EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 21.11.2018
COM(2018) 758 final

BERICHT DER KOMMISSION

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

Alarmmechanismusbericht 2019

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

{SWD(2018) 466 final}

Der Warnmechanismusbericht (WMB) bildet den Auftakt zum jährlichen Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte (MIP), mit dem Ungleichgewichte, die einem reibungslosen Funktionieren der Wirtschaft der Mitgliedstaaten und der EU entgegenstehen und dem ordnungsgemäßen Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion abträglich sein können, ermittelt und behoben werden sollen.

Im WMB werden die Mitgliedstaaten anhand eines Scoreboards, das aus ausgewählten Indikatoren, einer größeren Zahl von Hilfsindikatoren und anderen relevanten Informationen besteht, im Hinblick auf etwaige Ungleichgewichte überprüft, die korrigiert werden müssen. Der WMB ermittelt Mitgliedstaaten, bei denen eine Analyse im Rahmen einer eingehenden Überprüfung erforderlich ist, um zu bewerten, wie in den Mitgliedstaaten makroökonomische Risiken auflaufen oder abnehmen, und dann den Schluss zu ziehen, ob Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte bestehen. Unter Berücksichtigung der Gespräche über den WMB mit dem Europäischen Parlament, im Rat und in der Eurogruppe wird die Kommission dann Berichte über die eingehende Überprüfung (IDR) der betreffenden Mitgliedstaaten erstellen. Nach gängiger Praxis werden Mitgliedstaaten, bei denen in der vorangegangenen IDR Ungleichgewichte festgestellt wurden, einer neuen IDR unterzogen. Die Ergebnisse der IDR werden in die länderspezifischen Empfehlungen (CSR) einfließen, die im Rahmen des Europäischen Semesters der wirtschaftspolitischen Koordinierung abgegeben werden. Die Berichte über die IDR werden voraussichtlich im Februar 2019 vor dem CSR-Paket des Europäischen Semesters veröffentlicht.

1. ZUSAMMENFASSUNG

Dieser Bericht bildet den Auftakt zur achten Runde der Durchführung des jährlichen Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (MIP).[1] Bei diesem Verfahren sollen Ungleichgewichte, die einem reibungslosen Funktionieren der Wirtschaft der Mitgliedstaaten entgegenstehen, ermittelt und Anstöße für angemessene Korrekturmaßnahmen gegeben werden. Um die Kohärenz mit Analysen und Empfehlungen im Rahmen anderer Instrumente der wirtschaftspolitischen Überwachung sicherzustellen, wird das Verfahren innerhalb 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 ganze EU die allgemeinen politischen Prioritäten für das kommende Jahr darlegt.

In diesem Bericht werden die Mitgliedstaaten ermittelt, die einer eingehenden Überprüfung unterzogen werden sollten, um zu bewerten, ob sie von Ungleichgewichten betroffen sind, die Korrekturmaßnahmen erforderlich machen.[2] Der WMB dient der Erkennung wirtschaftlicher Ungleichgewichte und wird jeweils zu Beginn des jährlichen Zyklus der wirtschaftspolitischen Koordinierung veröffentlicht. Er stützt sich insbesondere auf die wirtschaftliche Auslegung eines

[1] Dem Bericht ist ein *statistischer Anhang* beigefügt, der eine Vielzahl an Statistiken enthält, die in den vorliegenden Bericht eingeflossen sind.

[2] Siehe Artikel 5 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011.

Scoreboards, das aus Indikatoren mit indikativen Schwellenwerten sowie aus verschiedenen Hilfsindikatoren besteht. Im WMB wird auch analysiert, wie sich Ungleichgewichte in den Mitgliedstaaten auf das gesamte Euro-Währungsgebiet auswirken, und geprüft, inwieweit angesichts der Wechselwirkungen innerhalb des Euro-Währungsgebiets ein koordinierter Ansatz für politische Maßnahmen erforderlich ist.[3] Die in diesem Bericht enthaltene Analyse ergänzt diesbezüglich die Bewertung in der Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen „Analyse der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet", einem Begleitdokument zu der Empfehlung der Kommission für eine Empfehlung des Rates zur Wirtschaftspolitik des Euro-Währungsgebiets.

Die WMB-Bewertung erfolgte vor dem Hintergrund eines Wirtschaftswachstums, das trotz einer gewissen Entschleunigung auf breiter Basis stattfindet. In der Herbstprognose 2018 der Europäischen Kommission wird von einem realen BIP-Wachstum ausgegangen, das sich sowohl in der EU als auch im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2018 auf 2,1 % und im Jahr 2019 auf 1,9 % belaufen wird, d. h. im Vergleich zu dem Wachstum von 2,4 % des Jahres 2017 ist mit einem leichten Rückgang zu rechnen. In allen Mitgliedstaaten wird ein positives Wachstum erwartet. Die Beschäftigungsbedingungen dürften sich weiter verbessern und schrittweise zu einem nachhaltigeren Lohnwachstum führen, das den Konsum stützt und im Laufe der Zeit auch die Kerninflation, die sich dem Inflationsziel der Währungsbehörden nähert, antreiben wird. Das Investitionswachstum dürfte trotz einer leichten Abschwächung robust bleiben. Allerdings gibt es angesichts der zunehmenden Unsicherheit hinsichtlich des handelspolitischen Umfelds und der jüngsten Euro-Aufwertung Anzeichen für einen nachlassenden Wachstumsbeitrag der Nettoexporte. Insgesamt gesehen, stützen sich die Wachstumsaussichten weiter auf robuste Arbeitsmärkte, günstige Kreditbedingungen sowie verbesserte Bilanzen und Gewinne der Banken und Nichtfinanzunternehmen und verfügen damit über ein solides Fundament. Allerdings ist in dem Maße, wie der Konjunkturzyklus in den wichtigsten Weltregionen zur Reife kommt, mit einer Verlangsamung zu rechnen.[4]

Getragen durch ein stärkeres nominales BIP-Wachstum schreitet die Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte in der EU voran, doch werden die mittelfristigen Aussichten durch die erhöhte Unsicherheit getrübt. Die wirtschaftliche Expansion und die sich allmählich dem Ziel annähernden Inflationsraten tragen zur Verringerung der Schuldenquoten bei. Die private und die öffentliche Verschuldung bleiben jedoch auf historisch hohem Niveau, und die Schwachstellen in den Bilanzen des Finanzsektors bestehen fort. Die Annäherung der Inflationsrate an das Ziel der EZB spricht für eine Normalisierung der Geldpolitik, die Folgen für die Fremdkapitalkosten, die Vermögenspreise und die Bilanzen haben wird. Vor diesem Hintergrund

[3] Im Bericht „Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden" von Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi und Martin Schulz vom 22. Juni 2015 wurde vorgeschlagen, Auswirkungen von Ungleichgewichten auf das Euro-Währungsgebiet stärker zu berücksichtigen. Die Bedeutung von Wechselwirkungen und systemischen Auswirkungen von Ungleichgewichten wurde in der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 anerkannt, die Ungleichgewichte als „alle Trends, die zu makroökonomischen Entwicklungen führen, die sich nachteilig auf das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschaft eines Mitgliedstaats oder der Wirtschafts- und Währungsunion oder der Union insgesamt auswirken oder potenziell auswirken könnten" definiert.

[4] Siehe z. B. EZB, Economic Bulletin, 5/2018.

könnten verschiedene Faktoren zu mehr Risikoscheu und in der Folge zu weniger Vertrauen in Mitgliedstaaten führen, deren Aussichten sich in Bezug auf die öffentlichen Finanzen oder den Finanzsektor eintrüben oder die (auch wegen der Auswirkungen des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU) negative Produktionsschocks fürchten müssen. Abwärtsrisiken drohen auch aus dem internationalen Umfeld und können durch mehrere Faktoren getrieben werden, insbesondere durch protektionistische handelspolitische Maßnahmen, geopolitische Spannungen, die sich auf die Energiepreise auswirken können, die auslaufende expansive Fiskalpolitik und die Verschärfung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und die Folgen einer asynchronen geldpolitischen Normalisierung in verschiedenen Gebieten der Weltwirtschaft auf Kapitalströme und Wechselkurse.[5] Das Zusammenspiel zwischen diesen Risikoquellen bringt die Risikobilanz ins Schwanken und sorgt in einem Umfeld, in dem zahlreiche Mitgliedstaaten nur über begrenzte Möglichkeiten zur Abfederung von Schocks durch private und öffentliche Ersparnisse verfügen, für zunehmend unsichere Aussichten.

Aus der horizontalen Analyse des WMB ergeben sich mehrere Schlussfolgerungen:

- **Der Abbau von Ungleichgewichten in den Leistungsbilanzen muss fortgesetzt werden.** In den meisten Mitgliedstaaten wurden hohe Leistungsbilanzdefizite mittlerweile korrigiert, doch in einigen Fällen sollte mehr Vorsicht hinsichtlich der außenwirtschaftlichen Position walten, um den Abbau der Nettoauslandsverbindlichkeiten in angemessenem Tempo voranzubringen. Bei einigen der höchsten Leistungsbilanzüberschüsse zeitigen die Bemühungen um deren Abbau erst seit Kurzem sichtbare – und zudem nur bescheidene – Fortschritte. In einer Reihe von Mitgliedstaaten stehen die Leistungsbilanzen zunehmend unter dem Einfluss grenzüberschreitender Geschäfte multinationaler Unternehmen und international ausgerichteter Dienstleistungssektoren, die sich sowohl auf die Handels- als auch auf die Einkommensbilanz auswirken.

- **Externe Ungleichgewichte bleiben fortbestehen, Anpassungen erfolgen nur allmählich.** Der hohe negative Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) in Mitgliedstaaten, die bisher hohe Leistungsbilanzdefizite aufgewiesen haben, wird nun dank nahezu ausgeglichener oder positiver Zahlungsbilanzpositionen und dank des anziehenden nominalen BIP-Wachstums korrigiert. Diese Dynamik muss aufrechterhalten werden, um die Höhe der Verbindlichkeiten auf ein vorsichtigeres Niveau zurückzuführen. In Ländern mit hohen Überschüssen steigt der NAVS weiter an.

- **Die Voraussetzungen der Kostenwettbewerbsfähigkeit verschlechtern sich in einer Reihe von Mitgliedstaaten und tragen insgesamt weniger stark zu einem symmetrischeren Abbau von Ungleichgewichten bei.** Seit 2016 steigen die Lohnstückkosten in den meisten EU-Mitgliedstaaten schneller an; dies trifft insbesondere auf einige mittel- und osteuropäische Länder zu und ist teilweise durch Engpässe beim Arbeitskräfteangebot bedingt. Die nach der Krise verzeichneten Zugewinne bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit traten in den Netto-Schuldnerstaaten des Euro-Währungsgebiets schneller ein als in Netto-Gläubigerländern. Aufgrund einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten und der Verlangsamung der Produktivitätsgewinne beginnen die Vorteile der Netto-Schuldnerländer in

[5] Siehe auch Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2018.

Bezug auf die Dynamik der Kostenwettbewerbsfähigkeit in jüngerer Zeit jedoch zu schwinden. In Netto-Gläubigerländern haben die angespannten Arbeitsmärkte bislang noch zu keinen nennenswerten Lohnerhöhungen geführt. Die jüngsten Entwicklungen bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit spiegeln sich nicht voll in einer entsprechenden Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wider, was möglicherweise auf einen ausgleichenden Effekt der niedrigeren Preis-Kosten-Margen zurückzuführen ist. Dieser Effekt könnte auch erklären, weshalb es keine Anscheinsbeweise gibt, die darauf hindeuten, dass sich die Verluste bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit bereits in ersten Exportmarktanteilverlusten niederschlagen; solche Auswirkungen könnten jedoch sichtbar werden, wenn diese Trends weiter anhalten.

- **Der Schuldenabbau im privaten Sektor setzt sich fort und wird zunehmend durch die Wiederbelebung des nominalen Wachstums getrieben.** Die private Schuldenquote ist in zahlreichen Mitgliedstaaten gegenüber dem Vorjahr rückläufig. Dies ist dem höheren nominalen BIP-Wachstum geschuldet; ein aktiver Verschuldungsabbau, der sich auf niedrigere nominale Schuldenstände stützt, ist nur in wenigen Ländern erkennbar und verläuft auch dann nur in gedämpftem Tempo. Der aktive Schuldenabbau ist weitgehend auf den Unternehmenssektor beschränkt; die Kreditaufnahme durch die privaten Haushalte hat dagegen wieder an Dynamik gewonnen. Die Entschuldung findet bei den Unternehmen weiterhin schneller statt als bei den Haushalten, auch weil sie höhere Schuldenstände aufweisen und die Auswirkungen des nominalen BIP-Wachstums sich deshalb stärker auf die Schuldenquote auswirken.

- **In Ländern mit hoher Staatsverschuldung hat der Schuldenabbau durch die öffentliche Hand erst unlängst eingesetzt und schreitet nur langsam voran**. Die Rückkehr zu nominalem Wachstum und der niedrigere Schuldendienst haben in den meisten Mitgliedstaaten dazu beigetragen, die Staatsschuldenquote auf einen Abwärtspfad zu bringen, doch ist in einer wachsenden Zahl von Ländern eine prozyklische Lockerung der Finanzpolitik zu beobachten, die weniger Spielraum für die Abfederung von Schocks in schlechten Zeiten lässt.

- **Die Lage im EU-Bankensektor verbessert sich, aber in einigen Mitgliedstaaten ist die Rentabilität weiter schwach und der Bestand an notleidenden Krediten hoch.** Die Rentabilität hat sich vor allem in Ländern verbessert, deren Bankensektor eine schwache Rentabilität aufweist. Der Anteil notleidender Kredite hat sich weiter verringert, insbesondere in den Mitgliedstaaten mit den höchsten Beständen. Auch die Kapitalisierungsquoten haben sich in den meisten Ländern weiter verbessert. Die Aktienbewertungen der Banken sind bis Anfang 2018 gestiegen, danach hat jedoch eine Abwärtskorrektur eingesetzt.

- **Das Wachstum der Wohnimmobilienpreise hat sich beschleunigt und liegt nun in einer wachsenden Zahl von Mitgliedstaaten im positiven Bereich; mehr Mitgliedstaaten zeigen mögliche Anzeichen von Überbewertungen.** Gleichzeitig hat sich das Wachstum der Wohnimmobilienpreise in den Ländern, in denen eine besonders starke Überbewertung zu beobachten ist, in jüngster Vergangenheit gemäßigt. Eine starke Beschleunigung ist dagegen insbesondere in Ländern zu konstatieren, in denen es derzeit keine oder nur mäßige Anzeichen für eine Überbewertung gibt.

- **Die Lage auf den Arbeitsmärkten verbessert sich weiter, und allmählich setzt wieder ein Lohnwachstum ein.** Die Arbeitslosenquote sinkt weiter, auch bei jungen Menschen und Langzeitarbeitslosen, bleibt in einigen Mitgliedstaaten aber nach wie vor hoch; die Erwerbsbeteiligung ist trotz häufig steigender Tendenz nach wie vor niedrig. Soziale Not ist trotz der in einigen Ländern anhaltenden Arbeitslosigkeit und der gesunkenen Einkommen ein rückläufiges Phänomen.[6] Das Lohnwachstum liegt im Euro-Währungsgebiet nach wie vor unter dem, was ausgehend von historischen Daten bei den derzeitigen Arbeitslosenquoten zu erwarten wäre. Allerdings ziehen die Löhne in den Mitgliedstaaten der EU schrittweise, aber in unterschiedlichem Tempo wieder an, wobei diese Entwicklung im Großen und Ganzen die Anspannung auf den Arbeitsmärkten und Engpässe beim Arbeitskräfteangebot in einigen Ländern widerspiegelt.

Der Abbau der Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet erfordert weiterhin eine genaue Beobachtung. Der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets hat sich 2016 stabilisiert und ist danach im Großen und Ganzen konstant geblieben. Er bleibt jedoch weltweit der höchste Überschuss und liegt über einem Niveau, das mit den wirtschaftlichen Fundamentaldaten vereinbar ist. Angesichts der Verflechtungen und Übertragungseffekte innerhalb des Euro-Währungsgebiets ist im Euro-Währungsgebiet eine angemessene Kombination von Maßnahmen erforderlich, um zu gewährleisten, dass das wieder anziehende Wachstum nachhaltig ist und dem Ziel der makroökonomischen Stabilität nicht zuwiderläuft. In Netto-Schuldnerländern erfordert die Verringerung der hohen Auslands- und Inlandsschulden eine vorsichtige Steuerung der Leistungsbilanz und ein angemessenes Tempo des Schuldenabbaus, um das Ziel der Steigerung des Wachstumspotenzials nicht zu gefährden und das Risiko einer prozyklischen Verschärfung in schlechten Zeiten zu vermeiden. In Netto-Gläubigerländern würde der Abbau anhaltend hoher Überschüsse durch Stimulierung von Investitionen und Überwindung der Lohnträgheit dazu beitragen, das Wachstumspotenzial zu stützen und die Wachstumsaussichten weniger von der Auslandsnachfrage abhängig zu machen. In Kasten 2 werden die Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Währungsgebiets ausführlicher erörtert.

Insgesamt verringern sich dank der wirtschaftlichen Expansion die Risiken im Zusammenhang mit bestehenden Ungleichgewichten, doch bestehen weiterhin Schwachstellen bezüglich der Ungleichgewichte in Bestandsgrößen und gibt es Anzeichen für nicht nachhaltige Trends. Die potenziellen Risikoquellen entsprechen im Großen und Ganzen denen, die im WMB 2018 beschrieben wurden. Es bestehen nach wie vor hohe Überschüsse, und die Entwicklungen im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit tragen weniger stark zu einer besseren Ausbalancierung bei. Der Schuldenabbau im privaten Sektor konnte von der wirtschaftlichen Expansion profitieren, verläuft aber nach wie vor uneinheitlich, wobei große Schuldenbestände nicht in ausreichendem Tempo korrigiert werden. Der schwächere aktive Schuldenabbau im privaten und insbesondere im öffentlichen Sektor wirft generell die Frage auf, ob der Schuldenabbau zunehmend von künftigem BIP-Potenzialwachstum abhängt. Eine solche Herausforderung unterstreicht die Notwendigkeit einer Fortsetzung des Reformprozesses, der in den vergangenen Jahren in einer Reihe von EU-Ländern in Angriff genommen wurde, und verleiht politischen Maßnahmen und Reformen zur Steigerung des Wachstumspotenzials einen hohen

[6] Siehe Kasten 3 für einen Überblick über die jüngsten Entwicklungen in den Bereichen Beschäftigung und Soziales in der EU.

Stellenwert.[7] Angesichts der zunehmend unsicheren mittelfristigen Aussichten ist es von zentraler Bedeutung, dass sich der private und der öffentliche Sektor in der aktuellen Phase einer fortgesetzten wirtschaftlichen Expansion um den Abbau ihrer Schulden bemühen, um Spielraum für die Abfederung negativer Produktionsschocks zu schaffen, sobald sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verschlechtern und Risiken sich konkretisieren. Gleichzeitig gibt es in einer Reihe von Ländern Anzeichen einer möglichen Überhitzung, die in erster Linie aufgrund schnell wachsender Lohnstückkosten und einer damit verbundenen Verschlechterung der Kostenwettbewerbsfähigkeit sowie eines dynamischen und bereits von einer relativ hohen Basis ausgehenden Wachstums der Wohnimmobilienpreise droht. Angesichts der Korrektur der meisten Ungleichgewichte in den Stromgrößen, der allmählichen Verringerung der Ungleichgewichte in Bestandsgrößen und möglicher Überhitzungserscheinungen in mehreren Ländern wird die MIP-Überwachung zunehmend auf die Überwachung nicht nachhaltiger Trends und die Verhinderung von Risikokonstellationen, die sich mittelfristig herauskristallisieren könnten, ausgerichtet.

Für einige im WMB genannte Mitgliedstaaten werden die eingehenden Überprüfungen (IDR) detailliertere und umfassendere Analysen enthalten. Wie in den vorhergehenden jährlichen Zyklen fließen die IDR in die Länderberichte ein, in denen die Kommissionsdienststellen die wirtschaftlichen und sozialen Herausforderungen in den EU-Mitgliedstaaten analysieren. Bei der Erstellung der IDR stützt die Kommission ihre Analyse auf umfassende Daten sowie relevante Informations- und Bewertungsrahmen, die sie in Zusammenarbeit mit den Ausschüssen und Arbeitsgruppen des Rates entwickelt hat. Die Analyse in den IDR bildet die Grundlage für die Ermittlung von Ungleichgewichten oder übermäßigen Ungleichgewichten in den Mitgliedstaaten sowie mögliche Aktualisierungen der länderspezifischen Empfehlungen an die Mitgliedstaaten.[8] Länder, bei denen Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte festgestellt wurden, werden über längere Zeit einem spezifischen Monitoring unterzogen, um die kontinuierliche Überwachung der im Rahmen des MIP ergriffenen Maßnahmen zu gewährleisten.

IDR werden für Mitgliedstaaten durchgeführt, bei denen bereits Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte festgestellt wurden. Eine IDR wird gemäß der gängigen Aufsichtspraxis durchgeführt, um zu bewerten, ob bestehende Ungleichgewichte abnehmen, fortbestehen oder zunehmen, und um festzustellen, welche Korrekturmaßnahmen ergriffen wurden. IDR sind deshalb für die elf Mitgliedstaaten vorgesehen, in denen bei den IDR des Jahres 2018 Ungleichgewichte ermittelt wurden.[9] Dabei handelt es sich um **Bulgarien, Deutschland, Frankreich, Irland, Italien, Kroatien, die Niederlande, Portugal, Schweden, Spanien** und **Zypern**.

IDR werden auch für Griechenland, das erstmals unter die MIP-Überwachung fällt, und für Rumänien erstellt. Im Zuge der WMB-Analyse wird ein IDR für **Griechenland** erstellt, das zuvor von der MIP-Überwachung ausgeschlossen war, da es bis August 2018 einem makroökonomischen

[7] Siehe auch Europäische Kommission, Jahreswachstumsbericht 2019.

[8] Artikel 6 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011.

[9] Siehe „Europäisches Semester 2018: Bewertung der Fortschritte bei den Strukturreformen, Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte und Ergebnisse der eingehenden Überprüfungen gemäß Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 - COM(2018) 120 final vom 7.3.2018.

Anpassungsprogramm im Rahmen des Finanzhilfeprogramms unterlag.[10] Die WMB-Bewertung ergab keine wesentlichen zusätzlichen Risiken im Vergleich zu den Risiken, die in den letzten IDR bei einer Reihe von Mitgliedstaaten festgestellt wurden, bei denen die MIP-Überwachung in den letzten Jahren beendet wurde, nämlich Slowenien (keine Ungleichgewichte im Jahr 2018), Finnland (Beendigung im Jahr 2017), Belgien und Ungarn (Beendigung im Jahr 2016). Auch in Österreich haben sich die Bedingungen seit der Bewertung in der IDR 2016, bei der keine Ungleichgewichte festgestellt wurden, nicht wesentlich geändert. Auch Estland wurde im Rahmen einer IDR im Jahr 2016 analysiert, ohne dass Ungleichgewichte ermittelt wurden. Obwohl seither ein starkes Wachstum der Lohnstückkosten eingesetzt hat, gab es keine signifikanten Auswirkungen auf den Außenbeitrag und wurde eine neue IDR für Estland nicht als zwingend erachtet, auch wenn im bevorstehenden Länderbericht eine sorgfältige Überwachung angezeigt ist. Die Lage in **Rumänien** sollte dagegen in einer IDR analysiert werden, um die weitere Entwicklung und ein eventuelles erneutes Auftreten riskanter Trends zu bewerten, die bereits in früheren IDR (2015 und 2016) insbesondere in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit und den Außenbeitrag festgestellt wurden. Eine genaue Analyse in den Länderberichten erscheint bei einer Reihe von Mitgliedstaaten angezeigt, wobei im Blickfeld Risiken im Zusammenhang mit der Entwicklung der Wohnimmobilienmärkte (Belgien, Dänemark, Luxemburg, Österreich, Tschechien, Ungarn und Vereinigtes Königreich) und Entwicklungen bei der Wettbewerbsfähigkeit (Estland, Lettland, Litauen, Tschechien und Ungarn) stehen.[11] Insgesamt wird im WMB somit die Ausarbeitung von IDR für 13 Mitgliedstaaten gefordert, während es im vorhergehenden Zyklus 12 waren.

Kasten 1: **Änderungen der Hilfsindikatoren des MIP-Scoreboards**

Das MIP-Scoreboard wird durch einen Satz Hilfsindikatoren ergänzt. Wie in der MIP-Verordnung (Verordnung (EU) Nr. 1176/2011) festgelegt, werden bei der wirtschaftlichen Auslegung des Scoreboards nicht nur dessen Leitindikatoren, sondern auch zusätzliche relevante Indikatoren und Informationen verwendet. Seit Beginn der MIP-Überwachung wurde die wirtschaftliche Auslegung der Leitindikatoren durch eine Reihe von Hilfsindikatoren ergänzt. Im Gegensatz zu den Leitindikatoren gibt es für Hilfsindikatoren keine Schwellenwerte (siehe Tabelle 2.1).

Gemäß der MIP-Verordnung muss die Kommission das MIP-Scoreboard regelmäßig überprüfen und erforderlichenfalls überarbeiten. Das Scoreboard wurde seit Beginn des MIP mehrfach überarbeitet. Im Jahr 2012 wurde ein Leitindikator für den Finanzsektor hinzugefügt

[10] Mitgliedstaaten, die ein makroökonomisches Anpassungsprogramm im Rahmen eines Finanzhilfeprogramms durchlaufen, sind von der MIP-Überwachung ausgenommen (Artikel 11 der Verordnung (EU) Nr. 472/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 über den Ausbau der wirtschafts- und haushaltspolitischen Überwachung von Mitgliedstaaten im Euro-Währungsgebiet, die von gravierenden Schwierigkeiten in Bezug auf ihre finanzielle Stabilität betroffen oder bedroht sind).

[11] Im November 2016 gab der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) länderspezifische Warnungen zu mittelfristigen Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor für acht EU-Mitgliedstaaten heraus (Belgien, Dänemark, Finnland, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Schweden und das Vereinigte Königreich).

(Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors), im Jahr 2013 eine Reihe von Scoreboard-Variablen überarbeitet (realer effektiver Wechselkurs, Verschuldung des privaten Sektors und Kreditströme) und einige Hilfsindikatoren hinzugefügt (einschließlich Indikatoren für Soziales und Beschäftigung). Im Jahr 2015 wurden Leitindikatoren für die Beschäftigung hinzugefügt. Die Veränderungen waren stets zielgerichtet und auf das Nötige beschränkt.

Mit diesem WMB werden einige Hilfsindikatoren überarbeitet, um Verbesserungen bei den verfügbaren Statistiken zu nutzen und die Relevanz der Indikatoren zu gewährleisten. Die jüngsten Überarbeitungen der Hilfsindikatoren zielen darauf ab, sich die Verbesserungen bei den Statistiken über die Zahlungsbilanz und den Daten über den Bankensektor (insbesondere notleidende Kredite) zunutze zu machen und dafür zu sorgen, dass Indikatoren, die bereits bei den WMB- und IDR-Analysen verwendet werden, sich auch im Scoreboard widerspiegeln. Wie bei früheren Überarbeitungen des Scoreboards wurden das Europäische Parlament und der Rat (einschließlich seiner Sachverständigenausschüsse) gebührend konsultiert und der ESRB informiert. Die Überarbeitungen lassen sich wie folgt zusammenfassen:[12]

- Die *Nettoauslandsverschuldung* wird durch den *NAVS ausschließlich Instrumenten ohne Ausfallsrisiko* (NAIOA) ersetzt, um externe Bestände (Aktiva und Passiva) mit Ausfallrisiko umfassender darstellen zu können. Der neue Indikator macht sich die überarbeitete Methodik für die Zahlungsbilanzstatistik (von BPM5 zu BPM6) zunutze, die eine genauere Aufschlüsselung der Auslandsaktiva und -passiva ermöglicht. Im Vergleich zur Nettoauslandsverschuldung sind beim neuen NAIOA-Indikator: (i) konzerninterne Netto-Auslandsdirektinvestitionen (ADI) ausgenommen, die mitunter einen großen Teil der grenzüberschreitenden Schulden ausmachen, ohne Solvenzprobleme zu verursachen; (ii) Investmentzertifikate berücksichtigt, die zum Teil ein sehr großer Posten und überwiegend durch Anleihen besichert sind; (iii) Netto-Finanzderivate eingeschlossen. Aus anderer Perspektive betrachtet, ist der neue NAIOA-Indikator eine Untergruppe des NAVS, bei der Beteiligungskomponenten, d. h. Kapital und Kapitalanteile im Zusammenhang mit ausländischen Direktinvestitionen, und unternehmensinterne grenzüberschreitende ADI-Verbindlichkeiten unberücksichtigt bleiben.
- Der Indikator des *nicht konsolidierten Verschuldungsgrads des Finanzsektors* aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung wird durch den *konsolidierten Verschuldungsgrad der Banken, inländische und ausländische Unternehmen* aus den konsolidierten Bankendaten der EZB ersetzt, der deutlichere wirtschaftliche Aussagen ermöglicht, länderübergreifend vergleichbar ist und konsequent auf Buchwerten beruht, auch wenn ausschließlich der Bankensektor erfasst ist.
- Zwei Indikatoren, die in der MIP-Analyse regelmäßig verwendet werden, werden hinzugefügt: erstens *Schulden der Haushalte, konsolidiert*, zur Ergänzung des Leitindikators für die Verschuldung des privaten Sektors und zweitens *notleidende Kredite, brutto* mit ergänzenden Informationen zur Bewertung der Verschuldung des privaten Sektors. Die Aufnahme des zweiten Indikators ist möglich geworden, weil in den konsolidierten Bankenstatistiken der EZB seit 2015 länderübergreifend vergleichbare Daten verfügbar sind.
- Damit das Scoreboard relevant und kompakt bleibt, ist die Gesamtzahl der Indikatoren mit 28 unverändert geblieben. Zwei zuvor aufgenommene Hilfsindikatoren werden gestrichen: (i) die

[12] Zu weiteren Einzelheiten zu den statistischen Definitionen der neuen Indikatoren siehe Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard“ (geplante Überarbeitung ausgewählter Hilfsindikatoren des MIP-Scoreboards), technischer Vermerk; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

zehnjährige Veränderung bei den nominalen Lohnstückkosten (die sich mit Daten über die dreijährige Veränderung bei den Lohnstückkosten bei den Leitindikatoren und über die zehnjährige Veränderung bei den Lohnstückkosten im Euro-Währungsgebiet bei den Hilfsindikatoren überschneidet); (ii) die nicht konsolidierte Verschuldung des privaten Sektors (die durch den Leitindikator für die konsolidierte Verschuldung des privaten Sektors ersetzt wurde).

2. UNGLEICHGEWICHTE, RISIKEN UND ANPASSUNGEN: WICHTIGSTE ENTWICKLUNGEN IN DEN MITGLIEDSTAATEN

Der WMB basiert auf einer wirtschaftlichen Auslegung der Indikatoren des MIP-Scoreboards, das als Filter zur Ermittlung von Anscheinsbeweisen für mögliche Risiken und Schwachstellen dient. Das Scoreboard umfasst 14 Indikatoren mit indikativen Schwellenwerten für Bereiche wie außenwirtschaftliche Positionen, Wettbewerbsfähigkeit, private Verschuldung, Wohnungsmärkte, Bankensektor und Beschäftigung. Es stützt sich auf tatsächliche Daten von guter statistischer Qualität, um Datenstabilität und länderübergreifend einheitliche Daten zu gewährleisten. Für das Scoreboard für diesen Bericht werden somit Daten bis zum Jahr 2017 verwendet. Im Einklang mit der MIP-Verordnung (Verordnung (EU) Nr. 1176/2011) werden die Scoreboard-Werte in den Bewertungen des WMB nicht einfach mechanisch ausgelesen, sondern sind Gegenstand einer wirtschaftlichen Auslegung, die ein tieferes Verständnis des wirtschaftlichen Gesamtkontextes unter Berücksichtigung länderspezifischer Erwägungen ermöglicht.[13] Ein Satz von Hilfsindikatoren ergänzt die Auslegung des Scoreboards. Ferner werden bei der WMB-Bewertung auch neuere Daten und ergänzende Informationen, Einsichten aus Bewertungsrahmen, Erkenntnisse aus bestehenden IDR und einschlägigen Analysen sowie die Herbstprognose 2018 der Kommissionsdienststellen berücksichtigt.

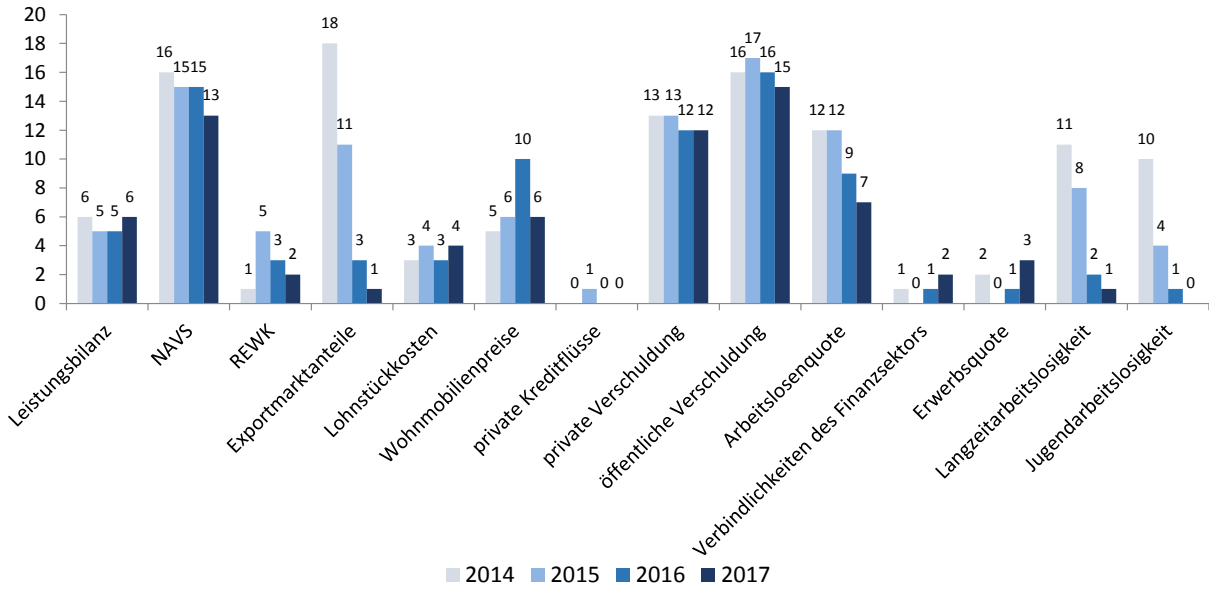
Die Scoreboard-Variablen für das Jahr 2017 deuten darauf hin, dass Ungleichgewichte in Bestandsgrößen fortbestehen, sich allmählich jedoch verringern. Werte über dem Schwellenwert des WMB-Scoreboards zeigen sich weiterhin häufig beim gesamtstaatlichen Schuldenstand, dem Nettoauslandsvermögensstatus und der privaten Verschuldung (Abbildung 1).[14] Die Zahl der Mitgliedstaaten, deren Ergebnisse die Schwellenwerte für diese drei Indikatoren überschreiten, liegt geringfügig unter der in den Scoreboards der vergangenen Jahre ermittelten Häufigkeit; dies bestätigt die Dauerhaftigkeit dieser Ungleichgewichte in Bestandsgrößen und die nur allmählich stattfindende Anpassung. Leistungsbilanzsalden über dem Schwellenwert sind in der Mehrzahl der Fälle weitgehend auf anhaltend hohe Überschüsse zurückzuführen; der Anstieg der Häufigkeit von Werten über dem Schwellenwert im Jahr 2017 erklärt sich aus einer höheren Zahl großer Defizite. Die derzeitige Erholung am Arbeitsmarkt schlägt sich in einer weiteren Verringerung der Zahl der EU-Länder nieder,

[13] Zu den Überlegungen zum Aufbau des WMB-Scoreboards und seiner Auslegung siehe Europäische Kommission (2016) *„The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium*“, European Economy, Institutional Paper 039.

[14] Die detaillierten Scoreboard-Indikatoren und die jeweiligen indikativen Schwellenwerte sind in Tabelle 1.1 im Anhang aufgeführt; die Hilfsindikatoren werden in Tabelle 2.1 ausgewiesen. Wie in der Anmerkung zu Abbildung 1 erläutert, basiert die Auslegung der Entwicklung der Scoreboard-Daten auf den zum Zeitpunkt des WMB jeweils verfügbaren Daten. Stichtag der Daten für den WMB 2019 war der 24. Oktober 2018.

deren Ergebnisse über dem Schwellenwert für die Arbeitslosenquote liegen; noch mehr Rückgänge betreffen die Indikatoren der Jugend- und der Langzeitarbeitslosigkeit, da sie sensibler auf die Arbeitsmarktlage reagieren. Trotz der weitverbreiteten und robusten Erholung der Wohnimmobilienpreise in ganz Europa zeigt das Scoreboard weniger Mitgliedstaaten an, die den Schwellenwert für das Wachstum der Wohnimmobilienpreise überschreiten, da bei einigen Ländern die Werte nur geringfügig über dem Schwellenwert lagen und inzwischen darunter gesunken sind. Die Zahl der Länder mit einem über dem Schwellenwert liegenden Anstieg der Lohnstückkosten blieb weitgehend stabil. In einer geringen Zahl von Ländern wurden die Schwellenwerte für den realen effektiven Wechselkurs überschritten, wobei der reale Wechselkurs in allen Fällen unter den niedrigeren Schwellenwert fällt. Die Zahl der Mitgliedstaaten, die bei den Exportmarktanteilen Verluste über dem Schwellenwert verzeichnen mussten, ist weiter zurückgegangen.

Abbildung 1: Zahl der Länder mit Scoreboard-Variablen über dem Schwellenwert



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die Zahl der Länder mit Scoreboard-Variablen über dem Schwellenwert basiert auf in der Vergangenheit mit dem betreffenden jährlichen WMB veröffentlichten Scoreboards. Mögliche nachträgliche Datenkorrekturen können im Vergleich zu der Abbildung eine andere Anzahl von Werten über dem Schwellenwert ergeben, wenn die neuesten Daten für die Scoreboard-Variablen verwendet werden.

Die meisten EU-Länder verzeichnen weiterhin einen ausgeglichenen oder überschüssigen Leistungsbilanzsaldo; die hohen Leistungsbilanzüberschüsse in einigen Ländern bestehen fort und sind bestenfalls nur leicht rückläufig. Jüngste Veränderungen bei den Leistungsbilanzsalden waren insgesamt von relativ begrenztem Umfang (Abbildung 3). Die meisten hohen, nicht nachhaltigen Leistungsbilanzdefizite wurden bereits in den ersten Jahren des Jahrzehnts korrigiert und in Überschüsse oder ausgeglichene Positionen umgewandelt; diese wurden gehalten und sind in den letzten Jahren häufig leicht gewachsen. Die hohen Überschüsse in Netto-Gläubigerländern haben sich insgesamt kaum verändert oder sogar erhöht. Leistungsbilanzsalden sind nur in begrenztem Maße durch konjunkturelle Faktoren bedingt: Die Differenz zwischen der tatsächlichen und der konjunkturbereinigten Leistungsbilanz ist im Allgemeinen gering und vor dem Hintergrund sich

schließender Produktionslücken rückläufig (Abbildung 2).[15] In den meisten EU-Ländern liegen die aktuellen Leistungsbilanzen über dem, was aufgrund der Fundamentaldaten (z. B. Bevölkerungsalterung und Pro-Kopf-Einkommen) zu erwarten wäre.[16] In einigen Fällen könnten die jüngsten Ergebnisse sich jedoch immer noch als unzureichend erweisen, um den Bestand an Nettoauslandsverbindlichkeiten in angemessenem Tempo abzubauen. Weitgehend ausgeglichene Leistungsbilanzen waren im Jahr 2017 in geringerem Umfang den Konjunkturbedingungen geschuldet als zuvor, da negative Produktionslücken in den Mitgliedstaaten sich schließen oder positive Werte erreichen. Aufgrund des Anstiegs der Ölpreise beeinträchtigen die Entwicklungen bei der Energiebilanz die Gesamtbilanz fast überall, häufig aber nur geringfügig (siehe Tabelle 2.1 im Anhang zu den Daten der Energiebilanz).

- **Zypern ist der Mitgliedstaat mit dem höchsten Leistungsbilanzdefizit über dem MIP-Schwellenwert** (auf der Grundlage des Durchschnitts der drei Jahre bis 2017). Die jährlichen Daten haben sich in den letzten Jahren nur für Zypern verschlechtert. Die Ergebnisse liegen **unter dem, was die Fundamentaldaten nahelegen und was erforderlich ist, um den NAVS in angemessenem Tempo zu verbessern**. Zudem kann die Verschlechterung der Leistungsbilanz im Jahr 2017 nicht durch Auswirkungen des Konjunkturzyklus begründet werden. Außerhalb des Euro-Währungsgebiets liegt auch die Leistungsbilanz des Vereinigten Königreichs unter dem Schwellenwert für das MIP-Scoreboard.
- Im Jahr 2017 verzeichneten nur **fünf weitere Mitgliedstaaten Leistungsbilanzdefizite**: Finnland, Frankreich, Griechenland, Rumänien und die Slowakei, wobei die Werte nur bei den beiden letztgenannten Ländern über 1 % des BIP liegen. **Rumänien verzeichnete eine Verschlechterung** seines Leistungsbilanzdefizits mit einem Ergebnis, das 2017 hinter den Fundamentaldaten zurückzubleiben scheint. **Griechenland fällt auf wegen des hohen Beitrags der negativen Produktionslücke** zum niedrigen Leistungsbilanzdefizit; konjunkturbereinigt scheint der Leistungsbilanzsaldo unter dem Niveau zu liegen, das nötig wäre, um den NAVS rasch zu verringern, und erreicht zudem nicht den Leistungsbilanz-Standard.
- **Länder mit weitgehend negativem NIIP** wie Portugal und Spanien hatten Leistungsbilanzergebnisse, die über den Werten lagen, die auf der Grundlage der

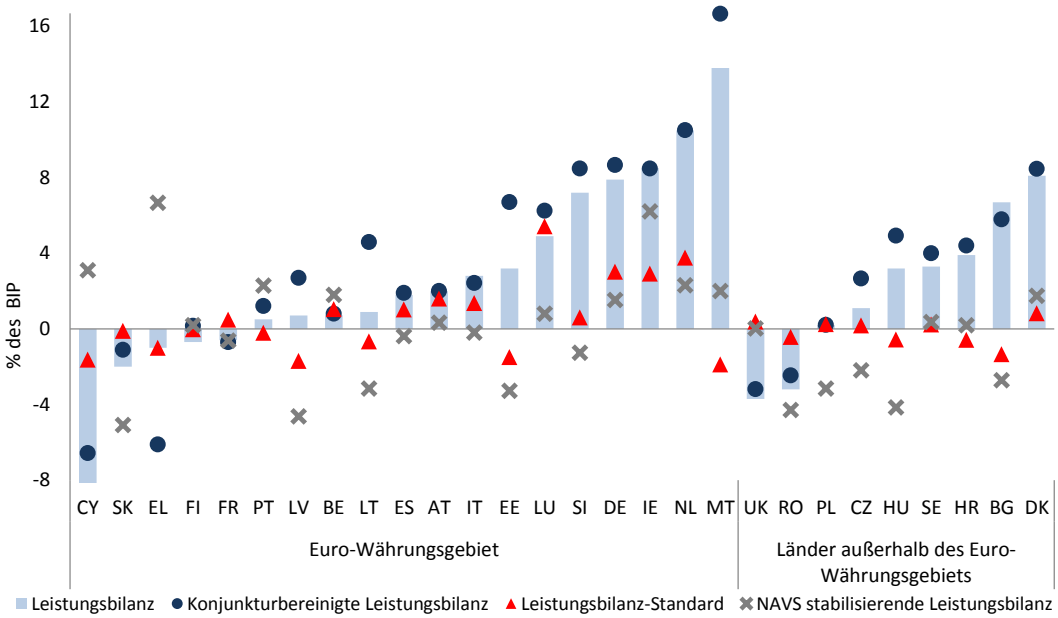
[15] Konjunkturbereinigte Leistungsbilanzsalden tragen den Auswirkungen des Konjunkturzyklus durch Anpassung um die inländische Produktionslücke und die der Handelspartner Rechnung, siehe M. Salto und A. Turrini (2010), „Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment", European Economy, Diskussionspapier 427/2010.

[16] Leistungsbilanzen, die im Einklang mit den Fundamentaldaten stehen, (Leistungsbilanz-Standard) werden mittels Reduced-Form-Regressionen ermittelt, die die wichtigsten Determinanten für den Saldo aus Ersparnissen und Investitionen erfassen, einschließlich fundamentaler Determinanten, politischer Faktoren und der globalen finanziellen Bedingungen. Die Methodik ist verwandt mit der von S. Phillips et al. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IWF-Arbeitspapier, 13/272). Siehe L. Coutinho et al. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks", European Economy, Diskussionspapier 86, 2018, zur Beschreibung der Methodik für die Berechnung der auf Fundamentaldaten basierenden Leistungsbilanz, die in diesem WMB verwendet wurde.

Fundamentaldaten erwartet werden konnten, im Falle Portugals aber nicht ausreichten, um eine Verbesserung des NAVS in angemessenem Tempo zu gewährleisten. Kroatien wies einen Überschuss aus, der eine Verringerung des NAVS in angemessenem Tempo ermöglicht. Irland wies 2017 einen hohen Leistungsbilanzüberschuss aus, nachdem es im Jahr 2016 nach den jüngsten deutlichen Abwärtskorrekturen ein Defizit verzeichnen musste. Im Falle Irlands stehen die Leistungsbilanzzahlen in engem Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Geschäften multinationaler Unternehmen.

- **Vier Mitgliedstaaten überschreiten derzeit aufgrund von Überschüssen den Schwellenwert des MIP-Scoreboards**. Werte oberhalb der Schwelle wurden in Dänemark, Deutschland und den Niederlanden seit mehreren Jahren und in Malta in jüngerer Zeit beobachtet. 2017 ging der deutsche Überschuss um 0,5 % des BIP zurück, während sich der Überschuss in den Niederlanden um 2,5 % des BIP ausweitete. In allen vier Fällen liegen diese Überschüsse deutlich – und stets um mindestens fünf Prozentpunkte des BIP –**über dem, was sich durch die Fundamentaldaten erklären lässt**. In den Niederlanden und in Malta sind die grenzüberschreitenden Geschäfte multinationaler Unternehmen und der international ausgerichteten Dienstleistungssektoren, die sich sowohl auf die Handels- als auch auf die Einkommensbilanz auswirken, eine wichtige Triebfeder für die Überschussdynamik. Verschiedene andere Länder verzeichnen seit einigen Jahren Leistungsbilanzüberschüsse, auch wenn diese unter dem Schwellenwert liegen; dies gilt auch für große Länder des Euro-Währungsgebiets, insbesondere Italien (siehe Kasten 2 zu weiteren Informationen über den Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets).

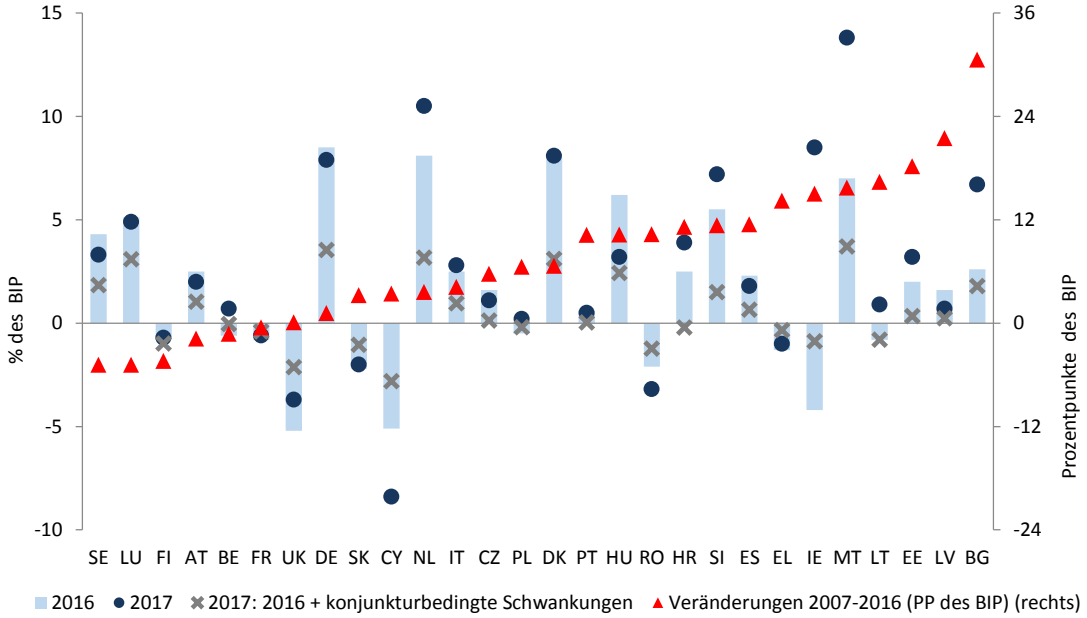
Abbildung 2: Leistungsbilanzen und Referenzwerte im Jahr 2017



Quelle: Eurostat (BPM6), Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder werden nach der Leistungsbilanz 2017 eingestuft. *Konjunkturbereinigte Leistungsbilanzsalden*: Siehe Fußnote 15. *Leistungsbilanz-Standards*: Siehe Fußnote 16. Der Referenzwert *NAVS-stabilisierende Leistungsbilanz* wird definiert als Leistungsbilanz, die erforderlich ist, um den NAVS in den nächsten zehn Jahren auf dem aktuellen Stand zu stabilisieren, oder im Falle, dass der aktuelle NAVS unter dem länderspezifischen aufsichtlichen Schwellenwert liegt, die Leistungsbilanz, die erforderlich ist, um den NAVS-Schwellenwert in den nächsten 10 Jahren zu erreichen.[17]

[17] Zur Methodik für Leistungsbilanz-Referenzwerte siehe L. Coutinho et al. (2018); zu den länderspezifischen aufsichtlichen NAVS-Schwellen siehe Fußnote **Error! Bookmark not defined.**.

Abbildung 3: Entwicklung der Leistungsbilanzen



Quelle: Eurostat und Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind in ansteigender Reihenfolge der Schwankungen ihrer NAVS-Quote im Zeitraum 2007-2017 dargestellt. Die konjunkturbedingte Schwankung wird als Schwankung der Leistungsbilanz berechnet, die nicht durch Schwankungen der konjunkturbereinigten Leistungsbilanz erfasst wird; Siehe Fußnote 15.

Die NAVS-Positionen haben sich in fast allen Mitgliedstaaten weiter verbessert, doch geben die äußerst negativen Positionen in einigen Ländern weiterhin Anlass zur Sorge. Der NAVS liegt in vielen EU-Mitgliedstaaten nach wie vor weit im negativen Bereich (Abbildung 4). In den meisten EU-Ländern mit negativem NAVS liegt der Bestand an Auslandsverbindlichkeiten über dem NAVS, der sich anhand der wirtschaftlichen Fundamentaldaten begründen ließe; nur in wenigen Fällen scheint er unterhalb der aufsichtlichen Schwelle zu liegen.[18] In einigen Ländern bleibt der Bestand an Auslandsverbindlichkeiten auch dann hoch, wenn bei seiner Berechnung weniger riskante Finanzinstrumente nicht berücksichtigt werden (NAIOA). Dank der derzeit häufig im positiven Bereich liegenden Ergebnisse bei den Leistungsbilanzen und der Erholung des nominalen BIP-Wachstums (Abbildung 5) haben sich die Verbesserungen des NAVS im Jahr 2017 fortgesetzt, waren aber nicht so ausgeprägt wie in früheren Jahren, wobei Bewertungseffekte häufig weniger zur Verbesserung des NAVS beitrugen oder diesen sogar geringfügig beeinträchtigten. Die Richtung, in die der NAVS schwankte, und die Intensität der Schwankungen waren nicht unbedingt von der

[18] Der gemäß den Fundamentaldaten erwartete NAVS wird durch zeitliche Kumulation der Leistungsbilanz-Standards ermittelt (siehe auch Fußnote **Error! Bookmark not defined.**). Die aufsichtlichen NAVS-Schwellenwerte werden durch Maximierung der Signalstärke bei der Vorhersage von Zahlungsbilanzkrisen unter Berücksichtigung der nach Pro-Kopf-Einkommen zusammengefassten länderspezifischen Informationen bestimmt. Zur Methodik für die Berechnung des NAVS nach Fundamentaldaten siehe A. Turrini und S. Zeugner, „Benchmarks for Net International Investment Positions“, European Economy, Diskussionspapier, wird in Kürze veröffentlicht.

Ausgangslage des NAVS abhängig, doch konnten Netto-Schuldnerländer ihre Ergebnisse im Jahr 2017 in den meisten Fällen verbessern oder stabilisieren.

- 2017 musste **fast die Hälfte der Mitgliedstaaten NAVS unterhalb des Scoreboard-Schwellenwerts** von -35 % des BIP verzeichnen. Einige liegen weiter bei unter -100 % des BIP (Griechenland, Irland, Portugal und Zypern), Spanien unter -80 % des BIP. Auch Bulgarien, Lettland, Litauen, Kroatien, Polen, Rumänien, die Slowakei und Ungarn lagen noch unter dem Wert von -35 % des BIP.

- In Ländern **mit weitgehend negativen NAVS** liegen die Ergebnisse sowohl im Hinblick auf die NAVS-Standards als auch die aufsichtlichen NAVS-Schwellen in der Regel **unterhalb der länderspezifischer Referenzwerte**. Dies gilt für Griechenland, Irland, Portugal, Zypern und auch Spanien. In Griechenland verschlechterte sich der NAVS geringfügig, Portugal meldete das gleiche Ergebnis; in beiden Fällen wurde der NAVS im Jahr 2017 durch Bewertungseffekte etwas gedämpft; alle anderen Länder haben ihre Ergebnisse verbessert. Besonders negative NAVS gehen mit **hohen Nettoschulden** einher.[19] Bei den Zahlen für Irland und Zypern ist auch zu berücksichtigen, wie stark sich die Tätigkeiten multinationaler Unternehmen und der international ausgerichteten Dienstleistungssektoren niederschlagen; in Griechenland spielt die hohe Auslandsverschuldung zu stark vergünstigten Bedingungen eine wichtige Rolle.

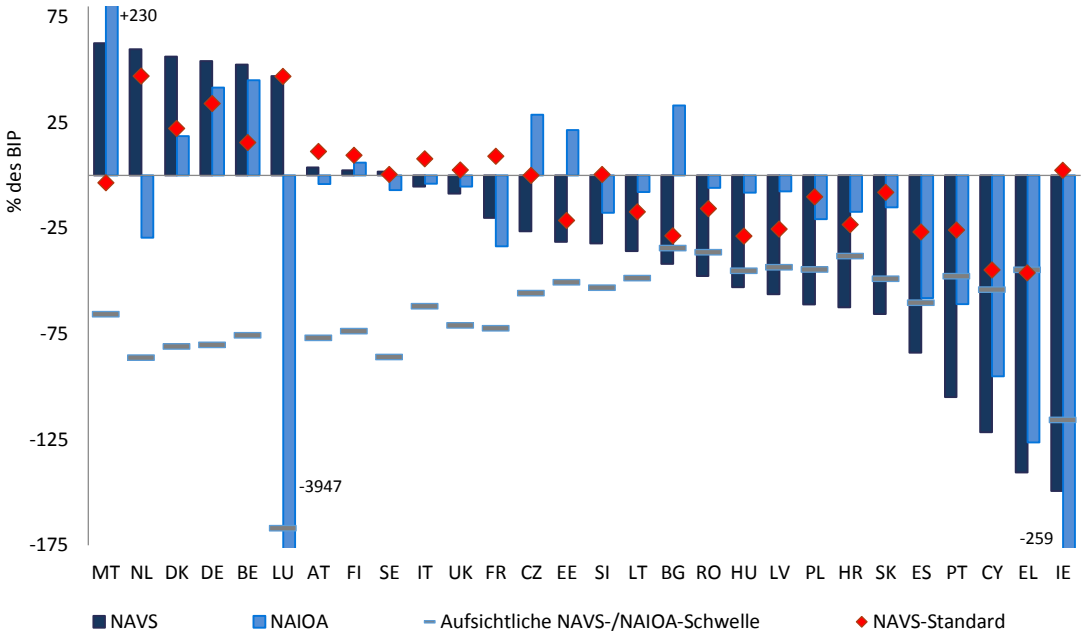
- In Ländern mit einem **NAVS im negativen Zwischenbereich**, der aber immer noch unter der Scoreboard-Schwelle von -35 % des BIP liegt, scheint dieser sich häufig unter dem Standard und in einigen Fällen leicht unterhalb der aufsichtlichen Schwellenwerte zu situieren. In diesen Ländern hat Kapital große Auswirkung auf den negativen NAVS, auch im Hinblick auf die ADI-Nettozuflüsse. In Ländern mit **moderaten externen Positionen** liegt der NAVS häufig über den jeweiligen Standards; die Ausnahme bilden Frankreich und Slowenien, wo er darunter liegt.

- In den meisten Ländern mit **hohen positiven NAVS-Werten** liegt der NAVS über dem Standard und stieg im Jahr 2017 aufgrund hoher Leistungsbilanzüberschüsse an. Die Niederlande und Dänemark verzeichneten aufgrund negativer Bewertungseffekte einen marginalen Rückgang ihres NAVS. Malta und die Niederlande beendeten 2017 mit einem NAVS von rund 60 % des BIP, Belgien, Dänemark und Deutschland von über 50 %.[20]

[19] Dies spiegelt sich in der NAIOA-Variable wider, d. h. dem NAVS ausschließlich Instrumenten ohne Ausfallrisiko. Positiv ist zu vermerken, dass die Verbesserungen des NAVS in diesen Ländern im Jahr 2017 vor allem auf Verbesserungen beim NAIOA zurückzuführen waren.

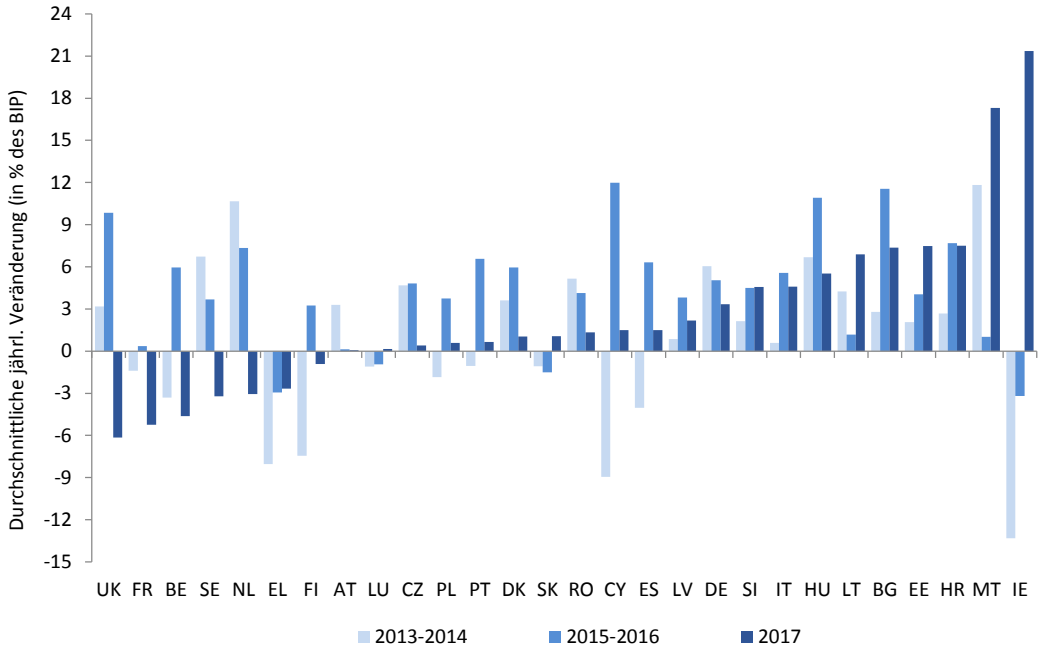
[20] Der NAIOA schwankt in dieser Ländergruppe stark, was unter anderem auf wichtige Finanzzentren (z. B. Luxemburg und Malta) oder auf die Auslandsschulden von Banken und Verwaltungshauptsitzen multinationaler Unternehmen wie in den Niederlanden zurückzuführen ist.

Abbildung 4: Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und Referenzwerte im Jahr 2017



Quelle: Eurostat (BPM6, ESA10), Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind in absteigender Reihenfolge ihrer NAVS-Quote im Jahr 2017 dargestellt. Beim NAIOA handelt es sich um den NAVS ausschließlich Instrumenten ohne Ausfallrisiko, siehe Kasten 1 für weitere Informationen. Zu den Konzepten des NAVS-Standards und der aufsichtlichen NAVS-Schwelle siehe Fußnote 18.

Abbildung 5: Dynamik des Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS)



Quelle: Eurostat

Anmerkung: Die Länder sind in absteigender Reihenfolge der Schwankung ihrer NAVS-Quote im Jahr 2017 dargestellt.

Die Entwicklungen im Bereich der Kostenwettbewerbsfähigkeit tragen weniger stark zum Abbau von Ungleichgewichten bei. Nach der Krise blieb in Ländern, in denen durch den Abbau hoher Leistungsbilanzdefizite die Nachfrage gedrückt wurde, die Dynamik bei der Entwicklung der Lohnstückkosten (LSK) relativ gedämpft. Mit der wirtschaftlichen Erholung setzte wieder ein Anstieg der Lohnstückkosten ein; dieser blieb trotz angespannter Arbeitsmärkte jedoch relativ verhalten. Eine deutliche Beschleunigung war in einer Reihe von Ländern Mittel- und Osteuropas zu verzeichnen und setzte 2012 in Bulgarien und Estland, 2013 in Lettland und Litauen und 2016 in Rumänien, Tschechien und Ungarn ein. Die Lohnstückkosten haben sich 2017 in den meisten Mitgliedstaaten aufgrund der Konsolidierung der wirtschaftlichen Expansion weiter beschleunigt, allerdings ohne signifikante Erhöhung der Arbeitskosten in großen Netto-Gläubigerländern. Damit hat sich der im Jahr 2016 eingesetzte Trend, dass die Kostenwettbewerbsfähigkeit geringere Auswirkungen auf den Abbau von Ungleichgewichten hat, bestätigt (siehe auch Kasten 2).

- **Die Lohnstückkosten haben sich in den meisten Mitgliedstaaten beschleunigt**. Besonders ausgeprägt war das Wachstum der Lohnstückkosten in den letzten Jahren in Bulgarien, Estland, Lettland und Litauen (Abbildung 6**)**; all diese Länder haben die Scoreboard-Schwelle überschritten. 2017 war der beschleunigte Anstieg der Lohnstückkosten gegenüber früheren Jahren besonders auffällig in Bulgarien und Rumänien, in geringerem Maße auch in Luxemburg, der Slowakei und Tschechien. Schätzungen für 2018 lassen in vielen dieser Länder auf ein Szenario anhaltender Dynamik bei den Lohnstückkosten schließen, wobei in Lettland, Litauen, Rumänien, Tschechien und Ungarn eine besonders starke Beschleunigung und in Bulgarien eine Verlangsamung, allerdings auf einem weiterhin hohen Stand, erwartet wird.

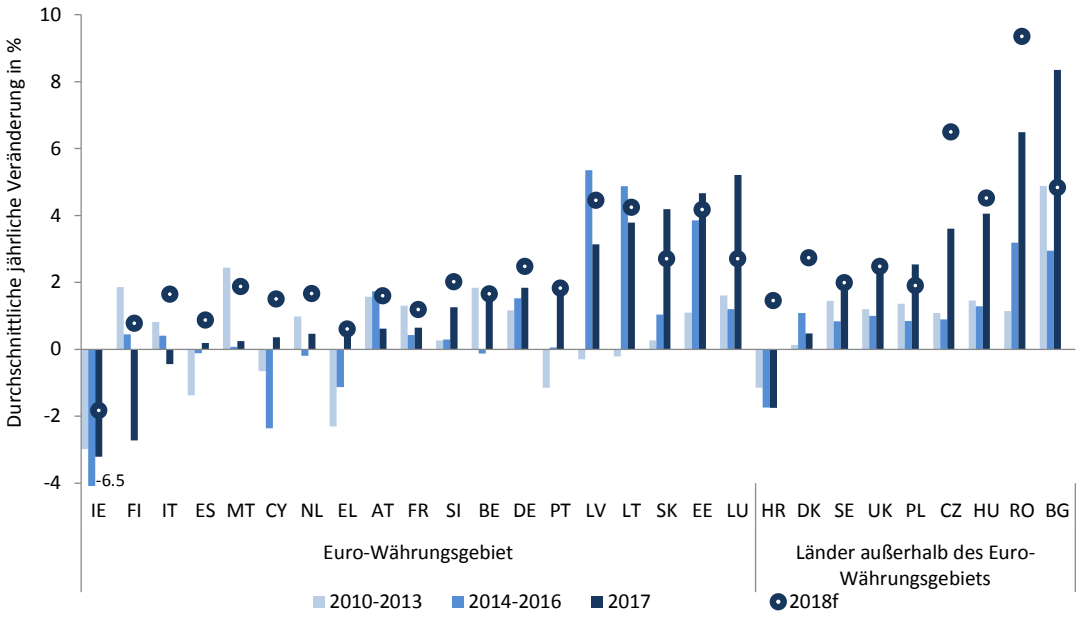
- **Länderübergreifend betrachtet, spiegelt der Anstieg der Lohnstückkosten im Großen und Ganzen die unterschiedlich angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt wider.** Am schnellsten steigen die Lohnstückkosten im Allgemeinen in Länder mit niedrigeren Arbeitslosenquoten (Abbildung 8). In Ländern, die in den vergangenen Jahren ein rasches BIP-Wachstum verzeichneten, insbesondere die baltischen Staaten und eine Reihe anderer Länder in Osteuropa, zeigt sich sowohl eine geringe oder moderate Arbeitslosigkeit als auch ein starkes Wachstum bei den Lohnstückkosten, während die Dynamik der Arbeitskosten in Ländern mit höherer Arbeitslosigkeit in der Regel eher gedämpft ist. Eine solche Relation ist aufgrund der Phillips-Kurvendynamik zu erwarten, doch tritt sie nicht zwingend ein; einige Länder weisen einen Anstieg der Lohnstückkosten auf, der deutlich über den Werten liegt, die diese Relation erwarten ließe, insbesondere Bulgarien, die baltischen Staaten, Rumänien, Tschechien und Ungarn. Gleichzeitig ist der Anstieg der Lohnstückkosten in anderen Ländern schwächer als erwartet (z. B. in Finnland, Irland und Kroatien). In der ersten Gruppe kann das

starke Lohnwachstum auch durch Arbeitskräftemangel infolge von Abwanderung, Qualifikationsdefizite und ein Qualifikationsungleichgewicht bedingt sein.[21]

- **Das nominale Lohnwachstum trug am stärksten zum Anstieg der Lohnstückkosten im Jahr 2017 bei**. In den meisten Mitgliedstaaten kam der größte Beitrag zum Anstieg der Lohnstückkosten vom nominalen Lohnwachstum, die Arbeitsproduktivität spielte dagegen eine weniger wichtige Rolle. Die Arbeitsproduktivität trug im Allgemeinen dazu bei, den Anstieg der Lohnstückkosten zu bremsen, und zwar sowohl aufgrund der Kapitalintensivierung als auch des Wachstums der totalen Faktorproduktivität; der Rückgang in der Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden implizierte häufig eine geringere Produktivität (Abbildung 7).
- **Die Wachstumsmuster der Lohnstückkosten sind vom Druck zum Abbau externer Ungleichgewichte zunehmend entkoppelt.** In den Krisenjahren lag die Arbeitslosigkeit in Netto-Schuldnerländern, in denen sich die Leistungsbilanz umkehrte und in der Folge die Nachfrage einbrach, tendenziell höher, aber seit Beginn der wirtschaftlichen Erholung zeichnet sich eine Annäherung der Arbeitslosenquoten ab. Dies lässt darauf schließen, dass das Wachstum der Lohnstückkosten, das im Allgemeinen die unterschiedliche Anspannung auf den Arbeitsmärkten widerspiegelt, zunehmend von der Notwendigkeit des Abbaus externer Ungleichgewichte abgekoppelt ist. Im Jahr 2017 bestätigte sich in gewisser Weise das Muster, das bereits 2016 zu erkennen war, nämlich, dass die Lohnstückkosten in einigen Netto-Schuldnerländer nach Jahren der Verringerung oder Stagnation wieder anstiegen, wobei die Beschleunigung in Griechenland, Portugal und Zypern besonders stark zu spüren war. Gleichzeitig haben die anhaltend angespannten Arbeitsmärkte in Netto-Gläubigerländern bislang zu keiner nennenswerten Beschleunigung des Lohnwachstums geführt.

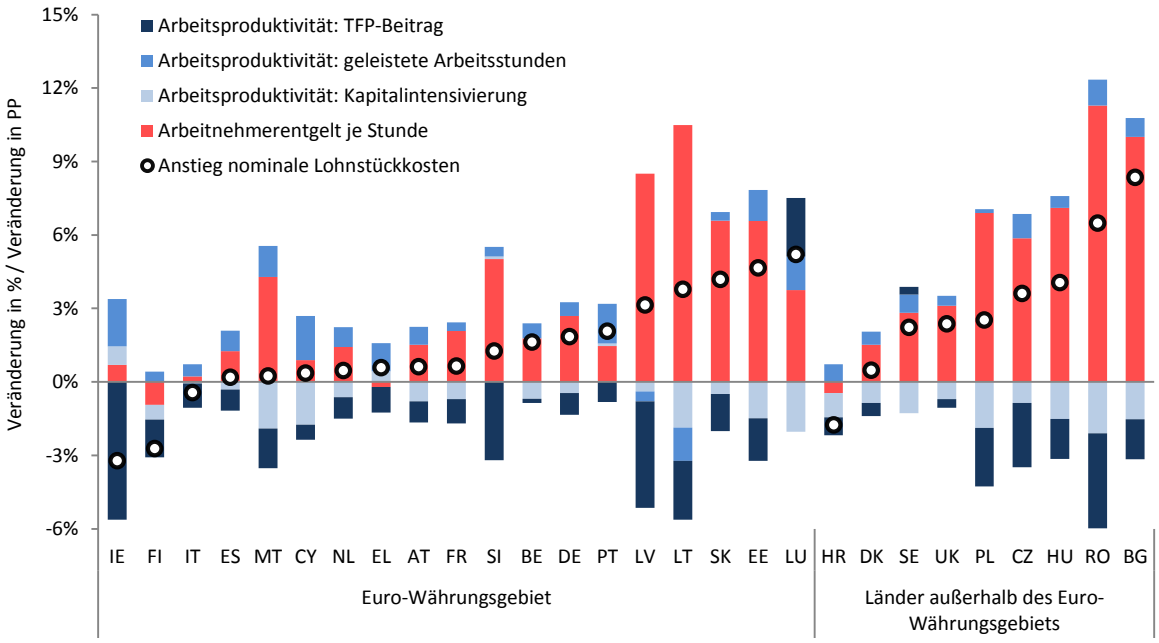
[21] Siehe z. B. Europäische Kommission (2018), „Labour markets and wage developments in Europe“, jährliche Überprüfung 2018, und Z. Darvas and I. Gonçalves Raposo (2018), „The ever-rising labour shortages in Europe“, Bruegel Blog Post, 25. Januar 2018.

Abbildung 6: Anstieg der Lohnstückkosten in den letzten Jahren



Quelle: AMECO; die Daten für 2018 stammen aus der Herbstprognose 2018 der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind in ansteigender Reihenfolge des Anstiegs der Lohnstückkosten im Jahr 2017 dargestellt.

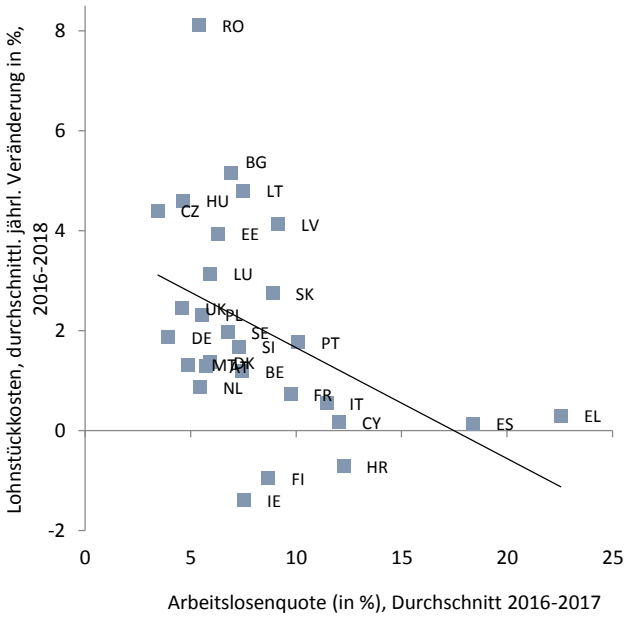
Abbildung 7: Anstieg der Lohnstückkosten und seine Faktoren, 2017



Quelle: AMECO und Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind in ansteigender Reihenfolge des Anstiegs der Lohnstückkosten im Jahr 2017 dargestellt. Die Zusammensetzung basiert auf der Standard-Aufschlüsselung des Anstiegs der Lohnstückkosten in nominale Stundenverdienste und Arbeitsproduktivität; die Arbeitsproduktivität wird unter Verwendung eines

für die Wachstumszerlegung üblichen Rahmens weiter in den Beitrag der geleisteten Arbeitsstunden, totale Faktorproduktivität und Kapitalakkumulation untergliedert.

Abbildung 8: Anstieg der Lohnstückkosten und Arbeitslosenquote



Quelle: AMECO

Die anhand der realen effektiven Wechselkurse gemessenen Entwicklungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit spiegeln nur teilweise die mittels der Lohnstückkosten zu beobachtenden Änderungen der Kostenwettbewerbsfähigkeit wider. Das unterschiedliche Wachstum der Lohnstückkosten hat sich für die EU-Mitgliedstaaten in Verbesserungen bzw. Verschlechterungen ihrer Kostenwettbewerbsfähigkeit niedergeschlagen; dies lässt sich anhand der realen effektiven Wechselkurse auf der Grundlage der Lohnstückkosten (Lohnstückkosten-REWK) ermitteln, wobei sowohl die Lohnstückkostenentwicklung im Vergleich zu den Wettbewerbern auf inländischen und Drittmärkten als auch die Entwicklung der nominalen Wechselkurse berücksichtigt werden (Abb. 9).

- In den letzten Jahren verzeichnete **eine Mehrheit der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets niedrigere Lohnstückkosten-REWK**, was bedeutet, dass das relative Arbeitskostengefälle ausreichend war, um die Aufwertung des Euro auf Basis der effektiven Wechselkurse seit 2016 auszugleichen. **Einige wenige Länder des Euro-Währungsgebiets** und insbesondere **die baltischen Staaten verzeichneten dagegen** basierend auf den Lohnstückkosten-REWK **eine Verschlechterung ihrer Kostenwettbewerbsfähigkeit**. In den nicht zum Euro-Währungsgebiet gehörenden Ländern waren die Veränderungen hier in den meisten Fällen das Ergebnis nominaler Wechselkursschwankungen (gemessen anhand der effektiven nominalen Wechselkurse, NEWK). In Polen, Rumänien, Schweden und dem Vereinigten Königreich waren aufgrund von Abwertungen Wettbewerbsfähigkeitsverbesserungen zu beobachten, während sich Aufwertungen vorwiegend in Bulgarien und Tschechien auswirkten. In den letzten Jahren waren die anhand der

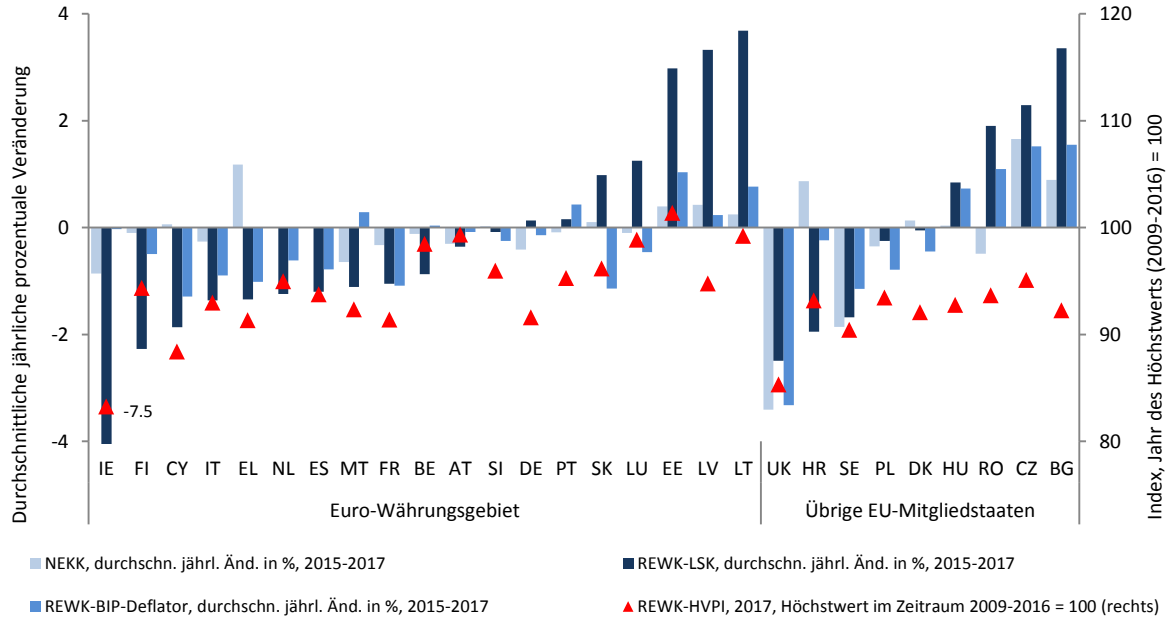
Veränderungen der Lohnstückkosten-REWK gemessenen Kostenwettbewerbsfähigkeitsvorteile in den Netto-Schuldnerländern in der Regel ausgeprägter. Diese Beobachtung stimmt mit den oben dargelegten Fakten bezüglich der Lohnstückkostendynamik überein.

- Die **Dynamik der preislichen Wettbewerbsfähigkeit**, die anhand der BIP-deflationierten REWK ermittelt wird, **verlief verhaltener als die** mittels der Lohnstückkosten-REWK ermittelte **Dynamik der Kostenwettbewerbsfähigkeit**. Das bedeutet, dass ein Teil der Lohnkostenschwankungen von den Preis-Kostenspannen aufgefangen wurde, anstatt sich in den Preisen niederzuschlagen (Abbildung 9). In den Ländern, in denen eine erhebliche Verschlechterung der Kostenwettbewerbsfähigkeit verzeichnet wurde, insbesondere in den baltischen Staaten, Bulgarien und Rumänien, waren die Anzeichen für eine **Margenverengung** besonders deutlich[22].

- In einer Reihe von Ländern schlugen sich die sehr gedämpften bis **negativen Inflationsraten bei den Verbraucherpreisen** in großen **Wettbewerbsfähigkeitsvorteilen** (ermittelt anhand der HVPI-REWK) nieder. Zwei Länder – Irland und Zypern – lagen 2017 sogar unterhalb des unteren Scoreboard-Schwellenwerts. In den meisten Ländern hat sich **die Wettbewerbsposition gegenüber der Situation vor der Krise verbessert und liegen die HVPI-REWK-Werte** unter den früher beobachteten Höchstwerten. Die reale Abwertung ging in den meisten Fällen mit einer Verringerung des relativen Preises nicht handelbarer Güter und einem höheren Anteil der handelbaren Güter einher, was das Potenzial für eine exportgetragene Wachstumsdynamik verbesserte. Einige wenige Länder, darunter Estland, Litauen und Österreich, verzeichnen derzeit HVPI-REWK-Werte nahe der früheren Höchstwerte oder darüber.

[22] Zwar bleiben durch eine Margenverengung die Kostenwettbewerbsfähigkeit und damit die Handelsbedingungen erhalten, sodass die Auswirkungen auf die Handelsströme in durch Produktdifferenzierung und Pricing-to-Market gekennzeichneten Wirtschaftszweigen begrenzt sind, doch würde eine anhaltende verringerte Rentabilität im Laufe der Zeit den Sektor der handelbaren Güter schmälern.

Abbildung 9: Nominale und reale effektive Wechselkurse (NEWK und REWK)



Quelle: AMECO
Hinweis: Die Länder sind in ansteigender Reihenfolge der durchschnittlichen jährlichen Veränderung ihrer realen effektiven Wechselkurse (REWK) bezogen auf das Lohnstückkostenwachstum für den Zeitraum 2015-2017 aufgeführt. Die REWK, bezogen auf die Lohnstückkosten und den BIP-Deflator sowie die nominalen effektiven Wechselkurse (NEWK), werden gegenüber 37 Handelspartnern berechnet; der auf dem HVPI basierende REWK wird wie im WMB-Scoreboard gegenüber 42 Handelspartnern berechnet.

Die Mehrheit der EU-Mitgliedstaaten verzeichnet Zuwächse bei den Exportmarktanteilen, jedoch sind diese weniger stark ausgeprägt. Die 2017 erfassten kumulierten Veränderungen der Exportmarktanteile über 5 Jahre zeigen in den meisten EU-Mitgliedstaaten positive Werte, und nur in einem Land (Griechenland) lagen die Exportmarktanteilverluste außerhalb des Scoreboard-Schwellenwerts. Aktuellere Daten zeichnen ein differenziertes Bild, wobei die Zuwächse nach wie vor überwiegen, sich aber im Jahr 2017 vor dem Hintergrund der Aufwertung des Euro und einer weniger günstigen Rohstoffpreisentwicklung verringert haben. Während sich die Ausfuhrtätigkeit der EU-Mitgliedstaaten 2017 weiter erholte, beschleunigte sich das Exportwachstum in anderen Volkswirtschaften gegenüber den Vorjahren und zog 2017 nahezu mit der EU gleich[23].

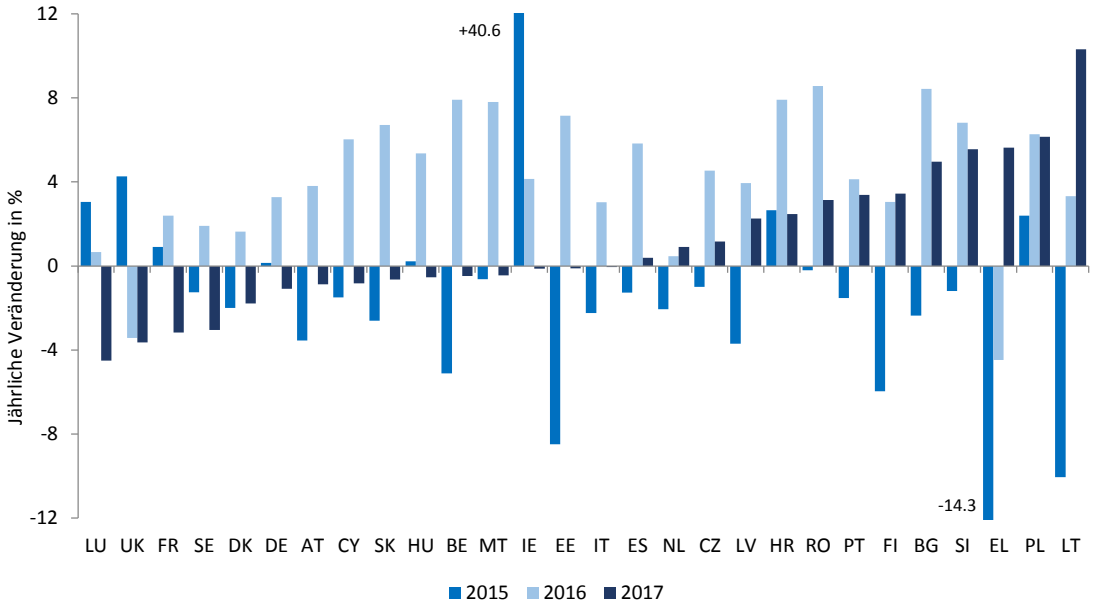
- Die in der EU insgesamt positive Entwicklung der Exportmarktanteile der letzten Jahre wurde durch die innerhalb der EU wieder anziehende Exportnachfrage und durch die bereits erwähnten Wettbewerbsfähigkeitsverbesserungen begünstigt. **Die Marktanteilzuwächse waren in den Netto-Schuldnerländern und in den mittel- und osteuropäischen Ländern in der Regel ausgeprägter**, was bedeutet, dass die in diesen Ländern zu beobachtenden größeren

[23] Siehe Herbstprognose 2018 der Europäischen Kommission und Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2018. Siehe auch Tabelle 2.1 im Anhang zur Exportleistung im Vergleich zu anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Wettbewerbsfähigkeitsverbesserungen sich tendenziell auch in einer verbesserten Exportmarkt-Durchdringung niederschlugen.

- Neuere Daten zu den jährlichen Marktanteilentwicklungen zeigen Zuwächse im Jahr 2016 und allgemein moderatere Ergebnisse für 2017 (Abbildung 10). **Im Jahr 2017 waren die Zuwächse in fast allen EU-Mitgliedstaaten moderater**, während Griechenland und Litauen, die sich im Vergleich zu den großen Verlusten der Vorjahre in einer Umkehrentwicklung befinden, substanziellere Zuwächse verzeichneten.

Abbildung 10: Exportmarktanteilentwicklungen der letzten Jahre



Quelle: Eurostat, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Hinweis: Die Länder sind in aufsteigender Reihenfolge der jährlichen Exportmarktanteilentwicklung für 2017 aufgeführt.

Kasten 2: Die Situation des Euro-Währungsgebiets im Hinblick auf makroökonomische Ungleichgewichte

Der Leistungsbilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets hat sich auf einem sehr hohen Niveau stabilisiert. Der Leistungsbilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets ist nach der Krise von 2008 und bis 2016 merklich angewachsen. Seitdem hat sich sein Wert laut Zahlungsbilanzstatistik in den Jahren 2016 und 2017 auf rund 3,2 % des BIP eingependelt[24]. Der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets ist nach wie vor der weltweit größte und wird Schätzungen zufolge den laut den Fundamentalwirtschaftsdaten zu erwartenden Wert (etwa 1,5 % des BIP im Euro-Währungsgebiet) übersteigen[25]. Bei unveränderter Politik wird der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets laut Herbstprognose 2018 der Europäischen Kommission bis 2020 leicht zurückgehen[26]. Zu den Faktoren, die zu einer Verringerung des Überschusses beitragen könnten, zählen eine relative Verschlechterung der konjunkturellen Lage in anderen Teilen der Weltwirtschaft, die Auswirkungen einer restriktiven Handelspolitik und der kürzlich erfolgten realen effektiven Aufwertung des Euro, eine mögliche weitere Aufwertung des Euro (u. a. wegen des zunehmenden Drucks auf den Markt aufgrund des anhaltend hohen Zahlungsbilanzüberschusses) oder der bislang ungebrochene Trend der steigenden Ölpreise.

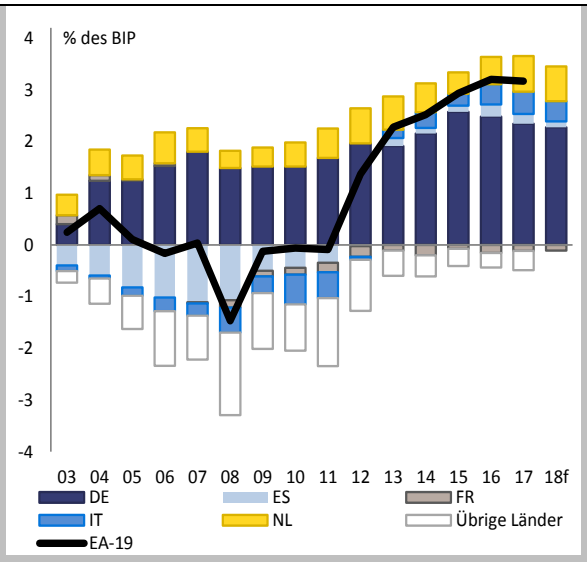
Abbildung B.1: Entwicklung der Leistungsbilanzen im Euro-Währungsgebiet nach Ländern

Abbildung B.2: Entwicklung der Leistungsbilanzen im Euro-Währungsgebiet nach Komponenten

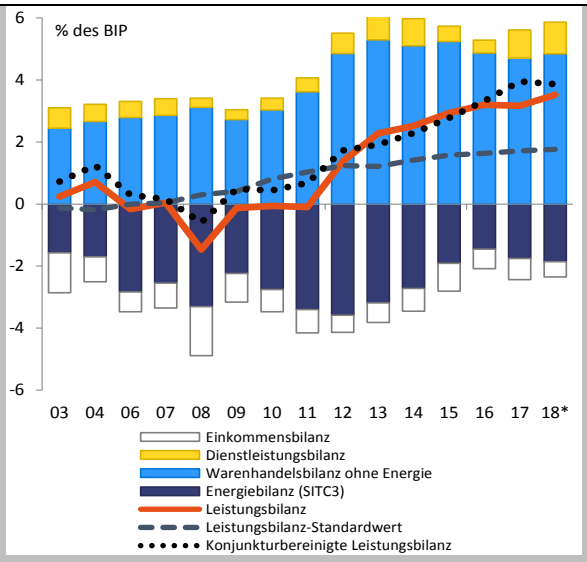
[24] Die auf Zahlungsbilanzdaten basierenden Leistungsbilanzdaten des Euro-Währungsgebiets wurden vor Kurzem leicht nach unten korrigiert und weisen für 2015 bzw. 2016 derzeit einen um etwa 0,3 bzw. 0,1 Prozentpunkte des BIP niedrigeren Überschuss aus als die vor einem Jahr verfügbaren Zahlen. Der Leistungsbilanzsaldo des gesamten Euro-Währungsgebiets gegenüber dem Rest der Welt belief sich sowohl 2016 als auch 2017 auf 3,2 % des BIP, und zwar sowohl auf Basis der Daten der Zahlungsbilanzstatistik als auch der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Der Leistungsbilanzsaldo der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets insgesamt beläuft sich für 2016 auf 3,5 % und für 2017 auf 4 % des BIP des Euro-Währungsgebiets. Die Diskrepanzen zwischen dem Aggregat für das Euro-Währungsgebiet und der Summe der Leistungsbilanzsalden der Mitgliedstaaten sind auf Berichtigungen aufgrund von Asymmetrien in den von den Mitgliedstaaten gemeldeten Daten zurückzuführen.

[25] Bezüglich der Methode zur Berechnung der Leistungsbilanzsalden nach den Fundamentaldaten (Leistungsbilanz-Standard) siehe Fußnote **Error! Bookmark not defined.** und die darin enthaltenen Verweise. Der Internationale Währungsfonds (External Sector Report 2018) geht für das Euro-Währungsgebiet ebenfalls von einem Leistungsbilanz-Standard von etwa 1,5 % des BIP aus.

[26] Prognose auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.



Quelle: AMECO, Zahlungsbilanzdaten.



Quelle: Eurostat, Zahlungsbilanzdaten.
Hinweis: * Für das Jahr 2018 sind die gleitenden Durchschnittsdaten für vier Quartale bis Q2 2018 angegeben.

Der im Euro-Währungsgebiet entstandene Überschuss ist das Ergebnis der Korrektur bisheriger Leistungsbilanzdefizite in Verbindung mit den weiter bestehenden hohen Überschüssen. Vor dem Jahr 2008 war die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets weitgehend ausgeglichen, wies dann 2008 vor dem Hintergrund eines starken Rückgangs der weltweiten Exportnachfrage ein Defizit auf und bewegte sich nach der Finanzkrise vor allem wegen der drastischen Korrekturen der hohen Defizite infolge der Richtungsänderung der privaten grenzüberschreitenden Finanzströme auf einen Überschuss zu (Abbildung B.1). Nach 2011 vergrößerte sich der Überschuss mit der Ausweitung der Schuldenkrise auf Spanien und Italien und der daraufhin absackenden Binnennachfrage (die dazu beitrug, dass der Leistungsbilanzsaldo dieser Länder überschüssig wurde) noch weiter. Ab 2011 war auch ein stetiger Zuwachs bei dem ohnehin bereits hohen Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands zu beobachten. Derzeit ist der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets hauptsächlich auf die großen Überschüsse Deutschlands und der Niederlande zurückzuführen, deren außenwirtschaftliche Positionen zusammengenommen den größten Teil dieses Überschusses ausmachen (Abbildung B.1). Seit 2016 geht die allmähliche Verringerung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses mit der Stabilisierung des im Euro-Währungsgebiet erzielten Überschusses einher.

Die jüngsten Veränderungen des Leistungsbilanzsaldos des Euro-Währungsgebiets sind in erster Linie auf die Saldenentwicklungen bei der Energie-, der Einkommens- und der Dienstleistungsbilanz zurückzuführen. Der Saldo der Warenhandelsbilanz ohne Energieein- und -ausfuhren verbesserte sich im Anschluss an die Finanzkrise, da das Euro-Währungsgebiet im Vergleich zu anderen Regionen der Welt eine relativ schwache Konjunkturlage aufwies; auf ihn entfiel der größte Teil der Leistungsbilanzverbesserung (Abbildung B.2). Dementsprechend zeigte der

konjunkturbereinigte Leistungsbilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets im selben Zeitraum eine etwas schwächere Verbesserung. Mit Einsetzen der Erholung der Wirtschaftsleistung des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2013 hat sich der Überschuss der Warenhandelsbilanz stabilisiert und ist seither vor dem Hintergrund der sowohl wert- als auch mengenmäßig starken Exportleistung im Vergleich zu anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften nur geringfügig rückläufig[27]. Der Nachkrisenverlauf des Energiebilanzsaldos war in erster Linie von den Ölpreisschwankungen geprägt. Nach dem starken Preisverfall im Jahr 2008 zogen die Ölpreise zwischen 2009 und 2011 wieder an und gingen zwischen 2014 und 2016 wieder zurück, was jeweils entgegengesetzte Schwankungen im Energiebilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets verursachte. Die Erholung der Ölpreise, die Mitte 2016 einsetzte, ist maßgeblich für die seither verzeichnete Verschlechterung der Energiebilanz verantwortlich[28]. Der seit 2016 zu beobachtende negative Beitrag der Energiebilanz zum Leistungsbilanzüberschuss im Euro-Währungsgebiet wurde durch eine verbesserte Dienstleistungsbilanz ausgeglichen. Die Einkommensbilanz bleibt trotz des sich steigernden Vermögenseinkommens, das mit einem positiven und wachsenden NAVS im Euro-Währungsgebiet insgesamt verbunden ist, im negativen Bereich und hat sich im Jahr 2017 vor dem Hintergrund der Entwicklung der Nettounternehmenserträge verschlechtert.

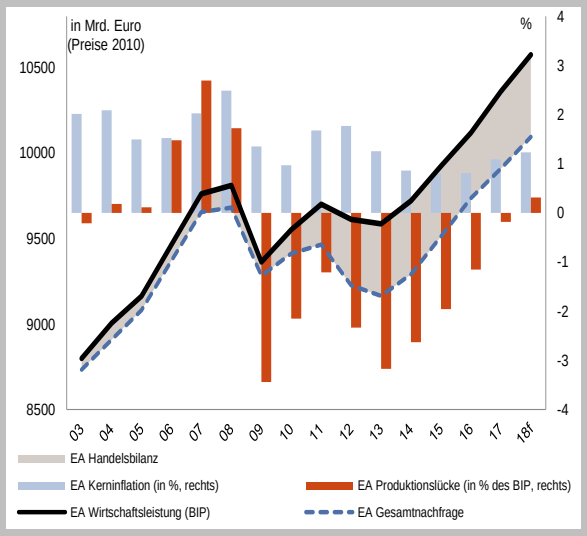
Die Entwicklung des Überschusses des Euro-Währungsgebiets hängt damit zusammen, dass die Binnennachfrage hinter der Wirtschaftstätigkeit zurückbleibt und dass die Außennachfrage vor dem Hintergrund der weltweiten Nachfrage nach europäischen Gütern und Dienstleistungen und der verbesserten Wettbewerbsposition nicht nachlässt. Die Differenz zwischen den aggregierten Einnahmen und Ausgaben spiegelt die Nettoausfuhren wider und hat sich nach der Finanzkrise 2008 bis 2016 vergrößert (Abbildung B.3). Zu Beginn der Krise war die gedämpfte Nachfragedynamik dem umfangreichen Schuldenabbau im privaten Sektor zuzuschreiben, insbesondere in den Netto-Schuldnerländern, deren Leistungsbilanzen vom plötzlichen Einbruch der Kapitalflüsse betroffen waren, während der Staat durch eine verstärkte Nettokreditaufnahme versuchte, die Auswirkungen der Krise auf die Einkommen abzumildern (Abbildung B.4). Nach der Verschärfung der Schuldenkrise im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2011 wurde auch mit dem Abbau der Staatsverschuldung begonnen, wodurch der bislang größte Beitrag zur Erhöhung des Finanzierungssaldos des Euro-Währungsgebiets geleistet wurde. Der Finanzierungssaldo der privaten Haushalte ist derzeit doppelt so hoch wie vor der Krise, und Nichtfinanzunternehmen, die in der Regel Finanzierungsbedarf haben, weisen seit 2013 einen Finanzierungsüberschuss auf. Der öffentliche Finanzierungsaldo bleibt im negativen Bereich und hat erst vor Kurzem ein Niveau erreicht, das mit dem in den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets sinkenden öffentlichen Schuldenstand in Einklang steht. Trotz des aktiven Schuldenabbaus hatte das nach der Krise anhaltend stagnierende nominale BIP zur Folge, dass die Schuldenquoten für Haushalte, Unternehmen und den Sektor Staat in einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets auf einem historischen Höchststand blieben.

[27] Siehe auch EZB, Economic Bulletin, 5/2018, Kasten 2.

[28] Bei der Bewertung der Aussichten in Bezug auf die Energiebilanz sollten auch die allmähliche strukturelle Verbesserung der Energiebilanz des Euro-Währungsgebiets für ein bestimmtes Ölpreisniveau sowie der rückläufige Anteil energieintensiver Tätigkeiten und die zunehmende Energieeffizienz der Produktionsprozesse berücksichtigt werden. Siehe z. B. IEA (2018), „Energy Efficiency 2017“ (Internationale Energieagentur).

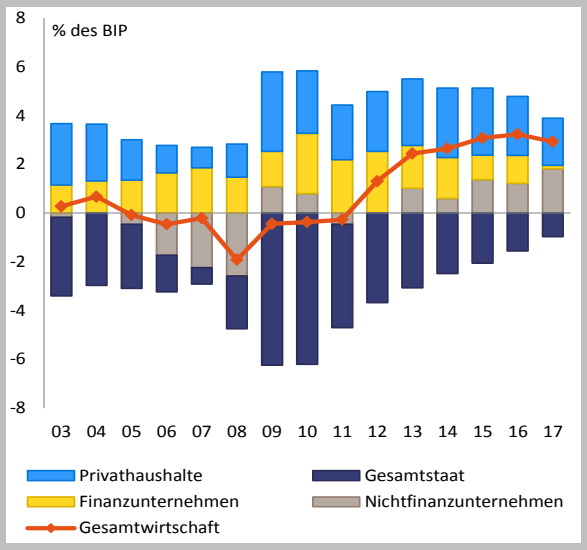
Angesichts der derzeit günstigen wirtschaftlichen Bedingungen werden die Schulden nun abgebaut.

Abbildung B.3: Wirtschaftsleistung, Binnennachfrage, Nettoausfuhren und Kerninflation des Euro-Währungsgebiets



Quelle: AMECO

Abbildung B.4: Finanzierungssaldo des Euro-Währungsgebiets nach Sektor



Quelle: Eurostat

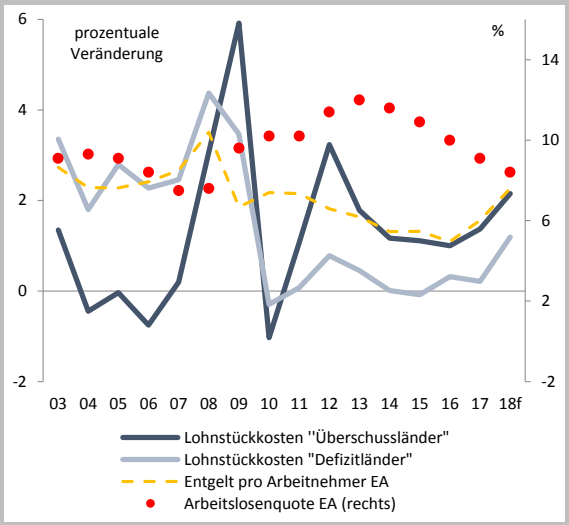
Herausforderungen bestehen nach wie vor in Bezug auf die anhaltenden Ungleichgewichte in Bestandsgrößen, die fortgesetzte wirtschaftliche Expansion und den begrenzten Spielraum zur Abfederung negativer Schocks in hochverschuldeten Ländern. Nach fast zehn Jahren gedämpfter Dynamik erholt sich die Binnennachfrage im Euro-Währungsgebiet wieder, beginnt sich die Produktionslücke zu schließen und dürfte die Inflation sich dem von den Währungsbehörden gesetzten Ziel allmählich annähern (Abbildung B.3). Die derzeitige Expansion ermöglicht die Korrektur der Ungleichgewichte in den Bestandsgrößen, aber es liegen noch eine Reihe von Herausforderungen vor uns. Erstens ist unsicher, wie lange die derzeitige Expansion noch anhalten wird, da die Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wachstum nicht immer gegeben sind, insbesondere solange bestehende Investitionslücken nicht geschlossen werden, die Rahmenbedingungen nicht ausreichen, um das Produktivitätswachstum anzukurbeln und Humankapital ungenutzt bleibt[29]. Zweitens sind die im Euro-Währungsgebiet bestehenden Ungleichgewichte noch nicht vollständig abgebaut. Länder, die in der Vergangenheit hohe Defizite aufwiesen, verzeichnen nach wie vor einen hohen negativen Nettoauslandsvermögensstatus und eine beträchtliche private oder öffentliche Verschuldung, sodass sie anfällig bleiben. Darüber hinaus verfügen die mit hohen Schulden belasteten Länder in der Regel auch über geringeren Spielraum und können für eine Verringerung der Schuldenquote kaum auf ihr Wachstumspotenzial zählen, was bedeutet, dass der Spielraum für den Einsatz privater und

[29] Siehe Europäische Kommission, Jahreswachstumsbericht 2019, und B. Pierluigi and D. Sondermann (2018), "Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?“, EZB, Occasional Paper 211/2018.

öffentlicher Ersparnisse zur Abfederung negativer Wachstumsschocks begrenzt sein dürfte (Abbildung B.6).

Ein symmetrischer Abbau der Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet würde dazu beitragen, zu nachhaltigem Wachstum zurückzukehren und gleichzeitig eine makroökonomisch stabile Zukunft zu gewährleisten. Um sicherzustellen, dass das Wachstum nachhaltig bleibt und dem Ziel der makroökonomischen Stabilität nicht zuwiderläuft, ist eine angemessene Kombination von Maßnahmen erforderlich. In Netto-Schuldnerländern erfordert die Verringerung der hohen Auslands- und Inlandsschulden eine vorsichtige Steuerung der Leistungsbilanz und einen Schuldenabbau in angemessenem Tempo, wobei das Ziel der Steigerung des Wachstumspotenzials mittels geeigneter Investitionen und Reformen weiterzuverfolgen und das Risiko einer prozyklischen Verschärfung in schlechten Zeiten zu vermeiden ist. Angesichts der Tatsache, dass sich die relativen Wettbewerbsvorteile der Netto-Schuldnerländer, die sich seit 2012 materialisieren, in jüngster Zeit wieder verringert haben, ist eine Verbesserung der Produktivitätsaussichten dort insbesondere deshalb erforderlich, weil dies sowohl die Nachhaltigkeit der Schuldenbestände gewährleisten als auch dazu beitragen würde, dass sich die Entwicklung der relativen Wettbewerbsfähigkeit stärker im Abbau der Ungleichgewichte niederschlägt (Abbildung B.5). Dagegen würde die Stimulierung von Investitionen und die Überwindung der Lohnträgheit in Netto-Gläubigerländern dazu beitragen, anhaltend hohe Überschüsse abzubauen und gleichzeitig das Wachstumspotenzial zu stützen und hinsichtlich der Wachstumsaussichten die Abhängigkeit von der Auslandsnachfrage zu verringern.

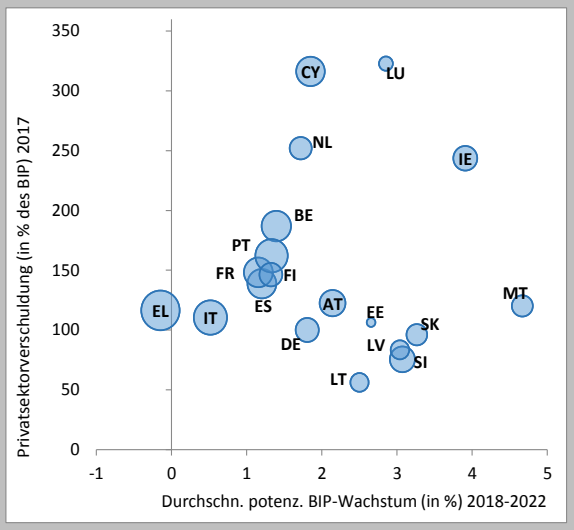
Abbildung B.5: Abbau der Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet (Arbeitslosigkeit, Löhne und Lohnstückkosten)



Quelle: AMECO

Hinweis: Zu den „Überschussländern“ zählen Belgien, Deutschland, Finnland, Luxemburg, die Niederlande und Österreich; alle übrigen Mitglieder des Euro-Währungsgebiets gelten als „Defizitländer“.

Abbildung B.6: Verschuldung und Potenzialwachstum in den Ländern des Euro-Währungsgebiets



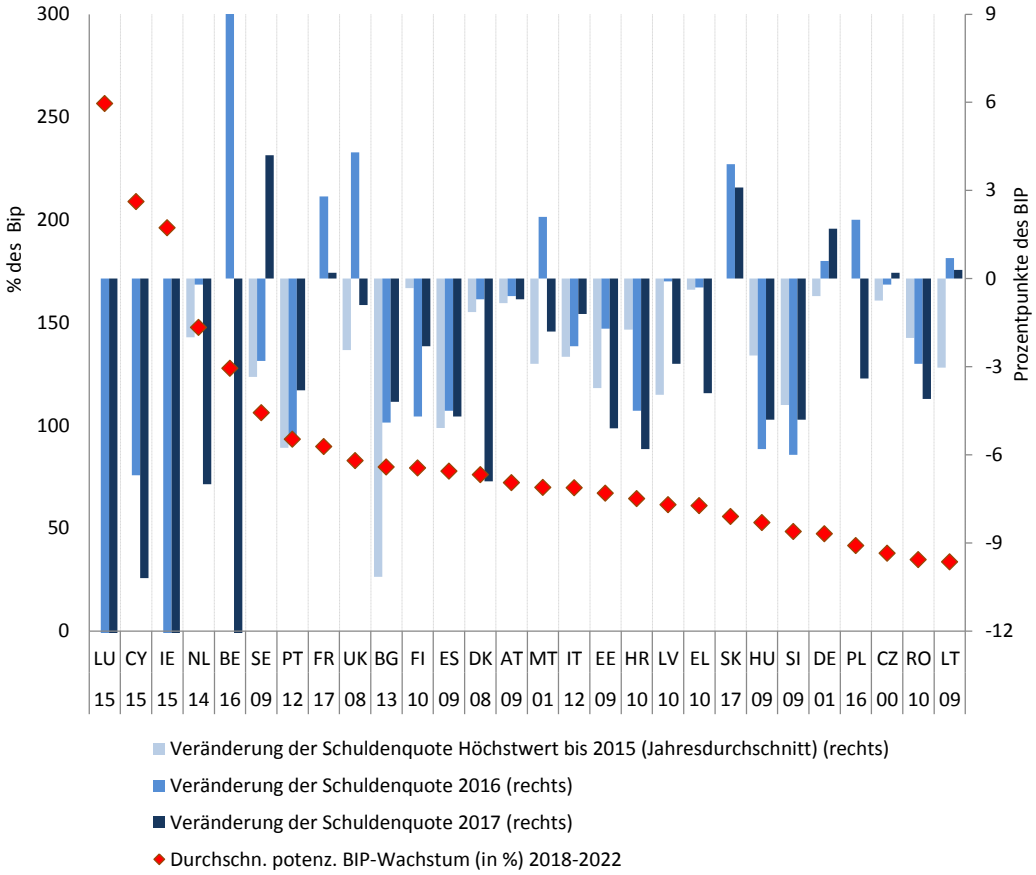
Quelle: AMECO

Hinweis: Die Größe der Blasen bildet den Umfang des gesamtstaatlichen Schuldenstands im Jahr 2017 (in % des BIP) ab.

Die Verschuldung des privaten Sektors nimmt allmählich ab, bleibt aber in einer Reihe von Mitgliedstaaten hoch. Im Jahr 2017 überschritten zwölf Mitgliedstaaten den Scoreboard-Schwellenwert für die private Verschuldung, und zwar dieselben Länder wie im Warnmechanismusbericht des Vorjahres. Die privaten Schuldenquoten sind in Irland, Luxemburg, den Niederlanden und Zypern am höchsten, allerdings werden die Zahlen durch grenzüberschreitende Transaktionen im Zusammenhang mit der Tätigkeit multinationaler Unternehmen beeinflusst. Eine besonders hohe private Verschuldung ist außerdem in Belgien, Dänemark, Portugal, Schweden und dem Vereinigten Königreich zu verzeichnen, wo der private Schuldenstand über 160 % des BIP erreicht. Der Anteil der Haushalte und nichtfinanziellen Unternehmen an den hohen privaten Schuldenständen variiert zwischen den Mitgliedstaaten. Im Falle Belgiens, Irlands und Luxemburgs ist die hohe Gesamtverschuldung des privaten Sektors hauptsächlich durch die Verschuldung der Nichtfinanzunternehmen zu erklären. Dagegen entfällt in Dänemark und im Vereinigten Königreich der Löwenanteil der hohen Verschuldung des Privatsektors auf die privaten Haushalte. Die Niederlande, Portugal, Schweden und Zypern weisen sowohl im Unternehmenssektor als auch bei den privaten Haushalten vergleichsweise hohe Schuldenstände auf. Die von Land zu Land verschiedenen Schuldenstände im Privatsektor sind in weiten Teilen auf Unterschiede bei fundamentalen Faktoren zurückzuführen, die eine Anhäufung von Schulden verursachen, wie Aussichten für Wachstum und Investitionen und finanzielle Entwicklung. Bei einer Bewertung der Schuldenstände sollten daher diese Faktoren sowie Erwägungen bezüglich der Risiken, die eine hohe Verschuldung für die Zukunftsaussichten darstellt, berücksichtigt werden[30].

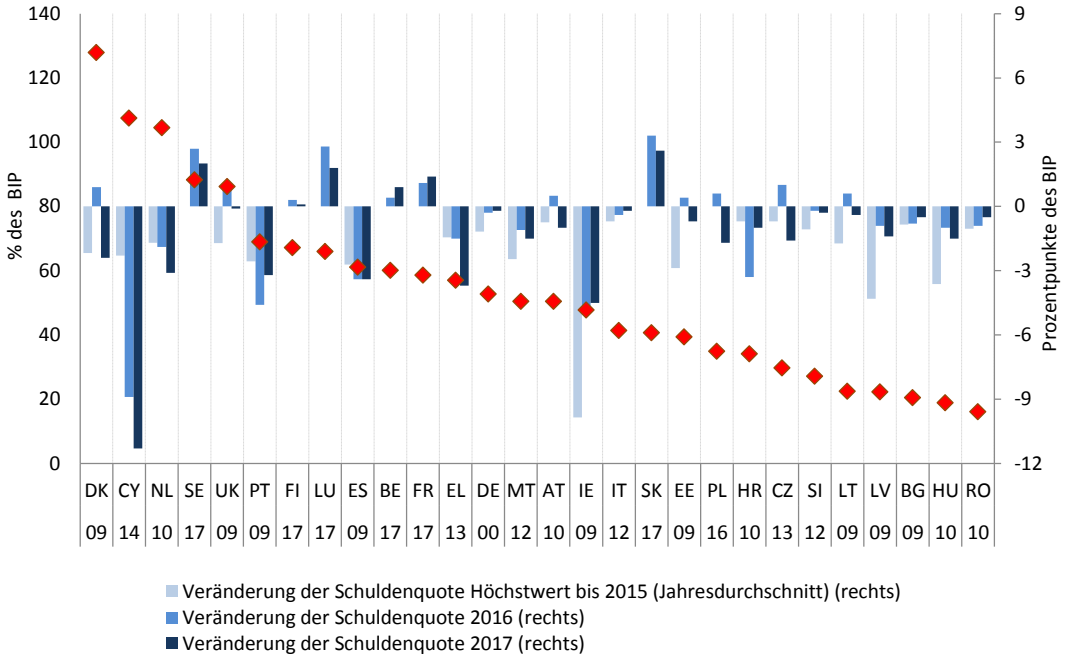
[30] Diese Faktoren werden in den länderspezifischen Referenzwerten berücksichtigt, die von der Europäischen Kommission in Zusammenarbeit mit der Arbeitsgruppe des Ausschusses für Wirtschaftspolitik (EPC LIME) entwickelt wurden (Europäische Kommission, „Benchmarks for the assessment of private debt“, Vermerk für den Ausschuss für Wirtschaftspolitik, ARES (2017) 4970814). Ein erster Referenzwert ermöglicht eine Bewertung der privaten Verschuldung anhand von Werten, die sich aus den wirtschaftlichen Eckdaten erklären. Einen zweiten Referenzwert bilden aufsichtsrechtliche Schwellenwerte, die auf der Maximierung der Signalstärke für die Vorhersage von Bankenkrisen beruhen und länderspezifische Informationen über die Kapitalausstattung von Banken, den öffentlichen Schuldenstand und das Niveau der wirtschaftlichen Entwicklung berücksichtigen. Die meisten EU-Mitgliedstaaten, deren private Schuldenquoten den Schwellenwert des WMB-Scoreboards übersteigen, liegen auch über den beiden länderspezifischen Referenzwerten.

Abbildung 11: Tempo des Schuldenabbaus bei nichtfinanziellen Unternehmen



Quelle: Eurostat, konsolidierte jährliche Sektorkonten, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Hinweis: Die Länder sind in absteigender Reihenfolge ihrer Schuldenquote 2017 dargestellt. Die Zahlen unter den Länderkürzeln stehen für das Spitzenjahr. Der Anstieg auf den Spitzenwert wurde auf Basis des Anfangsjahres 2000 berechnet, außer im Falle von Kroatien und Irland (2001) sowie Zypern (2006). Die über die Skala hinausgehenden Werte für Luxemburg, Irland und Belgien sind nicht dargestellt.

Abbildung 12: Tempo des Schuldenabbaus der Haushalte



Quelle: Eurostat, konsolidierte jährliche Sektorkonten, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Hinweis: Die Länder sind in absteigender Reihenfolge ihrer Schuldenquote 2017 dargestellt. Die Zahlen unter den Länderkürzeln stehen für das Spitzenjahr. Der Anstieg auf den Spitzenwert wurde auf Basis des Anfangsjahres 2000 berechnet, außer im Falle von Kroatien und Irland (2001).

Die private Schuldenquote hat nun in den meisten Mitgliedstaaten ihren Höchststand überwunden, sinkt aber nicht überall mit dem für den erforderlichen Schuldenabbau nötigen Tempo. Der Schuldenabbau hat zunächst bei den Nichtfinanzunternehmen eingesetzt und verlief sowohl aufgrund der stärkeren negativen Nettokreditflüsse im Unternehmenssektor als auch aufgrund der stärkeren Auswirkungen des nominalen Wachstums auf die Verringerung der Schuldenquoten angesichts des größeren Umfangs der Unternehmensverschuldung im Vergleich zu den Haushalten schneller.

- In einer Reihe von Ländern (Dänemark, Estland, Italien, Kroatien, Lettland, Litauen, Portugal, Rumänien, Schweden, Slowenien, Spanien, Ungarn und das Vereinigte Königreich) ist es den Nichtfinanzunternehmen gelungen, mindestens die Hälfte der zwischen dem Jahr 2000 und dem Jahr ihres Schuldhöchststands aufgelaufenen Schuldenquote abzubauen. Allerdings war die Geschwindigkeit des Schuldenabbaus nicht immer bedarfsgerecht, da in vier Ländern mit besonders hoher Unternehmensverschuldung (Belgien, Irland, Luxemburg, die Niederlande und Zypern) der Schuldenabbau der Unternehmen im Verhältnis zu ihren Schuldenständen mäßig war, während der Schuldenstand der Nichtfinanzunternehmen in Frankreich noch weiter zugenommen hat (Abbildung 11).
- Die Verschuldungsquote der **privaten Haushalte** ging in den vergangenen beiden Jahren nicht nur in den drei Mitgliedstaaten mit den am stärksten verschuldeten Haushalten (Dänemark, die Niederlande und Zypern) zurück, sondern auch in anderen hochverschuldeten Ländern wie Griechenland, Portugal und Spanien (Abbildung 12). Im Vereinigten Königreich

ist der Schuldenabbau bei den Haushalten zum Stillstand gekommen, und die relativ hohen Verschuldungsquoten in Finnland und Schweden legten weiter zu.

Abbildung 13: Entwicklung der Schuldenquoten der Nichtfinanzunternehmen (Q1 2018)

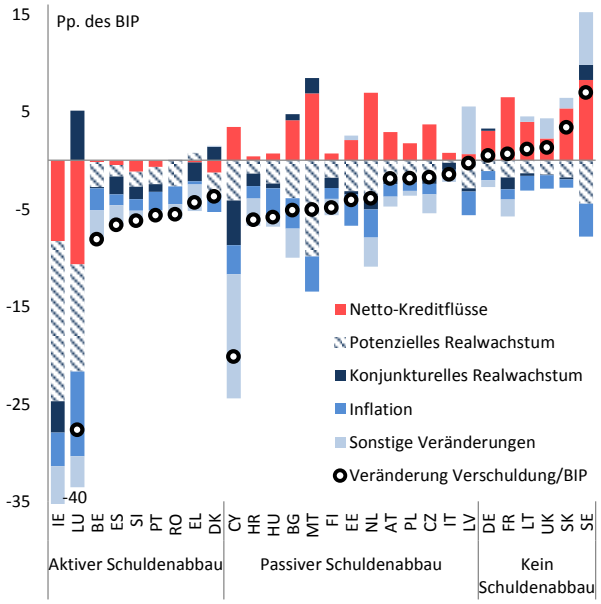
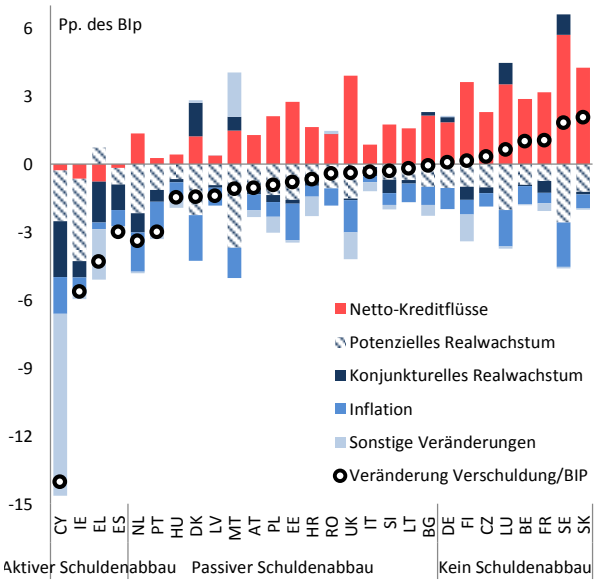


Abbildung 14: Entwicklung der Schuldenquoten der privaten Haushalte (Q1 2018)



Quellen: Eurostat, unkonsolidierte vierteljährliche sektorale Gesamtrechnung, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Hinweis: In den Schaubildern ist die Entwicklung der unkonsolidierten Schuldenquoten im Jahresvergleich nach fünf Komponenten aufgegliedert: Kreditflüsse, potenzielles und konjunkturelles reales BIP-Wachstum, Inflation und sonstige Änderungen. Die konjunkturelle Komponente des BIP-Wachstums wird als Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem Wachstum berechnet. Der aktive Schuldenabbau besteht in der Nettorückzahlung von Schulden (negative Nettokreditflüsse), die in der Regel zu einem nominalen Rückgang der Bilanz des Sektors führt. Beim passiven Schuldenabbau werden hingegen positive Nettokreditflüsse durch ein höheres nominales BIP-Wachstum ausgeglichen, was zu einer Verringerung der Schuldenquote führt.

Der Schuldenabbau stützt sich in zunehmendem Maße auf ein höheres nominales BIP-Wachstum. Die Kreditflüsse im Privatsektor erholen sich, bleiben aber gemäßigt, und im Jahr 2017 überschritt kein Mitgliedstaat den Scoreboard-Schwellenwert. Das nominale BIP-Wachstum hat die Notwendigkeit, Schulden aktiv abzubauen, verringert, was dazu geführt hat, dass in weniger Ländern negative Kreditflüsse an Unternehmen und private Haushalte zu beobachten waren und diese negativen Kreditflüsse im Durchschnitt einen niedrigeren absoluten Wert aufwiesen (Abbildungen 13 und 14). Darüber hinaus begannen einige Länder, die zuvor keinen Schuldenabbau betrieben hatten, „passiv“ abzubauen, d. h. lediglich dadurch, dass das nominale BIP-Wachstum die Schuldenquoten verringert und die Nettokreditflüsse die Verschuldung erhöhen. Dies gilt für Italien, Österreich und Tschechien in Bezug auf Nichtfinanzunternehmen und für Estland, Österreich und Polen in Bezug auf

die privaten Haushalte. Wie aus den Abbildungen 13 und 14 hervorgeht, wird davon ausgegangen, dass ein großer Teil der nominalen Wachstumsraten in jüngster Zeit dem konjunkturellen Wachstum zuzuschreiben ist (z. B. in Griechenland, Kroatien, Portugal, Spanien und Zypern). In den kommenden Jahren werden die Möglichkeiten für einen weiteren passiven Schuldenabbau zunehmend vom Potenzialwachstum abhängen, da sich die konjunkturelle Wachstumskomponente in dem Maße allmählich abschwächten wird, wie die Produktionslücken in einer wachsenden Zahl von Ländern positiv werden.

Das Umfeld im EU-Bankensektor verbessert sich, aber in einigen Ländern bestehend die niedrige Rentabilität und die hohen Bestände an notleidenden Krediten fort. Dies gilt insbesondere für Griechenland, Italien, Portugal und Zypern (Abbildungen 15 und 16). Positiv war zu vermerken, dass der Bankensektor im Jahr 2017 in diesen Ländern eine besonders hohe Rentabilität aufwies und oftmals beträchtliche Fortschritte beim Abbau der notleidenden Kredite erzielt wurden.

- In den meisten Mitgliedstaaten **ließ der Zuwachs der Verbindlichkeiten im Finanzsektor 2017 nach**, und bis auf zwei Mitgliedstaaten bleiben alle eindeutig unter dem Scoreboard-Schwellenwert.[31] Die Kreditströme der Banken haben sich nach einer anfänglichen Zunahme 2017 wieder gemäßigt, wobei das Kreditwachstum bei den privaten Haushalten umfangreicher ist als bei den Nichtfinanzunternehmen.

- Im vergangenen Jahr waren **in den meisten Mitgliedstaaten weitere Verbesserungen bei der Rentabilität und den Eigenkapitalquoten der Banken** zu verzeichnen. Die Aktienbewertungen der Banken sind bis Anfang 2018 gestiegen, danach hat jedoch eine Abwärtskorrektur eingesetzt, die den vorherigen Anstieg teilweise wieder ausglich; ein Grund hierfür war die Abflachung der Zinsstrukturkurven und die entsprechende Kompression der Zinsmargen. In einigen Mitgliedstaaten zeigt sich eine Kombination aus geringer Rentabilität, im Verhältnis zu anderen Ländern niedrigen Eigenkapitalquoten und hohen Beständen an notleidenden Krediten.

- **Der Bestand an notleidenden Krediten bleibt in einer Reihe von Mitgliedstaaten hoch.** Im Jahr 2017 wiesen insbesondere Griechenland und Zypern einen hohen Anteil notleidender Kredite auf (45 % bzw. 30 % der gesamten Darlehen), aber auch Bulgarien, Irland Italien, Kroatien und Portugal (knapp 10 % der gesamten Darlehen)[32]. Nachdem die notleidenden

[31] Ausnahmen bilden die Slowakei und Tschechien. In der Tschechischen Republik ist das rasche Wachstum der Verbindlichkeiten des Finanzsektors im Jahr 2017 weitgehend auf Finanztransaktionen zurückzuführen, die vor dem Ende der Wechselkursbindung vorgenommen wurden und somit nicht dem inländischen Kreditgeschäft zuzurechnen sind. In der Slowakei geht der Anstieg hauptsächlich auf die Zunahme der Verbindlichkeiten der Zentralbank gegenüber außerhalb des Euro-Währungsgebiets niedergelassenen Personen zurück. Dies könnte den Dienstleistungen im Bereich Währungsreservenverwaltung der slowakischen Nationalbank zuzurechnen sein, die keine unmittelbaren Auswirkungen auf die inländische Wirtschaft haben.

[32] Die „notleidenden Kredite“ (NPL) sind einer der Scoreboard-Hilfsindikatoren und definiert als der Bruttowert der gesamten notleidenden Kredite und Forderungen in Prozent des Bruttowerts der gesamten Kredite und Forderungen (Bruttobuchwert) für den Sektor „inländische Bankengruppen und

Kredite in den Nachkrisenjahren zugenommen hatten, sind sie nun in der gesamten EU mit unterschiedlicher Geschwindigkeit rückläufig. **Die jüngsten Zahlen belegen, dass bei der Verringerung der notleidenden Kredite kontinuierlich Fortschritte erzielt werden**, und zwar auch in Ländern mit einem hohen Anteil an notleidenden Krediten (außer Griechenland), wie Italien und Portugal (Abbildung 16)[33].

Abbildung 15: Rentabilität der Banken und Eigenkapitalquoten

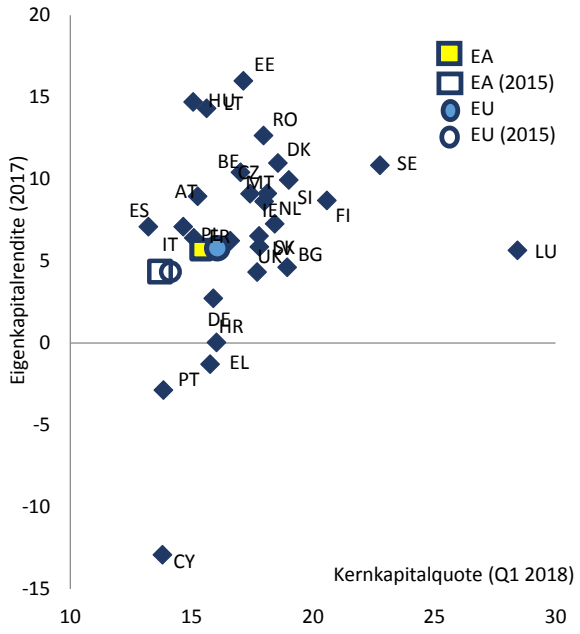
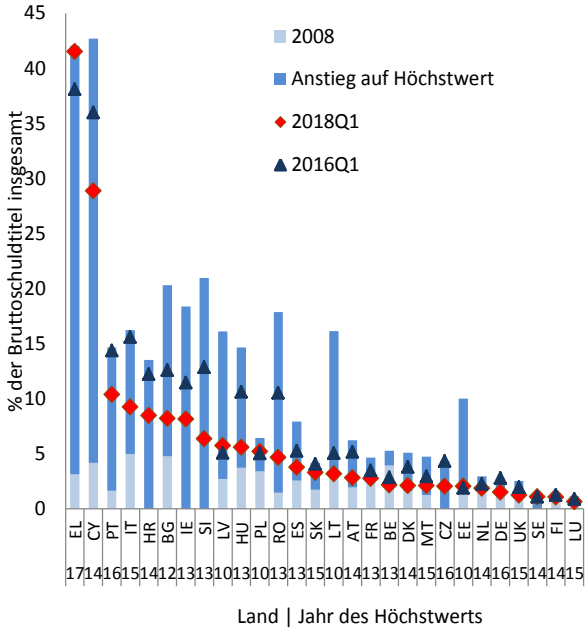


Abbildung 16: Notleidende Schuldtitel



Quellen: EZB, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Hinweis: Für CZ, HR, SE und SI liegen keine Bruttodaten zu notleidenden Schuldtiteln für das Jahr 2008 vor.

Die Wohnimmobilienpreise stiegen 2017 in fast allen EU-Ländern weiter, doch scheint sich ihr Wachstum dort zu verlangsamen, wo es die stärksten Anzeichen für Überbewertungen gibt. Obwohl die Wohnimmobilienpreise in der gesamten EU noch immer weiter wachsen, liegen laut den

---

eigenständige Banken, kontrollierte ausländische Tochterunternehmen und kontrollierte ausländische Zweigstellen, sämtliche Institute“. Die Werte sind in Tabelle 2.1 angegeben.

[33] Harmonisierte NPL-Quoten stehen erst seit 2014 zur Verfügung. Abbildung 17 zeigt den Anteil der notleidenden Schuldtitel (brutto) an den gesamten Schuldtiteln (brutto), der in längeren Zeitreihen verfügbar ist und neben Darlehen auch andere Schuldtitel des Bankensektors umfasst. Letztere ist in der Regel etwas geringer als die NPL-Quoten. Der Unterschied zwischen den beiden Quoten beträgt derzeit höchstens 4 Prozentpunkte (für Griechenland), und für die meisten Mitgliedstaaten weniger als 1 Prozentpunkt.

Daten für 2017 weniger Länder über dem Scoreboard-Schwellenwert als 2016. Im Jahr 2017 lagen die Werte nur in sechs Ländern (in Bulgarien, Irland, den Niederlanden, Portugal, Slowenien und Tschechien) über dem Schwellenwert, während im Warnmechanismusbericht 2018 auf der Grundlage von Daten aus dem Jahr 2016 in zehn Ländern Überschreitungen festgestellt worden waren. Diese Veränderungen gehen auf die mittlere bis mäßige Verlangsamung bei über der Schwelle liegenden Werten zurück und in einigen wenigen Ländern auf Beschleunigungen. Ein negatives reales Wachstum der Wohnimmobilienpreise wurde im Jahr 2017 nur in Griechenland und Italien verzeichnet. Aktuellere Daten deuten darauf hin, dass die Wachstumsraten in der ersten Jahreshälfte 2018 gegenüber dem Vorjahr in Irland, Lettland, den Niederlanden, Portugal, der Slowakei, Slowenien und Ungarn über dem Scoreboard-Schwellenwert von 6 % lagen.

- In einer Reihe von Ländern, nämlich Belgien, Deutschland, Luxemburg, Malta, Österreich, Schweden und Tschechien, sind die Wohnimmobilienpreise infolge des anhaltenden Realwachstums **wieder auf den Vorkrisenhöchststand oder darüber hinaus** geklettert. Die Realwachstumsraten der Wohnimmobilienpreise, die über den Wachstumsraten des Einkommens und anderer relevanter Variablen liegen, die normalerweise die Wohnimmobilienpreise bestimmen, führen **in einer wachsenden Zahl von Ländern zu einer möglichen Überbewertung** (Abbildung 17)[34].

- Im Jahr 2017 **beschleunigten** die realen Wohnimmobilienpreise vor allem **in Ländern mit negativen oder leicht positiven Bewertungslücken** (Abbildung 18). **In Ländern mit stärkeren Anzeichen für eine Überbewertung** wurde dagegen eine **Verlangsamung** beobachtet, unter anderem vor dem Hintergrund von Erschwinglichkeitsgrenzen, der Durchführung makroprudenzieller Maßnahmen und des automatischen Effekts ansteigender Inflationsraten auf das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise (z. B. in Luxemburg, Österreich und dem Vereinigten Königreich). Derzeit ist das stärkste Wohnimmobilienpreiswachstum in Ländern zu beobachten, in denen nur mäßige oder keine Anzeichen für eine Überbewertung bestehen. Die Quartalsdaten – auch für Anfang 2018 – legen nahe, dass die Preise in Estland, Kroatien, Polen, Portugal, der Slowakei, Slowenien und Ungarn beschleunigen. In Bulgarien, Rumänien, Schweden und Tschechien, wo sich das Wohnimmobilienpreiswachstum in der ersten Hälfte des Jahres 2018 im Jahresvergleich in den

[34] Die Analyse der Preisbewertungen basiert auf den Durchschnittswerten von drei Bewertungsindikatoren: i) die Kaufkraftlücke (d. h. die Abweichung von der langfristigen durchschnittlichen Preis-Einkommen-Relation); ii) die Dividendenlücke (d. h. die Abweichung von der langfristigen durchschnittlichen Preis-Miete-Relation); und iii) Schätzungen der Abweichungen der Wohnimmobilienpreise von den Gleichgewichtswerten, die auf Fundamentaldaten zu Angebot und Nachfrage auf dem Immobilienmarkt basieren. Siehe N. Philiponnet und A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU“, Diskussionspapier der Europäischen Kommission 048, Mai 2017. Ein alternativer Indikator, der auf dem Verhältnis zwischen Wohnimmobilienpreisen und dem verfügbaren Pro-Kopf-Einkommen basiert, deutet darauf hin, dass in Estland, Kroatien und Zypern Überbewertungen vorliegen könnten, während entsprechende Anzeichen im Falle Dänemarks, Lettlands und Tschechiens weniger deutlich sind. (Siehe Europäische Kommission, Europäische Wirtschaftsprognosen – Winter 2016, European Economy, Institutional Paper Nr. 20, 2016 (Kasten 1.4)).

negativen Bereich bewegte, ist eine Verlangsamung zu beobachten[35]. Irland, Portugal und Slowenien verzeichneten in der ersten Jahreshälfte 2018 im Vergleich zum Vorjahr eine zweistellige Wachstumsrate.

- In einer Reihe von Ländern, darunter Dänemark, Luxemburg, Schweden und das Vereinigte Königreich, **gehen überbewertete Wohnimmobilienpreise mit einer hohen Verschuldung der privaten Haushalte einher**. In den Niederlanden sind die privaten Haushalte besonders hoch verschuldet. Der Hypothekenbestand ist im Jahr 2017 in Belgien, Bulgarien, Estland, Frankreich, Litauen, Luxemburg, Malta, Österreich, Polen, Rumänien, der Slowakei und Tschechien besonders schnell gewachsen (über 5 % im Vergleich zum Vorjahr).

Abbildung 17: Entwicklung der Wohnimmobilienpreise und Bewertungslücken 2017

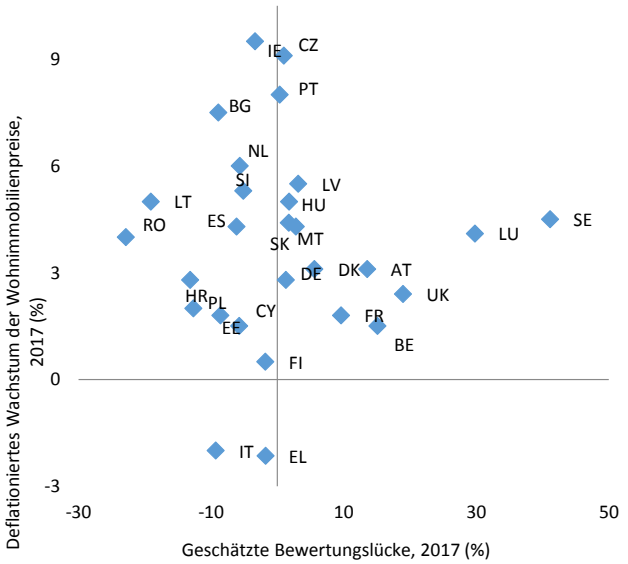
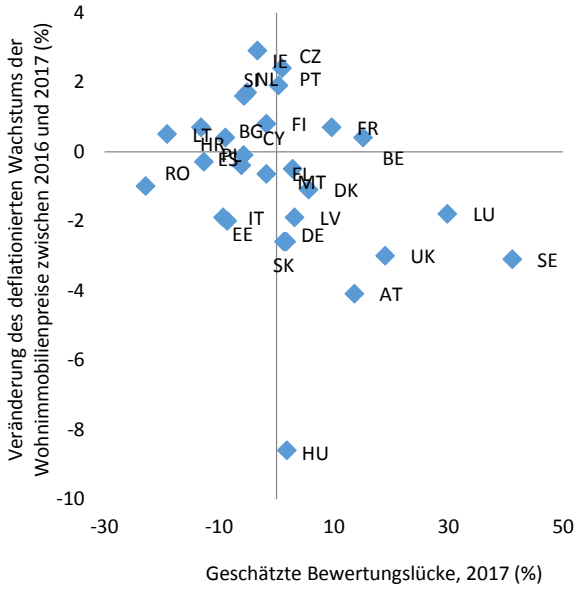


Abbildung 18: Bewertungslücken und Preisentwicklung zwischen 2016 und 2017



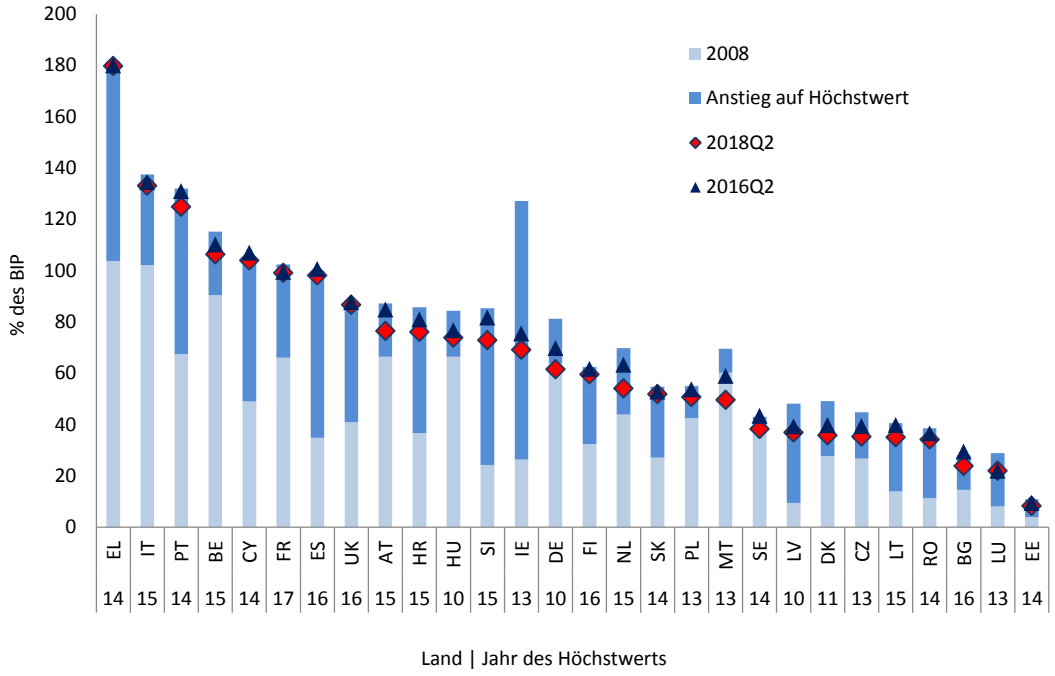
Quelle: Eurostat und Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Hinweis: Die Überbewertungslücke wurde anhand des Durchschnitts dreier Parameter geschätzt: der Abweichungen der Preis-Einkommen- und der Preis-Miete-Relationen von ihrem langfristigen Durchschnitt und der Ergebnisse eines Fundamentaldatenmodells für Bewertungslücken. Siehe Fußnote 34.

Die gesamtstaatlichen Schuldenquoten steigen in der EU nicht mehr weiter, doch die Schuldenstände bleiben in vielen Ländern erhöht. In 15 Mitgliedstaaten lagen die Scoreboard-

[35] Bei den aufgeführten Ländern handelt es sich um diejenigen Länder, deren Realwachstumsraten der Wohnimmobilienpreise im ersten Halbjahr 2018 die jährliche Wachstumsrate 2017 um mindestens 2 Prozentpunkte über- oder unterschritten.

Werte im Jahr 2017 über dem Schwellenwert. Belgien, Griechenland, Italien und Portugal verzeichnen Schuldenstände von über 100 % des BIP, wobei in Italien 2018 ein deutlicher Anstieg der Finanzierungskosten zu beobachten ist. Bei acht Ländern (Belgien, Finnland, Frankreich, Irland, Portugal, Spanien, dem Vereinigten Königreich und Zypern) liegt der öffentliche Schuldenstand bei über 60 % des BIP und gleichzeitig liegt die Verschuldung des Privatsektors über den Schwellenwerten. Die öffentliche Schuldenquoten entwickeln sich nunmehr in der Regel nach unten (Abbildung 19). In Ländern mit hoher Staatsverschuldung hat der Schuldenabbau jedoch erst unlängst eingesetzt und schreitet nur langsam voran. Litauen und Rumänien sind die einzigen EU-Länder, in denen die Schuldenquoten den Schätzungen zufolge im Jahr 2019 steigen dürften. Insgesamt findet der Abbau der Verschuldung im staatlichen Sektor vor dem Hintergrund der in den vergangenen Jahren erzielten allmählichen Verbesserung der Haushaltspositionen, anhaltenden nominalen BIP-Wachstums und rückläufiger Zinszahlungen statt. Allerdings ist davon auszugehen, dass eine wachsende Zahl von Ländern eine prozyklische Haushaltspolitik verfolgen wird, die möglicherweise zu Lasten des Spielraums geht, der in Zukunft für die Abfederung negativer Wirtschaftsschocks zur Verfügung stehen wird.

Abbildung 19: Öffentlicher Schuldenstand



Quelle: Eurostat

Kasten 3: **Beschäftigung und soziale Entwicklung**

Die Arbeitsmärkte erholten sich 2017 und im ersten Halbjahr 2018 weiter und die beträchtlichen Unterschiede innerhalb der EU haben abgenommen. Die Beschäftigungsquote ist weiter gestiegen und die Anzahl der Beschäftigten in der EU insgesamt erreichte eine neue Rekordmarke. Die Arbeitslosigkeit ist in allen EU-Ländern rückläufig, obgleich in einer Reihe von Ländern nach wie vor ein hoher Anteil an Erwerbslosen zu beobachten ist. Die wirtschaftliche Erholung hat zu Verbesserungen bei einigen Armutsindikatoren beigetragen, aber in einigen Mitgliedstaaten ist die soziale Lage nach wie vor problematisch. Seit 2008 ist die relative Armutsgefährdung in der EU gestiegen, aber die erhebliche materielle Deprivation ist zurückgegangen; das gilt insbesondere für die osteuropäischen Mitgliedstaaten mit hohem Ausgangswert.

Im Jahr 2017 ist die *Arbeitslosenquote* in allen Mitgliedstaaten gesunken. Die markantesten Verbesserungen wurden in den Ländern mit besonders hoher Arbeitslosigkeit erzielt (Verringerung um 2 Prozentpunkte oder mehr in Griechenland, Kroatien, Portugal und Spanien). Jedoch lagen die MIP-Scoreboard-Werte in sieben Mitgliedstaaten (Frankreich, Griechenland, Italien, Kroatien, Portugal, Spanien und Zypern) über dem Schwellenwert (10 % im Durchschnitt der letzten 3 Jahre); In circa zwei Drittel der Mitgliedstaaten befand sich die Arbeitslosenquote im Jahr 2017 noch immer über dem Niveau von 2008. In der EU insgesamt sowie im Euro-Währungsgebiet lagen die Arbeitslosenquoten zwar rund 3 Prozentpunkte unter den Höchstwerten des Jahres 2013, aber noch immer ½ bzw. 1½ Prozentpunkte über den Werten des Jahres 2008. Der Rückwärtstrend bei den Arbeitslosenquoten hielt auch in der ersten Jahreshälfte 2018 an, und die Quoten betrugen im 2. Quartal 2018 in der EU insgesamt 6,9 % und im Euro-Währungsgebiet 8,3 %.

Die *Beschäftigungsquoten* verbesserten sich in fast allen Mitgliedstaaten im Einklang mit den in den Vorjahren zu beobachtenden Entwicklungen. Die Beschäftigungsquote (20- bis 64-Jährige) kletterte 2017 in der EU insgesamt auf 72,1 % und lag damit weit über dem im Jahr 2008 erreichten Vorkrisen-Höchststand von 70,3 %. Im zweiten Quartal 2018 stieg die Erwerbsquote noch weiter auf einen Rekordwert von 73,2 %.

Die *Erwerbsquoten* verbesserten sich fast überall in der EU weiter. Nur drei Länder verzeichneten in den letzten drei Jahren einen Rückgang bei der Erwerbsquote: Spanien (-0,3 Prozentpunkte), Zypern (-0,4 Prozentpunkte) und Luxemburg (-0,6 Prozentpunkte). Der Rückgang liegt in allen drei Fällen über dem Scoreboard-Schwellenwert von -0,2 Prozentpunkten. Insgesamt lagen die Erwerbsquoten in der EU und im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2017 bei 73,3 % bzw. 73,1 % und damit 2½ bzw. 2 Prozentpunkte über den Werten des Jahres 2008. Dieser Aufwärtstrend war hauptsächlich auf die gestiegene Erwerbsbeteiligung von älteren Arbeitskräften und Frauen zurückzuführen.

Langzeit- und die Jugendarbeitslosigkeit sind in verschiedenen EU-Ländern nach wie vor hoch, haben sich aber stärker verbessert als die übrigen Arbeitsmarktwerte. Im Jahr 2017 ist die *Langzeitarbeitslosigkeit* in allen Mitgliedstaaten gesunken. Lediglich zwei Länder verzeichneten höhere Werte als vor drei Jahren: in Österreich lag die Langzeitarbeitslosigkeit bei 1,8 % (0,3 Prozentpunkte über dem Wert von 2014) und in Finnland bei 2,1 % (0,2 Prozentpunkte über dem Wert von 2014). Der Anstieg liegt in keinem der beiden Länder über dem Scoreboard-Schwellenwert (0,5 Prozentpunkte). Die höchsten Langzeitarbeitslosigkeitsquoten wiesen Griechenland (15,6 %), Spanien (7,7 %), Italien (6,5 %) und die Slowakei (5,1 %) auf. Die *Jugendarbeitslosenquote* war in den letzten drei Jahren bis 2017 in allen EU-Ländern rückläufig. Im selben Zeitraum waren in Bulgarien, Kroatien, Portugal, der Slowakei, Spanien und Zypern Verbesserungen um 10 Prozentpunkte oder mehr zu beobachten. Allerdings steht die Jugendarbeitslosenquote in

Griechenland, Italien und Spanien noch immer bei über 30 %, während der Anteil der jungen Menschen, die sich weder in Ausbildung noch in Beschäftigung befinden, in Bulgarien, Griechenland, Italien, Kroatien, Rumänien und Zypern immer noch bei über 15 % liegt.

Den gängigen Armuts- und Deprivationsmaßstäben zufolge gibt die soziale Lage in mehreren EU-Ländern trotz der Verbesserungen nach wie vor Anlass zur Besorgnis. Der Anteil der von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedrohten Personen (AROPE) ist zwischen 2016 und 2017 in der EU um 1 Prozentpunkt auf 22,5 % zurückgegangen[36]. Diese Quote liegt ca. 1 Prozentpunkt unter dem zu Beginn der Krise verzeichneten Wert und ca. 2 Prozentpunkte unter dem Höchstwert von 2013. In den meisten Ländern waren 2017 Verbesserungen zu beobachten. Verschlechterungen gab es in Dänemark, Luxemburg, den Niederlanden und Österreich, obgleich ausgehend von vergleichsweise niedrigen Werten. Die AROPE-Quoten unterschieden sich von Land zu Land erheblich und reichten von 38,9 % in Bulgarien über Rumänien, Griechenland und Litauen bis zu rund 12 % in Tschechien, gefolgt von Finnland, der Slowakei und den Niederlanden. Die Gesamtentwicklung im Bereich Armut und soziale Ausgrenzung ist das Ergebnis der unterschiedlichen Entwicklungen seiner Komponenten. In einigen Mitgliedstaaten ist der Anteil der von Armut bedrohten Menschen (AROP) gestiegen, während er in anderen Ländern in jüngster Zeit zurückgegangen ist: Die markantesten Zunahmen waren in den letzten drei Jahren in Litauen (3,8 Prozentpunkte) und Luxemburg (2,3 Prozentpunkte) festzustellen, während Griechenland (1,9 Prozentpunkte) und Polen (2,0 Prozentpunkte) einen deutlichen Rückgang verzeichneten. Die erhebliche materielle Deprivation dagegen war sowohl über den Dreijahreszeitraum als auch im Jahr 2017 in den meisten Mitgliedstaaten der EU rückläufig und ist in Lettland, Malta, Rumänien und Ungarn in den drei Jahren um mehr als 5 Prozentpunkte gesunken. Schließlich hat sich die Lage im Hinblick auf den Anteil der Personen unter 60 Jahren, die in Haushalten mit sehr geringer Erwerbsintensität leben, durch die wirtschaftliche Erholung in den meisten Ländern zwar verbessert, doch sind in Litauen und Finnland, im Dreijahreszeitraum bis 2017 Verschlechterungen eingetreten und die Armut trotz Erwerbstätigkeit hat sich in den letzten zwei Jahren auf einem Höchststand von 9,6 % (EU insgesamt) eingependelt.

[36] Der Indikator *Von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedrohte Personen (AROPE)* umfasst den Anteil der Personen, die nach mindestens einem der drei folgenden sozialen Indikatoren besonders gefährdet sind: 1) Die *Armutsgefährdungsquote (AROP)* misst die Einkommensarmut bezogen auf die nationale Einkommensverteilung und wird als Anteil der Personen mit einem verfügbaren Äquivalenzeinkommen unterhalb von 60 % des nationalen verfügbaren medianen Äquivalenzeinkommens berechnet. 2) Die *erhebliche materielle Deprivation* wird anhand von Indikatoren im Zusammenhang mit einem Mangel an Ressourcen gemessen und gibt den Anteils der Personen an, auf die mindestens vier von neun Merkmalen für Deprivation (d. h. die Unmöglichkeit, bestimmte Arten von Ausgaben zu bestreiten) zutreffen. 3) Als in *Haushalten mit sehr niedriger Erwerbsintensität* lebend gelten Personen zwischen 0 und 59 Jahren, die in Haushalten leben, in denen die Erwachsenen (18 bis 59 Jahre) in den vorangegangenen zwölf Monaten weniger als 20 % ihres gesamten Erwerbspotentials gearbeitet haben. Der Bezugszeitraum der für diese Einkommensberechnungen herangezogenen Daten ist ein bestimmter Zeitraum von 12 Monaten (d. h. das vorhergehende Kalender- oder Steuerjahr, für das diese Daten für alle Länder erhoben wurden) außer für das Vereinigten Königreich, für das der Bezugszeitraum das laufende Jahr ist, und für Irland, wo die Erhebung kontinuierlich durchgeführt wird und für das die Einkommensdaten für die letzten zwölf Monate herangezogen werden. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts waren die Daten für 2017 für Irland und das Vereinigte Königreich noch nicht verfügbar.

3. ZUSAMMENFASSUNG DER WICHTIGSTEN HERAUSFORDERUNGEN IN DEN MITGLIEDSTAATEN UND AUSWIRKUNGEN AUF DIE ÜBERWACHUNG

Insgesamt bestehen in einer Reihe von Mitgliedstaaten Risiken unterschiedlicher Konstellation. Ob und inwiefern diese die makroökonomische Stabilität in den einzelnen Mitgliedstaaten gefährden, stellt sich jeweils sehr unterschiedlich dar, je nachdem, welche Schwachstellen oder nicht tragfähigen Trends dort bestehen, wie gravierend diese sind und wie sie zusammenwirken. Die wichtigsten dieser Gefahrenquellen lassen sich nach ihrer Art wie folgt zusammenfassen:

- In einigen Mitgliedstaaten sind hauptsächlich *verschiedene, miteinander im Zusammenhang stehende Schwachstellen hinsichtlich der Bestände* festzustellen. Dies ist in der Regel in den Ländern der Fall, die von Boom-Bust-Zyklen bei der Kreditvergabe betroffen waren und die gleichzeitig eine Umkehrung der Leistungsbilanz erfahren haben, was sich gleichermaßen auf den Bankensektor und die Staatsverschuldung ausgewirkt hat.
    - Im Falle Griechenlands und Zyperns gehen die hohen Schuldenstände und der hohe negative Nettoauslandsvermögensstatus mit ungelösten Problemen im Finanzsektor einher. Diese Länder stehen immer noch vor der Herausforderung, im Kontext eines begrenzten haushaltspolitischen Spielraums, hoher (wenn auch rückläufiger) Arbeitslosigkeit und eines moderaten Potenzialwachstums einen signifikanten Verschuldungsabbau erreichen zu müssen.
    - In Irland, Kroatien, Portugal und Spanien bestehen außerdem erhebliche, vielfältige und miteinander verbundene Anfälligkeiten, die auf Altlasten bei den Beständen zurückzuführen sind. In Bulgarien geht die hohe Unternehmensverschuldung mit anhaltenden Problemen im Finanzsektor einher. In diesen Ländern sind die Ungleichgewichte in Bestandsgrößen vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Expansion wieder rückläufig, was in einigen Fällen mit einem wiederauflebenden Kostendruck - der sich (vor allem in Irland und in zunehmendem Maße auch in Portugal) auf das Niveau der Wohnimmobilienpreise auswirkt - und einer verlangsamten Verbesserung der Kostenwettbewerbsfähigkeit (insbesondere in Bulgarien ist ein kräftiger Anstieg der Lohnstückkosten zu verzeichnen) einhergeht.
- In manchen Mitgliedstaaten sind die Schwachstellen in erster Linie mit dem *hohen öffentlichen Schuldenstand* sowie den Schwierigkeiten hinsichtlich des *Wachstumspotenzials* und der *Wettbewerbsfähigkeit* verbunden. Dies trifft insbesondere auf Italien zu, wo die Schwachstellen auch mit dem Bankensektor und dem großen, seit Kurzem jedoch zügig rückläufigen Bestand an notleidenden Krediten in Zusammenhang stehen. Auch Belgien und Frankreich sind vor dem Hintergrund einer verschlechterten Wettbewerbsfähigkeit mit einem hohen gesamtstaatlichen Schuldenstand und Schwierigkeiten bezüglich des Wachstumspotenzials konfrontiert, für sie bestehen aber keine solchen Risiken in Bezug auf die Staatsverschuldung oder anfällige Banken. In Frankreich ist die vergleichsweise hohe Unternehmensverschuldung im Begriff, sich noch weiter zu erhöhen. In Belgien geht eine relativ hohe Verschuldung der privaten Haushalte mit möglicherweise überbewerteten Wohnimmobilienpreisen einher.
- Einige Mitgliedstaaten weisen *hohe und anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse* auf, die in unterschiedlichem Maße auch einen nicht mit den wirtschaftlichen Fundamentaldaten in Einklang stehenden gedämpften privaten Verbrauch und eine übermäßige

Investitionszurückhaltung widerspiegeln. Dies gilt insbesondere für Deutschland und die Niederlande. Im Falle Deutschlands geht parallel zu diesem Leistungsbilanzüberschuss der Fremdkapitalanteil in allen Wirtschaftszweigen zurück, obwohl der Schuldenstand bereits vergleichsweise niedrig ist. In den Niederlanden geht der hohe Überschuss mit einer hohen Verschuldung der privaten Haushalte und kräftig steigenden Wohnimmobilienpreisen einher. Die hohen und dauerhaften Überschüsse können auf entgangene Wachstums- und Inlandsinvestitionsmöglichkeiten hindeuten, die sich angesichts der noch immer unterhalb des Zielwerts rangierenden Inflation und der zunehmend unsicheren und sich möglicherweise verschlechternden außenwirtschaftlichen Lage auf das übrige Euro-Währungsgebiet auswirken könnten.

- In einigen Mitgliedstaaten *lassen die Entwicklungen bei den Preis- oder Kostenvariablen Anzeichen einer möglichen Überhitzung erkennen, insbesondere an den Wohnungs- und Arbeitsmärkten*.
    - In Schweden und in geringerem Umfang in Dänemark, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich und dem Vereinigten Königreich sind die Wohnimmobilienpreise kontinuierlich gestiegen, wobei möglicherweise eine Überbewertungslücke vorliegt und die privaten Haushalte erheblich verschuldet sind; die letzten Anzeichen deuten allerdings auf eine Verlangsamung der Wohnpreisentwicklung. In einer Reihe von Ländern ziehen die Wohnimmobilienpreise zwar stark an, doch sind die Anzeichen für eine Überbewertung geringer und die Verschuldungsquoten der privaten Haushalte sind begrenzt (z. B. in Lettland, Tschechien und Ungarn).
    - In Estland, Lettland, Litauen, Rumänien, Tschechien und Ungarn wachsen die Lohnstückkosten weiterhin in einem recht hohen Tempo, und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit lässt nach. Im Falle Rumäniens ist vor dem Hintergrund eines sich ausweitenden Leistungsbilanzdefizits und einer prozyklischen Haushaltspolitik eine Beschleunigung bei den Lohnstückkosten festzustellen, was den Überhitzungsdruck möglicherweise noch verstärken könnte.

Die anstehenden eingehenden Überprüfungen werden dazu beitragen, diese Herausforderungen genauer zu analysieren und zu bewerten, welche Maßnahmen erforderlich sind.

Insgesamt müssen 13 Mitgliedstaaten einer eingehenden Überprüfung unterzogen werden: Bulgarien, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Kroatien, die Niederlande, Portugal, Rumänien, Schweden, Spanien und Zypern. Elf diese Länder wurden bereits im letztjährigen Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte (MIP) einer eingehenden Überprüfung unterzogen. Nach gängiger Praxis wird zur Aktualisierung der bestehenden Bewertung eine neue eingehende Überprüfung vorbereitet, um zu beurteilen, ob die festgestellten Ungleichgewichte sich weiter vergrößern oder abgebaut werden. Bei den betroffenen Mitgliedstaaten handelt es sich um Bulgarien, Deutschland, Frankreich, Irland, Italien, Kroatien, die Niederlande, Portugal, Schweden, Spanien und Zypern. Auch für Griechenland wird eine eingehende Überprüfung durchgeführt, um zu bewerten, ob verschiedene Ursachen, wie beispielsweise die Schwachstellen hinsichtlich der Bestandsgrößen, zu Ungleichgewichten führen. Griechenland war bislang von der MIP-Überwachung ausgeschlossen gewesen, da es im Rahmen des Finanzhilfeprogramms bis August 2018 einem makroökonomischen Anpassungsprogramm unterlag. Die WMB-Bewertung ergab gegenüber den Risiken, die in den letzten eingehenden Überprüfungen bei einer Reihe von

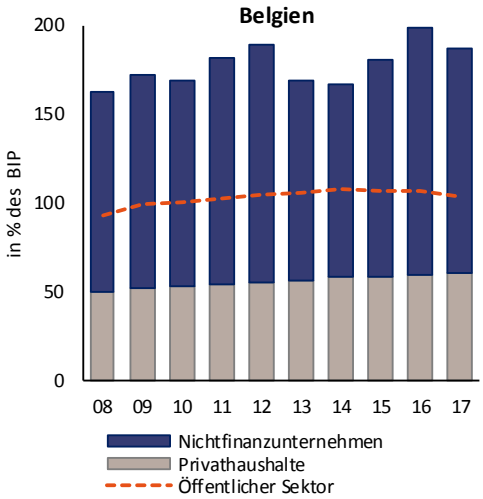
Mitgliedstaaten festgestellt wurden, die die MIP-Überwachung in den letzten Jahren beendet haben (Slowenien 2018, Finnland 2017, Belgien und Ungarn 2016) oder bei denen im Rahmen der eingehenden Überprüfung keine Ungleichgewichte ermittelt wurden (Österreich und Estland 2016), keine wesentlichen zusätzlichen Risiken. Für Rumänien sollte dagegen eine eingehende Überprüfung vorgenommen werden, um die Weiterentwicklung und ein eventuelles erneutes Auftreten riskanter Trends zu bewerten, die bereits in früheren eingehenden Überprüfungen insbesondere in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit und den Außenbeitrag festgestellt worden waren.

4. UNGLEICHGEWICHTE, RISIKEN UND ANPASSUNGEN: ANMERKUNGEN ZU DEN EINZELNEN MITGLIEDSTAATEN

Belgien: In der letzten MIP-Runde wurden in Belgien *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich die private Verschuldung und der öffentliche Schuldenstand.

Die außenwirtschaftliche Tragfähigkeit wird durch Verbesserungen der Leistungsbilanz und den günstigen Nettoauslandsvermögensstatus gestützt. Nach einigen Jahren der Lohnzurückhaltung sind die Lohnstückkosten gestiegen, ohne jedoch Anlass zur Sorge zu bereiten. 2017 war ein begrenzter Rückgang bei den Exportmarktanteilen zu verzeichnen. Die Verschuldung des privaten Sektors ist, insbesondere bei Nichtfinanzunternehmen, recht hoch, wobei die Zahlen jedoch durch die weitverbreitete länderübergreifende konzerninterne Kreditvergabe aufgebläht sind. Risiken im Zusammenhang mit der Verschuldung der privaten Haushalte haben ihren Ursprung überwiegend am Wohnungsmarkt, wo das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise in den letzten Jahren moderat war; eine Korrektur für den raschen Anstieg vor 2008 ist ausgeblieben. Der öffentliche Schuldenstand hat sich stabilisiert und ist gegenüber seinem Höchststand im Jahr 2014 leicht zurückgegangen. Aufgrund des hohen Niveaus stellt er aber nach wie vor eine große Herausforderung für die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen dar. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich verbessert, und die Arbeitslosigkeit ging weiter zurück, auch die Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit. Trotz der hohen und weiter steigenden Quote unbesetzter Stellen bleibt die Erwerbsquote im Vergleich zu anderen EU-Ländern niedrig.

Abb. A1: ***Verschuldung nach Sektoren***

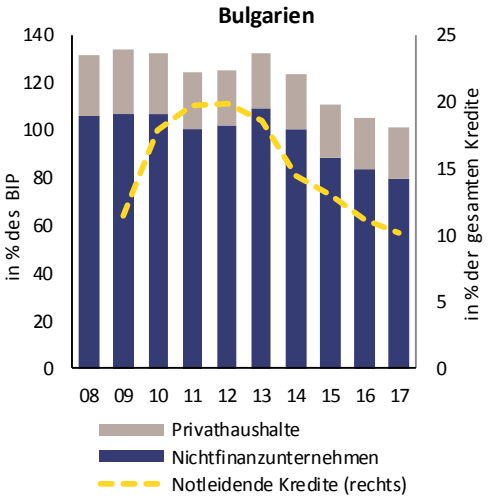


Quelle: Eurostat

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der öffentlichen, aber auch der privaten Verschuldung hin, wobei sich die Risiken jedoch in Grenzen zu halten scheinen. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Bulgarien: Im März 2018 wurde festgestellt, dass in Bulgarien *Ungleichgewichte* bestehen; Ursache hierfür sind insbesondere Anfälligkeiten im Finanzsektor in Verbindung mit einer hohen Verschuldung und notleidenden Krediten im Unternehmenssektor. Im aktualisierten Scoreboard liegen drei Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), das Wachstum

Abb. A2: ***Private Verschuldung und notleidende Kredite***



Quelle: Eurostat und EZB

der nominalen Lohnstückkosten und das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise.

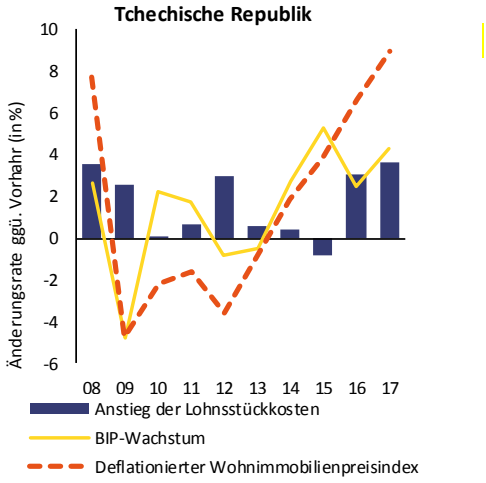
Der Leistungsbilanzüberschuss hat sich 2017 weiter erhöht; der negative NAVS ist vor allem auf die weitere Verbesserung bei den ausländischen Direktinvestitionen zurückzuführen. Das Wachstum der Lohnstückkosten hat 2017 deutlich angezogen, während der reale effektive Wechselkurs weitgehend stabil blieb und es bei den Exportmarktanteilen einige Zuwächse zu verzeichnen gab. Die hohe Unternehmensverschuldung gibt nach wie vor Anlass zur Sorge, auch wenn die Schuldenquote in den letzten Jahren – teilweise dank des robusten nominalen BIP-Wachstums – schrittweise zurückgegangen ist. Der Kreditfluss kommt wieder in Gang, was den Schuldenabbau verlangsamen wird, gleichzeitig aber für höhere private Investitionen und ein stärkeres Potenzialwachstum sorgen könnte. Der Anteil notleidender Kredite ist zwar rückläufig, aber nach wie vor hoch, insbesondere im Unternehmenssektor. Im Anschluss an die Überprüfung der Aktiva-Qualität im Jahr 2016 wurden zwar Fortschritte bei der Verbesserung der Finanzaufsicht erzielt, doch verlangen einige Schwachstellen weiterhin besondere Aufmerksamkeit, u. a. die Geschäfte mit nahestehenden Unternehmen und Risikopositionen in schwer zu bewertenden Vermögenswerten. Bei den realen Wohnimmobilienpreisen war eine rasche Beschleunigung zu beobachten, und auch bei den Bau- und Hypothekarkrediten ist ein Anstieg festzustellen. Gegenwärtig gibt es noch keine Anzeichen für Überbewertungen, doch ist angesichts der derzeitigen Dynamik auf dem Wohnungsmarkt besondere Aufmerksamkeit geboten. Die Arbeitslosigkeit ist vor dem Hintergrund der positiven Konjunkturentwicklung weiter zurückgegangen; dies gilt vor allem für die Jugend- und Langzeitarbeitslosigkeit. Auch die Erwerbsquoten haben sich verbessert.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit den Anfälligkeiten im Finanzsektor und mit der Verschuldung der Unternehmen hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Tschechien: In der letzten MIP-Runde wurden in Tschechien *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise und die Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors.

Die Leistungsbilanz hat sich kontinuierlich verbessert und wies 2017 einen geringfügigen Überschuss auf. Auf das Ende der Wechselkursbindung im April 2017 folgte eine Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses, während sich der Nettoauslandsvermögensstatus weiter verbesserte, wenn auch langsamer als in den Vorjahren. Die nominalen Lohnstückkosten sind – bedingt durch ein kräftiges Lohnwachstum – gestiegen und angesichts der akuten Anspannung auf dem Arbeitsmarkt ist mit einer weiteren Beschleunigung zu rechnen. Trotz der Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses konnten in den vergangenen Jahren leichte Zuwächse bei den Exportmarktanteilen erzielt werden. Das Wachstum der Wohnimmobilienpreise und der Hypothekarkredite hat

Abb. A3: ***BIP, Lohnstückkosten und Wohnimmobilienpreise***



Quelle: Kommissionsdienststellen

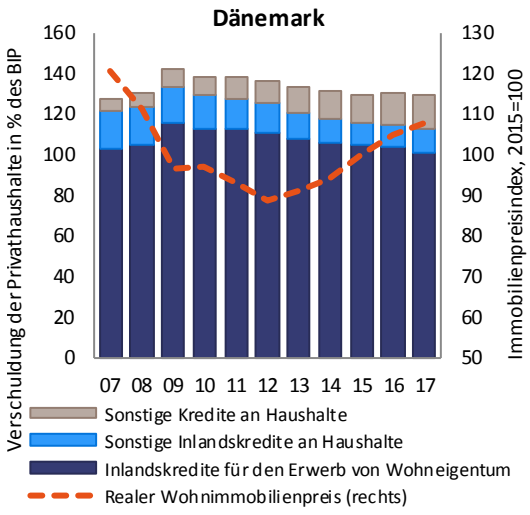
sich weiter beschleunigt; hier ist eine sorgfältige Beobachtung angezeigt. Die Verschuldung des privaten Sektors ist dagegen moderat, auch die Verschuldung der privaten Haushalte ist stabil geblieben. Der öffentliche Schuldenstand ist niedrig und verringert sich dank des gesamtstaatlichen Haushaltsüberschusses weiter. Der Anstieg der Verbindlichkeiten des Finanzsektors hat sich 2017 deutlich beschleunigt und liegt über dem indikativen Schwellenwert. Dies ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass Gebietsfremde vor dem Ende der Wechselkursbindung auf CZK lautende Einlagen erwarben. Die Arbeitslosenquote ist weiter gesunken, und die Arbeitsmarktlage ist sehr angespannt.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Wettbewerbsfähigkeit und dem Druck auf dem Wohnungsmarkt hin, wobei sich die Risiken derzeit jedoch in Grenzen zu halten scheinen. Daher hält es die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Dänemark*:* In der letzten MIP-Runde wurden in Dänemark *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Leistungsbilanzsaldo und die Verschuldung des privaten Sektors.

Die Leistungsbilanz weist nach wie vor hohe Überschüsse auf. Mehrere in Folge erzielte Überschüsse haben zu einem sehr positiven Nettoauslandsvermögensstatus und im Zuge dessen zu einem positiven Nettoprimäreinkommen geführt, das die positive Leistungsbilanz stärkt. Der Anstieg der Lohnstückkosten ist unter Kontrolle, obgleich die Löhne auf dem angespannten Arbeitsmarkt unter Druck sind; die Produktivitätsdynamik ist gedämpft. Das Wachstum der Exportmarktanteile ist weitgehend stabil. Während die Wohnimmobilienpreise auf nationaler Ebene rückläufig waren, sind sie in den großen Ballungsräumen rasch angestiegen. Diese Entwicklungen erfordern besondere Aufmerksamkeit. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist, gemessen in Prozent des BIP, nach wie vor die höchste in der EU und wird vor dem Hintergrund eines moderaten Kreditwachstums nur langsam abgebaut. Die privaten Haushalte haben ihre Ersparnisse weiter erhöht, was auf Bemühungen um eine Verringerung der Verschuldung schließen lässt; durch neue makroprudenzielle Maßnahmen sollen riskante Darlehensaufnahmen beschränkt werden. Die Unternehmensverschuldung ist dagegen nach wie vor gering. Der Arbeitsmarkt verbessert sich weiter, das Beschäftigungswachstum ist stabil, es kommt häufiger zu Arbeitskräftemangel.

Abb. A4: ***Verschuldung der Privathaushalte und Immobilienpreisindex***

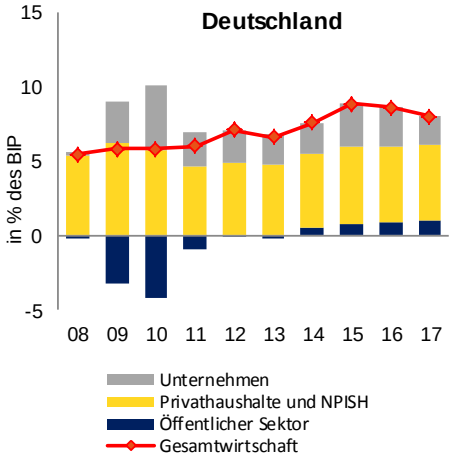


Quelle: Eurostat und EZB

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Leistungsbilanz, der privaten Verschuldung und dem Wohnimmobiliensektor hin, wobei sich die Risiken jedoch in Grenzen zu halten scheinen. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Deutschland: Im März 2018 stellte die Kommission in Deutschland *makroökonomische Ungleichgewichte* fest, die insbesondere den hohen Leistungsbilanzüberschuss betreffen; dahinter steht eine gemessen an den Ersparnissen verhaltene Investitionstätigkeit im privaten und im öffentlichen Sektor. Im aktualisierten Scoreboard liegen mit dem Leistungsbilanzsaldo und dem gesamtstaatlichen Schuldenstand weiterhin einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert.

Abb. A5: ***Finanzierungssaldo nach Sektoren***



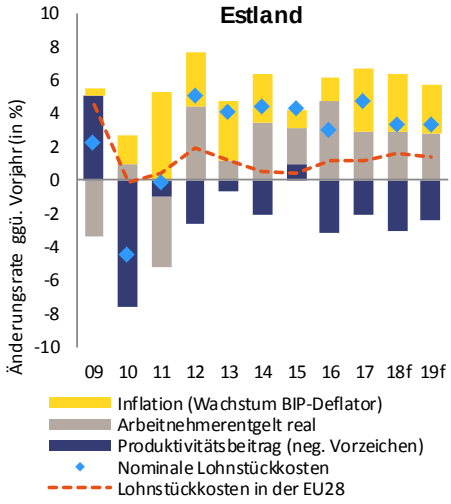
Quelle: Kommissionsdienststellen

Die Leistungsbilanz weist nach wie vor sehr hohe Überschüsse auf, wenngleich diese 2017 auf Jahresbasis leicht zurückgegangen sind. Angesichts der stetig wachsenden Binnennachfrage dürfte sich der Leistungsbilanzüberschuss zwar weiter verringern, aber auf einem hohen Niveau bleiben und weitere Erhöhungen beim Nettoauslandsvermögensstatus zur Folge haben. Der Anstieg der Lohnstückkosten bleibt moderat. Das Exportwachstum hat sich 2017 verstärkt, während es bei den Exportmarktanteilen einen leichten Rückgang gab. Im privaten Sektor setzt sich der Schuldenabbau trotz der niedrigen Verschuldung fort. Gleichzeitig erhöhen sich die Unternehmensinvestitionen im Verhältnis zum BIP. Auch die Wohnungsbauinvestitionen nehmen weiter zu, werden aber nach wie vor nicht dem Bedarf an Wohnraum in Ballungsgebieten gerecht. Die realen Wohnimmobilienpreise und die Baukosten sind gestiegen und müssen im Auge behalten werden, auch im Hinblick auf regionale Unterschiede bei den Preisen und der Verfügbarkeit von Wohnraum. Das Kreditwachstum zieht allmählich an. Die Sparquote der privaten Haushalte befindet sich trotz eines moderaten Lohnwachstums und eines robusten privaten Verbrauchs nach wie vor auf hohem Niveau; Hintergrund dieser Entwicklungen ist der stärkere Zufluss an verteilten Unternehmenserträgen. Der öffentliche Schuldenstand ging weiter zurück und dürfte bis 2019 unter den Schwellenwert von 60 % des BIP fallen, während der erhebliche Rückstand bei den öffentlichen Investitionen weiter besteht. Die Gesamtarbeitslosigkeit ist weiter gesunken und bleibt ausgesprochen niedrig; dies gilt auch für die Jugend- und die Langzeitarbeitslosigkeit.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem anhaltenden Überschuss der Ersparnisse gegenüber den Investitionen hin. Dieser spiegelt sich in dem hohen und nur allmählich sinkenden Leistungsbilanzüberschuss wider und unterstreicht die Notwendigkeit eines weiteren Abbaus der Ungleichgewichte. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten Ungleichgewichte für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Estland: In der letzten MIP-Runde wurden in Estland *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegt das Wachstum der nominalen Lohnstückkosten über dem indikativen Schwellenwert.

Abb. A6: ***Zusammensetzung der Lohnstückkosten***



Quelle: Kommissionsdienststellen

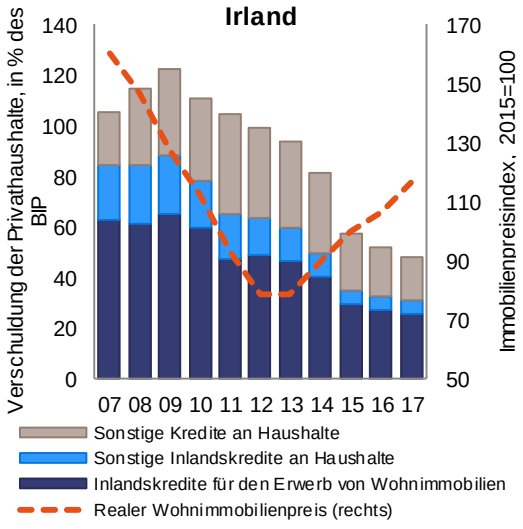
Der Leistungsbilanzüberschuss hat sich 2017 ausgeweitet, und der Nettoauslandsvermögensstatus hat sich verbessert, sodass er nun unterhalb des Schwellenwerts liegt. Die nominalen Lohnstückkosten steigen weiterhin rasch und spiegeln die Inflation und das kräftige Lohnwachstum wider. Die Produktivitätsdynamik ist gedämpft und lastet auf den Indikatoren für die Kostenwettbewerbsfähigkeit. Der reale effektive Wechselkurs hat weiter aufgewertet, während die Exportmarktanteile stabil blieben. Das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise hat sich in den vergangenen Jahren dynamisch entwickelt, im Jahr 2017 jedoch auf ein gemäßigtes Niveau verlangsamt. Der Schuldenabbau im privaten Sektor setzt sich fort, und der öffentliche Schuldenstand ist sehr niedrig. Der Arbeitsmarkt verengt sich, aber der Arbeitskräftemangel konnte durch die Zuwanderung in gewissem Umfang gelindert werden.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit den nominalen Lohnstückkosten hin, wobei sich die Risiken jedoch in Grenzen zu halten scheinen. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Irland: Im März 2018 stellte die Kommission in Irland *makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit Anfälligkeiten aufgrund der hohen öffentlichen und privaten Verschuldung und des hohen Bestands an Nettoauslandsverbindlichkeiten. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren weiterhin über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), der reale effektive Wechselkurs (REWK), die private Verschuldung, die öffentliche Verschuldung und die jährliche Veränderung der realen Wohnimmobilienpreise.

Die Leistungsbilanz wies im Jahr 2017 einen hohen Überschuss auf; im Jahr 2016 war nach mehreren Überschüssen in Folge ein erhebliches Defizit verzeichnet worden. Die Volatilität der Einfuhren geistigen Eigentums und der Auftragsfertigung trugen in den vergangenen Jahren zu diesen Schwankungen der Leistungsbilanz bei. [37] Der NAVS hat sich zwar weiter verbessert, liegt aber nach wie vor weit im negativen Bereich, was vor allem auf die Tätigkeiten multinationaler Unternehmen mit beschränkter Verbindung zur heimischen Wirtschaft zurückzuführen ist. In den letzten Jahren hat der hohe Produktivitätszuwachs, der ebenfalls durch die Tätigkeiten multinationaler Unternehmen aufgebläht wird, zu einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit

Abb. A7: ***Verschuldung der Privathaushalte und Immobilienpreisindex***



Quelle: Eurostat, Kommissionsdienstellen und EZB

[37] Bei der Auftragsfertigung vergeben gebietsansässige multinationale Unternehmen Aufträge an ausländische Unternehmen, die in ihrem Auftrag Waren produzieren. Da gebietsansässige Unternehmen die Besitzer dieser Waren sind, werden ihre Verkäufe als Ausfuhren des Sitzlandes verbucht, obwohl sie nicht in die heimische Wirtschaft gelangen.

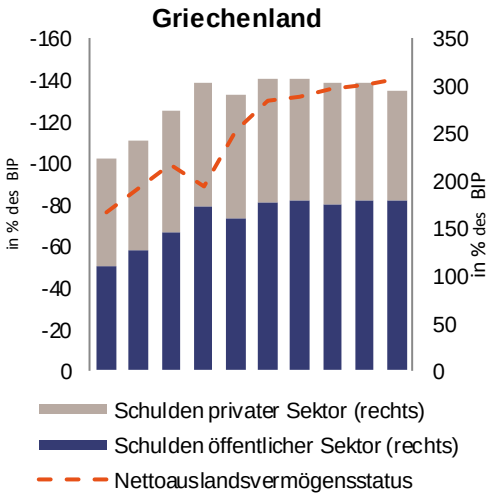
beigetragen. Die private Verschuldung ist nach wie vor sehr hoch, wird aber weiter abgebaut. Die privaten Haushalte verringern weiter ihre Schulden, und die irischen Banken haben ihre Risikopositionen gegenüber inländischen Unternehmen reduziert, was auf einen fortgesetzten Schuldenabbau im Unternehmenssektor hindeutet. Die Lage der inländischen Nichtfinanzunternehmen ist in Anbetracht des hohen Anteils der multinationalen Konzerne an den gesamten Unternehmensschulden schwieriger einzuschätzen. Die Wohnimmobilienpreise sind seit 2014 sehr dynamisch gestiegen; diese Entwicklung erklärt sich hauptsächlich aus der Wohnungsknappheit und sollte aufmerksam beobachtet werden. Getragen vom kräftigen Wirtschaftswachstum ist der private Schuldenstand im Verhältnis zum BIP rückläufig, aber nach wie vor hoch. Der Anteil notleidender Kredite ist in den vergangenen Jahren zurückgegangen, bleibt aber hoch. Die Banken sind gut kapitalisiert, ihre Rückstellungen jedoch gesunken. Ihre – weiterhin verhaltene – Rentabilität steigt allmählich. Die Arbeitslosenquote fiel 2017 unter die MIP-Schwelle; die Langzeit- und die Jugendarbeitslosigkeit sind weiter rückläufig.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Volatilität der außenwirtschaftlichen Position, dem privaten und öffentlichen Schuldenstand sowie dem raschen Anstieg der Wohnimmobilienpreise und dem relativ hohen Anteil notleidender Kredite hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Griechenland: Griechenland hat seit 2010 bis vor Kurzem Finanzhilfeprogramme in Anspruch genommen. Daher erfolgte die Überwachung von Ungleichgewichten und Korrekturmaßnahmen im Rahmen dieser Programme und nicht im Rahmen des MIP. Griechenland hat in den vergangenen Jahren wichtige Schritte unternommen, um Ungleichgewichte abzubauen und damit verbundene Risiken besser zu steuern; die bestehenden Ungleichgewichte in Bestandsgrößen dürften jedoch weiter fortbestehen. Dies schlägt sich im aktualisierten Scoreboard nieder, wo einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert liegen, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Verluste von Exportmarktanteilen, der gesamtstaatliche Schuldenstand und die Arbeitslosenquote.

Trotz des positiven NAVS des privaten Sektors führt der hohe Anteil der öffentlichen Auslandsschulden zu einem insgesamt signifikant negativen NAVS. Obwohl ein Großteil der Auslandsverschuldung auf zu stark vergünstigten Bedingungen gewährte Kredite zurückgeht, müssen die jüngsten Verbesserungen in der Leistungsbilanz vor dem Hintergrund einer anziehenden Binnennachfrage aufrechterhalten werden, um die langfristige Tragfähigkeit des NAVS zu gewährleisten. In den letzten fünf Jahren waren erhebliche Verluste bei den Exportmarktanteilen zu verzeichnen, doch scheint der Trend sich im Jahr 2017 umgekehrt zu haben. Die Staatsschuldenquote ist sehr hoch, wenngleich mit einem Rückgang gerechnet wird und ihre Tragfähigkeit durch die Vereinbarung der Eurogruppe vom Juni 2018 untermauert wird. Die realen Wohnimmobilienpreise sind

Abb. A8: ***NAVS, Schulden des privaten und des öffentlichen Sektors***



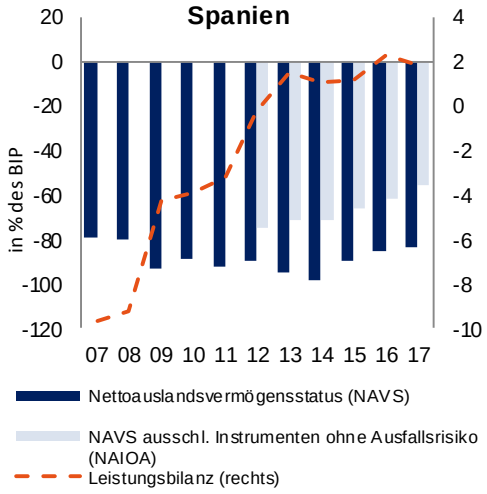
Quelle: Eurostat

2017 weiter gesunken, haben sich aber Anfang 2018 stabilisiert. Das Kreditwachstum ist aufgrund des anhaltenden Schuldenabbaus im privaten Sektor nach wie vor negativ. Der hohe Bestand an notleidenden Krediten erschwert die Rückkehr zu einer gesunden Kreditversorgung der Wirtschaft, die aber notwendig ist, um das Wachstum mittelfristig zu tragen. Die Arbeitslosigkeit ist rückläufig, bleibt aber, insbesondere was die Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit betrifft, nach wie vor hoch.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem hohen öffentlichen Schuldenstand und der Auslandsverschuldung, geringen Ersparnissen und einem hohen Bestand an notleidenden Krediten hin, und dies vor dem Hintergrund hoher Arbeitslosigkeit, niedrigen Produktivitätswachstums und schleppender Investitionstätigkeit. Daher erscheint es der Kommission angezeigt, die diesbezüglichen Risiken eingehender zu prüfen, um festzustellen, ob ein Ungleichgewicht vorliegt.

Spanien: Im März 2018 stellte die Kommission in Spanien *makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere in Verbindung mit der hohen privaten und öffentlichen Auslands- und Inlandsverschuldung vor dem Hintergrund hoher Arbeitslosigkeit. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die private und gesamtstaatliche Schuldenquote, die Arbeitslosenquote und das Wachstum der Erwerbsquote.

Abb. A9: ***NAVS und Leistungsbilanz***



Quelle: Kommissionsdienststellen

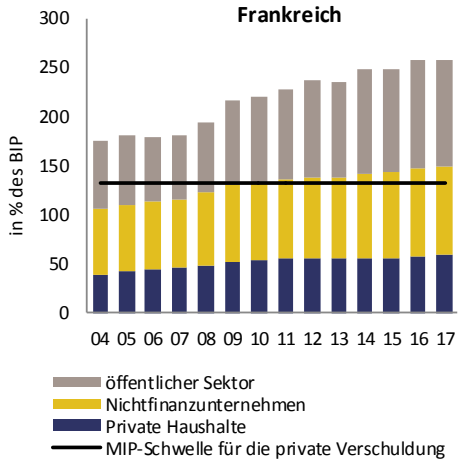
Die Korrektur außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte wurde fortgesetzt, wenn auch in relativ langsamem Tempo; der NAVS hat sich verbessert und ist nach wie vor sehr hoch. Das Wachstum der nominalen Lohnstückkosten war vor dem Hintergrund des verhaltenen Lohn- und niedrigen Produktivitätswachstums stabil. Trotz der leichten Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses wurde 2017 ein moderates Wachstum des Exportmarktes gegenüber dem Vorjahr verzeichnet. Der Privatsektor und insbesondere die Unternehmen haben ihre Schulden im gesamten Jahr 2017 weiter verringert, doch besteht weiterhin Bedarf an einem Schuldenabbau. Zudem hat die Vergabe neuer Kredite angezogen und zu einem Anziehen der Investitionen beigetragen. Bei den privaten Haushalten wird das Tempo des Schuldenabbaus durch eine starke Zunahme der Verbraucherkredite gebremst. Die Wohnimmobilienpreise haben sich in den letzten Jahren nach der vorausgegangenen Unterbewertung erholt. In den vergangenen Jahren war das starke Wirtschaftswachstum die wichtigste Triebfeder für die Verringerung des gesamtstaatlichen Defizits, aber die anhaltenden Defizite lassen darauf schließen, dass die öffentliche Schuldenquote nur langsam sinkt. Die Arbeitslosigkeit ist zwar rasch gesunken, die Zahlen sind aber noch immer sehr hoch; dies gilt insbesondere für die Jugendarbeitslosigkeit. Die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit bleibt wegen des geringen Produktivitätswachstums stark von Kostenvorteilen abhängig.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Tragfähigkeit, der privaten und öffentlichen Verschuldung und den Anpassungen am Arbeitsmarkt vor dem Hintergrund eines schwachen Produktivitätswachstums hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten

Ungleichgewichte und ihrer grenzübergreifenden Bedeutung für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Frankreich: Im März 2018 stellte die Kommission in Frankreich *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit der hohen öffentlichen Verschuldung und der schwachen Wettbewerbsfähigkeit vor dem Hintergrund eines niedrigen Produktivitätswachstums. Im aktualisierten Scoreboard liegen die staatliche und die private Verschuldung sowie die Indikatoren der Arbeitslosenquote über dem indikativen Schwellenwert.

Abb. A10: ***Verschuldung nach Sektoren***



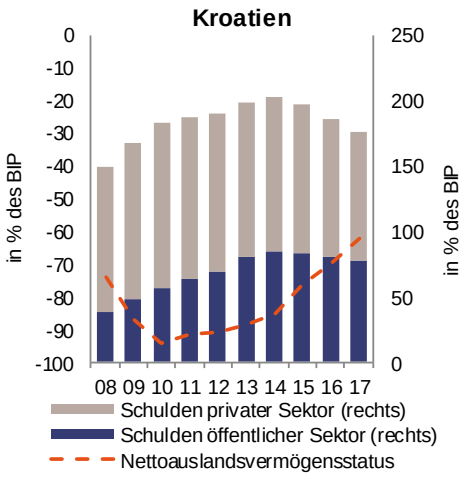
Quelle: Eurostat

Das Leistungsbilanzdefizit blieb 2017 weitgehend unverändert; der Nettoauslandsvermögensstatus hat sich verschlechtert. Trotz einer Belebung des Exportwachstums gab es 2017 einige geringfügige Verluste bei den Exportmarktanteilen, während sich der reale effektive Wechselkurs stabilisiert hat. Aufgrund der gemäßigten Lohnentwicklung blieb das Wachstum der Lohnstückkosten unter Kontrolle. Die Produktivitätsdynamik ist jedoch nach wie vor schleppend. Anfälligkeiten aufgrund des hohen und weiter ansteigenden gesamtstaatlichen Schuldenstands geben nach wie vor deutlichen Anlass zur Sorge. Die Kombination aus hohen öffentlichen und privaten Schulden schafft zusätzliche Anfälligkeiten. Die Verschuldung des privaten Sektors ist insbesondere bei den Nichtfinanzunternehmen immer noch recht hoch, und das Kreditwachstum zieht langsam wieder an. Die realen Wohnimmobilienpreise sind leicht angestiegen. Die Arbeitsmarktlage verbessert sich, und der Indikator der Arbeitslosigkeit bewegt sich unterhalb des Schwellenwerts.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der hohen Verschuldung und der schwachen Wettbewerbsfähigkeit vor dem Hintergrund eines niedrigen Produktivitätswachstums hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Kroatien: Im März 2018 stellte die Kommission in Kroatien *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte* im Zusammenhang mit der hohen und in der Hauptsache auf Fremdwährungen lautenden öffentlichen, privaten und Auslandsverschuldung vor dem Hintergrund eines niedrigen Potenzialwachstums fest. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), der gesamtstaatliche Schuldenstand und die Arbeitslosenquote.

Abb. A11: ***NAVS, Schulden des privaten und des öffentlichen Sektors***



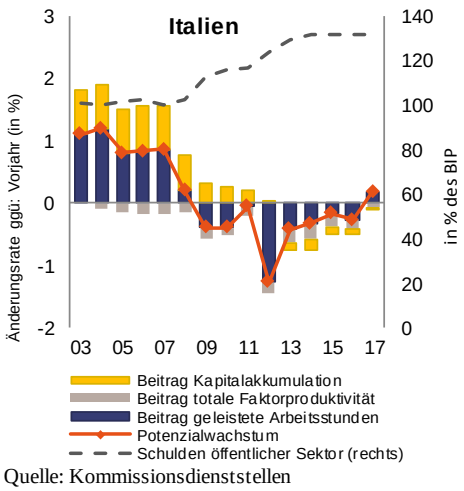
Quelle: Eurostat

Getragen von einem wachsenden Leistungsbilanzüberschuss hat sich der negative NAVS, der in hohem Maße die ADI widerspiegelt, verbessert, auch wenn er über dem Schwellenwert liegt und anhaltenden Wechselkursrisiken ausgesetzt ist. Das negative Wachstum der nominalen Lohnstückkosten deutet auf weitere Fortschritte bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit hin, obwohl der REWK stabil geblieben ist. Somit gewann Kroatien auch 2017 Marktanteile hinzu, allerdings in einem geringeren Tempo als in den Vorjahren. Die Verschuldung des privaten Sektors ging trotz der wieder anziehenden Kreditvergabe im Jahr 2017 weiter zurück. Der Abbau notleidender Kredite im Bankensektor hat sich verlangsamt, und ein Großteil der Kredite an Nichtfinanzunternehmen ist nach wie vor notleidend. Die öffentliche Schuldenquote ging im Jahr 2017 weiter zurück, was auch auf die Verbesserung des gesamtstaatlichen Haushaltssaldos zurückzuführen war. Die Arbeitslosenquote ist weiter gesunken. Die Erwerbsbeteiligung ist jedoch nach wie vor sehr gering und lastet in Verbindung mit einer schleppenden Produktivitätsentwicklung weiterhin auf dem Potenzialwachstum. Die Risiken im Zusammenhang mit dem größten Arbeitgeber des Landes –Agrokor – haben sich verringert, nachdem die Gläubiger einen Umschuldungsplan angenommen hatten.

Insgesamt verdeutlicht die wirtschaftliche Auslegung die nach wie vor hohen, aber sinkenden Schuldenstände und Währungsrisiken in allen Wirtschaftszweigen und die Bedeutung eines höheren Potenzialwachstums für eine dauerhafte Korrektur. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für sinnvoll, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau von übermäßigen Ungleichgewichten zu überwachen.

Italien: Im März 2018 stellte die Kommission in Italien *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit den Risiken aufgrund der sehr hohen öffentlichen Verschuldung und der anhaltend schwachen Produktivitätsdynamik vor dem Hintergrund umfangreicher notleidender Kredite und hoher Arbeitslosigkeit. Im aktualisierten Scoreboard liegen zwei Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der gesamtstaatliche Schuldenstand und die Arbeitslosenquote.

Abb. A12: ***Potenzialwachstum und Staatsverschuldung***



Quelle: Kommissionsdienststellen

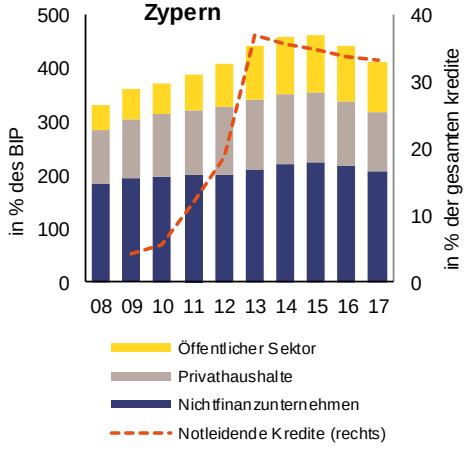
Die außenwirtschaftliche Position ist mit Leistungsbilanzüberschüssen und einem sich verbessernden Nettoauslandsvermögensstatus relativ stark. Die öffentliche Schuldenquote hat sich 2017 auf einem sehr hohen Niveau stabilisiert, doch stehen die Finanzplanung der Regierung, die schwächer als erwartet ausfallende wirtschaftliche Erholung und die höheren Fremdfinanzierungskosten einer künftigen Verringerung der Schuldenquote im Wege. Gleichzeitig belasten das schwache Produktivitätswachstum und die Abnahme der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter das italienische Potenzialwachstum. Das niedrige Produktivitätswachstum erklärt sich aus schon lange bestehenden strukturellen Schwächen wie dem in Relation zu vergleichbaren Ländern ungünstigen Umfeld für Unternehmen sowie Finanzierungsengpässen, einem Mangel an hoch qualifizierten Arbeitskräften und geringen Investitionen in immaterielle Vermögenswerte. Die Bilanzbereinigung der Banken hat Fortschritte gemacht, und der italienische Bankensektor wurde 2017 wieder rentabel. Allerdings bestehen immer noch vor Schwachstellen, vor allem bei mittleren und kleinen Banken, die weiterhin große Bestände an notleidenden Krediten halten und einem höheren Länderrisiko ausgesetzt sind als große Banken. Die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt bessern sich allmählich, doch die Arbeitslosenquote ist nach wie vor hoch und bewegt sich weit über dem Vorkrisenniveau; dies gilt insbesondere für die Jugend- und Langzeitarbeitslosigkeit. Die Erwerbsbeteiligung steigt insgesamt, liegt aber immer noch unter dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets. Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Erholung haben sich die makroökonomischen Ungleichgewichte in Italien nicht weiter verschlechtert, sind jedoch weiterhin beträchtlich und verringern sich nur langsam. Die Verlangsamung des realen BIP-Wachstums und die erneuten Spannungen auf dem Staatsanleihemarkt könnten die bislang erzielten Fortschritte untergraben.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem hohen öffentlichen Schuldenstand bei gleichzeitig volatileren Märkten und einer hohen Arbeitslosigkeit hin. Die Produktivitätsdynamik ist nach wie vor schwach; zudem bestehen erneut Bedenken hinsichtlich der Rückkopplung zwischen Banken und Staaten. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für angezeigt, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau von übermäßigen Ungleichgewichten zu überwachen.

Zypern: Im März 2018 stellte die Kommission in Zypern *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit der hohen privaten, öffentlichen und Auslandsverschuldung sowie dem hohen Anteil notleidender Kredite im Bankensystem. Im aktualisierten Scoreboard liegen 2017 einige Indikatoren weiterhin über dem indikativen Schwellenwert, nämlich die Leistungsbilanz, der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), der reale effektive Wechselkurs (REWK), die Verschuldung des privaten Sektors und des Staates, die Arbeitslosenquote und die Veränderung der Erwerbsquote.

Das Leistungsbilanzdefizit hat sich im Jahr 2017 vor dem Hintergrund eines starken Einfuhrwachstums erheblich vergrößert; der NAVS bleibt in stark negativem Bereich. Die Anpassung der Kostenwettbewerbsfähigkeit hat sich verlangsamt, da die Lohnstückkosten leicht gestiegen sind und sich der reale effektive Wechselkurs stabilisiert hat. Die Verschuldung des privaten Sektors ist eine der höchsten in der EU, und zwar sowohl bei den privaten Haushalten als auch bei den Unternehmen, und der Schuldenabbau kommt nur langsam voran. Insbesondere

Abb. A13: ***Verschuldung und notleidende Kredite***



Quelle: Eurostat und EZB

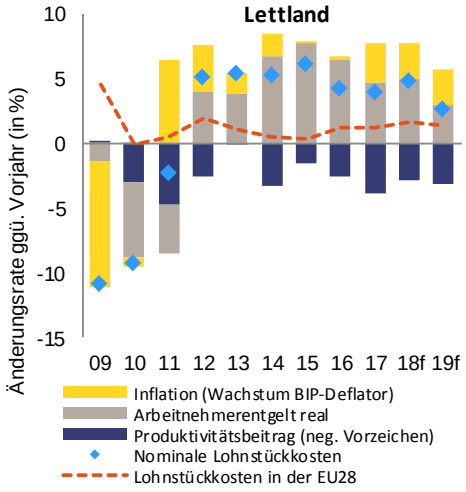
bei den Ersparnissen der privaten Haushalte ergibt sich ein negativer Wert. Die Abwärtsanpassung der realen Wohnimmobilienpreise hat ihre Talsohle überwunden, und die Häuserpreise ziehen langsam wieder an. Der sehr hohe Bestand an notleidenden Krediten bremst den Kreditfluss in die Wirtschaft, der notwendig ist, um das Potenzialwachstum mittelfristig zu tragen. Die öffentliche Schuldenquote ist nach wie vor sehr hoch. Die Arbeitslosigkeit ist stark rückläufig, aber vor allem bei Jugendlichen immer noch sehr hoch; allerdings haben sich die Zahlen für die Langzeit- und die Jugendarbeitslosigkeit in den letzten drei Jahren verbessert.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Tragfähigkeit, der öffentlichen und privaten Verschuldung, den Anfälligkeiten im Finanzsektor und den Anpassungen am Arbeitsmarkt hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für sinnvoll, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau von übermäßigen Ungleichgewichten zu überwachen.

Lettland: In der letzten MIP-Runde wurden in Lettland *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über den indikativen Schwellenwerten, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und der Anstieg der Lohnstückkosten.

Die Leistungsbilanz ist im Großen und Ganzen ausgewogen. Der negative NAVS, der zum großen Teil die ADI widerspiegelt, hat sich dank des kräftigen nominalen BIP-Wachstums verbessert, liegt aber nach wie vor über dem Schwellenwert. Die Lohnstückkosten sind über mehrere Jahre hinweg vergleichsweise schnell gestiegen, was auf das starke Lohnwachstum und den engen Arbeitsmarkt zurückzuführen ist; der Indikator liegt seit 2014 über dem Scoreboard-Schwellenwert. Die Auswirkungen auf die externe preisliche Wettbewerbsfähigkeit und die Exportleistung sind bislang begrenzt und wurden zum Teil durch eine Verringerung der Gewinnspannen abgefedert. Angesichts eines sich weiter anspannenden Arbeitsmarktes ist auch künftig ein starkes Lohnwachstum zu erwarten. Alles in allem stellen diese Entwicklungen ein Risiko für die Wettbewerbsfähigkeit des Landes und die mittelfristigen Wachstumsaussichten dar. Das dynamische Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise setzt sich fort. Nachdem sich die Preisentwicklung bei Wohnimmobilien im Jahr 2017 gegenüber dem Vorjahr verlangsamt hat, war im ersten Halbjahr 2018 wieder eine Beschleunigung des Trends zu verzeichnen. Das Kreditwachstum ist insgesamt verhalten. Der gesamtstaatliche Schuldenstand und die private Verschuldung sind relativ gering.

Abb. A14: ***Zusammensetzung der Lohnstückkosten***

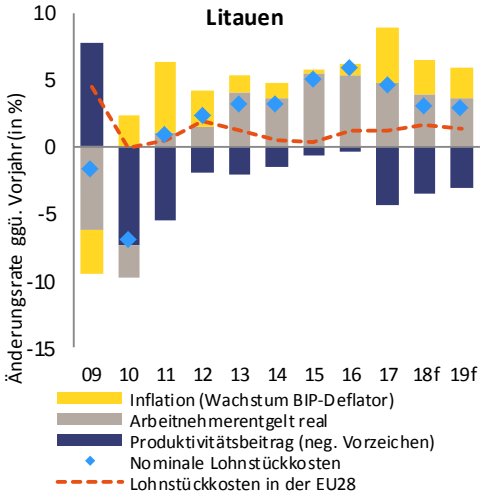


Quelle: Kommissionsdienststellen

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Dynamik des Arbeitsmarktes und der externen Wettbewerbsfähigkeit hin, wobei sich die Risiken jedoch derzeit in Grenzen zu halten scheinen. Daher hält es die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Litauen: In den letzten MIP-Runden wurden in Litauen *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über den indikativen Schwellenwerten, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und die nominalen Lohnstückkosten.

Abb. A15: ***Zusammensetzung der Lohnstückkosten***



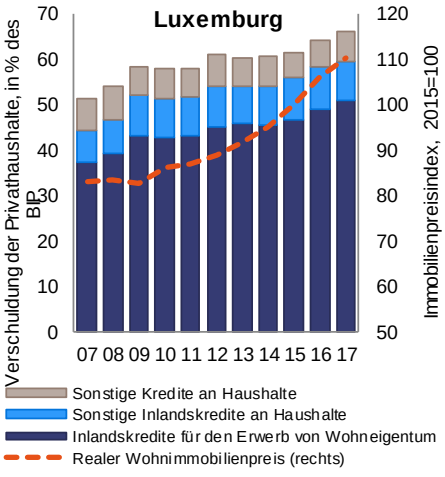
Quelle: Kommissionsdienststellen

Die Leistungsbilanz ist im Großen und Ganzen ausgewogen. Aufgrund des kräftigen nominalen BIP-Wachstums hat sich der negative NAVS, der zum großen Teil die ADI widerspiegelt, verbessert, wenngleich er nach wie vor leicht über dem Schwellenwert liegt. Bei den Lohnstückkosten ist seit Jahren ein vergleichsweise hoher Anstieg zu verzeichnen; der Indikator liegt seit 2015 über dem Scoreboard-Schwellenwert. Maßgeblich dazu beigetragen haben das starke Lohnwachstum in einem engen Arbeitsmarkt und – neben weiteren Faktoren – der schnelle Anstieg des Mindestlohns seit 2016. Die Auswirkungen der steigenden Arbeitskosten auf die externe Kostenwettbewerbsfähigkeit und die Exportleistung sind bislang begrenzt und werden zum Teil durch eine Verringerung der Gewinnspannen abgefedert, was aber langfristig keine tragfähige Lösung sein dürfte. In einem Kontext sinkender Arbeitslosigkeit und eines enger werdenden Arbeitsmarktes ist auch künftig ein starkes Lohnwachstum zu erwarten. Alles in allem können diese Entwicklungen die Wettbewerbsfähigkeit des Landes und die mittelfristigen Wachstumsaussichten beeinträchtigen. Das Wachstum der Wohnimmobilienpreise entwickelt sich in den letzten Jahren dynamisch, wobei der zu beobachtende allmähliche Preisanstieg aber noch unterhalb des Schwellenwerts liegt. Das Kreditwachstum hat angezogen. Die öffentliche und private Verschuldung sind nach wie vor relativ gering und stabil.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Dynamik bei den Lohnstückkosten und mit der externen Wettbewerbsfähigkeit hin, wobei sich die Risiken jedoch derzeit in Grenzen zu halten scheinen. Daher hält es die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Luxemburg: In der letzten MIP-Runde wurden in Luxemburg *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich die private Verschuldung sowie die Veränderung der Erwerbsquote und die Langzeitarbeitslosenquote.

Abb. A16: ***Verschuldung der Privathaushalte und Immobilienpreisindex***



Quelle: Eurostat und EZB

Die außenwirtschaftliche Position ist weiterhin durch einen stabilen Leistungsbilanzüberschuss und einen positiven, konstanten NAVS gekennzeichnet. In den Zahlen schlägt sich jedoch weniger die inländische Wirtschaftstätigkeit als vielmehr die Stellung des Landes als internationaler Finanzplatz nieder. Die kumulierten Zuwächse bei den Exportmarktanteilen haben sich stabilisiert. In jüngster Zeit kam es jedoch zu Marktverlusten. Dies war teilweise auf die

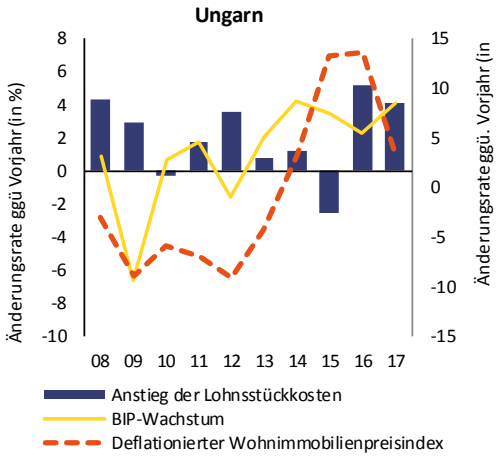
Verschlechterung der Kostenwettbewerbsfähigkeit zurückzuführen, die wiederum ihren Grund im stärkeren Anstieg der Lohnstückkosten und der Einfuhrpreise hatte. In den vergangenen zehn Jahren sind die realen Wohnimmobilienpreise relativ schnell gestiegen, sodass generell weiterhin eine enge Überwachung angezeigt ist. Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise vollzieht sich im Kontext eines dynamischen Arbeitsmarktes in Verbindung mit beträchtlichen Nettomigrationsströmen und günstigen Finanzierungsbedingungen, wobei jedoch das Angebot nach wie vor relativ begrenzt ist und nicht ausreicht, um die starke Nachfrage zu befriedigen. Erschwingliche Eigentums- und Mietwohnungen sind in Anbetracht ständig steigender Wohnraumpreise immer schwieriger zu finden. Die Verschuldung der Unternehmen ist sehr hoch, was jedoch größtenteils auf grenzüberschreitende unternehmensinterne Darlehen zurückzuführen ist. Die Verschuldung der privaten Haushalte – hauptsächlich in Form von Hypothekendarlehen – nimmt stetig zu und spiegelt die Dynamik des Immobilienmarktes und die günstigen Kreditbedingungen wider. Zwar hat sich der auf den Privathaushalten lastende finanzielle Druck aufgrund niedrigerer Zinssätze und längerer Hypothekenlaufzeiten abgeschwächt und werden bei den meisten neuen Hypotheken feste Zinssätze vereinbart, doch ist ein Großteil der verschuldeten Haushalte nach wie vor dem Risiko von Zinserhöhungen ausgesetzt. In Anbetracht der Solidität des Bankensektors sind die Risiken für die Finanzstabilität des Landes jedoch begrenzt. Die öffentliche Verschuldung ist nach wie vor sehr niedrig. Trotz der jüngsten Konjunkturabschwächung wird der Arbeitsmarkt enger und geht die Arbeitslosigkeit weiter zurück.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung hauptsächlich auf einige begrenzte Risiken im Zusammenhang mit stetig steigenden Wohnimmobilienpreisen und der Verschuldung der privaten Haushalte hin. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Ungarn: In der letzten MIP-Runde wurden in Ungarn *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Der in den letzten Jahren verzeichnete Leistungsbilanzüberschuss ging mit einer raschen und stetigen Verbesserung des negativen NAVS einher, der zum großen Teil die ADI widerspiegelt. Die Exportmarktanteile haben sich im Jahr 2017 vergrößert, gestützt durch eine wachsende Automobilindustrie. Im Kontext eines enger werdenden Arbeitsmarktes ist ein erheblicher Anstieg der nominalen Lohnstückkosten zu verzeichnen. Zum Wachstum der Arbeitskosten trugen auch die gesetzlichen Lohnerhöhungen bei, die jedoch teilweise durch die Senkung der Arbeitgebersozialbeiträge kompensiert wurden. Die Kreditzuflüsse in den privaten Sektor liegen nunmehr im positiven Bereich; gleichwohl hat der Kreditbestand im privaten Sektor im Jahr 2017 insgesamt weiter abgenommen. Das Wachstum der realen

Abb. A17: ***BIP, Lohnstückkosten und Wohnimmobilienpreise***



Quelle: Kommissionsdienststellen

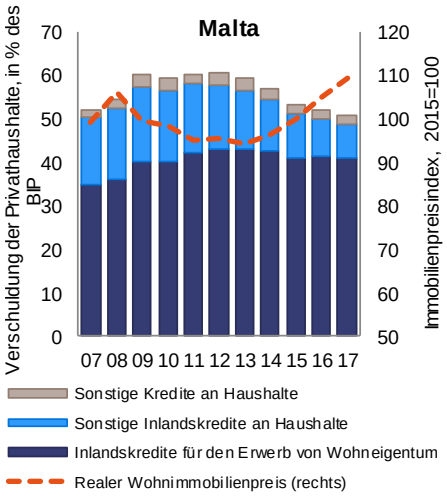
Wohnimmobilienpreise hat sich nach den beträchtlichen Preisanstiegen der Vorjahre abgeschwächt. Die hohen Bewertungen in einigen Regionen und der rasche Anstieg bei der Vergabe von Hypothekarkrediten erfordern jedoch eine aufmerksame Beobachtung. Die aktuelle Erholung des Immobilienmarktes kann zu einer weiteren Reduzierung des nach wie vor hohen Anteils notleidender Kredite beitragen. Der Bankensektor konnte seine Rentabilität und seine Krisenfestigkeit verbessern. Trotz einer günstigen konjunkturellen Lage werden die öffentlichen Schulden infolge einer prozyklischen Finanzpolitik nur allmählich abgebaut. Die Arbeitslosigkeit hat einen historischen Tiefstand erreicht, wobei die Verknappung des Arbeitsangebots zu einem raschen Lohnwachstum beigetragen hat, das weiterhin die Produktivitätszuwächse übersteigt.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem Wohnimmobilienmarkt und einem zunehmend angespannten Arbeitsmarkt hin, wobei sich die Risiken jedoch in Grenzen zu halten scheinen. Die Kommission wird zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Malta: In der letzten MIP-Runde wurden in Malta *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegt der Leistungsbilanzsaldo über dem indikativen Schwellenwert.

Der hohe Leistungsbilanzüberschuss hat sich im Jahr 2017 weiter vergrößert und eine beträchtliche Höhe erreicht. Gleichzeitig hat sich der ohnehin bereits positive Nettoauslandsvermögensstatus deutlich verbessert. Die außenwirtschaftliche Position spiegelt allerdings weniger die Entwicklungen im Inland wider als vielmehr Fluktuationen im international ausgerichteten Unternehmenssektor. Die Kostenwettbewerbsfähigkeit und der REWK zeigen eine recht positive Entwicklung, und die moderate Lohnentwicklung in Kombination mit einer relativ starken Steigerung der Arbeitsproduktivität hat den Anstieg der Lohnstückkosten auf moderatem Niveau gehalten. Die Schuldenquote des privaten Sektors ist im Jahr 2017 erheblich zurückgegangen. Diese Entwicklung ging mit einem kräftigen nominalen BIP-Wachstum einher. Die Verschuldung des Unternehmenssektors bleibt hoch, wohingegen die Wachstumsrate bei der Kreditvergabe an private Haushalte abgenommen hat. Die gesamtstaatliche Schuldenquote hat sich kontinuierlich verringert. Die realen Wohnimmobilienpreise sind im Jahr 2017 gestiegen und sollten aufmerksam beobachtet werden. Insbesondere die gute Konjunktur und die begrenzten Anlagemöglichkeiten für private Ersparnisse haben zu einem Wiedererstarken des Interesses am Wohnimmobilienmarkt geführt. Die Qualität der Aktiva des heimischen Bankensektors verbessert sich, und die vorhandenen Kapitalpuffer scheinen auszureichen, um unmittelbare Risiken, die auf dem Wohnungsmarkt oder innerhalb des institutionellen Rahmens entstehen könnten, aufzufangen. Der Arbeitsmarkt zeigt sich nach wie vor außerordentlich leistungsfähig und zeichnet sich durch ein starkes Beschäftigungswachstum bei niedriger und weiter sinkender Arbeitslosigkeit aus.

Abb. A18: ***Verschuldung der Privathaushalte und Immobilienpreisindex***



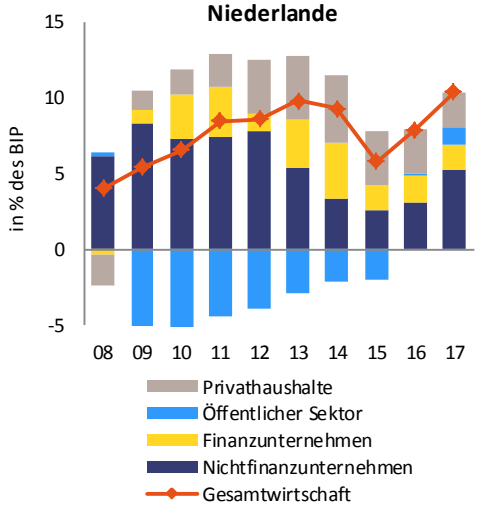
Quelle: Eurostat und EZB

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Position und den Wohnungsmärkten im Kontext eines robusten Wirtschaftswachstums hin, wobei sich die Risiken derzeit in Grenzen zu halten scheinen. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Niederlande: Im März 2018 stellte die Kommission in den Niederlanden *makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit einer hohen privaten Verschuldung und dem beträchtlichen Leistungsbilanzüberschuss. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Dreijahresdurchschnitt der Leistungsbilanz, die Verschuldung des privaten Sektors und das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise.

Der Leistungsbilanzüberschuss ist nach wie vor sehr hoch und hat sich im Jahr 2017 noch weiter erhöht, während beim positiven Nettoauslandsvermögensstatus ein leichter Rückgang zu verzeichnen war. Alle Sektoren waren Nettosparer. Die Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses im Jahr 2017 ging hauptsächlich auf Nichtfinanzunternehmen zurück, wobei ein Ersparnisüberschuss aus relativ hohen Unternehmenserträgen mit einer vergleichsweise niedrigen Investitionsquote einherging. Die Entwicklung der Lohnstückkosten fällt moderat aus und das Lohnwachstum entspricht der Produktivitätsentwicklung. Die Verschuldung des privaten Sektors bewegt sich auf hohem Niveau, wobei die Schulden der Unternehmen auch in konzerninternen Verbindlichkeiten multinationaler Unternehmen bestehen. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist hoch und wird befeuert durch Steuervergünstigungen für selbst genutztes Wohneigentum sowie durch günstige Hypothekenzinsen. Während die Verschuldung der Haushalte als Anteil des BIP zurückgeht, ist nominal ein erneuter Anstieg festzustellen. Der Wohnungsmarkt hat sich spürbar erholt: Die Preisentwicklung bei Wohnimmobilien hat sich im Jahr 2017 weiter beschleunigt, auch im Kontext eines suboptimal funktionierenden Mitwohnungsmarktes. Der Arbeitsmarkt wird enger, die Arbeitslosigkeit ist gering und weiter rückläufig.

Abb. A19: ***Finanzierungssaldo nach Sektoren***



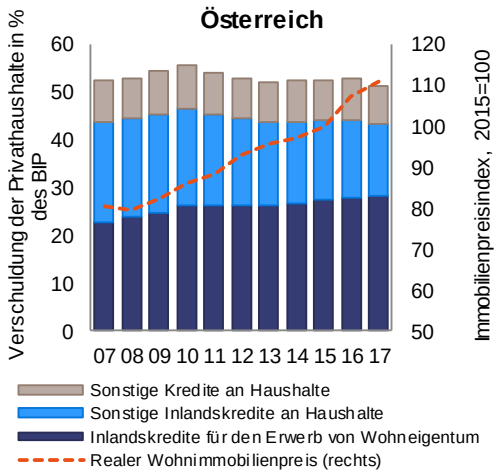
Quelle: Eurostat

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der hohen Verschuldung der privaten Haushalte und dem hohen inländischen Ersparnisüberschuss hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Österreich: In der letzten MIP-Runde wurden in Österreich *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegt lediglich der Indikator für den gesamtstaatlichen Schuldenstand über dem indikativen Schwellenwert.

Der Leistungsbilanzüberschuss blieb 2017 auf moderatem Niveau stabil bei einem leicht positiven Nettoauslandsvermögensstatus. Die Exportmarktanteile blieben ebenfalls stabil. Der Anstieg der Lohnstückkosten ist gering, was einer Steigerung der Arbeitsproduktivität in Verbindung mit einem begrenzten Lohnwachstum zu verdanken ist. Die realen Wohnimmobilienpreise stiegen 2017 weiter an, allerdings in geringerem Tempo als im Jahr 2016. Diese Entwicklungen sollten beobachtet werden, wenngleich der Preisanstieg nicht kreditgetrieben zu sein scheint und auch nur eine geringfügige Beschleunigung des Kreditwachstums zu verzeichnen ist. Im Übrigen nimmt sowohl die Verschuldung der Unternehmen als auch die der privaten Haushalte allmählich ab. Auch der gesamtstaatliche Schuldenstand setzte seinen Abwärtstrend fort und ging im Jahr 2017 zurück – vor dem Hintergrund eines kräftigen Wirtschaftswachstums und der laufenden Veräußerung von Vermögenswerten verstaatlichter Finanzinstitute. Die Lage des Bankensektors hat sich weiter verbessert, auch dank der Erholung in Nachbarländern. Infolge dieser günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, gepaart mit einem starken Beschäftigungswachstum, ist die Arbeitslosenquote deutlich gesunken.

Abb. A20: ***Verschuldung der Privathaushalte und Immobilienpreisindex***



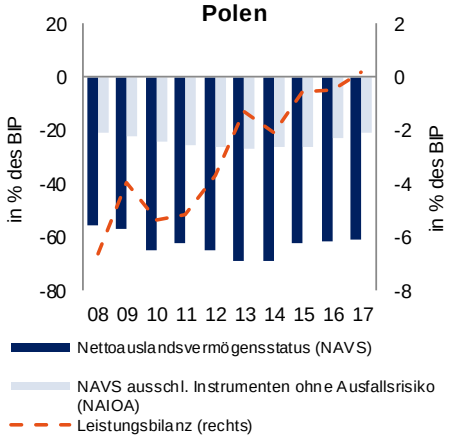
Quelle: Eurostat und EZB

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem Wohnimmobiliensektor hin, wobei sich die Risiken jedoch in Grenzen zu halten scheinen. Daher hält es die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

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

Die Leistungsbilanz hat sich verbessert und war im Jahr 2017 weitgehend ausgeglichen bei einem gleichzeitig stabilen negativen NAVS. Die externen Anfälligkeiten sind nach wie vor begrenzt, da ein Großteil der Auslandsverbindlichkeiten auf ausländische Direktinvestitionen entfällt. Im Jahr 2017 waren erneut beträchtliche Zuwächse bei den Exportmarktanteilen zu verzeichnen. Im Kontext eines starken Produktivitätswachstums und steigender Löhne hält sich der Anstieg der nominalen Lohnstückkosten in Grenzen. Die Schuldenquote des privaten Sektors ist 2017

Abb. A21: ***NAVS und Leistungsbilanz***



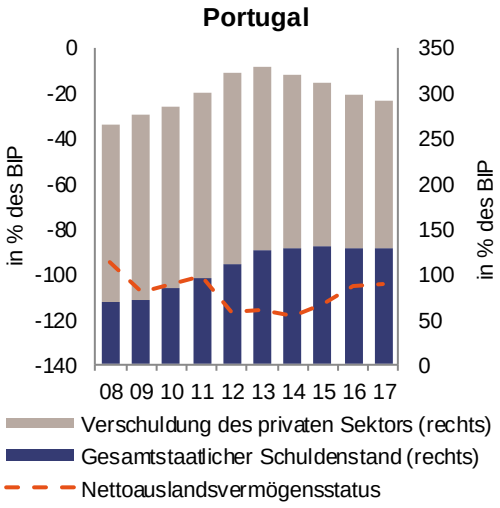
Quelle: Kommissionsdienststellen

zurückgegangen, bedingt durch ein kräftiges BIP-Wachstum und eine Aufwertung des Zloty gegenüber den Währungen, auf die ein Teil der ausstehenden Schulden lautet. Der gesamtstaatliche Schuldenstand, gemessen in Prozent des BIP, der ohnehin bereits relativ niedrig war, ist vor dem Hintergrund eines raschen nominalen Wirtschaftswachstums, eines verringerten Gesamtdefizits und einer Aufwertung des Zloty weiter gesunken. Die Risiken im Bankensektor halten sich weiter in Grenzen. Die nach wie vor gute Arbeitsmarktleistung führte zu einem Rückgang der Arbeitslosenquote auf ein ausgesprochen niedriges Niveau.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem Nettoauslandsvermögensstatus hin, die Risiken halten sich jedoch in Grenzen. Daher hält es die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Portugal: Im März 2018 stellte die Kommission in Portugal *makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit dem großen Bestand an Nettoauslandsverbindlichkeiten, der starken privaten und öffentlichen Verschuldung und dem hohen Anteil notleidender Kredite im Kontext eines niedrigen Produktivitätswachstums. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), der gesamtstaatliche Schuldenstand, die Verschuldung des privaten Sektors, die Arbeitslosigkeit und das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise.

Abb. A22: ***NAVS, private und öffentliche Verschuldung***



Quelle: Eurostat

Die Leistungsbilanz ist stabil und weist einen geringen Überschuss aus, während der NAVS weit im negativen Bereich bleibt und den Projektionen zufolge die Anpassung auch weiterhin nur sehr schleppend vonstattengehen wird. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit hat sich im Jahr 2017 etwas verschlechtert, da der reale effektive Wechselkurs leicht aufgewertet hat. Das Wachstum der nominalen Lohnstückkosten hat moderat zugenommen, während das Wachstum der Arbeitsproduktivität 2017 negativ ausfiel. Diese Entwicklungen entsprechen jedoch weitgehend den Entwicklungen bei den Handelspartnern. In Bezug auf die Exportmarktanteile waren Zuwächse zu verzeichnen. Der Schuldenabbau im privaten Sektor setzt sich fort und das Kreditwachstum bleibt schwach. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ist immer noch sehr hoch, dürfte aber den Projektionen zufolge stetig zurückgehen. Die Banken konnten ihre Bilanzen deutlich stärken und ihre Nettoerträge erheblich steigern. Dennoch bestehen nach wie vor Anfälligkeiten angesichts des Bestands notleidender Kredite, der trotz der jüngsten rückläufigen Entwicklung weiterhin hoch ist. Der starke Anstieg der Wohnimmobilienpreise setzt sich fort, allerdings vor dem Hintergrund einer früheren Unterbewertung und eines weitgehend stabilen Hypothekenbestands. Am Arbeitsmarkt, der von der positiven Konjunkturentwicklung profitiert hat, waren in den letzten Jahren auf breiter Front Verbesserungen zu verzeichnen und die Arbeitslosigkeit ist deutlich gesunken.

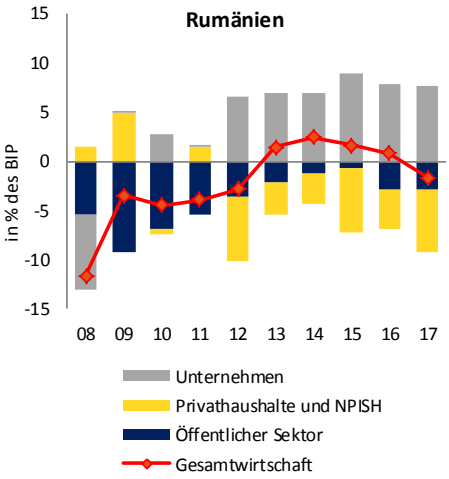
Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit Ungleichgewichten bei den Bestandsgrößen, insbesondere bei den Nettoauslandsverbindlichkeiten und

der öffentlichen und privaten Verschuldung, sowie im Zusammenhang mit den Anfälligkeiten im Bankensektor und dem schwachen Produktivitätswachstum hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Rumänien: In der letzten MIP-Runde wurden in Rumänien *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegt ein Indikator über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS).

Das Leistungsbilanzdefizit hat sich 2017 infolge verstärkter Einfuhren, insbesondere von Konsumgütern, weiter erhöht. Trotz des steigenden Leistungsbilanzdefizits hat sich der negative NAVS, der größtenteils die ADI widerspiegelt, im Zuge des kräftigen nominalen BIP-Wachstums weiter verbessert. Die Exportleistung konnte 2017 erneut überzeugen und Rumänien konnte sich weitere Exportmarktanteile sichern. Allerdings sind die Lohnstückkosten im Jahr 2017 außerordentlich stark gestiegen, was auf das höhere Lohnwachstum insbesondere im öffentlichen Sektor zurückzuführen ist. Zwar konnte Rumänien bisher mit einer starken Exportleistung aufwarten, doch legen die Erfahrungen der Vergangenheit die Vermutung nahe, dass die Lohnsteigerungen im öffentlichen Sektor einen Spillover-Effekt auf den privaten Sektor haben werden, was in der Folge zu einem Verlust an Kostenwettbewerbsfähigkeit führen könnte. Das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise ging 2017 leicht zurück und bleibt moderat. Der Bankensektor ist nach wie vor gut kapitalisiert und liquide. Bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor ist ein leichter, aber nach wie vor verhaltener Aufwärtstrend festzustellen. Die Arbeitslosenquote ist 2017 infolge des enger werdenden Arbeitsmarktes weiter zurückgegangen; gleichzeitig wurde ein geringfügiger Anstieg der Erwerbsquote verzeichnet. Im Zuge des kräftigen nominalen BIP-Wachstums gingen sowohl die private als auch die öffentliche Verschuldung, gemessen in Prozent des BIP, zurück; beide blieben auf relativ niedrigem Niveau. Allerdings wird trotz günstiger wirtschaftlicher Rahmenbedingungen mittelfristig an einem expansiven fiskalischen Kurs festgehalten, was negativ auf die öffentliche Verschuldung und die Dynamik der Leistungsbilanz durchschlagen könnte. Die Ausweitung des Handelsdefizits wie auch der beschleunigte Anstieg der Lohnstückkosten hängen mit der von der Regierung konsequent verfolgten prozyklischen Finanzpolitik zusammen, die eine ohnehin schon stark wachsende Wirtschaft durch wiederholte Steuersenkungen und Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor weiter angekurbelt hat. Darüber hinaus sorgen häufige und unvorhersehbare gesetzliche Änderungen für ein unsicheres Geschäftsumfeld, was entsprechende negative Auswirkungen auf Geschäftsentscheidungen und Investitionen hat und unter Umständen der Attraktivität des Landes für ausländische Investoren abträglich sein könnte.

Abb. A23: ***Finanzierungssaldo nach Sektoren***



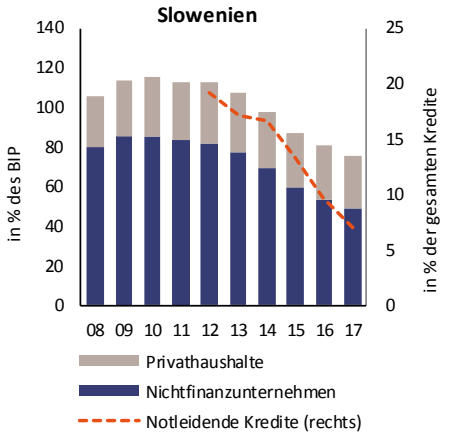
Quelle: Kommissionsdienststellen

Die wirtschaftliche Auslegung legt nahe, dass die Anfälligkeiten insbesondere im Hinblick auf die außenwirtschaftliche Position und die Wettbewerbsfähigkeit, zugenommen haben. Insgesamt hält es die Kommission für angezeigt, die diesbezüglichen Risiken eingehender zu prüfen, um zu bewerten, ob Ungleichgewichte bestehen.

Slowenien: Im März 2018 stellte die Kommission fest, dass in Slowenien *keine makroökonomischen Ungleichgewichte mehr* bestanden. Im aktualisierten Scoreboard liegen der gesamtstaatliche Schuldenstand und das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise über dem indikativen Schwellenwert.

Der große Leistungsbilanzüberschuss nahm 2017 infolge des starken Exportwachstums weiter zu. Der negative NAVS hat sich deutlich verbessert und liegt nicht mehr über dem Schwellenwert. Die Exportmarktanteile sind gestiegen, das Wachstum der Lohnstückkosten wurde in Grenzen gehalten und der reale effektive Wechselkurs wurde abgewertet. Der Abbau der privaten Verschuldung setzt sich fort, vor allem im Unternehmenssektor, und die Kreditzuflüsse in den privaten Sektor liegen nunmehr im positiven Bereich. Die Investitionen haben erheblich angezogen, bleiben aber immer noch deutlich unter den historischen Durchschnittswerten. Das Wachstum der Wohnimmobilienpreise hat sich etwas stärker beschleunigt als in den vorherigen Jahren. Die Wohnungsbauinvestitionen sind stabil und der Anstieg bei den Hypothekarkrediten hält sich in Grenzen. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ist weiterhin hoch, wenngleich er seit seinem Höchststand im Jahr 2015 abgenommen hat. Die projizierten Kosten der Bevölkerungsalterung stellen nach wie vor ein Risiko für die mittel- und langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen dar. Der Bankensektor hat sich stabilisiert und die Verschuldung des Sektors nimmt ab; der nach wie vor relativ hohe Anteil notleidender Kredite ist weiter rückläufig und dieser Trend dürfte sich fortsetzen. Die Arbeitsmarktlage hat sich weiter verbessert: die Erwerbsquote ist gestiegen und die Arbeitslosenquote gesunken. Auch das Wachstum der Arbeitsproduktivität zeigte 2017 einen leichten Aufwärtstrend.

Abb. A24: ***Private Verschuldung und notleidende Kredite***



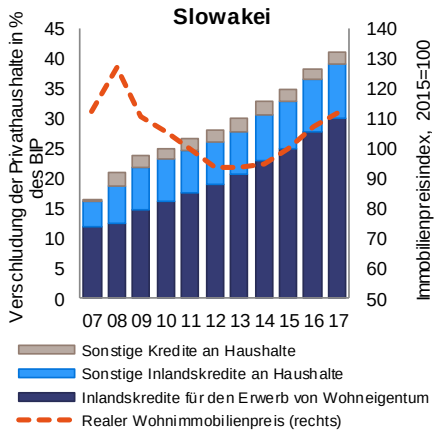
Quelle: Eurostat und EZB

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme vor allem im Zusammenhang mit der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen hin. Daher hält es die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Slowakei: In der letzten MIP-Runde wurden in der Slowakei *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Die im aktualisierten Scoreboard ausgewiesenen Werte zum Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und zu den Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors liegen über den indikativen Schwellenwerten.

Das Leistungsbilanzdefizit hat sich 2017 weiter vergrößert, bleibt aber insgesamt moderat. Der NAVS ist stark negativ, wenngleich in jüngster Zeit eine gewisse Verbesserung festzustellen war. Die Risiken sind begrenzt, da ein Großteil der Auslandsverbindlichkeiten ausländische Direktinvestitionen betrifft, insbesondere in der

Abb. A25: ***Verschuldung der Privathaushalte und Immobilienpreisindex***



Quelle: Eurostat und EZB

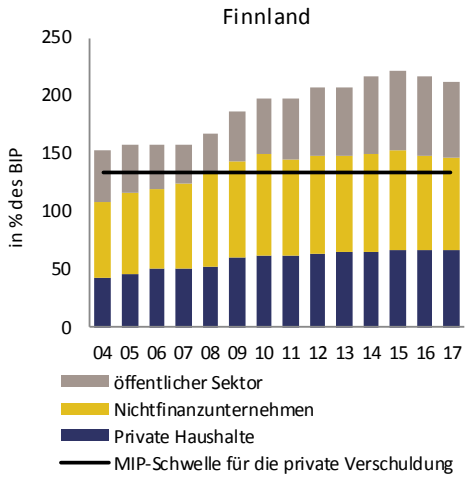
Automobilindustrie und im Finanzsektor. Die Exportmarktanteile und der reale effektive Wechselkurs sind weitgehend stabil geblieben. Das Wachstum der nominalen Lohnstückkosten hat zugenommen, bedingt durch ein kräftiges Lohnwachstum im Kontext eines angespannten Arbeitsmarktes. Das Wachstum der Wohnimmobilienpreise ist nach wie vor ausgeprägt, hat sich aber im Jahr 2017 im Vergleich zum Vorjahr so weit abgeschwächt, dass es gerade noch unterhalb des Schwellenwerts liegt. Die Kreditvergabe im privaten Sektor war leicht rückläufig, während sich die private Schuldenquote insgesamt weiter erhöhte. Der weitgehend in ausländischem Eigentum stehende Bankensektor verfügt über eine solide Kapitaldecke. Sowohl die Gesamtarbeitslosenquote als auch die Langzeitarbeitslosenquote gingen weiter zurück, gleichzeitig war ein Anstieg der Erwerbsbeteiligung zu verzeichnen.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit externen Aspekten, dem Wohnimmobilienmarkt und dem Kreditwachstum hin, wobei sich die Risiken jedoch bisher in Grenzen zu halten scheinen. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Finnland: In der letzten MIP-Runde wurden in Finnland *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich die Verschuldung des privaten Sektors und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Die Leistungsbilanz, die über mehrere Jahre hinweg ein Defizit auswies, lag 2017 immer noch leicht im negativen Bereich, wohingegen der Nettoauslandsvermögensstatus leicht positiv ausfiel. In Bezug auf die Exportmarktanteile ist das zweite Jahr in Folge eine Erholung festzustellen. Gleichzeitig haben sich die Indikatoren für die Kostenwettbewerbsfähigkeit verbessert, was seinen Grund im Rückgang der Lohnstückkosten und in der Abwertung des realen effektiven Wechselkurses hatte. In den Jahren 2018 und 2019 dürfte das Wachstum der Exporte das Wachstum der Importe weiterhin übertreffen. Es ist allerdings davon auszugehen, dass sich die Indikatoren für die Kostenwettbewerbsfähigkeit stabilisieren, wenn der positive Effekt des Pakts für Wettbewerbsfähigkeit nachlässt. Die Schuldenquoten im öffentlichen und im privaten Sektor sind mit dem kräftigen Aufschwung im Jahr 2017 weiter zurückgegangen. Jedoch haben günstige Kreditbedingungen, niedrige Zinssätze und die verbesserten Wirtschaftsaussichten zu einem beschleunigten Wachstum der privaten Kredite geführt. Dies könnte bedeuten, dass der Schuldenabbau künftig langsamer vonstattengeht, während die private Verschuldung auf hohem Niveau verharrt. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist hoch und die Sparquote der Haushalte ist auf einem historisch niedrigen Stand. Der Finanzsektor ist weiterhin gut kapitalisiert, was die Risiken für die Finanzstabilität begrenzt, und die relativ stabilen realen Wohnimmobilienpreise lassen die Risiken im Hinblick auf die Verschuldung der privaten Haushalte begrenzt erscheinen. Der öffentliche Schuldenstand geht zurück, was seinen Grund in einem dem Wirtschaftswachstum förderlichen Umfeld hat. Dank der verbesserten Konjunktur setzen sich die Expansion der Beschäftigung und der Rückgang der Arbeitslosigkeit fort.

Abb. A26: ***Verschuldung nach Sektoren***



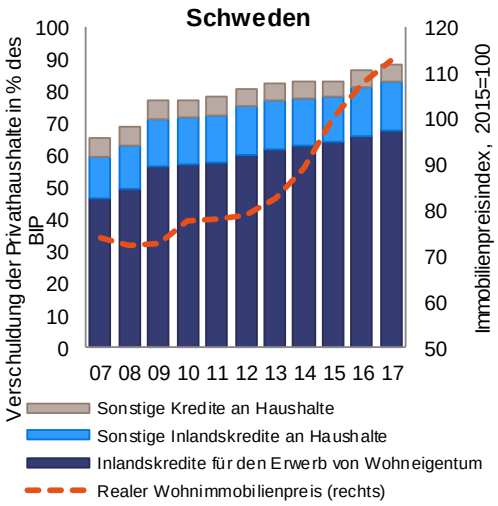
Quelle: Eurostat

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Verschuldung des privaten Sektors hin, die Risiken halten sich jedoch in Grenzen. Die Kommission hält es zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Schweden: Im März 2018 stellte die Kommission in Schweden *Ungleichgewichte* fest, insbesondere angesichts der überbewerteten Preise für Wohnimmobilien und des damit verbundenen fortgesetzten Anstiegs der Verschuldung der privaten Haushalte. Im aktualisierten Scoreboard liegt die Verschuldung des privaten Sektors über dem indikativen Schwellenwert.

Der Leistungsbilanzüberschuss bleibt moderat und hat sich im Jahr 2017 verringert. Der NAVS ist nach einem leichten Rückgang inzwischen nahezu ausgeglichen. Die Verluste an Exportmarktanteilen haben sich abgeschwächt und der Indikator liegt nunmehr knapp unter dem Schwellenwert. Der Anstieg der Lohnstückkosten hält sich in Grenzen und der reale effektive Wechselkurs wurde abgewertet. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist hoch und seit 2008 kontinuierlich weiter gestiegen, so auch im Jahr 2017. Dieser Anstieg ging mit steigenden Wohnimmobilienpreisen und entsprechenden Risiken für die makroökonomische Stabilität einher. Im Herbst 2017 sind die Wohnimmobilienpreise etwas gesunken, allgemein liegen sie jedoch weiter auf sehr hohem Niveau. Die Wohnimmobilienpreise und die Verschuldung der privaten Haushalte werden durch die günstige steuerliche Behandlung von Wohneigentum sowie durch niedrige Hypothekenzinsen und spezifische Merkmale des Hypothekenmarktes in die Höhe getrieben. Die Risiken im Bankensektor scheinen sich in Grenzen zu halten angesichts der nach wie vor hohen Qualität der Aktiva und der hohen Rentabilität sowie der allgemein guten Finanzlage der privaten Haushalte. Der Arbeitsmarkt wird enger und die Arbeitslosigkeit ist weiterhin rückläufig.

Abb. A27: ***Verschuldung der Privathaushalte und Immobilienpreisindex***

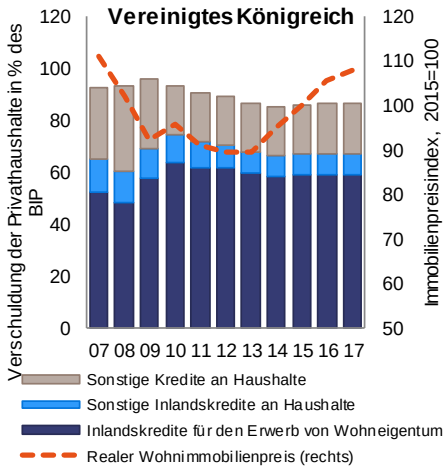


Quelle: Eurostat und EZB

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der hohen privaten Verschuldung und dem Wohnimmobiliensektor hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im März 2018 festgestellten Ungleichgewichte für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Vereinigtes Königreich: In der vergangenen MIP-Runde wurden im Vereinigten Königreich *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich das Leistungsbilanzdefizit, die Verschuldung des privaten Sektors und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Abb. A28: ***Verschuldung der Privathaushalte und Immobilienpreisindex***



Quelle: Eurostat und EZB

Die Leistungsbilanzlücke hat sich 2017 etwas verringert, was hauptsächlich auf eine Verbesserung des Saldos der Primäreinkommen zurückzuführen war. Das erhebliche Defizit und der damit verbundene beträchtliche Außenfinanzierungsbedarf bestehen jedoch weiter. Die Abwertung des Pfund Sterling hat den leicht negativen Nettoauslandsvermögensstatus gestützt und angesichts des moderaten Wachstums der Lohnstückkosten zu einer verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit beigetragen. Die Auswirkungen der Abwertung auf den Außenbeitrag blieben jedoch bislang hinter den Erwartungen zurück. Nach mehreren Jahren des schrittweisen Schuldenabbaus hat die Schuldenquote des privaten Sektors einen Tiefstand erreicht. Insbesondere die Verschuldung der privaten Haushalte ist nach wie vor hoch und muss weiterhin aufmerksam beobachtet werden. Das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise hat sich verlangsamt und die Wohnkosten stabilisieren sich, wenngleich auf hohem Niveau. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ist hoch und weitgehend stabil. Das starke Beschäftigungswachstum ging weiterhin mit einer niedrigen und weiter rückläufigen Arbeitslosigkeit einher; die Arbeitsproduktivität ist allerdings nach wie vor gering.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf einige Probleme im Zusammenhang mit der privaten Verschuldung, dem Wohnimmobilienmarkt und der Außenwirtschaft hin. Diese Probleme scheinen jedoch kurzfristig nur ein begrenztes Risiko für die Stabilität darzustellen. Die Kommission hält es zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Tabelle 1.1: MIP-Scoreboard 2017

	Externe Ungleichgewichte und Wettbewerbsfähigkeit					Interne Ungleichgewichte						Beschäftigungsindikatoren[1]		
Jahr 2017	**Leistungs-bilanzsaldo in % des BIP** (Dreijahres-durchschnitt)	**Nettoauslands-vermögens-status** (in % des BIP)	**Realer effektiver Wechselkurs - 42 Handelspartner, HVPI-Deflator** Prozentuale Veränderung (3 Jahre)	**Exportmarkt-anteile - % der Weltausfuhren** Prozentuale Veränderung (5 Jahre)	**Nominaler Lohnstück-kostenindex (2010=100)** Prozentuale Veränderung (3 Jahre)	**Wohn-immobilien-preisindex (2015=100), deflationiert** Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	**Kreditfluss im privaten Sektor, konsolidiert** (in % des BIP)	**Verschuldung des privaten Sektors, konsolidiert** (in % des BIP)	**Gesamt-staatlicher Schulden-stand** (in % des BIP)	**Arbeitslosen-quote** (Dreijahres-durchschnitt)	**Gesamt-verbindlich-keiten des Finanzsektors, nicht konsolidiert** Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	**Erwerbsquote in % der Gesamt-bevölkerung von 15-64** Veränderung in Prozentpunkten (3 Jahre)	**Langzeitarbeits-losigkeit in % der Erwerbspersonen von 15-74** Veränderung in Prozentpunkten (3 Jahre)	**Jugendarbeits-losigkeit in % der Erwerbspersonen 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 PP	0,5 PP	2 PP
BE	-0,3	52,6	0,9	3,9	1,1	1,5p	-1,5	187	103,4	7,8b	0,7	0,3b	-0,8b	-3,9b
BG	3,1	-42,8	-3,3	19,4	13,6p	6,2	6,2	100,1	25,6	7,7	1,1	2,3	-3,5	-10,9
CZ	1,0	-26,5	5,4	8,2	5,9	9,1p	4,1	67,4	34,7	4	22,9	2,4	-1,7	-8
DK	8,1	56,3	-2,1	0,5	3	3,2	-1,4	204	36,1	6	4,1	0,7b	-0,4b	-1,6
DE	8,4	54	-2,5	6,5	5,1	2,9	4,9	100,1	63,9	4,2	4	0,5	-0,6	-0,9
EE	2,3	-31,4	2,9	2,6	12,4	1,8	3,6	106,4	8,7	6,3	9,7	3,6	-1,4	-2,9
IE	2,9	-149,3	-6,2	64,4	-17,2	9,5p	-7,5	243,6	68,4	8,4	4,3	0,9	-3,6	-9
EL	-0,8	-142,5	-2,8	-10	-1,0p	-2,2e	-0,8p	116,4p	176,1	23,3	-12,9	0,9	-3,9	-8,8
ES	1,8	-83,8	-2,5	9,8	0,0p	4,5	0,2p	138,8p	98,1	19,6	4	-0,3	-5,2	-14,6
FR	-0,6	-20,1	-2,9	2,7	1,3p	1,8	7,0p	148,2p	98,5	10	4,3	0,5	-0,3	-1,9
HR	3,6	-62,4	0	20	-4,3d	2,8	1,2	98,4	77,5	13,5	3,9	0,3	-5,5	-17,7
IT	2,3	-5,3	-3,1	2	1,1	-2,0p	2,1	110,5	131,2	11,6	4,3	1,5	-1,2	-8
CY	-5,0	-121,5	-6,6	6,9	-2,7p	1,3p	8,7p	316,3p	96,1	13	-2,3	-0,4	-3,2	-11,3
LV	0,6	-56,3	1,7	7,8	14,7	5,5	0,3	83,5	40	9,4	6,1	2,4	-1,3	-2,6
LT	-0,7	-35,9	2,3	9,7	16	5,4	3,7	56,1	39,4	8	14	2,2	-2,1	-6
LU	5,0	47	-0,9	25,2	7,1	4,1	-15,5	322,9	23	6,1	-1,7	-0,6	0,5	-6,9
HU	4,0	-52,9	0,1	11,3	6,7	3,3	0,9	71,4	73,3	5,4	-8	4,2	-2	-9,7
MT	8,4	62,6	-2,3	11,2	1,7	4,1p	2,9	120,2	50,9	5,2	4,7	4,4	-1,1	-1,2
NL	8,3	59,7	-1,6	1,2	-0,2p	6	3,0p	252,1p	57	5,9	2,0p	0,7	-1	-3,8
AT	2,1	3,7	0,3	2,3	3,7	3,5	4,3	122,5	78,3	5,7	1,8	1	0,3	-0,5
PL	-0,3	-62,2	-3,4	28,4	4,5p	1,7	2,7	76,4	50,6	6,2	6,3	1,7	-2,3	-9,1
PT	0,4	-104,9	-0,7	14,6	3,5p	7,9	1,3p	162,2p	124,8	10,9	1,8	1,5	-3,9	-10,9
RO	-2,2	-47,7	-5,5	37	11,9p	4	1,7p	50,8p	35,1	5,9	8,1	1,6	-0,8	-5,7
SI	5,7	-32,3	-2	18,6	3,4	6,2	0,8	75,6	74,1	7,9	5,1	3,3	-2,2	-9
SK	-2,0	-65,6	-1,9	6,7	6,9	4,4	5,9	96,1	50,9	9,8	17,9	1,8	-4,2	-10,8
FI	-0,7	2,4	-2,6	-4,3	-2,5	0,5	8,2	146,4	61,3	8,9	-3,8	1,3	0,2	-0,4
SE	4,0	1,8	-5,4	-4,3	3,7	4,6	13,1	194,4	40,8	7	6,8	1	-0,2	-5,1
UK	-4,6	-8,6	-10,7	-1	5,4	2,4	8,4	169	87,4	4,8	-1,6	0,9	-1,1	-4,9

Hervorgehoben sind Werte, die den Schwellenwert erreichen oder übersteigen. Angaben: b: Bruch in der Zeitreihe, d: unterschiedliche Definition, e: geschätzt, p: vorläufig.

1) Zu den Indikatoren für die Beschäftigung siehe Seite 2 des AMR 2016. 2) Wohnimmobilienpreisindex e = Quelle für EL: Zentralbank. 3) Nominale Lohnstückkosten HR, d: für Beschäftigungsdaten gilt das Kriterium Nationalität, nicht Inland. 4) Arbeitslosenquote, Erwerbsquote, Langzeitarbeitslosigkeit und Jugendarbeitslosigkeit: BE: Überarbeitung der Erhebungsmethode; IE: die neue Arbeitskräfteerhebung ersetzt die vierteljährliche nationale Haushaltserhebung als Datenquelle; DK: Verbesserung bei der Datenerhebung, Einführung computergestützter, webbasierter Befragungen.

Quelle: Europäische Kommission, Eurostat, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen (Realer effektiver Wechselkurs), Internationaler Währungsfonds, WEO (Volumen der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen weltweit).

Tabelle 2.1: Zusatzindikatoren, 2017

Jahr 2017	Reales BIP Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	Bruttoanlageinvestitionen (in % des BIP)	Bruttoinlandsaufwendungen für FuE (in % des BIP)	Leistungsbilanz plus Vermögensübertragungen (Finanzierungssaldo) (in % des BIP)	Nettoauslandsvermögensstatus ausschl. Instrumenten ohne Ausfallsrisiko (in % des BIP)	Ausländische Direktinvestitionen im Inland - Zuflüsse (in % des BIP)	Ausländische Direktinvestitionen im Inland - Bestände (in % des BIP)	Nettoeinfuhren/-ausfuhren von Energieerzeugnissen (in % des BIP)	Realer effektiver Wechselkurs - Handelspartner Euroraum Prozentuale Veränderung (3 Jahre)	Exportleistung ggü. fortgeschrittenen Volkswirtschaften Prozentuale Veränderung (5 Jahre)	Terms of trade Prozentuale Veränderung (5 Jahre)	Exportmarktanteile Volumen Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	Arbeitsproduktivität Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	Notleidende Kredite in- und ausländischer Unternehmen brutto (in % der Bruttokredite)	LSK-Entwicklung ggü. EA Prozentuale Veränderung (10 Jahre)	Wohnimmobilienpreisindex (2015=100) - nominal Prozentuale Veränderung (3 Jahre)	Wohnungsbau (in % des BIP)	Verschuldung der Haushalte, konsolidiert (einschl. POOE, in % des BIP	Verschuldungsgrad der Banken, konsolidiert, in- und ausländische Unternehmen (Gesamtaktiva/Gesamteigenkapital)
BE	1,7	23,5	:	0,8	45,0	-7,8	199,9	-2,5	2,8	-0,8	1,0	-0,3	0,3	2,7p	1,4	8,2	5,9	60,1	13,2p
BG	3,8	18,5	0,8p	7,7	33,1	3,8	88,4	-4,2	-3,0	14,0	5,7	0,5	2,0p	10,2p	50,9	19,5	2,9	20,4	7,7p
CZ	4,3	24,7	1,8p	2,0	28,8	4,3	78,3	-2,6	5,8	3,3	3,1	1,4	2,7	2,8p	1,0	24,4p	3,9	29,7	12,4p
DK	2,3	20,5	:	8,1	18,6	0,6	54,3	-0,1	-0,5	-4,0	2,9	-0,9	0,7	2,5p	-0,2	17,7	4,6	128,0	16,4p
DE	2,2	20,3	3,0e	7,9	41,5	2,1	42,1	-1,8	0,3	1,7	5,9	-0,7	0,7	1,8p	8,4	16,0	6,1	52,7	14,1p
EE	4,9	24,4	:	4,2	21,5	5,9	95,5	-0,6	2,5	-2,0	4,2	-1,8	2,1	1,9p	22,5	18,1	4,3	39,4	6,8p
IE	7,2	23,5	1,1	-1,1	-259,1	0,3	435,6	-1,2	-2,1	57,0	-0,1	2,5	4,2	9,9p	-39,2	32,8p	2,0	47,7	6,6p
EL	1,5p	12,9p	1,1p	-0,5	-126,4	1,8	17,6	-1,8p	-1,7	-14,1	7,4p	1,5p	0,0p	45,0p	-12,9	-8,3e	0,6p	57,0	8,8p
ES	3,0p	20,5p	:	2,1	-58,1	0,6	58,6	-1,8p	-1,0	4,8	0,8p	-0,1p	0,4p	4,4p	-11,1	15,1	5,2p	61,1	13,5p
FR	2,2p	22,5p	:	-0,5	-33,5	1,9	46,5	-1,7p	-0,5	-1,9	5,0p	-0,8p	1,1p	3,1p	-0,2	2,6	6,2p	58,6	15,2p
HR	2,9	20,1	:	4,5	-17,3	3,6	58,7	-2,9	0,7	14,6	2,5	1,1	0,7d	8,8p	-15,0	1,7	:	34,1	7,4p
IT	1,6	17,6	:	2,7	-3,9	0,5	26,1	-1,9	-0,6	-2,6	7,6	0,4	0,4	11,2p	-0,3	-4,6	4,4	41,3	12,2p
CY	4,2p	20,9p	:	-7,9	-95,1	50,0	1017,8	-4,2p	-3,7	2,1	0,9p	0,7p	0,4p	30,7p	-8,9	1,0p	5,7p	107,5	12,1p
LV	4,6	20,9	0,5p	1,5	-7,6	3,8	59,0	-3,0	0,9	2,9	3,4	0,9	4,7	5,6p	7,7	14,0	1,9	22,2	8,9p
LT	4,1	19,2	0,9	2,1	-7,9	2,4	40,9	-3,0	1,5	4,8	5,9	8,3	4,7	3,2p	8,9	19,0	2,7	22,4	10,7p
LU	1,5	18,9	:	4,5	-3947,3	-264,1	8263,3	-2,8	0,1	19,5	-0,1	-7,2	-1,8	0,7p	14,9	18,0	3,2	65,9	13,2p
HU	4,1	22,2	1,4	4,2	-8,1	-9,3	211,0	-3,8	0,7	6,3	3,3	-0,6	2,1	8,4p	6,3	35,8	2,8	18,8	9,7p
MT	6,7	21,1	0,6	14,3	229,6	27,3	1627,0	-8,9	1,4	6,2	2,7	-1,5	1,4	3,1p	4,8	17,5p	4,8	50,4	13,5p
NL	2,9p	20,5p	:	10,4	-29,5	39,4	615,5	-0,8p	-0,5	-3,3	1,7p	0,0p	0,7p	2,1p	-2,5	17,0	4,4p	104,5p	16,7p
AT	2,6	23,6	3,2p	1,9	-4,1	3,7	66,7	-2,1	2,1	-2,3	1,9	-0,6	0,8	3,5p	5,7	19,9	4,4	50,4	11,6p
PL	4,8	17,7	1,0	1,4	-20,7	2,0	49,7	-2,0	-3,0	22,7	6,1	4,2	3,4p	6,6p	1,7	7,4	2,8	34,9	8,8p
PT	2,8p	16,6p	1,3p	1,4	-60,9	4,6	79,6	-2,1p	0,9	9,5	7,3p	2,5p	-0,5p	13,3p	-8,2	20,6	2,8p	68,9	10,6p
RO	7,3p	22,6p	:	-2,0	-5,8	2,8	44,5	-1,3p	-5,0	30,9	3,6p	4,4p	4,3p	6,6p	32,8	15,6	:	16,1	9,6p
SI	4,9	18,5	:	6,4	-17,7	2,2	37,3	-2,6	-1,4	13,3	3,6	5,4	1,9	9,2p	1,1	12,5	2,1	27,1	8,0p
SK	3,2	21,4	0,9	-1,1	-15,1	6,3	72,4	-3,5	-1,5	1,9	-1,6	0,6	1,0	3,7p	2,0	19,0	2,7	40,6	9,3p
FI	2,8	22,1	2,8	-0,6	6,1	5,8	55,0	-1,6	-1,0	-8,6	5,5	2,2	1,6	1,2p	5,4	2,0	6,4	67,1	18,9p
SE	2,1	25,0	3,3	3,2	-7,0	5,8	4,2	-0,9	-3,9	-8,6	1,2	-2,1	-0,2	1,3p	5,6	30,7	5,7	88,2	16,5p
UK	1,7	17,2	1,7p	-3,8	-5,3	2,5	76,5	-0,6	-6,7	-5,4	5,3	0,4	0,7	1,5p	5,0	18,5	4,0	86,2	15,0p

Angaben: d: unterschiedliche Definition, e: geschätzt, p: vorläufig.

1) Offizielle Frist für die Übermittlung der Daten 2017 zu den Bruttoinlandsaufwendungen für FuE ist der 31. Oktober 2018, während in dieser Tabelle Daten bis zum 24. Oktober 2018 berücksichtigt wurden. 2) Wohnimmobilienpreisindexe = Quelle für EL: Zentralbank. 3) Arbeitsproduktivität HR, d: für Beschäftigungsdaten gilt das Kriterium Nationalität, nicht Inland.

Quelle: Europäische Kommission, Eurostat und Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen (Realer effektiver Wechselkurs), European Central Bank (Notleidende Kredite in- und ausländischer Unternehmen brutto und Verschuldungsgrad der Banken, in- und ausländische Unternehmen), Internationaler Währungsfonds, WEO (Volumen der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen weltweit).

Tabelle 2.1 (Fortsetzung): Zusatzindikatoren, 2017

Jahr 2017	Beschäftigungs-quote Prozentuale Veränderung (1 Jahr)	Erwerbsquote in % der Gesamt-bevölkerung von 15-64 (%)	Langzeit-arbeitslosig-keit in % der Erwerbs-personen von 15-74 (%)	Jugendarbeits-losenquote in % der Erwerbs-personen von 15-24 (%)	Jugendliche, die weder in Ausbildung noch in Beschäftigung sind - in % der Gesamtbevölkerung von 15-24		Von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedrohte Personen - in % der Gesamtbevölkerung		Armutsrisikoquote nach sozialen Transfers - in % der Gesamtbevölkerung		Quote schwerer materieller Deprivation - in % der Gesamtbevölkerung		Personen, die in Haushalten mit sehr niedriger Erwerbs-intensität leben - in % der	
					%	Veränderung in Prozent-punkten	%	Veränderung in Prozent-punkten	%	Veränderung in Prozent-punkten	%	Veränderung in Prozent-punkten	%	Veränderung in Prozent-punkten
BE	1,4	68,0b	3,5b	19,3b	9,3b	-2,7b	20,3	-0,9	15,9	0,4	5,1	-0,8	13,5	-1,1
BG	1,8p	71,3	3,4	12,9	15,3	-4,9	38,9	-1,2b	23,4	1,6	30,0	-3,1	11,1	-1,0
CZ	1,6	75,9	1,0	7,9	6,3	-1,8	12,2	-2,6	9,1	-0,6	3,7	-3,0	5,5	-2,1
DK	1,6	78,8b	1,3b	11,0	7,0b	1,2b	17,2	-0,7	12,4	0,3	3,1	-0,1	10,0	-2,2
DE	1,4	78,2	1,6	6,8	6,3	-0,1	19,0	-1,6	16,1	-0,6	3,4	-1,6	8,7	-1,3
EE	2,7	78,8	1,9	12,1	9,4	-2,3	23,4	-2,6b	21,0	-0,8	4,1	-2,1	5,8	-1,8b
IE	2,9	72,7	3,0	14,4	10,9b	-4,4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1,5p	68,3	15,6	43,6	15,3	-3,8	34,8	-1,2	20,2	-1,9	21,1	-0,4	15,6	-1,6
ES	2,6p	73,9	7,7	38,6	13,3	-3,8b	26,6	-2,6	21,6	-0,6	5,1	-2,0	12,8	-4,3
FR	1,1p	71,5	4,2	22,3	11,5	0,3b	17,1	-1,4	13,3	0,0	4,1	-0,7	8,1	-1,5
HR	2,2d	66,4	4,6	27,2	15,4	-3,9	26,4	-2,9	20,0	0,6	10,3	-3,6	12,2	-2,5
IT	1,2	65,4	6,5	34,7	20,1	-2,0	28,9	0,6	20,3	0,9	10,1	-1,5	11,8	-0,3
CY	3,9p	73,9	4,5	24,7	16,1	-0,9	25,2	-2,2	15,7	1,3	11,5	-3,8	9,4	-0,3
LV	0,0	77,0	3,3	17,0	10,3	-1,7	28,2	-4,5	22,1	0,9	11,3	-7,9	7,8	-1,8
LT	-0,5	75,9	2,7	13,3	9,1	-0,8	29,6	2,3	22,9	3,8	12,4	-1,2	9,7	0,9
LU	3,4	70,2	2,1	15,4	5,9	-0,4	21,5	2,5	18,7	2,3	1,2	-0,2	6,9	0,8
HU	2,0	71,2	1,7	10,7	11,0	-2,6	25,6	-6,2	13,4	-1,6	14,5	-9,5	6,6	-6,2
MT	5,2	72,2	1,6	11,3	8,6b	-1,7b	19,2	-4,6	16,8	0,9	3,3	-6,9	6,7	-3,1
NL	2,2p	79,7	1,9	8,9	4,0	-1,5	17,0	0,5	13,2	1,6	2,6	-0,6	9,5	-0,7
AT	1,7	76,4	1,8	9,8	6,5	-1,2	18,1	-1,1	14,4	0,3	3,7	-0,3	8,3	-0,8
PL	1,4p	69,6	1,5	14,8	9,5	-2,5	19,5	-5,2	15,0	-2,0	5,9	-4,5	5,7	-1,6
PT	3,3p	74,7	4,5	23,8	9,3	-3,0	23,3	-4,2	18,3	-1,2	6,9	-3,7	8,0	-4,2
RO	2,8p	67,3	2,0	18,3	15,2	-1,8	35,7	-4,6	23,6	-1,5	19,7	-6,2	6,9	-0,3
SI	2,9	74,2	3,1	11,2	6,5	-2,9	17,1	-3,3	13,3	-1,2	4,6	-2,0	6,2	-2,5
SK	2,2	72,1	5,1	18,9	12,1	-0,7	16,3	-2,1	12,4	-0,2	7,0	-2,9	5,4	-1,7
FI	1,2	76,7	2,1	20,1	9,4	-0,8	15,7	-1,6	11,5	-1,3	2,1	-0,7	10,7	0,7
SE	2,3	82,5	1,2	17,8	6,2	-1,0	17,7	-0,5	15,8	0,2	1,1	0,1	8,8	-0,2
UK	1,0	77,6	1,1	12,1	10,3	-1,6	:	:	:	:	4,9p	-2,5p	:	:

Angaben: b: Bruch in der Zeitreihe, d: unterschiedliche Definition, p: vorläufig.

1) Offizielle Frist für die Übermittlung der Daten 2017 zu den von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedrohten Personen ist der 30. November 2018, während in dieser Tabelle Daten bis zum 24. Oktober 2018 berücksichtigt wurden. 3) Nominale Lohnstückkosten und Arbeitsproduktivität HR, d: für Beschäftigungsdaten gilt das Kriterium Nationalität, nicht Inland. 3) Arbeitskräfteerhebungsdaten IE: die neue Arbeitskräfteerhebung ersetzt die vierteljährliche nationale Haushaltserhebung (QNHS) als Datenquelle.

Quelle: Europäische Kommission, Eurostat.