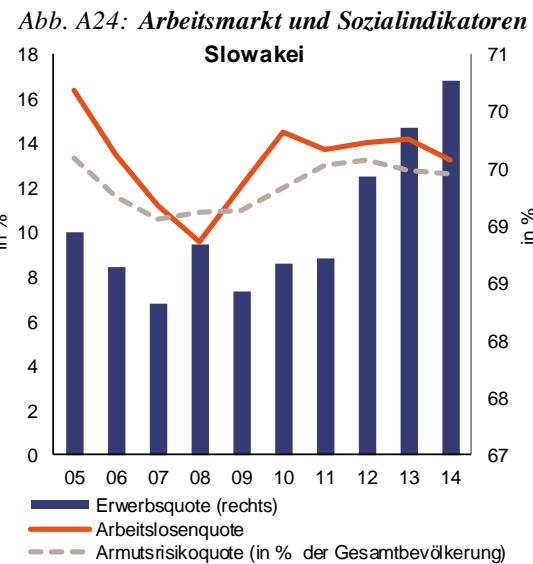


Quelle: Eurostat

**Slowakei:** In den vergangenen VMU-Runden wurden in der Slowakei keine makroökonomischen Ungleichgewichte festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard überschreiten der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und die Arbeitslosigkeit die indikativen Schwellenwerte.

Die Leistungsbilanz weist seit 2012 einen Überschuss aus, jedoch hat sich der NAVS weiter verschlechtert und der Zufluss ausländischer Direktinvestitionen, der weitgehend auf die Automobilindustrie entfällt, hält an. Bei den Exportmarktanteilen sind auf Jahresbasis Verluste zu verzeichnen, was die moderate Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses und einen, wenn auch begrenzten, Anstieg der nominalen Lohnstückkosten widerspiegelt. Auf kumulierter Basis sind immer noch Marktanteilsgewinne zu verzeichnen. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor hat sich in den letzten Jahren beschleunigt und zum Aufwärtstrend der Schuldenquote des Privatsektors beigetragen, die jedoch noch immer deutlich unter dem indikativen Schwellenwert liegt. Der weitgehend in ausländischem Besitz befindliche Bankensektor verfügt über eine solide Kapitaldecke und die Verbindlichkeiten dürften nur leicht gestiegen sein. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ist 2014 geringfügig gesunken und bleibt unter dem indikativen Schwellenwert. Zwar hat sich die Erwerbsquote in den letzten Jahren schrittweise verbessert, die strukturelle Arbeitslosigkeit ist jedoch das dringlichste Problem der slowakischen Wirtschaft.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf außenwirtschaftliche Probleme hin, die jedoch ein begrenztes Risiko darstellen, während die strukturelle Arbeitslosigkeit eine Herausforderung bleibt. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des VMU vornehmen.*



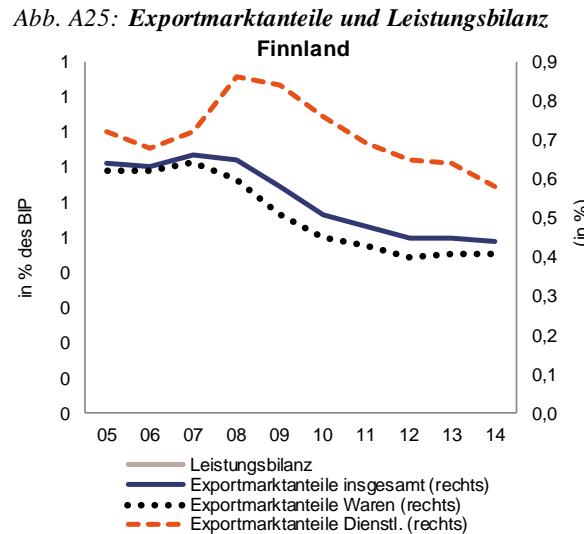
Quelle: Eurostat

**Finnland:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Finnland makroökonomische Ungleichgewichte fest, die insbesondere die Wettbewerbsfähigkeit betrafen. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar die Verluste von Exportmarktanteilen und die Privatsektorverschuldung.

Die Leistungsbilanz hat sich seit 2011 stabilisiert und weist ein moderates Defizit auf, da sich die Importe an die sinkenden Exporte angepasst haben. Gleichzeitig ist der Anteil der Investitionen am BIP auf ein historisch niedriges Niveau gesunken. Der Nettoauslandsvermögensstatus ist geringfügig positiv. Bei den Exportmarktanteilen sind erhebliche kumulierte Verluste sowie Verluste auf

Jahresbasis (in allen Jahren seit 2008) zu verzeichnen. Die Verluste in den Jahren 2013 und 2014 waren zwar weniger umfangreich als in früheren Jahren, allerdings konnten die meisten anderen EU-Länder bereits geringfügige Exportmarktanteile hinzugewinnen. Diese Entwicklungen deuten auf Schwierigkeiten bei der wirtschaftlichen Umstrukturierung nach dem Einbruch des ehemals starken Verarbeitenden Gewerbes, wie der Elektronikbranche und der Forstwirtschaft, hin. Obwohl der Indikator für die Veränderung der nominalen Lohnstückkosten nun unter dem Schwellenwert liegt, ist der kumulierte Verlust an Kostenwettbewerbsfähigkeit weiterhin groß. Die Schuldenquote des privaten Sektors ist nach wie vor erhöht, was vor allem auf die Unternehmensverschuldung zurückgeht, die anhaltend hoch bleibt, obwohl die Nettokreditflüsse an den privaten Sektor 2014 trotz günstiger Kreditbedingungen beinahe zum Stillstand gekommen sind. Was die privaten Haushalte betrifft gingen die Wohnimmobilienpreise in den Jahren 2012–2014 leicht zurück, wodurch frühere Anstiege korrigiert und somit Risiken für die Finanzstabilität eingedämmt wurden. Die Arbeitslosenquote liegt unter dem Schwellenwert, steigt jedoch an und liegt inzwischen über dem Niveau von 2009–10. Auch die Jugendarbeitslosigkeit hat zugenommen.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der preislichen und der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit vor dem Hintergrund von Umstrukturierungen hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.*



Quelle: Eurostat

**Schweden:** Im Februar 2015 stellte die Kommission in Schweden makroökonomische Ungleichgewichte fest, die insbesondere die Verschuldung der privaten Haushalte in Verbindung mit Ineffizienzen am Wohnimmobilienmarkt betrafen. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über ihren indikativen Schwellenwerten, und zwar der Leistungsbilanzüberschuss, die Verluste von Exportmarktanteilen, die Wohnimmobilienpreise und die Verschuldung des Privatsektors.

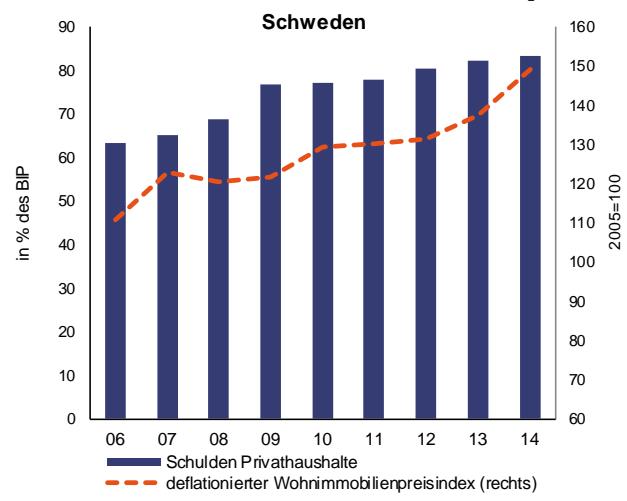
Der Leistungsbilanzüberschuss liegt weiterhin knapp über dem Schwellenwert und spiegelt in erster Linie die hohen Ersparnisse des Privatsektors wider.

Der Nettoauslandsvermögensstatus hat sich rapide verbessert, weist aber nach wie vor ein geringes Defizit auf. Die Verluste von Exportmarktanteilen liegen weiter deutlich über dem Schwellenwert, haben sich jedoch seit 2013 verlangsamt. Sie hängen mit einer schwachen globalen Nachfrage zusammen. Das Wachstum der Lohnstückkosten ist begrenzt und der reale effektive Wechselkurs hat 2014 abgewertet. Der hohe Schuldenstand des privaten Sektors muss weiterhin im Auge behalten werden.

Die Unternehmensverschuldung, die sich auf hohem Niveau eingependelt hatte, steigt nun erneut an. Nach Einführung einer Beleihungsquote auf Hypothekendarlehen im Jahr 2010 hat sich das Kreditwachstum der privaten Haushalte vorübergehend verlangsamt und die Verschuldung der Haushalte stabilisiert; inzwischen wächst die Verschuldung der Haushalte jedoch wieder. Die Wohnimmobilienpreise sind seit Mitte 2013 äußerst dynamisch und der Zuwachs lag 2014 über dem Schwellenwert, was potenzielle Risiken für die makroökonomische Stabilität mit sich bringt. Das Immobilienangebot ist begrenzt und auf der Nachfrageseite werden die Immobilienpreise und die Verschuldung der Haushalte durch eine verschuldungsfreundliche Besteuerung, außergewöhnlich niedrige Hypothekenzinsen und fehlende Tilgungsanforderungen in die Höhe getrieben. Jedoch scheinen die Risiken für Banken angesichts der guten Qualität ihrer Aktiva und ihrer hohen Rentabilität eher moderat zu sein, obwohl die Kapitalpuffer gemessen am Umfang der Darlehensportfolios relativ gering sind.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der externen Wettbewerbsfähigkeit, der privaten Verschuldung und den Entwicklungen im Wohnimmobilienbereich hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.*

Abb. A26: Schulden Privathaushalte und Immobilienpreisindex

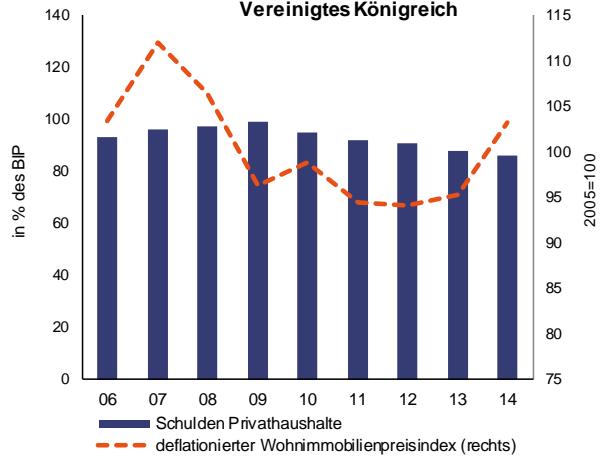


Quelle: Eurostat

**Vereinigtes Königreich:** Im Februar 2015 stellte die Kommission im Vereinigten Königreich makroökonomische Ungleichgewichte fest, die politische Maßnahmen und ein Monitoring erfordern, insbesondere im Hinblick auf Risiken in Verbindung mit der hohen Verschuldung der Privathaushalte, die auch mit strukturellen Merkmalen des Wohnimmobilienmarktes zusammenhängen. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar das Leistungsbilanzdefizit, die Verluste von Exportmarktanteilen, die Wohnimmobilienpreise, die Privatsektorverschuldung und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Das Leistungsbilanzdefizit stieg 2014 getrieben von einem wachsenden

Abb. A27: *Schulden Privathaushalte und Immobilienpreisindex*  
Vereinigtes Königreich



Source: Eurostat

Primärdefizit weiter an und der Dreijahresindikator liegt nun über dem Schwellenwert. Der Nettoauslandsvermögensstatus ist negativ und hat sich in den letzten Jahren relativ rasch verschlechtert, liegt aber immer noch weit über dem Schwellenwert. Die kumulierten Verluste von Exportmarktanteilen haben sich 2014 angesichts des Jahreszuwachses verringert, liegen jedoch nach wie vor über dem Schwellenwert. Während das Wachstum der Lohnstückkosten relativ moderat und stabil verläuft, hat der reale effektive Wechselkurs insbesondere im Jahr 2014 aufgewertet. Die Schuldenquote des Privatsektors nimmt unter dem Einfluss des nominalen Wachstums allmählich ab, ist aber nach wie vor hoch. Die Wohnimmobilienpreise steigen weiter und die Wachstumsrate lag 2014 über dem Schwellenwert. Dabei ist allerdings hervorzuheben, dass die steigenden Wohnimmobilienpreise in den vergangenen zwei Jahren nicht zu einem Anstieg der Verschuldung der Privathaushalte geführt haben. Die hohe gesamtstaatliche Verschuldung gibt nach wie vor Anlass zu Besorgnis. Die Beschäftigung verzeichnet weiter gesunde Zuwachsrate, und die Jugendarbeitslosigkeit sowie die NEET-Quote sind rückläufig.

*Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem Wohnimmobilienmarkt und der Außenwirtschaft hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.*

Tabelle 1.1: V/MU Scoreboard 2014

Jahr 2014	Externe Ungleichgewichte und Wettbewerbsfähigkeit				Interne Ungleichgewichte				Neue Beschäftigungsindikatoren <sup>1</sup>			
	Leistungsbilanz Nettoaus- landsver- mögensstatu- s des BIP (3-Jahresdurch- schnitt)	Realer effektiver Wechselkurs - 42 Handelspartner, der HVP-Deflator Prozentuale Veränderung (3 Jahre)	Exportmarkt- anteile - % der Weltaus- fuhren Prozentuale Veränderung (5 Jahre)	Index nominaler Lohnstück- kosten (2010=100) Prozentuale Veränderung (3 Jahre)	Wohnimmo- bilienpreis- index (2010=100), deflationiert Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	Kreditstrom des Privatsektors, konsolidiert (in % des BIP)	Privatektor- verschuldung, konsolidiert (in % des BIP)	Gesamtstaat: gesamtlicher Schulden- stand (in % des BIP)	Arbeitslosen- quote (3-Jahresdurch- schnitt)	Gesamt- verbind- lichkeiten des Finanz- sektors, nicht konsolidiert Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	Erwerbsquote - in % der bevölkerung von 15-64 Veränderung in Prozentpunkten (3 Jahre)	Jugend- arbeitslosigkeit - in % der Erwerbs- personen von 15-24 Veränderung in Prozentpunkten (3 Jahre)
Schwellen- werte	-4,6%	-35%	±5% (EA) ±11% (nicht EA)	-6%	9% (EA) 12% (nicht EA)	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0,2%
BE	-0,1	57,2	-0,5	-10,7	5,6	-1,1p	1,0	181,4	106,7	8,2	4,9	1,0
BG	0,9	-73,4	-2,6	-6,7	12,5p	1,5p	-0,3	124,3	27,0	12,2	7,2	0,8
CZ	-0,5	-35,6	-10,0	-5,0	3,8	1,8	1,8	72,7	42,7	4,4	6,7	-1,2
DK	6,9	47,0	-1,2	-17,3	5,1	3,1	1,7	222,8	45,1	7,0	6,6	-2,2
DE	6,9	42,3	-0,3	-8,3	7,6	1,5p	1,1	100,4	74,9	5,2	4,2	-1,6
EE	-0,5	-43,6	4,7	24,5	13,0	12,8	6,4	116,1	10,4	8,7	12,2	-0,8
IE	1,8	-106,7	-3,5	-6,1	-2,2	11,1	13,7	263,3	107,5	13,0	16,0	-3,8
EL	-2,6	-124,1	-5,6	-17,5	-11,6p	-4,9e	-2,7	130,5	178,6	26,2	7,6	-2,0
ES	0,7	-94,1	-1,0	-11,5	-4,1p	0,1	-7,1	165,8	99,3	25,1	10,7	-5,2
FR	-1,0	-19,5	-1,2	-13,1	4,8	-1,6	3,3	143,2	95,6	10,1	5,4	7,7
HR	0,5	-88,6	-0,9	-18,0	-5,9	-2,0p	0,3	120,6	85,1	16,9	0,9	2,0
IT	0,8	-27,9	0,2	-14,0	3,6	-4,6p	-0,9	119,3	132,3	11,8	-0,7	1,8
CY	-4,9	-139,8	-1,4	-26,7	-7,7p	0,3p	-8,5	348,3	108,2	14,6	0,7	3,5
LV	-2,5	-60,9	0,4	9,9	12,9	5,1	-11,9	96,4	40,6	12,6	10,4	13,5
LT	1,3	-46,4	1,4	35,3	8,3	6,3	-1,2	52,5	40,7	12,0	16,3	0,6
LU	5,8	36,0	0,5	11,2	7,6	3,7	0,5	342,2	23,0	5,7	21,5	8,8
HU	2,7	-73,8	-7,0	-14,9	6,7	3,1	-0,5	91,3	76,2	9,6	2,9	0,3
MT	2,6	39,5	0,0	-18,2	7,0	2,6	7,8	146,4	68,3	5,8	4,6	0,3
NL	10,9	60,8	0,8	-11,0	5,4p	-0,5	-1,6p	228,9p	68,2	8,2p	0,9	2,7
AT	1,8	2,2	1,9	-15,7	7,8	1,4	0,2	127,1	84,2	5,3	-1,5	1,4
PL	-2,3	-68,3	-1,3	4,8	2,5p	1,1	4,7	77,9	50,4	9,8	0,6	-1,9
PT	0,0	-113,3	-1,8	-4,7	-2,3e	3,6	-8,7	189,6	130,2	15,4	-6,1	-4,5
RO	-2,1	-57,2	-1,1	21,5	2,3p	-3,6p	-2,4	62,2	39,9	6,9	1,1	0,1
SI	5,1	-43,7	1,2	-11,8	-0,2	-6,6	-4,6	100,1	80,8	9,6	-0,4	0,6
SK	1,0	-69,4	1,3	3,2	2,2	1,5	3,9	76,2	53,5	13,8	7,0	4,5
FI	-1,5	-0,7	2,7	-24,0	8,0	-1,9	0,4	150,0	59,3	8,2	0,5	-4,0
SE	6,5	-6,5	-3,7	-9,8	7,1	8,6	6,5	194,4	44,9	8,0	0,2	0,4
UK	-4,3	-25,3	10,2	-8,7	1,9	8,3	3,4	157,7	88,2	4,4	-0,5	-4,4

e: geschätzt; p: vorläufige Daten  
Anmerkung: 1) Siehe Seite 2 WMB 2016. 2) Der Auslandsvermögensstatus von LU wurde aufgrund der geänderten Behandlung von Eurobanknoten in nationalen Statistiken zur Zahlungsbilanz zum Auslandsvermögensstatus nach unten korrigiert.3) Wohnimmobilienpreisindex e = Quelle Zentralbank Griechenland. □  
Quelle: Europäische Kommission, Eurostat und GD ECFIN (Wechselskursdaten), Internationaler Währungsfonds

Tabelle 2.1: Zusatzindikatoren, 2014

Jahr 2014	Realis. BIP Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	Bruttoinlandsgeheiminvestitionen (in % des BIP) (Finanzierungsüberschüsse)	Leveraging plus Vermögensübersetragungen (Finanzierungsüberschüsse)	Auslandische Direktinvestitionen im Inland - (in % des BIP)	Auslandische Zulisse Direktinvestitionen im Inland - (in % des BIP)	Besiadde Nettoeinführer/ausstifter von Energiegashissen (in % des BIP) (Wechselkurs - Handelspartner Europaum Prozentuale Veränderung 5 Jahre)	Exportschätzung ggü. Volkswirtschaften fortgeschrittenen Prozentuale Veränderung 5 Jahre)	Exportschätzung ggü. Europaum Prozentuale Veränderung 5 Jahre)	Arbeitsproduktivität (1 Jahr) Nomiale Lohnstückkosten Index (2010=100) Prozentuale Veränderung (10 Jahre)	LSK-Entwicklung ggü. EA Index (2010=100) Prozentuale Veränderung (10 Jahre)	Wohnummobilienpreisindex (2010=100) - nominal Prozentuale Veränderung (3 Jahre)	Privateitorverschuldung, nicht konsolidiert (in % des BIP)	Verschuldungsgrad Finanzsektor, nicht konsolidiert (Schulden vs. Eigenmittel in %)	
BE	1,3	23,3	na	-0,1	-79,7	-3,5	216,0	-3,9	-0,1	-4,6	-3,0	2,2	1,0	22,6
BG	1,5	21,1	0,8p	3,5	19,0	2,4	7,1	-5,7	-2,9	14,0	3,3	-3,3	1,2p	54,1
CZ	2,0	25,0	2p	1,4	-7,1	2,4	76,3	-4,1	-10,1	1,5	-1,4	5,7	1,4	13,8
DK	1,1	18,7	3,08ep	7,8	0,7	1,1	46,6	0,0	-1,4	-11,7	2,2	-0,6	0,3	27,6
DE	1,6	20,1	2,84ep	7,5	-6,7	0,2	40,1	-2,9	-0,1	-2,1	-2,6	0,8	0,7	13,0
EE	2,9	25,2	1,46p	2,2	-11,0	6,0	100,9	-2,1	3,1	33,0	0,2	-1,4	2,1	68,9
IE	5,2	19,3	na	3,8	-477,2	36,0	385,5	-2,8	-1,8	0,3	-3,7	8,9	3,4	-1,5
EL	0,7p	11,6p	0,83p	-0,7	132,3	0,7	12,2	-3,2p	-5,6	-11,9	1,4p	4,3p	0,5p	10,3p
ES	1,4p	19,6p	na	1,4	94,7	2,3	55,7	-2,9p	-0,6	-5,4	-7,8p	1,9p	0,4p	11,7p
FR	0,2	21,7	2,26p	-0,8	38,1	0,3	41,8	-2,5	-0,7	-7,2	-1,6	-0,8	-0,1	20,3
HR	-0,4	18,6	0,8	0,9	na	6,7	7,6	-4,0	-1,5	-12,4	0,8	3,1	-3,0	26,4
IT	-0,4	16,6	na	2,2	61,1	0,6	24,8	-2,6	0,4	-8,1	-4,5	-0,1	-0,5	21,0
CY	-2,5p	11,5p	na	-3,7	128,4	-5,1	710,3	-5,9p	0,0	-21,7	0,4p	-3,7	-0,6p	19,3p
LV	2,4	22,9	0,68p	1,2	31,4	2,7	54,4	-4,2	-1,3	17,3	0,0	-0,1	3,8	82,7
LT	3,0	18,9	1,02p	6,3	28,8	0,7	39,0	-5,9	-0,1	44,5	-0,8	-0,2	1,0	36,8
LU	4,1	18,6	na	3,5	-2204,6	200,0	6369,7	-4,5	0,8	18,8	0,9	3,6	1,5	36,6
HU	3,7	21,7	1,4	6,0	53,3	9,3	220,5	-6,1	-7,2	-9,1	-1,1	4,4	-0,9	26,5
MT	3,5	18,9	0,85p	4,5	-325,7	1,6	1964,6	-15,8	0,7	-12,6	1,7	-3,5	-1,0	27,7
NL	1,0p	18,2p	na	10,6	41,5	5,3	547,8	-1,6p	1,3	-5,0	-1,8p	0,8p	1,2p	17,2p
AT	0,4	22,4	2,99ep	1,8	20,1	1,9	80,2	-3,0	1,6	-10,0	-3,0	-1,1	-0,5	22,9
PL	3,3	19,6	0,4	37,2	3,1	50,7	-2,6	-1,7	12,0	-1,8	3,2	1,6p	20,0p	-1,0
PT	0,9e	14,9e	na	20,0	104,4	5,4	69,5	-3,5e	-1,2	1,8	0,4e	0,7e	-0,5e	4,9e
RO	2,8p	22,0p	na	2,2	29,8	1,9	41,9	-1,4p	-1,3	29,8	4,5p	4,9p	1,7p	72,7p
SI	3,0	19,6	na	6,5	39,2	2,0	31,6	-4,1	0,4	-5,8	-4,5	2,6	2,5	21,2
SK	2,5	20,9	0,9	1,1	27,0	0,0	65,6	-4,3	0,5	10,2	-3,5	0,4	1,1	19,7
FI	-0,4	20,3	3,2	-0,8	46,2	5,5	53,1	-2,4	2,0	-18,8	-3,4	0,4	29,9	10,1
SE	2,3	23,5	3,16p	6,1	54,3	-0,6	83,6	-1,4	-3,7	-3,6	-0,6	0,3	0,9	24,9
UK	2,9	16,9	1,72ep	-5,3	na	1,6	76,7	-0,7	10,2	-2,5	3,8	-1,4	0,7	21,8

e: geschätz. p: vorläufige Daten. na: Daten nicht verfügbar.  
Anmerkung: 1) Die Nettoauslandsverschuldung von LU wird

e = Quelle Zentralbank Griechenland.

### 3) Die offizielle Frist für die Übergabe

3) Die offizielle Liste für die Überlieferung der Daten zu Befragten der Europäischen Kommission besteht aus CDEFIN (W)

Quelle: Europäische Kommission, Eurostat und **GB ECFIN** (Wechselkursdaten), Internationaler Währungsfonds, WEO (Weltaustüfren)

**Tabelle 2.1 (Fortsetzung): Zusatzindikatoren, 2014**

Jahr 2014	Beschäftigung Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	Erwerbsquote in % der Gesamt bevölkerung von 15-64 (in %)	Langzeitarbeits- losigkeit - in % der Erwerbs- personen von 15- 74 (in %)	Jugend-arbeit- losigkeit - in % der Erwerbs- personen von 15-24 (in %)	Gesamtbewölkering von 15-24 (in %)	Gesamtbewölkering in % der Gesamtbewölkering 15-24	Von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedrohte Personen in % der Gesamtbewölkering	Armutsriskoquote nach sozialen Transfers in % der Gesamtbewölkering	Quote schwerer materieller Deprivation in % der Gesamtbewölkering	Gesamtbevölkering in % der Gesamtbewölkering von 0-59	Personen, die in Haushalten mit sehr niedriger Erwerbsintensität leben in % der Gesamtbewölkering von 0-59	
											Veränderung in Prozentpunkten (3 Jahre)	Veränderung in Prozentpunkten (3 Jahre)
BE	0,3	67,7	4,3	23,2	12,0	0,2	21,2	0,2	15,5	0,2	5,9	0,2
BG	0,4p	69,0	6,9	23,8	20,2	-1,6	40,1b	-9,0b	21,8	-0,4	33,1b	-10,5b
CZ	0,6	73,5	2,7	15,9	8,1	-0,2	14,8	-0,5	9,7	-0,1	6,7	0,6
DK	0,8	78,1	1,7	12,6	5,8	-0,5	17,8b	-1,1b	11,9b	-1,1b	3,2	0,6
DE	0,9	77,7	2,2	7,7	6,4	-1,1	20,6	0,7	16,7	0,9	5,0	-0,3
EE	0,8	75,2	3,3	15,0	11,7	0,1	na	na	na	na	6,2p	-2,5p
IE	1,7	69,8	6,7	23,9	15,2	-3,6	na	na	na	na	na	na
EL	0,1p	67,4	19,5	52,4	19,1	1,7	36,0	5,0	22,1	0,7	21,5	6,3
ES	0,9p	74,2	12,9	53,2	17,1b	-1,1b	29,2	2,5	22,2	1,6	7,1	2,6
FR	0,3	71,4	4,4	24,2	11,4b	-0,9b	18,6	-0,7	13,3	-0,7	4,8	-0,4
HR	2,7	66,1	10,1	45,5	19,3	3,1	29,3	-3,3	19,4	-1,5	13,9	-1,3
IT	0,1	63,9	7,8	42,7	22,1	2,4	28,1p	-0,1p	19,6p	0,0p	11,5p	0,3p
CY	-1,9p	74,3	7,7	36,0	17,0	2,4	27,4	2,8	14,4	-0,4	15,3	3,6
LV	-1,3	74,6	4,7	19,6	12,0	-4,0	32,7	-7,4	21,2	2,2	19,2	9,7
LT	2,0	73,7	4,8	19,3	9,9	-1,9	27,3	-5,8	19,1	-0,1	13,6	-1,3
LU	2,5	70,8	1,7	22,3	6,3	1,6	19,0	2,2	16,4	2,8	1,4	0,2
HU	4,6	67,0	3,7	20,4	13,6	0,4	31,1	0,1	14,6	0,8	23,9	0,8
MT	4,5	66,3	2,7	11,8	10,5	0,3	23,8	1,7	15,9	0,3	10,2	3,6
NL	-0,2p	79,0	3,0	12,7	5,5	1,2	16,5	0,8	11,6	0,6	3,2	0,7
AT	0,9	75,4	1,5	10,3	7,7	0,4	19,2	0,0	14,1	-0,4	4,0	0,0
PL	1,7p	67,9	3,8	23,9	12,0	0,5	24,7	-2,5	17,0	-0,7	10,4	-2,6
PT	1,4e	73,2	8,4	34,7	12,3	-0,3	27,5	3,1	19,5	1,5	10,6	2,3
RO	1,1p	65,7	2,8	24,0	17,0	-0,5	40,2	-0,1	25,4	3,2	26,3	-3,1
SI	0,6	70,9	5,3	20,2	9,4	2,3	20,4	1,1	14,5	0,9	6,6	0,5
SK	1,4	70,3	9,3	29,7	12,8	-1,0	18,4	-2,2	12,6	-0,4	9,9	-0,7
FI	-0,8	75,4	1,9	20,5	10,2	1,8	17,3	-0,6	12,8	-0,9	2,8	-0,4
SE	1,4	81,5	1,5	22,9	7,2	-0,3	16,9	0,8	15,1	1,1	0,7	-0,5
UK	2,3	76,7	2,2	16,9	11,9	-2,3	na	na	na	na	na	na

b: Zeitreihenbruch. e: geschätzt. p: vorläufige Daten. na: Daten nicht verfügbar.

Anmerkung: 1) Jugendliche, die weder in Ausbildung noch in Beschäftigung sind; in ES gab es Änderungen bei der Klassifizierung nicht-formaler Bildungsmaßnahmen; in FR werden die Daten für 2014 wieder durch die Änderungen am 2013 eingeführten Fragebogen und die Berücksichtigung der französischen Übersee-Departements (DOM) beeinflusst. 2) EE, IE und UK: Die offizielle Frist für die Übermittlung der Daten zu den 2014 von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedrohten Personen war der 30. November 2015, die Daten wurden jedoch am 26. Oktober 2015 extrahiert. □