EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Straßburg, den 17.12.2019
COM(2019) 651 final

BERICHT DER KOMMISSION

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

Warnmechanismusbericht 2020

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

{SWD(2019) 630 final}

Der Warnmechanismus-Bericht bildet den Auftakt des jährlichen Verfahrens zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte, mit dem Ungleichgewichte, „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" (Artikel 2 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011), ermittelt und behoben werden sollen.[1]

Die im Warnmechanismusbericht vorgenommene Analyse, mit der die Mitgliedstaaten auf das eventuelle Vorliegen von zu korrigierenden wirtschaftlichen Ungleichgewichten überprüft werden, stützt sich auf die wirtschaftliche Auslegung eines Scoreboards, das aus ausgewählten Indikatoren besteht, welche durch ein breiteres Spektrum von Hilfsindikatoren, Bewertungsinstrumenten und relevanten Daten ergänzt werden. Im Warnmechanismusbericht werden Mitgliedstaaten ermittelt, bei denen eine Analyse im Rahmen einer eingehenden Überprüfung erforderlich ist, um zu bewerten, wie in den jeweiligen Mitgliedstaaten makroökonomische Risiken auflaufen oder abnehmen, und um anschließend festzustellen, ob Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte bestehen. Unter Berücksichtigung der mit dem Europäischen Parlament, im Rat und in der Eurogruppe geführten Gespräche über den Warnmechanismusbericht wird die Kommission in der Folge Berichte über die eingehenden Überprüfungen in Bezug auf die betreffenden Mitgliedstaaten erstellen. Nach gängiger Praxis werden Mitgliedstaaten, bei denen im Rahmen der vorangegangenen eingehenden Überprüfung Ungleichgewichte festgestellt wurden, einer neuen eingehenden Überprüfung unterzogen. Die eingehenden Überprüfungen fließen in die Länderberichte ein. Die Ergebnisse der eingehenden Überprüfungen fließen zudem in die länderspezifischen Empfehlungen (CSR) ein, die im Rahmen des Europäischen Semesters der wirtschaftspolitischen Koordinierung abgegeben werden.

1. ZUSAMMENFASSUNG

Dieser Bericht bildet den Auftakt zur neunten Runde des jährlichen Verfahrens zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte (macroeconomic imbalance procedure – MIP).[2] Bei diesem Verfahren sollen Ungleichgewichte, die sich nachteilig auf das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschaft einzelner Mitgliedstaaten, der Wirtschafts- und Währungsunion oder der Union insgesamt auswirken, 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 MIP innerhalb des Europäischen Semesters der wirtschaftspolitischen Koordinierung durchgeführt. Gleichzeitig mit dem vorliegenden Bericht wird die Jährliche Strategie für nachhaltiges Wachstum angenommen, die einen Überblick über die wirtschaftliche und soziale Lage in Europa vermittelt und die allgemeinen politischen Prioritäten der EU darlegt.

In diesem Bericht werden die Mitgliedstaaten ermittelt, die einer eingehenden Überprüfung (in-depth review – IDR) unterzogen werden sollten, um zu bewerten, ob sie von Ungleichgewichten

[1] [Für den Fall, dass das Vereinigte Königreich auf der Grundlage des Abkommens über den Austritt des Vereinigten Königreichs Großbritannien und Nordirland aus der Europäischen Union und der Europäischen Atomgemeinschaft (im Folgenden „Austrittsabkommen", ABl. C 384 I vom 12.11.2019, S. 1) aus der Union austritt, wird das Unionsrecht bis zum Ende des im Austrittsabkommen vorgesehenen Übergangszeitraums weiterhin auf das Vereinigte Königreich und in dessen Hoheitsgebiet anwendbar sein.]

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

betroffen sind, die Korrekturmaßnahmen erforderlich machen.[3] Der Warnmechanismusbericht (WMB) dient der Erkennung wirtschaftlicher Ungleichgewichte und wird jeweils zu Beginn des jährlichen Zyklus der wirtschaftspolitischen Koordinierung veröffentlicht. Die Analyse im WMB stützt sich insbesondere auf die wirtschaftliche Auslegung eines Scoreboards, das aus Indikatoren mit indikativen Schwellenwerten sowie aus verschiedenen Hilfsindikatoren besteht. In Abschnitt 2 des WMB wird analysiert, wie sich Ungleichgewichte in den Mitgliedstaaten auf das Euro-Währungsgebiet insgesamt auswirken, und geprüft, inwieweit angesichts der Wechselwirkungen innerhalb des Euro-Währungsgebiets ein koordinierter Ansatz für politische Maßnahmen erforderlich ist.[4] In dieser Hinsicht geht die in diesem Bericht enthaltene Analyse einher mit der Bewertung in der Arbeitsunterlage der Kommissiondienststellen „Analyse der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet", einem Begleitdokument zu der Empfehlung der Kommission für eine Empfehlung des Rates zur Wirtschaftspolitik des Euro-Währungsgebiets.

Die Analyse des WMB erfolgt vor dem Hintergrund sich verändernder Wirtschaftsaussichten, wobei mit einer Abschwächung der wirtschaftlichen Expansion gerechnet wird und die Inflationserwartungen nach unten korrigiert wurden. In der Herbstprognose 2019 der Europäischen Kommission wird von einem realen BIP-Wachstum ausgegangen, das im Jahr 2019 in der EU 1,4 % und im Euro-Währungsgebiet 1,1 % betragen wird, was einen Rückgang gegenüber dem 2018 erzielten Wachstum von 2 % bzw. 1,9 % bedeutet. Für 2020 wird für die EU und das Euro-Währungsgebiet ein BIP-Wachstum von 1,4 % bzw. 1,2 % erwartet. Die Daten für die Zeit ab Ende 2018 lassen auf eine Abschwächung der Dynamik schließen, insbesondere bei den Nettoexporten und der Produktion des verarbeitenden Gewerbes. Am deutlichsten zeigte sich die Verlangsamung angesichts der gestiegenen Unsicherheit in Bezug auf das handelspolitische Umfeld bei stärker vom Handel abhängigen großen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets.[5] Da die Inflationserwartungen erheblich zurückgegangen sind, haben die Währungsbehörden im zweiten Halbjahr 2019 Maßnahmen ergriffen, um der beginnenden Verlangsamung bei Wirtschaftsleistung und Preisentwicklung entgegenzuwirken. Die Anleiherenditen sind – insbesondere bei den längeren Laufzeiten – gesunken. Trotz des jüngsten Rückgangs der Gesamtinflation und des Produktivitätswachstums hat das Lohnwachstum seit 2018 vor dem Hintergrund einer angespannteren Lage auf dem Arbeitsmarkt leicht zugelegt.

Die bestehenden makroökonomischen Ungleichgewichte haben sich angesichts günstiger wirtschaftlicher Bedingungen schrittweise verringert. Im Anschluss an einen breit angelegten Schuldenabbau nach der Krise wurde eine Reihe von Ungleichgewichten bei den Stromgrößen und nicht nachhaltigen Trends korrigiert (insbesondere hohe Leistungsbilanzdefizite, übermäßiges Kreditwachstum, das die Wohnimmobilienpreise in die Höhe treibt, und hohe Lohnstückkosten, die die Kostenwettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen). Die Korrektur der Schwachstellen im Zusammenhang mit Ungleichgewichten in Bestandsgrößen (hohe Privat-, Staats- und Auslandsverschuldung) begann später und schritt langsamer voran, aber bei den Schuldenquoten setzte mit der wirtschaftlichen Expansion und

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

[4] 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, in der Ungleichgewichte definiert werden 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".

[5] Der Welthandelsunsicherheitsindex weist sowohl für die großen europäischen Volkswirtschaften als auch für andere wichtige Wirtschaftsräume einen erheblichen Anstieg aus. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html.

dem erneuten Preisanstieg in den letzten Jahren ein deutlicherer Abwärtstrend ein. Gleichzeitig ging die Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit in jüngster Zeit in einer Reihe von Mitgliedstaaten mit einem kräftigen Anstieg der Lohnstückkosten und der Wohnimmobilienpreise einher.

In Anbetracht des schrumpfenden Spielraums für Maßnahmen zur Bewältigung von Schocks ist bei Änderungen der Aussichten zu erwarten, dass bestehende Ungleichgewichte langsamer korrigiert werden oder neue Risiken zutage treten. Risiken für eine Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten ergeben sich insbesondere aus den Handelsspannungen und der Unterbrechung globaler Wertschöpfungsketten, einer unerwartet starken Verlangsamung auf den aufstrebenden Märkten und der Verschärfung der geopolitischen Spannungen.[6] Es wird mit einer Abschwächung des nominalen Wachstums gerechnet, was ein weniger günstiges Umfeld für den Schuldenabbau bedeutet. Der erhebliche Rückgang der Zinssätze verringert die Schuldendienstkosten, bringt aber auch Herausforderungen mit sich, die unter anderem mit schwächeren Anreizen zum Schuldenabbau, einer durch das Streben nach Rendite möglicherweise übermäßigen Risikobereitschaft und einer geringeren Rentabilität der Finanzinstitute aufgrund flacherer Renditekurven zusammenhängen.[7] Der Spielraum, mit der Geldpolitik politische Schocks aufzufangen, wird geringer. Die Möglichkeit, Schocks durch private und öffentliche Ersparnisse abzufedern, ist in der EU sehr unterschiedlich ausgeprägt und wird in einer erheblichen Anzahl von Mitgliedstaaten durch hohe Schuldenquoten eingeschränkt.

Aus der horizontalen Analyse des WMB ergeben sich folgende Schlussfolgerungen:

- **Die Leistungsbilanzsalden waren 2018 in der EU leicht rückläufig, wobei Defizite die Ausnahme bleiben und nach wie vor hohe Überschüsse bestehen.** Bis auf wenige Ausnahmen weisen die Länder, die zuvor hohe Überschüsse verzeichneten, derzeit weitgehend ausgeglichene Leistungsbilanzen auf. Einige Mitgliedstaaten verbuchen jedoch weiterhin hohe und anhaltende Überschüsse, die über dem durch die Fundamentaldaten gerechtfertigten Niveau liegen. Die Abschwächung des Handels, die robuste Binnennachfrage und die steigenden Ölpreise haben die Leistungsbilanzsalden durchweg verringert.

- **Was den Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) betrifft, so hat sich die Lage rascher verbessert, aber eine Reihe von Mitgliedstaaten weisen nach wie vor umfangreiche Auslandsverbindlichkeiten auf.** Verantwortungsvolle Leistungsbilanzpositionen und ein anhaltendes nominales Wachstum in den letzten Jahren haben zum Rückgang der Auslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP beigetragen. Die NAVS der Nettoschuldner haben sich schneller als zuvor verbessert, was auch auf positive Bewertungseffekte zurückzuführen ist, die jedoch möglicherweise nicht fortbestehen werden. In einer Reihe von EU-Ländern sind die NAVS weiterhin stark negativ, und in einigen Fällen besteht die Gefahr, dass die jüngsten Leistungsbilanzergebnisse nicht ausreichen, um für eine ausreichend rasche Verbesserung dieser externen Positionen zu sorgen. Gleichzeitig haben große Nettogläubiger aufgrund hoher Leistungsbilanzüberschüsse zunehmend positive NAVS verzeichnet.

- **Die Lohnstückkosten (LSK) sind in vielen Mitgliedstaaten aufgrund von höheren Lohnanstiegen und geringerem Produktivitätswachstum schneller gestiegen.** Vor dem Hintergrund der angespannteren Arbeitsmarktlage ist EU-weit ein stärkeres Lohnwachstum zu verzeichnen. Die raschere Zunahme der LSK geht zunehmend auch auf eine Dämpfung des

[6] Siehe auch Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2019; Europäische Kommission (2019), europäische Wirtschaftsprognosen, Herbst 2019, Institutional Paper 115, November 2019.
[7] Siehe auch Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Annual Economic Report, Juni 2019, und Internationaler Währungsfonds, Global Financial Stability Report, April 2019.

Produktivitätswachstums zurück. In einigen wenigen Fällen, insbesondere in Mittel- und Osteuropa und in den baltischen Staaten, setzt sich mit der deutlichen Zunahme der LSK ein vor einigen Jahren begonnener Trend fort, der auf die steigende Nachfrage nach Arbeitskräften in Verbindung mit Qualifikationslücken und Engpässen beim Arbeitskräfteangebot in Volkswirtschaften mit unterdurchschnittlichem Lohnniveau zurückzuführen ist. In geringerem Umfang hat sich die Zunahme der LSK in jüngster Zeit auch in den Ländern des Euro-Währungsgebiets verstärkt. Zwar war das Wachstum der LSK in den Netto-Gläubigerländern höher als in den Netto-Schuldnerländern, doch dieser Unterschied ist rückläufig, sodass die Entwicklungen bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit einen geringeren Beitrag zu einem symmetrischeren Abbau von Ungleichgewichten leisten.

- **Die realen effektiven Wechselkurse (REWK) haben sich erhöht.** Vor dem Hintergrund der beschleunigten Zunahme der Lohnstückkosten und nominaler Aufwertungen sind die REWK seit 2016 in einer Reihe von Ländern gestiegen. In den Jahren zuvor waren die relativen Kosten und Preise in vielen EU-Mitgliedstaaten aufgrund von nominalen Währungsabwertungen und einer im Vergleich zu Wettbewerbern gedämpften Kosten- und Preisinflation rückläufig gewesen. Die sektorale Verlagerung von nicht handelbaren zu handelbaren Tätigkeiten, die in den Netto-Schuldnerländern in einer Reihe von Jahren nach der Krise zu verzeichnen war, verlangsamt sich, kommt zum Stillstand oder erfährt eine Trendwende.

- **Der Schuldenabbau im privaten Sektor ist in großem Maße auf das nominale BIP-Wachstum zurückzuführen, und die Geschwindigkeit des Schuldenabbaus ist, was die privaten Haushalte betrifft, zurückgegangen.** Die Nettoersparnisse im privaten Sektor sind gesunken, und die rückläufigen Schuldenquoten sind mehr und mehr auf das nominale BIP-Wachstum zurückzuführen. Die Geschwindigkeit des Schuldenabbaus hat sich verlangsamt, was sowohl auf geringere Ersparnisse als auch auf eine Verlangsamung des BIP zurückzuführen ist. Insbesondere die Kreditaufnahme der privaten Haushalte hat in einer wachsenden Zahl von Mitgliedstaaten zugenommen. Wenngleich in den meisten Ländern mit hohen Schuldenquoten ein Schuldenabbau zu verzeichnen ist, sind die privaten Schuldenquoten in einigen hochverschuldeten Ländern gestiegen. Während der gesamtstaatliche Schuldenstand in den meisten Mitgliedstaaten weiter rückläufig war, waren in einigen Ländern mit hohem Schuldenstand keine oder nur begrenzte Rückgänge festzustellen. Dennoch sind die Renditen von Staatsanleihen im Jahr 2019 deutlich zurückgegangen, auch bei den Anleihen der am stärksten verschuldeten staatlichen Emittenten.

- **Die Widerstandsfähigkeit des EU-Bankensektors hat sich verbessert, aber einige Herausforderungen bestehen fort.** Die Eigenkapitalquoten, die bereits über den Regulierungsstandards lagen, sind nicht weiter gestiegen. Auch die Eigenkapitalrendite hat sich nach einer Verbesserung in den letzten Jahren stabilisiert. Der Anteil notleidender Kredite (NPL) ist in den vergangenen Jahren erheblich zurückgegangen, und nur in Ländern mit hohen NPL-Quoten ist ein wesentlicher Rückgang der uneinbringlichen Kredite festzustellen. In einer Reihe von EU-Ländern, die nach wie vor durch eine vergleichsweise geringe Kapitalausstattung und Rentabilität sowie hohe NPL-Quoten gekennzeichnet sind, bestehen jedoch nach wie vor Herausforderungen, die durch die sich verändernden Aussichten – hin zu anhaltend niedrigen Zinsen und einer Abschwächung des Wirtschaftswachstums – noch verstärkt werden.

- **Die Wohnimmobilienpreise sind im Jahr 2018 weiter rasch gestiegen, aber die Preisdynamik hat sich dort verlangsamt, wo sich die Anzeichen für eine Überbewertung mehren.** Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise hat sich 2018 fortgesetzt; in immer mehr Ländern haben die Immobilienpreisbewertungen ihren höchsten Stand seit Mitte der 2000er Jahre erreicht und dürften überbewertet sein. Der stärkste Anstieg der Wohnimmobilienpreise war jedoch in verschiedenen

EU-Ländern zu verzeichnen, die bisher nur begrenzte Anzeichen für überbewertete Wohnimmobilienpreise aufwiesen. In Ländern, in denen die Bedenken hinsichtlich der Überbewertung besonders groß waren und in denen die Verschuldung der privaten Haushalte hoch ist, hat sich der Anstieg der Preise dagegen in vielen Fällen verlangsamt. In einigen Ländern sind neue Hypothekarkredite auf dem Vormarsch, was den Wohnimmobilienpreisen weiteren Auftrieb verleihen könnte.

- **Die Lage auf den Arbeitsmärkten hat sich weiter verbessert, und die Arbeitslosigkeit ist in allen EU-Mitgliedstaaten zurückgegangen.** Die Arbeitslosigkeit ist EU-weit weiter gesunken, insbesondere bei jungen Menschen und Langzeitarbeitslosen. Die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt schlug sich in gewisser Weise auch in den Ländern des Euro-Währungsgebiets in einem stärkeren Lohnwachstum nieder. Seit der Erholung lag das Reallohnwachstum jedoch bis 2017 unter dem Anstieg der Arbeitsproduktivität; erst im Jahr 2018 kam es zu einer Umkehrung. Wenngleich der Anstieg der Erwerbseinkommen dank der Zunahme der Beschäftigung und des Lohnwachstums zu einer Erhöhung der Binnennachfrage beigetragen hat, gibt es kaum Anzeichen dafür, dass sich die Lohnerhöhungen in Preisanstiegen niederschlagen.[8]

Angesichts der derzeitigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ist der Abbau von Ungleichgewichten im Euro-Währungsgebiet in Bezug auf Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse dringend erforderlich und wäre für alle Mitgliedstaaten von Vorteil. Es wird davon ausgegangen, dass der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets angesichts der nachlassenden Exportnachfrage rückläufig sein wird, dabei aber in der Nähe seines Höchststands und über dem durch die wirtschaftlichen Fundamentaldaten gerechtfertigten Niveau verbleiben wird. Der Überschuss im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich vor dem Hintergrund einer starken Exportleistung und eines erheblichen Schuldenabbaus, woran verschiedene Wirtschaftszweige beteiligt waren, auch in Ländern, in denen nur ein geringer oder überhaupt kein Schuldenabbau erforderlich war. Die jüngste Abschwächung geht vor allem auf den nachlassenden Welthandel und das höhere Energiebilanzdefizit zurück. Angesichts der derzeitigen Wirtschaftslage ist es besonders wichtig, beim Abbau von Ungleichgewichten auf Ebene des Euro-Währungsgebiets in Bezug auf Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse Fortschritte zu erzielen, Maßnahmen zur Überwindung des durch niedrige Inflation und niedrige Zinsen geprägten Umfelds zu treffen und die Abhängigkeit von der Auslandsnachfrage zu verringern. Vor diesem Hintergrund ist ein abgestimmtes Vorgehen der Mitglieder des Euro-Währungsgebiets erforderlich, das den jeweiligen Wechselwirkungen und Spillover-Effekten Rechnung trägt. Wenngleich hohe Leistungsbilanzdefizite in vielen Netto-Schuldnerländern in der Vergangenheit korrigiert wurden, sind die Leistungsbilanzsalden dieser Länder rückläufig; angesichts der hohen Auslands- und Inlandsschulden sind auch weiterhin eine vorsichtige Steuerung der Leistungsbilanz, eine angemessene Geschwindigkeit des Schuldenabbaus und Reformen zur Steigerung des BIP-Wachstumspotenzials erforderlich. In Netto-Gläubigerländern sollte die Chance der zinsgünstigen Finanzierung für eine weitere Ankurbelung der öffentlichen und privaten Investitionen genutzt werden. Die Nutzung der günstigen Haushaltsposition zur Förderung von Investitionen und anderen produktiven Ausgaben in diesen Ländern würde auch dazu beitragen, die Abhängigkeit der Wachstumsaussichten von der Auslandsnachfrage zu verringern und den Abbau von Ungleichgewichten im Euro-Währungsgebiet unterstützen.

Alles in allem sind die Ursachen für potenzielle Ungleichgewichte im Großen und Ganzen dieselben, die bereits im WMB 2019 aufgezeigt wurden, doch scheinen sich die Aussichten in

[8] Für einen Überblick über die wichtigsten jüngsten Entwicklungen in den Bereichen Beschäftigung und Soziales in der EU siehe Kasten 1.

mehrfacher Hinsicht einzutrüben. Die Fortschritte beim Abbau der externen Ungleichgewichte haben sich angesichts der günstigen wirtschaftlichen Bedingungen beschleunigt, die Aussichten auf weitere Verbesserungen werden jedoch durch eine Schwächung der Leistungsbilanzsalden und ein niedrigeres nominales BIP-Wachstum getrübt. Es bestehen nach wie vor hohe Leistungsbilanzüberschüsse, während die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit weniger dem Abbau von Ungleichgewichten zuträglich ist und reale effektive Aufwertungen zunehmen. Der Schuldenabbau im privaten Sektor vollzieht sich selbst in einigen Fällen, in denen der Schuldenstand hoch ist, langsamer, und ist zunehmend vom nominalen BIP-Wachstum abhängig. Die schwächeren Aussichten für das nominale Wachstum werfen die Frage auf, ob sich der Schuldenabbau in Ländern mit hoher Verschuldung ohne höhere private oder staatliche Ersparnisse oder ein höheres BIP-Wachstumspotenzial fortsetzen kann. Nach einigen Jahren mit erheblichen Verbesserungen hat sich die Lage des Finanzsektors nun stabilisiert, doch könnten aufgrund des Niedrigzinsumfelds neue Herausforderungen entstehen. Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise ist nach wie vor stark, sodass die Immobilienpreise in einer wachsenden Zahl von EU-Ländern Höchststände erreicht haben. Auf den überbewerteten Märkten ist eine Verlangsamung festzustellen, doch der erneute Anstieg der Aufnahme von Hypothekarkrediten in einigen Ländern könnte einen selbsttragenden starken Anstieg der Wohnimmobilienpreise bewirken.

Die potenziellen Ursachen für Ungleichgewichte lassen sich bestimmten Kategorien zuordnen. In einigen Mitgliedstaaten greifen vielfältige und miteinander verknüpfte Ursachen für Schuldenanfälligkeit, die mitunter in gewissem Maße die Bedingungen im Finanzsektor widerspiegeln. In einigen Mitgliedstaaten hängen die Anfälligkeiten vor allem mit einer hohen und anhaltenden Staatsverschuldung zusammen, die mit einer schwachen Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit einhergeht und das Wachstumspotenzial beeinträchtigt. Einige Mitgliedstaaten zeichnen sich durch hohe und anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse aus. Bei bestimmten Mitgliedstaaten gibt die Entwicklung der Kostenwettbewerbsfähigkeit Anlass zu Bedenken, teilweise in Verbindung mit einer Verschlechterung der Zahlungsbilanzposition. Und schließlich ergeben sich in einigen wenigen Mitgliedstaaten die größten Herausforderungen aus der Entwicklung der Wohnimmobilienpreise, in einigen Fällen in Verbindung mit einer hohen Verschuldung der privaten Haushalte.

Die anstehenden Herausforderungen erfordern eine zukunftsorientierte Ausrichtung des Verfahrens zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte. Angesichts der Korrektur des Großteils der Ungleichgewichte bei den Stromgrößen und der allmählichen Verringerung der Ungleichgewichte bei Bestandsgrößen konzentriert sich das MIP zunehmend auf die Überwachung von möglicherweise nicht nachhaltigen Trends, die sich mittelfristig herauskristallisieren könnten. Gleichzeitig gewinnt aufgrund der sich wandelnden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie der Risiken, die sich hauptsächlich aus dem wirtschaftlichen Umfeld außerhalb des Euro-Währungsgebiets und der EU ergeben, auch eine Bewertung der Ungleichgewichte aus der Perspektive des Euro-Währungsgebiets und der EU an Bedeutung.

Für einige im WMB genannte Mitgliedstaaten werden die eingehenden Überprüfungen (IDR) detailliertere und umfassendere Analysen enthalten. Ebenso wie bei den vorhergehenden jährlichen Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte fließen die IDR in die Länderberichte ein. Bei der Erstellung der IDR stützt die Kommission ihre Analyse auf umfassende Datenbestände sowie relevante Informations- und Bewertungsrahmen, die sie in Zusammenarbeit mit den Ausschüssen und Arbeitsgruppen des Rates entwickelt hat. Die Analyse in den IDR bietet die Grundlage für die Ermittlung von Ungleichgewichten oder übermäßigen Ungleichgewichten in den

Mitgliedstaaten sowie für mögliche Aktualisierungen der länderspezifischen Empfehlungen.[9] 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 bei Mitgliedstaaten durchgeführt, in 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 13 Mitgliedstaaten vorgesehen, in denen bei den IDR von Februar 2019 Ungleichgewichte bzw. übermäßige Ungleichgewichte festgestellt wurden.[10] Zehn Mitgliedstaaten (**Bulgarien, Deutschland, Frankreich, Irland, Kroatien, die Niederlande, Portugal, Rumänien, Schweden und Spanien**) weisen derzeit Ungleichgewichte auf, bei dreien **(Griechenland, Italien** und **Zypern**) wurden übermäßige Ungleichgewichte festgestellt.

Auf der Grundlage der im Rahmen dieses WMB durchgeführten Analyse hält es die Kommission nicht für erforderlich, eingehende Überprüfungen für andere Mitgliedstaaten auszuarbeiten. Die Bewertung des WMB deutet nicht auf signifikante zusätzliche Risiken hin, die eine neue eingehende Überprüfung bei Mitgliedstaaten rechtfertigen würden, in denen im letzten jährlichen MIP keine Ungleichgewichte oder übermäßigen Ungleichgewichte festgestellt wurden. Im vorliegenden WMB wird jedoch herausgestellt, dass **in den kommenden Länderberichten** eine Reihe von Entwicklungen, die, wenn sie sich fortsetzen, makroökonomische Risiken mit sich bringen könnten, **genau beobachtet** werden müssen. Diese Entwicklungen betreffen die Lohnstückkosten und deren Auswirkungen auf die externe Wettbewerbsfähigkeit in einer Reihe von Mitgliedstaaten (Estland, Lettland, Litauen, Slowakei, Tschechien, Ungarn) sowie die Wohnimmobilienmärkte und die Verschuldung der privaten Haushalte (Belgien, Dänemark, Finnland, Luxemburg, Slowakei, Slowenien, Österreich, Tschechien, Ungarn und Vereinigtes Königreich).[11]

2. AUSWIRKUNGEN MAKROÖKOMISCHER UNGLEICHGEWICHTE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Der Leistungsbilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets hat seinen Höhepunkt überschritten, liegt aber nach wie vor sehr hoch. Nachdem er in der Zeit vor der Krise weitgehend ausgeglichen gewesen war, hat er im Jahr 2016 einen Höchststand von 3,2 % des BIP erreicht. Seither ist der Saldo geringfügig gesunken und lag im Jahr 2018 bei 3,1 % des BIP (Abbildung 1).[12] Der Leistungsbilanzüberschuss des

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

[10] Siehe „Europäisches Semester 2019: Bewertung der Fortschritte bei den Strukturreformen, Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte und Ergebnisse der eingehenden Überprüfungen gemäß Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 – COM(2019) 150 final vom 27.2.2019.

[11] Im September 2019 gab der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) länderspezifische Empfehlungen bzw. Warnungen zu mittelfristigen Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor für neun Mitgliedstaaten heraus: Empfehlungen für Belgien, Dänemark, Finnland, Luxemburg, die Niederlande und Schweden sowie Warnungen für Deutschland, Frankreich und Tschechien. Für alle Länder der erstgenannten Gruppe sowie Österreich und das Vereinigte Königreich hatte der ESRB bereits im November 2016 Warnungen ausgesprochen. In der MIP-Verordnung (Verordnung (EU) Nr. 1176/2011) wird die Kommission aufgefordert, etwaige Warnungen oder Empfehlungen des ESRB an Mitgliedstaaten, die Gegenstand einer eingehenden Überprüfung sind, zu berücksichtigen.

[12] Die hier genannten und verwendeten Zahlen für die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets beziehen sich auf den „bereinigten“ Leistungsbilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt (aus der Zahlungsbilanzstatistik des Euro-Währungsgebiets), der für 2018 einen aggregierten Leistungsbilanzsaldo des

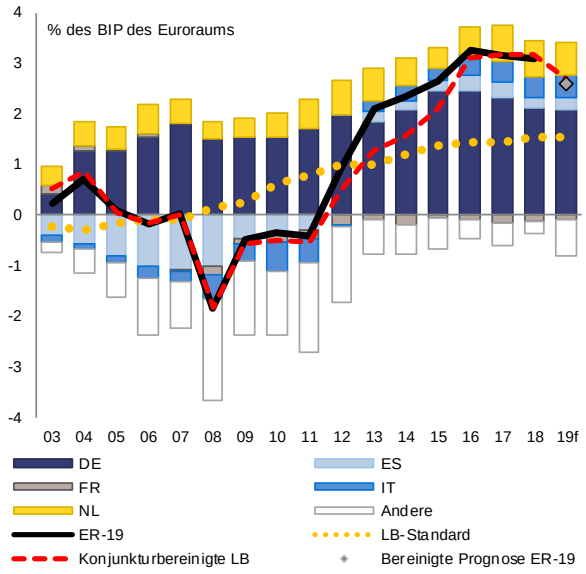
Euro-Währungsgebiets ist nach wie vor der weltweit größte und wird Schätzungen zufolge den laut den Fundamentalwirtschaftsdaten zu erwartenden Wert (etwa 1,7 % des BIP des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2018) übersteigen.[13] Er spiegelt in erster Linie die hohen Überschüsse von Deutschland und den Niederlanden wider, deren Außensalden im Jahr 2018 zusammengenommen 2,8 % des BIP des Euro-Währungsgebiets ausmachten. Bei unveränderter Politik wird der bereinigte Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets laut Herbstprognose 2019 der Europäischen Kommission im Jahr 2019 auf 2,7 % des BIP zurückgehen und im Jahr 2020 weiter auf 2,5 % des BIP sinken.

Der anhaltende Rückgang des Überschusses des Euro-Währungsgebiets ist in erster Linie auf eine schwächere Handelsbilanz zurückzuführen. Aufgrund des Anstiegs der Ölpreise leistete die Energiebilanz im Zeitraum 2016 bis 2018 den größten Beitrag zur Verringerung der Leistungsbilanz. Die Energiebilanz wies 2017 ein Defizit von -1,7 % des BIP auf, das sich 2018 auf -2,1 % des BIP erhöhte, während der Saldo des sonstigen Warenhandels mit 4,6 % des BIP in etwa stabil blieb. Die weltweite Verlangsamung des Wachstums und des Handels seit Mitte 2018, die weiterhin erhöhte Unsicherheit in Bezug auf das handelspolitische Umfeld und die effektive Aufwertung des Euro im Jahr 2018 bilden die Grundlage für eine geringere Wachstumsrate sowohl bei den Importen als auch bei den Exporten im Euro-Währungsgebiet. Monatliche Daten zeigen, dass die Warenausfuhren und -einfuhren des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt im Laufe des Jahres 2019 weiter zurückgegangen sind (Abbildung 2). Eine Reihe von Faktoren könnte zu einer weiteren Verschlechterung der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets beitragen; dazu zählen eine relative Abschwächung der konjunkturellen Bedingungen in anderen Regionen der Welt, die Auswirkungen restriktiver handelspolitischer Maßnahmen und höhere Ölpreise aufgrund geopolitischer Spannungen.

Euro-Währungsgebiets von 3,1 % des BIP ausweist, und stehen im Einklang mit dem Bericht der Mitgliedstaaten über die Leistungsbilanz (nach dem sogenannten „Gemeinschaftskonzept“). Die Gesamt-Leistungsbilanzsalden der Mitgliedstaaten belaufen sich jedoch aufgrund von Asymmetrien bei den Salden innerhalb des Euro-Währungsgebiets, die von den verschiedenen nationalen statistischen Stellen gemeldet werden, auf insgesamt 4 % des BIP (Zahlungsbilanzdaten) bzw. 3,8 % des BIP (Statistiken der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen). Die Zahlen für das Euro-Währungsgebiet, die sowohl aus der Zahlungsbilanzstatistik als auch aus der Statistik der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen stammen, wurden im Oktober 2019 berichtigt. Diese Berichtigung hatte kaum Einfluss auf das Ergebnis für 2018, bewirkte aber im Allgemeinen eine Abwärtskorrektur der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets für die Jahre 2009-2015.

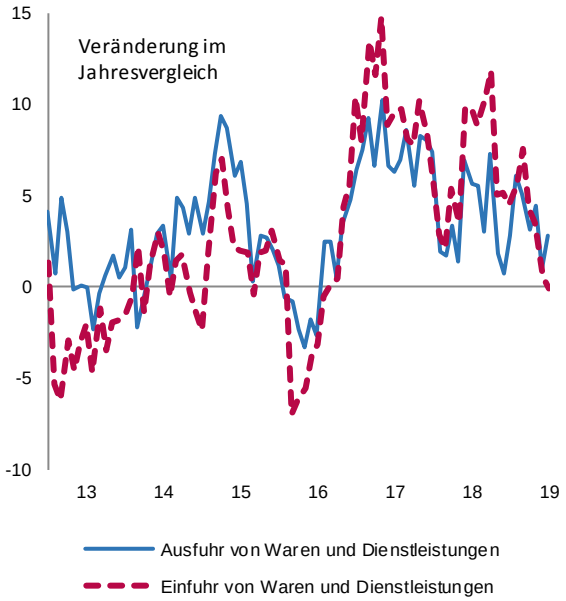
[13] Der IWF (External Sector Report 2019) geht für das Euro-Währungsgebiet von einem Leistungsbilanz-Standard von etwa 1,6 % des BIP aus.

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



Quelle: Eurostat-Zahlungsbilanzdaten, Herbstprognose 2019 der Kommissionsdienststellen.

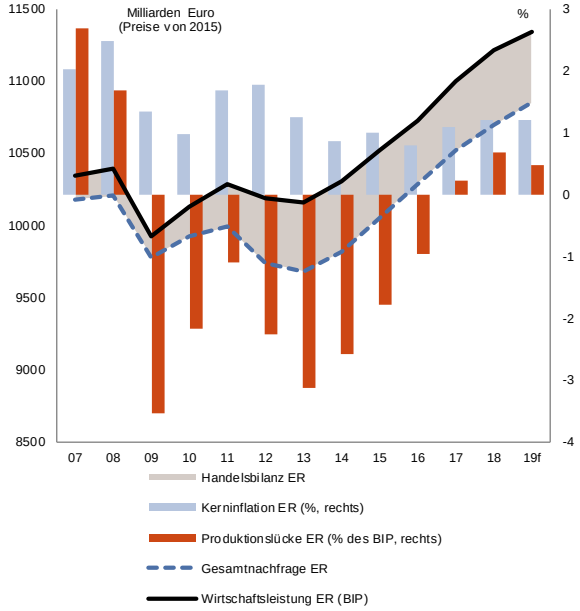
Abbildung 2: Entwicklung des Handels des Euro-Währungsgebiets mit der übrigen Welt



Quelle: Eurostat-Außenhandelsstatistik Saisonbereinigte Daten, jeweilige Preise.

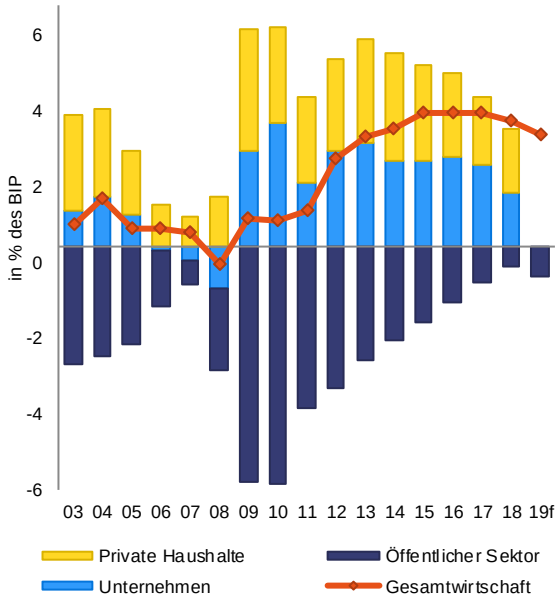
Der jüngste leichte Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses des Euro-Währungsgebiets ist auf andere Faktoren zurückzuführen als sein vorheriger Anstieg. Im Anschluss an die Finanzkrise von 2008 wandelte sich die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets – bedingt durch die starke Korrektur der hohen Defizite infolge einer Umkehrung der grenzüberschreitenden Finanzströme – in einen Überschuss, der sich mit der Ausweitung der Schuldenkrise auf Spanien und Italien, die zu einer Dämpfung der Binnennachfrage in diesen Ländern führte, weiter erhöhte. Parallel dazu nahm auch der hohe Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands allmählich zu, wobei die Binnennachfrage schwächer zulegte als die Wirtschaftsleistung und in allen Wirtschaftssektoren ein Schuldenabbau erfolgte. Insgesamt war die Ausweitung des Überschusses des Euro-Währungsgebiets zwischen der Finanzkrise und dem Jahr 2016 vor allem auf einen breit angelegten Schuldenabbau zurückzuführen, der den Privatsektor und nach der Verschärfung der Schuldenkrise im Jahr 2011 auch den öffentlichen Sektor betraf. Der Rückgang des Überschusses im Euro-Währungsgebiet seit 2017 ist hauptsächlich auf den Rückgang des Überschusses in Deutschland und in geringerem Maße in Italien und Spanien zurückzuführen, bei denen es sich um vergleichsweise große Exporteure von Gütern des verarbeitenden Gewerbes handelt, die auf die Einfuhr fossiler Energieträger angewiesen sind. Die jüngste Entwicklung der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets geht offenbar nicht auf einen erheblichen erneuten Schuldenaufbau zurück, sondern vielmehr auf sinkende Nettoausfuhren infolge der weltweiten Verlangsamung der Handelsdynamik und einer höheren Energierechnung. Der Rückgang des Überschusses des Euro-Währungsgebiets zwischen 2017 und 2018 spiegelt sich hauptsächlich in der Abnahme des seit 2013 bestehenden Nettofinanzierungsüberschusses nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften wider. Durch die jüngste Abschwächung der Nettoersparnisse der Unternehmen wurde die Verbesserung des Nettofinanzierungsdefizits des Sektors Staat im selben Zeitraum ausgeglichen (Abbildung 4).

Abbildung 3: Wirtschaftsleistung, Binnennachfrage, Nettoausfuhren und Kerninflation des Euroraums (ER)



Quelle: AMECO[14]

Abbildung 4: Finanzierungssaldo des Euroraums nach Sektor



Quelle: Eurostat

Das Niedriginflations- und Niedrigzinsumfeld ist mit einer Reihe von Herausforderungen verbunden. Die Währungsbehörden sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in anderen großen Wirtschaftsregionen der Welt haben – entgegen den zuvor angekündigten restriktiveren Bedingungen – Maßnahmen ergriffen, um der beginnenden Abschwächung der Produktionsdynamik und dem Rückgang der Inflationserwartungen im Jahr 2019 entgegenzuwirken. Die Anleiherenditen sind in den negativen Bereich gefallen, wobei die Renditen insbesondere am langen Ende der Renditekurven gesunken sind und sich die Spreads risikoreicherer Anleihen verringert haben. Die Kerninflation bleibt hinter dem Ziel der Währungsbehörden zurück; die Produktionslücke im Euro-Währungsgebiet dürfte sich nach einem längeren Zeitraum verhaltener Nachfrage und negativer Produktionslücken wieder verringern, nachdem im Jahr 2017 ein positiver Wert verzeichnet worden war (Abbildung 3). Wenngleich ein geringeres nominales Wachstum den Schuldenabbau erschwert, würde das Niedrigzinsumfeld die Schuldendienstkosten senken. Langfristige Zinssätze auf historisch sehr niedrigem Niveau bergen jedoch auch eine Reihe potenzieller Herausforderungen: Anreize, regulatorische Beschränkungen zu umgehen und sich im Streben nach Rendite für risikobehaftete Investitionen zu entscheiden, Unterschätzung des Kreditrisikos und Schwächung der Anreize zum Abbau hoher Schuldenstände aufgrund eines niedrigen Zinsgefälles sowie durch flache Renditekurven bedingte Rentabilitätseinbußen bei regulierten Finanzinstituten, insbesondere im Banken- und Versicherungssektor.[15]

Der Abbau von Ungleichgewichten im Euro-Währungsgebiet ist noch nicht abgeschlossen und wird durch die Entwicklungen bei der Wettbewerbsfähigkeit weniger stark gestützt. Während ein Großteil der erheblichen Leistungsbilanzdefizite korrigiert wurde, sind in einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets nach wie vor hohe Überschüsse zu verzeichnen. Länder, die in der

[14] Die Differenz zwischen BIP und Binnennachfrage sollte zwar per definitionem der Handelsbilanz entsprechen, aber die Daten stehen aufgrund von Diskrepanzen bei der Berichterstattung innerhalb des Euro-Währungsgebiets nicht völlig im Einklang (siehe Fußnote **Error! Bookmark not defined.**).

[15] Zum Beispiel EZB, Financial Stability Review, Mai 2018, Mai 2019.

Vergangenheit hohe Defizite aufwiesen, verzeichnen weiterhin einen hohen negativen Nettoauslandsvermögensstatus, im Allgemeinen in Verbindung mit einer beträchtlichen privaten oder öffentlichen Schuldenlast, die mit Anfälligkeiten einhergeht. Nach der Finanzkrise kam es zu einem Anpassungsprozess bei den relativen Kosten und Preisen, der sich positiv auf den Abbau von Ungleichgewichten ausgewirkt hat. Die Lohnstückkosten sind in den Netto-Gläubigerländern schneller gestiegen als in den Netto-Schuldnerländern, sodass sich der vor der Finanzkrise bestehende Trend umgekehrt hat. Der neue Trend setzt sich fort, wobei die Unterschiede zwischen den jeweiligen Ländergruppen jedoch weniger stark ausgeprägt erscheinen (Abbildung 5).[16] Die auch in den Netto-Schuldnerländern zu beobachtende Anspannung der Lage am Arbeitsmarkt führt zu einem beschleunigten Lohnwachstum, und die Kostenwettbewerbsfähigkeit wird durch das verringerte Produktivitätswachstum in Verbindung mit einer Verlangsamung oder einem Rückgang der Kapitalintensität (Verhältnis zwischen Kapital und Arbeit) weiter beeinträchtigt. Die Wettbewerbsfähigkeit, die auf der Grundlage des Verhältnisses der BIP-Deflatoren zu dem der Wettbewerber, ausgedrückt in Kaufkraftparitäten, berechnet wird (Abbildung 6), steht in einem gewissen Zusammenhang zu den Außensalden und der Notwendigkeit des Abbaus von Ungleichgewichten auf.[17] Der Anteil der handelbaren Güter an der Gesamtwertschöpfung entspricht der Anpassung in relativen Preisen: In Ländern mit vormals hohen Defiziten ist ihr Anteil nach der Krise gestiegen, aber dieser Prozess verlangsamt sich oder ist rückläufig.[18]

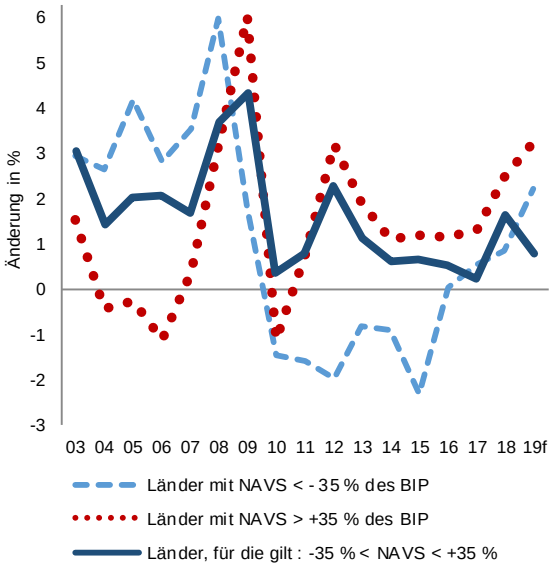
Angesichts der derzeitigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ist der Abbau von Ungleichgewichten im Euro-Währungsgebiet in Bezug auf Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse dringend erforderlich und wäre für alle Mitgliedstaaten von Vorteil. In Netto-Schuldnerländern ist mit Blick auf die Verringerung der hohen Auslands- und Inlandsschulden eine vorsichtige Steuerung der Leistungsbilanz und eine angemessene Geschwindigkeit des Schuldenabbaus erforderlich; dabei ist eine Steigerung des Wachstumspotenzials anzustreben. Die Produktivitätsaussichten müssen verbessert werden, insbesondere durch gezielte Investitionen und Reformen zur Unterstützung der totalen Faktorproduktivität auf Ebene des Euro-Währungsgebiets insgesamt, aber vor allem in den Netto-Schuldnerländern, da dies sowohl für die Tragfähigkeit des Schuldenstands als auch mit Blick auf einen größeren Beitrag der Entwicklung der relativen Wettbewerbsfähigkeit zum Abbau von Ungleichgewichten von entscheidender Bedeutung ist. Dagegen würde in Netto-Gläubigerländern eine weitere Erhöhung der öffentlichen und privaten Investitionen das Potenzialwachstum steigern, die Abhängigkeit der Wachstumsaussichten von der Auslandsnachfrage verringern, die Binnennachfrage stützen und somit den Abbau von Ungleichgewichten im Euro-Währungsgebiet fördern. Angesichts der derzeitigen Wirtschaftslage würden finanzpolitische Impulse in Ländern mit hohen Überschüssen und einer günstigen Haushaltsposition auch dazu beitragen, das von geringer Inflation und niedrigen Zinsen geprägte Umfeld zu überwinden und das nominale Wachstum zu unterstützen, wodurch der Schuldenabbau und der Abbau von Nettoschuldnerpositionen begünstigt würden.

[16] Im Jahr 2019 wurde die französische Steuergutschrift für Beschäftigung und Wettbewerbsfähigkeit („CICE“) durch eine dauerhafte Senkung der Sozialversicherungsbeiträge der Arbeitgeber im ersten Quartal ersetzt, was in Frankreich einen erheblichen Rückgang der Arbeitskosten bewirkte, der an der Veränderung der Lohnstückkosten in der Gruppe der Länder mit mittlerem NAVS in Abbildung 5 deutlich wird.

[17] Abbildung 6 zeigt die Länder in der Reihenfolge ihrer Leistungsbilanz.

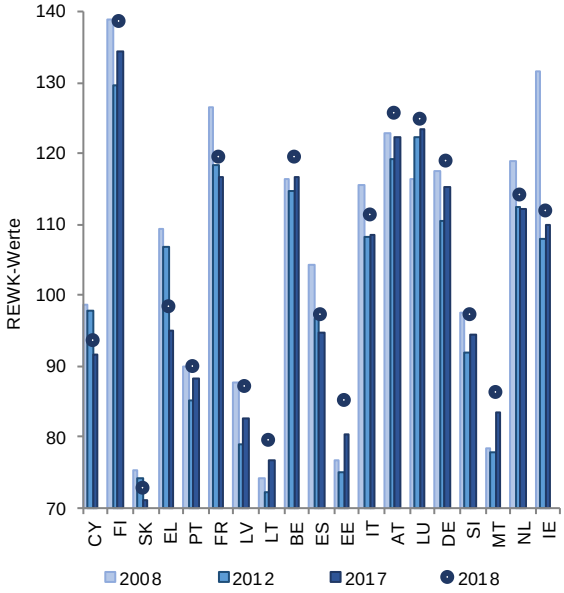
[18] Die Daten basieren auf dem Anteil der Landwirtschaft, des verarbeitenden Gewerbes sowie des Handels, des Verkehrs und der Kommunikationsdienstleistungen an der Gesamtwertschöpfung. Der Indikator berücksichtigt nicht, dass Dienstleistungen zunehmend handelbar werden und einen wachsenden Anteil der Gesamtwertschöpfung ausmachen.

Abbildung 5: Entwicklung der Lohnstückkosten im Euro-Währungsgebiet



Quelle: AMECO
Hinweis: Einen NAVS von > +35 % des BIP haben DE, LU, NL, BE und MT. Einen NAVS zwischen 35 % und -35 % des BIP weisen FI, EE, IT, LT, FR, SI und AT auf. Die übrigen Länder gehören zur Gruppe, deren NAVS unter -35 % des BIP liegt. Die Einteilung der Länder basiert auf den NAVS-Durchschnittswerten im Zeitraum 2016-2018. Die Netto-Gläubigerländer verzeichneten im selben Zeitraum im Durchschnitt einen Leistungsbilanzüberschuss. Die Zahlen beziehen sich auf die BIP-gewichteten Durchschnittswerte für die drei Ländergruppen.

Abbildung 6: Reale effektive Wechselkurse auf der Grundlage von BIP-Deflatoren



Quelle: Berechnungen der Kommissionsdienststellen anhand der Daten von Eurostat und IWF.
Hinweis: Die REWK-Werte werden auf der Grundlage des Verhältnisses des BIP-Deflators zu dem der Wettbewerber berechnet, ausgedrückt in Kaufkraftparitäten (wobei als Vergleichswert US = 100 dient). Die Ländergewichte entsprechen denen, die für die Erstellung der REWK-Indizes verwendet wurden (Gruppe von 42 Wettbewerbern).

3. 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 in folgenden Bereichen: außenwirtschaftliche Position, Wettbewerbsfähigkeit, private Verschuldung, Wohnimmobilienmarkt, Bankensektor und Beschäftigung. Es stützt sich auf tatsächliche, statistisch zuverlässige Daten, um Datenstabilität und länderübergreifend einheitliche Daten zu gewährleisten. Für das Scoreboard für diesen Bericht werden somit Daten bis zum Jahr 2018 herangezogen. 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.[19] Eine Reihe von Hilfsindikatoren ergänzt die Auslegung des Scoreboards. Ferner werden bei der WMB-Bewertung auch neuere Daten und ergänzende

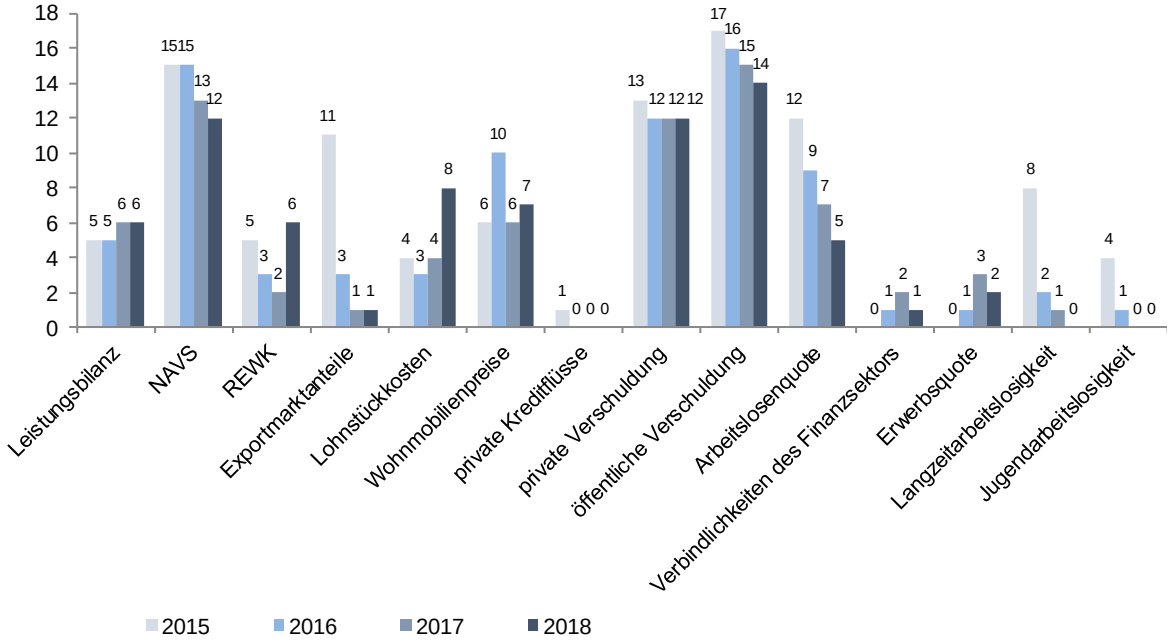
[19]Zu den Überlegungen zum Aufbau des WMB-Scoreboards und seiner Auslegung siehe Europäische Kommission (2016) „The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium“, European Economy, Institutional Paper 039, November 2016.

Informationen, Einsichten aus Bewertungsrahmen, Erkenntnisse aus bestehenden IDR und einschlägigen Analysen sowie die Herbstprognose 2019 der Kommission berücksichtigt.

Die Scoreboard-Daten deuten auf mögliche Probleme im Zusammenhang mit der Kostenwettbewerbsfähigkeit und der Dynamik der Wohnimmobilienpreise hin, die zu den anhaltend hohen Schuldenständen, die sich nur allmählich verringern, hinzukommen. Über dem Schwellenwert des WMB-Scoreboards liegende Werte werden nach wie vor am häufigsten beim gesamtstaatlichen Schuldenstand, dem Nettoauslandsvermögensstatus und der privaten Verschuldung registriert (Abbildung 7).[20] Der wirtschaftliche Aufschwung und die Verbesserung der Leistungsbilanz- und Haushaltssalden haben jedoch dazu beigetragen, die Nettoauslandsverschuldung und die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP zu verringern, sodass die Zahl der Mitgliedstaaten, die die entsprechenden Scoreboard-Schwellenwerte überschreiten, zurückgegangen ist. Bei der privaten Verschuldung hingeben bleibt die Zahl der Fälle, in denen der Schwellenwert überschritten wird, angesichts einer Ausweitung der Nettoersparnispositionen, die die Auswirkungen des Wachstums auf die Schuldenquoten kompensiert, unverändert. Der wirtschaftliche Aufschwung in einigen Ländern zeigt sich auch an rasch steigenden Arbeitskosten und Wohnimmobilienpreisen. Die Zahl der Mitgliedstaaten, in denen der Anstieg der Lohnstückkosten über dem Schwellenwert liegt, hat sich im Vergleich zu früheren Scoreboards mehr als verdoppelt, und eine größere Zahl von Ländern überschreitet aufgrund von Aufwertungen die Schwellenwerte für den realen effektiven Wechselkurs. Die Dynamik der Wohnimmobilienpreise der letzten Jahre spiegelt sich in der geringfügigen Zunahme der Zahl der Länder wider, die den entsprechenden Schwellenwert in jüngster Zeit überschritten haben. Über den Schwellenwerten liegende Leistungsbilanzsalden sind weiterhin überwiegend auf Überschüsse zurückzuführen. Angesichts des anhaltenden beschäftigungsintensiven wirtschaftlichen Aufschwungs gibt es weniger EU-Länder mit hoher Arbeitslosigkeit und weniger Probleme im Bereich der Jugend- und Langzeitarbeitslosigkeit und der Erwerbsquoten.

[20] Die detaillierten Scoreboard-Indikatoren und die jeweiligen indikativen Schwellenwerte sind in Tabelle 1.1 im Anhang aufgeführt; die Hilfsindikatoren sind Tabelle 2.1 zu entnehmen. Wie in der Anmerkung zu Abbildung 9 erläutert, basiert die Auslegung der Scoreboard-Daten auf den zum Zeitpunkt des WMB jeweils verfügbaren Daten. Stichtag der Daten für diesen WMB war der 25. Oktober 2019.

Abbildung 7: Zahl der Länder mit Scoreboard-Variablen über dem Schwellenwert



Quelle: Eurostat.

Hinweis: Die Zahl der Länder mit über dem Schwellenwert liegenden Scoreboard-Variablen basiert auf in der Vergangenheit mit dem betreffenden jährlichen WMB veröffentlichten Scoreboards. Durch etwaige nachträgliche Datenkorrekturen kann sich eine Änderung der Anzahl von über dem Schwellenwert liegenden Werten ergeben, wenn die endgültigen Daten für die Scoreboard-Variablen herangezogen werden.

Die Leistungsbilanzpositionen der meisten EU-Mitgliedstaaten waren 2018 leicht rückläufig. Durch die Abschwächung des Handels, die robuste Binnennachfrage und die steigenden Ölpreise wurden die Leistungsbilanzen einer Mehrheit der Mitgliedstaaten in Mitleidenschaft gezogen. In den meisten Fällen liegen die Leistungsbilanzsalden über dem Niveau, das auf der Grundlage der länderspezifischen wirtschaftlichen Fundamentaldaten zu erwarten wäre („Leistungsbilanz-Standard"), und über dem Niveau, das erforderlich ist, um hohe Auslandsverbindlichkeiten zu korrigieren (Abbildung 8).[21] Während die im Zeitraum 2017-2018 eingetretenen Leistungsbilanzverschlechterungen in vielen Fällen nicht allein auf konjunkturelle Faktoren zurückzuführen sind (Abbildung 9), lassen die konjunkturbereinigten Leistungsbilanzen im Allgemeinen darauf schließen, dass die Auslandspositionen höher sind als die Gesamtzahlen, da die Produktionslücken fast überall positiv sind.[22]

- **Nur zwei Mitgliedstaaten verzeichnen Leistungsbilanzdefizite, die über dem unteren Schwellenwert des MIP-Scoreboards liegen.** Zypern weist gemäß Scoreboard-Daten, die den Dreijahresdurchschnitt wiedergeben, das höchste Leistungsbilanzdefizit in der EU auf; im

[21] Leistungsbilanzen, die mit den Fundamentaldaten im Einklang 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. Zur Beschreibung der Methodik für die Berechnung der auf Fundamentaldaten basierenden Leistungsbilanz, die in diesem WMB verwendet wurde, siehe L. Coutinho et al. (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks", European Economy, Diskussionspapier 86, 2018; die Methodik ist verwandt mit der von S. Phillips et al. (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IWF-Arbeitspapier, 13/272).

[22] 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.

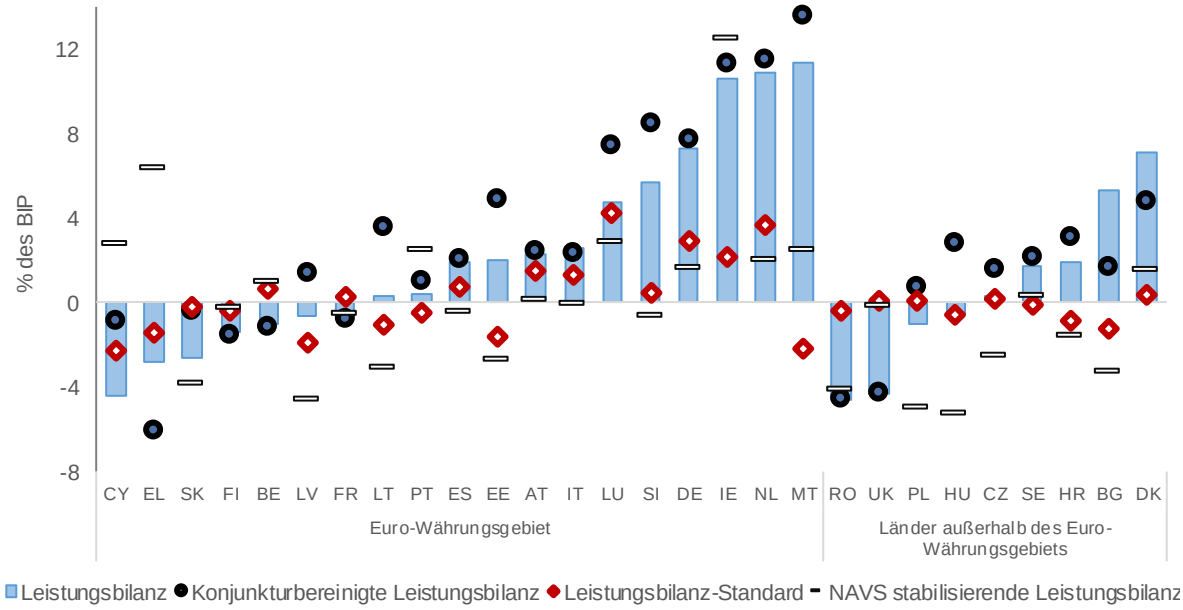
Jahr 2018 ist eine Verbesserung eingetreten, wenn auch nicht in einem Umfang, der eine Verbesserung des NAVS in angemessenem Tempo gewährleisten würde.[23] Auch das Leistungsbilanzdefizit des Vereinigten Königreichs liegt unter dem Scoreboard-Schwellenwert. Rumänien verzeichnete allein im Jahr 2018 ein sichtbares Leistungsbilanzdefizit von -4,6 % des BIP, was eine deutliche Verschlechterung gegenüber den Vorjahren darstellt; ein solcher Wert liegt unter der Norm, und ein großer Teil der Verschlechterung wird durch den Konjunkturzyklus nicht gerechtfertigt.

- **In einigen großen Netto-Schuldnerländern hat sich der Leistungsbilanzsaldo verschlechtert.** In Griechenland, Portugal und Spanien hat sich die Leistungsbilanz im Jahr 2018 verengt. Das Leistungsbilanzdefizit Griechenlands lässt sich durch die Fundamentaldaten allein nicht erklären und reicht nicht aus, um den äußerst negativen NAVS über einen Zeithorizont von zehn Jahren auf ein vorsichtiges Niveau zu bringen[24]. In Portugal sind die aktuellen Werte zu niedrig, um eine Korrektur des negativen NAVS in angemessenem Tempo zu gewährleisten. In Spanien dagegen entwickelt sich die Leistungsbilanz weiterhin so, dass eine Verbesserung des NAVS in einem angemessenem Tempo möglich ist. Irlands Leistungsbilanz hat sich 2018 stark verbessert, was weitgehend auf grenzüberschreitende Transaktionen multinationaler Konzerne zurückzuführen ist.
- **Vier EU-Länder verzeichnen weiter Leistungsbilanzüberschüsse, die den oberen Schwellenwert des MIP-Scoreboards überschreiten.** Dies trifft seit Beginn dieses Jahrzehnts auf Dänemark, Deutschland und die Niederlande und seit Kurzem auch auf Malta zu. Im Jahr 2018 gingen die Überschüsse in Deutschland um 0,7 Prozentpunkte des BIP und in Dänemark geringfügig schwächer zurück, während sie in Malta und den Niederlanden weitgehend unverändert blieben. In den beiden zuletzt genannten Ländern sind u. a. die grenzüberschreitenden Transaktionen von multinationalen Unternehmen und international ausgerichteten Dienstleistungssektoren – mit Auswirkungen auf sowohl die Handels- als auch die Einkommensbilanz – eine wichtige Triebfeder der Überschussdynamik.
- **Die hohen Überschüsse tragen weiter zu sehr positiven NAVS bei.** Leistungsbilanzüberschüsse, die den Scoreboard-Schwellenwert überschreiten, liegen auch über dem, was man aufgrund der Fundamentaldaten erwarten könnte (Abbildung 8); Malta bildet hier die Ausnahme. Überschüsse, die den Scoreboard-Schwellenwert überschreiten, liegen in sämtlichen Fällen auch über Werten, die es ermöglichen würden, den bereits hohen NAVS über einen Zeithorizont von zehn Jahren auf dem derzeitigen Stand zu stabilisieren.

[23] Die Daten für die Leistungsbilanz Zyperns wurden seit dem letztjährigen WMB korrigiert und weisen nun für die drei Jahre bis 2017 ein Leistungsbilanzdefizit auf, das innerhalb des unteren Schwellenwerts liegt; dies war im Vorjahr nicht der Fall.

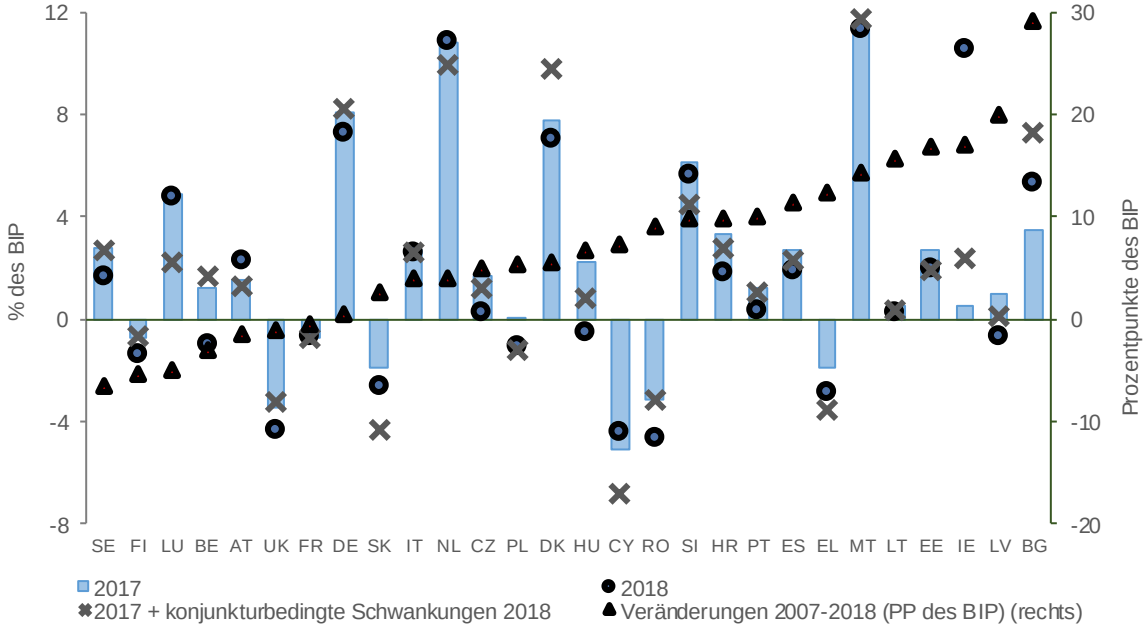
[24] Zur Methodik für die länderspezifischen aufsichtlichen NAVS-Schwellen siehe Fußnote**Error! Bookmark not defined.**. Die Lücke zwischen der tatsächlichen Leistungsbilanz und der Leistungsbilanz, die erforderlich wäre, um den NAVS zu stabilisieren, hängend entscheidend davon ab, welcher Zeithorizont betrachtet wird. So würde z. B. ein Leistungsbilanzüberschuss von knapp 1 % des BIP benötigt, um Griechenlands NAVS innerhalb eines Zeithorizonts von 20 Jahren oberhalb des Scoreboard-Schwellenwerts von -35 % des BIP zu stabilisieren; siehe Europäische Kommission (2019), „Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019“, European Economy, Institutional Paper 116, November 2019.

Abbildung 8: Leistungsbilanzen und Referenzwerte im Jahr 2018



Quelle: Eurostat (BPM6) und Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind nach dem Leistungsbilanzsaldo 2018 aufgeführt. *Konjunkturbereinigte Leistungsbilanzsalden*: siehe Fußnote 22. *Leistungsbilanz-Standards*: siehe Fußnote 21. 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 diesen aufsichtlichen NAVS-Schwellenwert in den nächsten zehn Jahren zu erreichen (siehe Fußnote 26).

Abbildung 9: Entwicklung der Leistungsbilanzen



Quelle: Eurostat und Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind in ansteigender Reihenfolge der Schwankungen der Leistungsbilanz (gemessen am BIP) zwischen 2007 und 2018 aufgeführt. Die *konjunkturbedingte Schwankung* wird als Schwankung der Leistungsbilanz berechnet, die nicht durch die Schwankung der konjunkturbereinigten Leistungsbilanz erfasst wird.

Im Jahr 2018 haben sich die NAVS in den meisten Mitgliedstaaten in rascherem Tempo verbessert, doch gibt es in einer Reihe von Mitgliedstaaten nach wie vor hohe Bestände negativer Auslandsverbindlichkeiten. Dank vorsichtiger Leistungsbilanzpositionen, BIP-Wachstum und starker positiver Bewertungseffekte haben sich die NAVS in einer Reihe von Ländern im Jahr 2018 weiter verbessert (Abbildungen 10 und 11). In einigen EU-Mitgliedstaaten bewegen sich die NAVS jedoch weiter in stark negativem Bereich. 2018 wiesen zwölf Mitgliedstaaten einen NAVS unterhalb des Scoreboard-Schwellenwerts von -35 % des BIP aus; dies ist ein Land weniger als im Jahr 2017. In Ländern mit stark negativem NAVS liegen die Werte unter dem, was durch die Fundamentaldaten gerechtfertigt wäre („NAVS-Standards"), mitunter sogar unter den aufsichtlichen NAVS-Schwellen[25]. In einigen Ländern bleibt der Bestand an Auslandsverbindlichkeiten auch dann hoch, wenn ausländische Direktinvestitionen (ADI) und andere Instrumente ohne Ausfallrisiko (NAIOA) herausgerechnet werden[26].

- Einige Länder des Euro-Währungsgebiets weisen nach wie vor einen **stark negativen NAVS** von unter -100 % des BIP auf, darunter Griechenland, Irland, Portugal und Zypern. In diesen Ländern liegt der NAVS deutlich unter den Referenzwerten, und zwar sowohl unter den NAVS-Standards als auch unter den aufsichtlichen Schwellenwerten. In Irland und Zypern spiegeln sich im NAVS auch die Bilanzen multinationaler Unternehmen und die grenzüberschreitenden finanziellen Beziehungen zwischen Unternehmen wider. In diesen vier Ländern wie auch in Spanien steht hinter dem NAVS eine hohe Verschuldung, wie der stark negative NAVS ausschließlich Instrumenten ohne Ausfallsrisiko (NAIOA) zeigt. In Griechenland ergibt sich der NAVS zu einem Großteil aus der hohen öffentlichen Auslandsverschuldung – die oft durch sehr günstige Bedingungen gekennzeichnet ist[27]. In Zypern ergibt sich ein großer Teil der NAVS aus den Bilanzpositionen nichtfinanzieller Zweckgesellschaften, die Schiffseigner sind.
- In Ländern mit einem **moderater negativen NAVS**, der aber immer noch unter -35 % des BIP liegt, liegt dieser vielfach auch unter den Werten, die aufgrund der länderspezifischen Fundamentaldaten zu erwarten wären. Dies war bei Bulgarien, Kroatien, Lettland, Polen, Rumänien, der Slowakei und Ungarn der Fall. In einigen wenigen Fällen liegt er auch unterhalb des aufsichtlichen Schwellenwerts. Da in viele dieser mittel- und osteuropäischen und baltischen Staaten jedoch umfangreiche ausländische Direktinvestitionen fließen, verbessert sich der NAVS

[25] Die gemäß den Fundamentaldaten zu erwartenden NAVS („NAVS-Standards") werden durch zeitliche Kumulation der Leistungsbilanz-Standards ermittelt (siehe auch Fußnote **Error! Bookmark not defined.**). Die aufsichtlichen NAVS-Schwellenwerte werden mit Blick auf die Maximierung der Eignung für die 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 (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Diskussionspapier 097/2019.

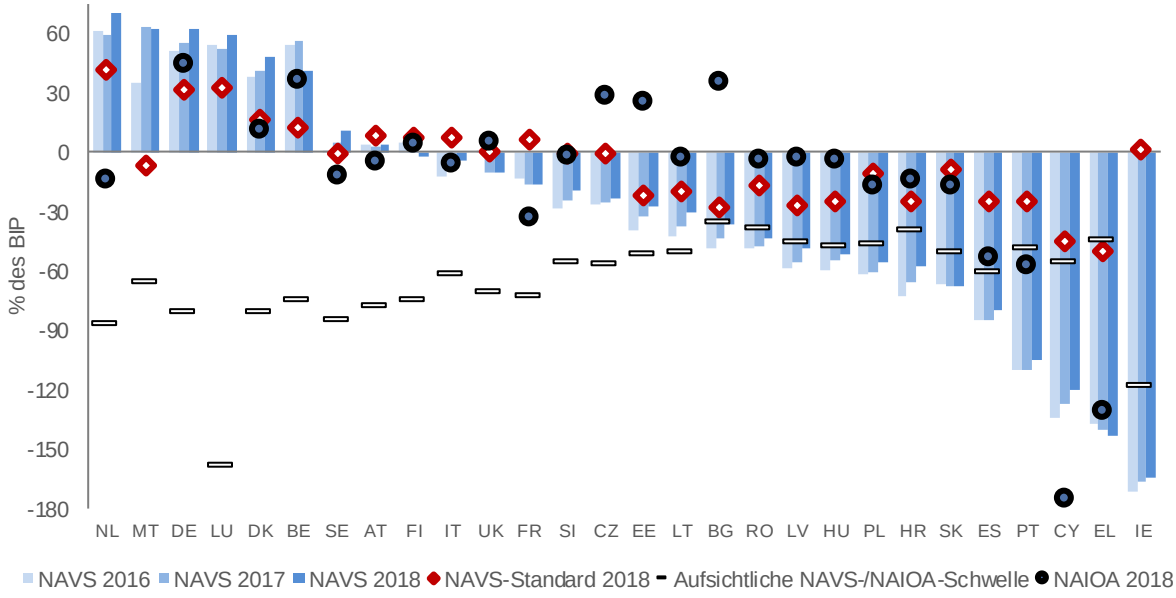
[26] NAIOA ist ein Teilbereich des NAVS, der unter Abstraktion von dessen reinen Kapitalkomponenten, d. h. ADI-Kapital und -Beteiligungen, und von unternehmensinternen grenzüberschreitenden ADI-Schulden den NAVS ausschließlich Instrumenten ohne Ausfallsrisiko darstellt. Siehe auch Europäische Kommission, „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", technische Anmerkung; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

[27] Werden die Daten nach institutionellen Sektoren aufgeschlüsselt, zeigt sich, dass in Griechenland der stark negative NAVS gänzlich auf den NAVS des Staates zurückzuführen ist, wobei die staatlichen Schuldtitel sich weitgehend im Besitz von Ausländern, vor allem offiziellen Kreditgebern befinden; die übrige Wirtschaft, d. h. Haushalte, Nichtfinanzunternehmen und Finanzunternehmen, einschließlich monetärer Finanzinstitute, weist einen positiven NAVS auf. In Portugal, Spanien und Zypern entfällt ein Großteil des NAVS der Volkswirtschaft auf den NAVS des Staates, wobei der NAVS beim Rest der Wirtschaft aber nach wie vor deutlich negativ ist.

erheblich, wenn Instrumente ohne Ausfallrisiko (NAIOA) herausgerechnet werden[28]. Andere Mitgliedstaaten (Estland, Litauen, Slowenien und Tschechien) verzeichnen einen negativen NAVS oberhalb von -35 % des BIP, aber unterhalb der jeweiligen Standards, was auch hier weitgehend auf ADI-Zuflüsse zurückzuführen ist. Frankreich fällt innerhalb dieser Gruppe wegen des hohen Anteils von Instrumenten mit Ausfallrisiko auf.

- **Stark positive NAVS** sind 2018 in der Mehrzahl weiter angestiegen. Deutschland, Luxemburg, Malta und die Niederlande verzeichnen positive NAVS in Rekordhöhe von 60 % des BIP und darüber, in Dänemark erreicht der NAVS knapp 50 % des BIP[29]. Dies ist das Ergebnis hoher Leistungsbilanzüberschüsse, die seit mehreren Jahren fortbestehen und zu einer deutlichen Nettovermögensposition gegenüber dem Rest der Welt geführt haben. Belgien verzeichnete aufgrund negativer Bewertungseffekte dagegen einen Rückgang seines sehr positiven NAVS. In allen Fällen liegen die NAVS deutlich über den jeweiligen Standards, d. h. sie sind weit von dem entfernt, was aufgrund der länderspezifischen Fundamentaldaten gerechtfertigt oder erwartet werden könnte.

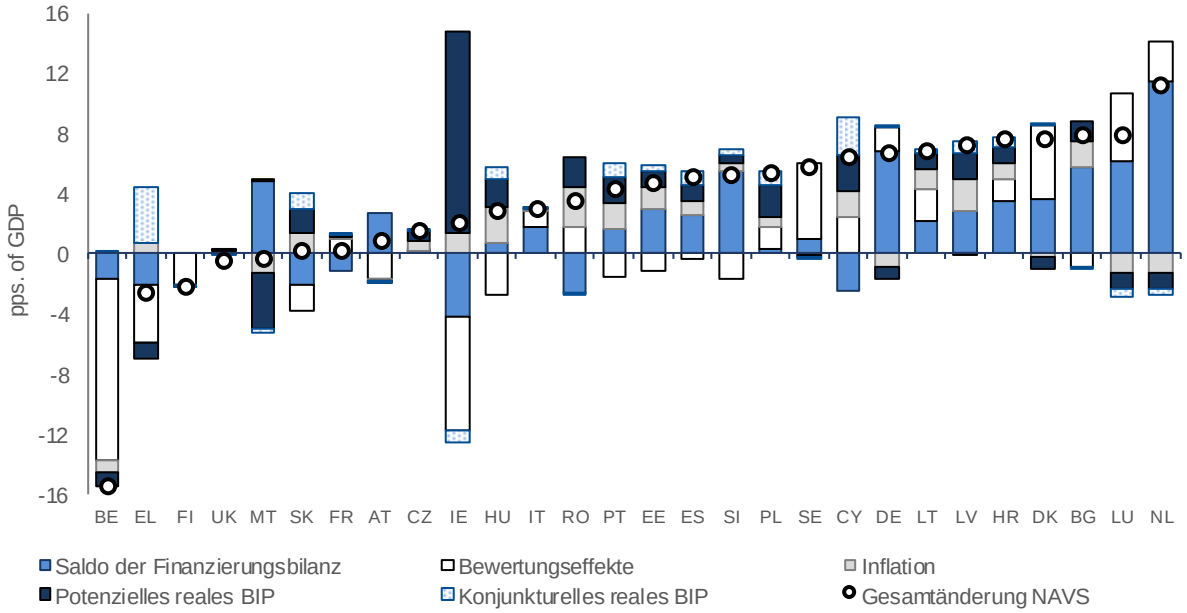
Abbildung 10: Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und Referenzwerte 2018



Quelle: Eurostat (BPM6, ESA10), Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die NAIOA-Werte für Irland, Luxemburg und Malta sind nicht maßstabsgetreu. Die Länder sind in absteigender Reihenfolge ihrer NAVS-Quote im Jahr 2018 dargestellt. NAIOA ist der NAVS ausschließlich Instrumenten ohne Ausfallsrisiko. Zu den Konzepten des NAVS-Standards und des aufsichtlichen NAVS-Schwellenwerts siehe Fußnote26.

[28] Die Entwicklung der Leistungsbilanz ist in diesen Ländern mit einer stabilen außenwirtschaftlichen Position vereinbar, außer in Rumänien, wo eine weitere Verschlechterung der Leistungsbilanz und infolge dessen wahrscheinlich auch eine Verschlechterung des NAVS erwartet wird.
[29] Die Bedeutung des NAIOA schwankt in dieser Ländergruppe stark, was in Luxemburg und Malta unter anderem auf wichtige Finanzzentren und in den Niederlanden auf die Auslandsschulden von Banken und Verwaltungshauptsitzen multinationaler Unternehmen zurückzuführen ist.

Abbildung 11: Dynamik des Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) 2018



Quelle: Eurostat, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind in aufsteigender Reihenfolge der Schwankung ihrer NAVS-Quote im Jahr 2018 dargestellt. In der Abbildung ist die Entwicklung der NAVS-Quote im Jahresvergleich nach fünf Komponenten aufgegliedert: Saldo der Finanzierungsbilanz, der der Summe aus Leistungsbilanz- und Kapitalbilanzsaldo entsprechen sollte; potenzielles und konjunkturelles reales BIP-Wachstum; Inflation; Bewertungsänderungen. Die konjunkturelle Komponente des BIP-Wachstums wird als Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem Wachstum berechnet.

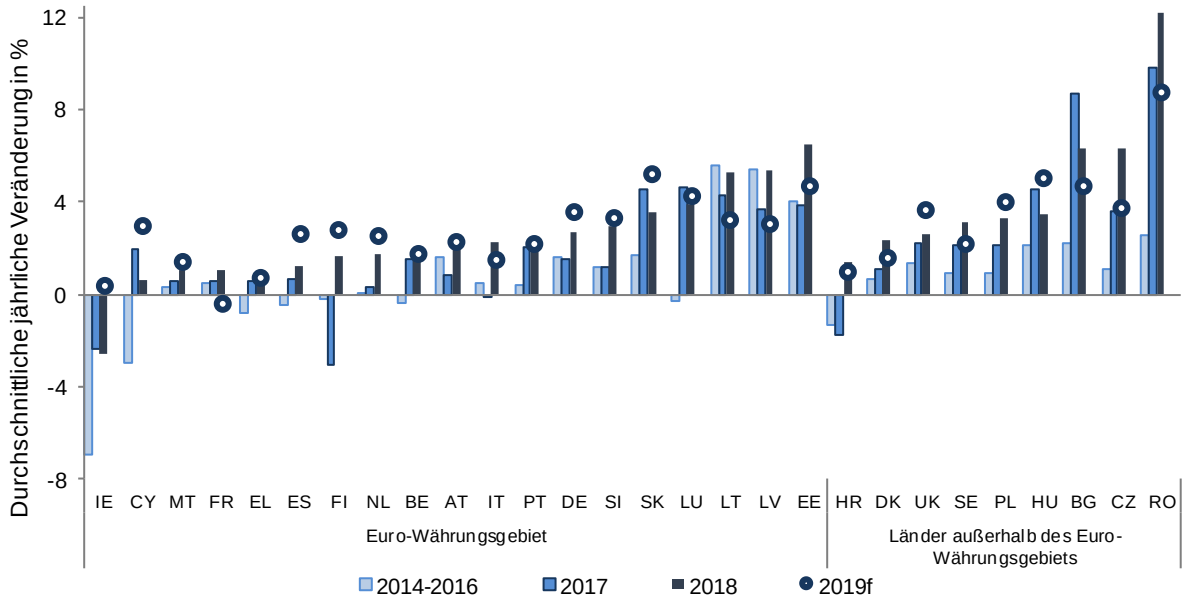
Das Wachstum der Lohnstückkosten (LSK) hat sich in mehreren EU-Mitgliedstaaten beschleunigt. 2018 liegt das LSK-Wachstum in acht Ländern, d. h. in doppelt so vielen wie in den Vorjahren, über dem Scoreboard-Schwellenwert. Die LSK-Beschleunigung begann um 2013, zunächst in den baltischen Volkswirtschaften und etwas später in einer Reihe mittel- und osteuropäischer Länder. Auch im Euro-Währungsgebiet machen sich mittlerweile Anzeichen einer Beschleunigung bemerkbar. Die Prognosedaten für 2019 deuten auf eine leichte Mäßigung des LSK-Wachstums in Ländern hin, die in den vergangenen Jahren stärkere Verluste bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit hinnehmen mussten, aber es gibt auch Fälle, in denen das Wachstum der Lohnstückkosten offenbar weiter zunimmt (Abbildung 12).

- **In einer wachsenden Zahl von Mitgliedstaaten wird eine Beschleunigung der Lohnstückkosten beobachtet.** Besonders stark ist das LSK-Wachstum in einigen mittel- und osteuropäischen sowie baltischen Ländern, insbesondere in Rumänien, aber auch in Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, der Slowakei, Tschechien und Ungarn. In allen diesen Ländern liegt das LSK-Wachstum über dem Scoreboard-Schwellenwert. Während in den meisten Ländern für 2019 eine gewisse Verlangsamung erwartet wird, dürfte sich die Entwicklung der Lohnstückkosten in der Slowakei und Ungarn im laufenden Jahr weiter beschleunigen. In Netto-Schuldnerländern des Euro-Währungsgebiets, insbesondere in Griechenland, Spanien und Zypern, verlief das LSK-Wachstum vergleichsweise moderat, war aber höher als in den Vorjahren. In Portugal lag das LSK-Wachstum über dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets. Auch in großen Netto-Gläubigerländern stiegen die Lohnstückkosten letztlich etwas an. Deutschland verzeichnete unter den großen Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets die stärkste LSK-Beschleunigung.

- **Das starke Wachstum der Lohnstückkosten erklärt sich großenteils aus der angespannten Arbeitsmarktlage und dem deshalb anziehenden Lohnwachstum.** 2018 war das nominale Lohnwachstum der wichtigste Faktor für das LSK-Wachstum (Abbildung 13). Im Zuge der wirtschaftlichen Erholung führten Beschäftigungswachstum und sinkende Arbeitslosenquoten zu einem beschleunigten Lohnwachstum, das die Dynamik der Phillips-Kurve widerspiegelt. Die Reallöhne sind seit der Erholung und bis 2017 jedoch weniger schnell gewachsen als die Arbeitsproduktivität; erst seit 2018 vollzieht sich diesbezüglich eine Umkehr. Über alle Länder hinweg ist das LSK-Wachstum tendenziell dort am stärksten, wo die Arbeitslosigkeit am niedrigsten ist, wobei vor allem in Mittel- und Osteuropa auch Qualifikationsdefizite, Engpässe beim Arbeitskräfteangebot und die Dynamik der wirtschaftlichen Aufholung eine Rolle spielen[30]. Der zeitliche Ablauf der LSK-Beschleunigung spiegelt auch die Verbesserungen auf dem Arbeitsmarkt wider, wobei sich die Lohnstückkosten zunächst in Ländern beschleunigten, die unter den Rezessionen im Zuge der Schuldenkrise des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2011 weniger gelitten hatten und in denen der Rückgang der Arbeitslosigkeit früher eingesetzt hatte.
- **Die niedrige Arbeitsproduktivität wirkt sich zunehmend auf die Entwicklung der Lohnstückkosten aus.** Die schwächere Steigerung der Arbeitsproduktivität ist ein wichtiger Faktor für die LSK-Beschleunigung von 2017 auf 2018. Nachdem die Arbeitsproduktivität in den Jahren, als die Finanzkrise ihren Höhepunkt erreichte, deutlich gesunken war, setzte mit der wirtschaftlichen Erholung in den meisten EU-Mitgliedstaaten auch wieder eine Steigerung der Arbeitsproduktivität ein (Abbildung 14). Diese war vor allem dem Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) geschuldet, während die Kapitalvertiefung im Vergleich zur Zeit vor der Krise weniger stark zur Steigerung der Arbeitsproduktivität beigetragen hat. Letztere spiegelt das aufgrund des starken Beschäftigungswachstums und der schwachen Investitionen nur langsam voranschreitende oder sogar rückläufige Wachstum des durchschnittlichen Kapitalbestands je Arbeitnehmer wider. In den letzten Jahren ist die Arbeitsproduktivität sowohl aufgrund des moderateren TFP-Wachstums als auch aufgrund einer schwächeren Kapitalvertiefung langsamer gewachsen als in der Zeit vor der Krise.
- **Die Wachstumsmuster der Lohnstückkosten sind vom Druck zum Abbau von Ungleichgewichten zunehmend entkoppelt.** 2018 stiegen die Lohnstückkosten in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets, wobei nur wenig Unterschiede zwischen Nettogläubiger- und Nettoschuldnerländern festzustellen waren. Dies stand im Gegensatz zu den Jahren nach der Krise, als sich das LSK-Wachstum in Netto-Gläubigerländern deutlicher schneller beschleunigt hatte. Als die Arbeitsmärkte sich auch in Ländern, in denen sich die Leistungsbilanz umkehrte, allmählich anspannten, stiegen die Arbeitskosten auch in diesen Ländern an und begann sich die Lücke gegenüber Netto-Gläubigerländern zu verringern (siehe auch Abschnitt 2). Wie in Netto-Schuldnerländern, in denen eine weitere Anspannung des Arbeitsmarktes wahrscheinlicher ist, könnte der Fall eintreten, dass die Wettbewerbsdynamik in Zukunft weniger stark zum Abbau von Ungleichgewichten beiträgt; dahinter stehen einerseits ein vergleichsweise stärkeres Lohnwachstum und andererseits ein Produktivitätswachstum, das von Kapitalvertiefungen weniger stark profitiert und deshalb eher verhalten bleibt.

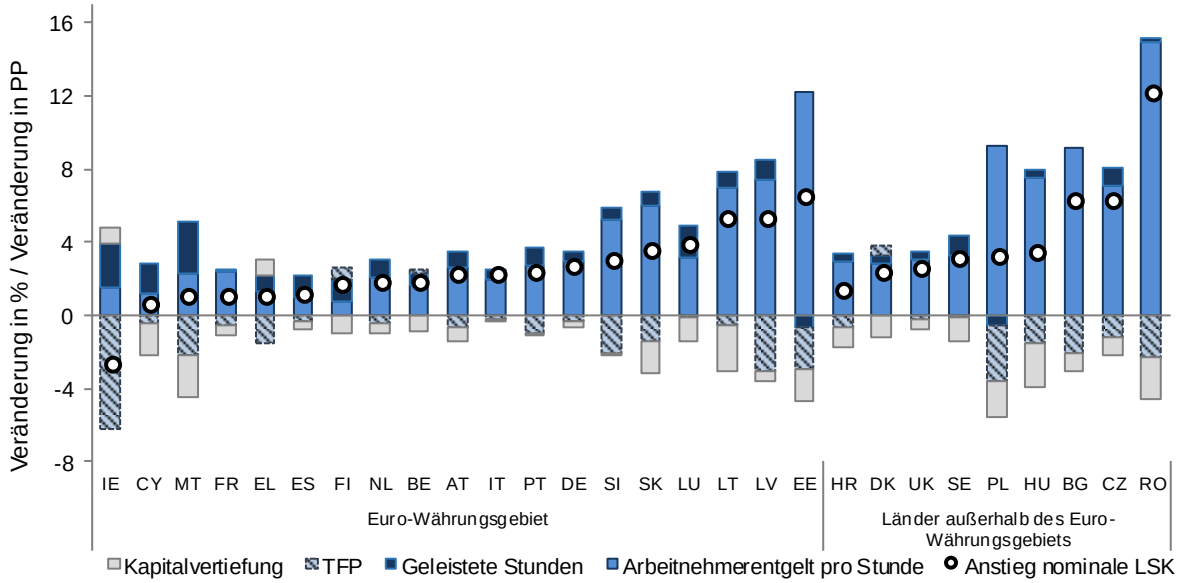
[30] Z. B. G. Brunello und P. Wruuck, „Skill mismatch in Europe: A survey of the literature“, IZA-Diskussionspapier-Reihe 12346, 2019; A. Kiss und A. Vandeplas, „Measuring skills mismatch.“ GD EMPL, Analytical Webnote 7/2015, Europäische Kommission, 2015; Europäische Kommission (2018), Labour Market and Wage Developments in Europe; Annual Reviews 2018 und 2019.

Abbildung 12: Anstieg der Lohnstückkosten in den letzten Jahren



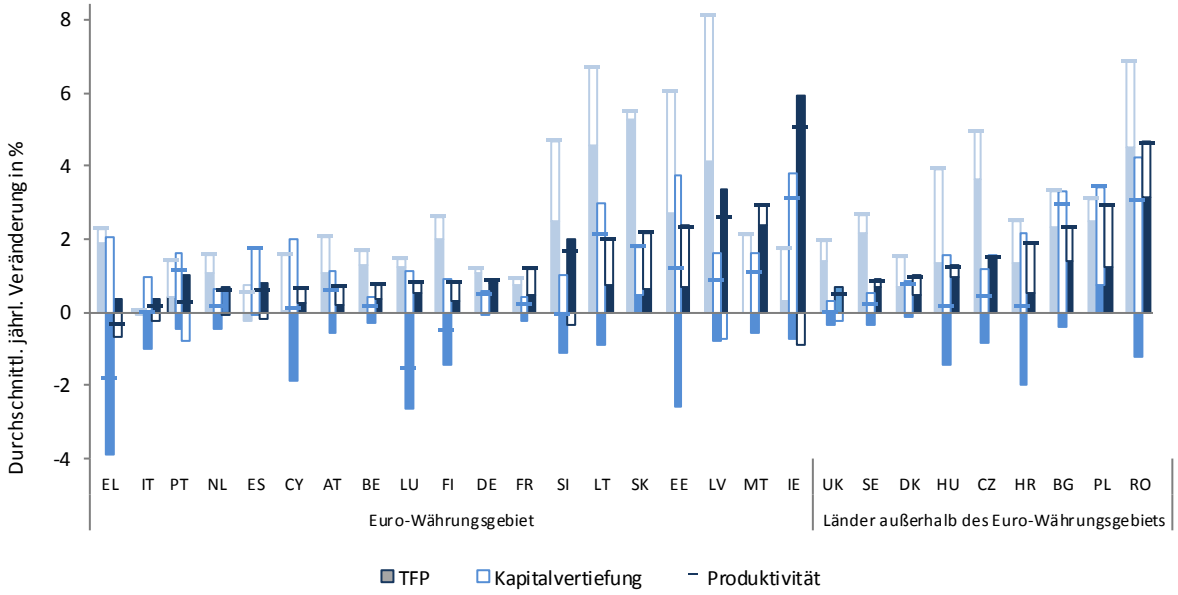
Quelle: AMECO; die Daten für 2019 stammen aus der Herbstprognose 2019 der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind in aufsteigender Reihenfolge des LSK-Anstiegs im Jahr 2018 dargestellt.

Abbildung 13: Aufschlüsselung des Wachstums der Lohnstückkosten, 2018



Quelle: AMECO und Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind in aufsteigender Reihenfolge des LSK-Anstiegs im Jahr 2018 dargestellt. Die Aufschlüsselung basiert auf der Standard-Aufschlüsselung des Anstiegs der Lohnstückkosten in nominale Stundenverdienste und Arbeitsproduktivität; die Arbeitsproduktivität wird unter Verwendung eines für die Wachstumsbuchhaltung üblichen Rahmens weiter in den Beitrag der geleisteten Arbeitsstunden, der totalen Faktorproduktivität und der Kapitalakkumulation untergliedert.

Abbildung 14: Aufschlüsselung des Produktivitätswachstums, 2002-2018



Quelle: AMECO

Anmerkung: Arbeitsproduktivität gemessen am BIP je Beschäftigtem. Die Daten für die Produktivität und ihre Teilkomponenten (Gesamtfaktorproduktivität (TFP) und Kapitalvertiefung) beziehen sich auf folgende drei Zeiträume (von links nach rechts): 2002-2007 (hellblaue Balken und Marker), 2007-2012 (mittelblau) und 2012-2018 (dunkelblau).

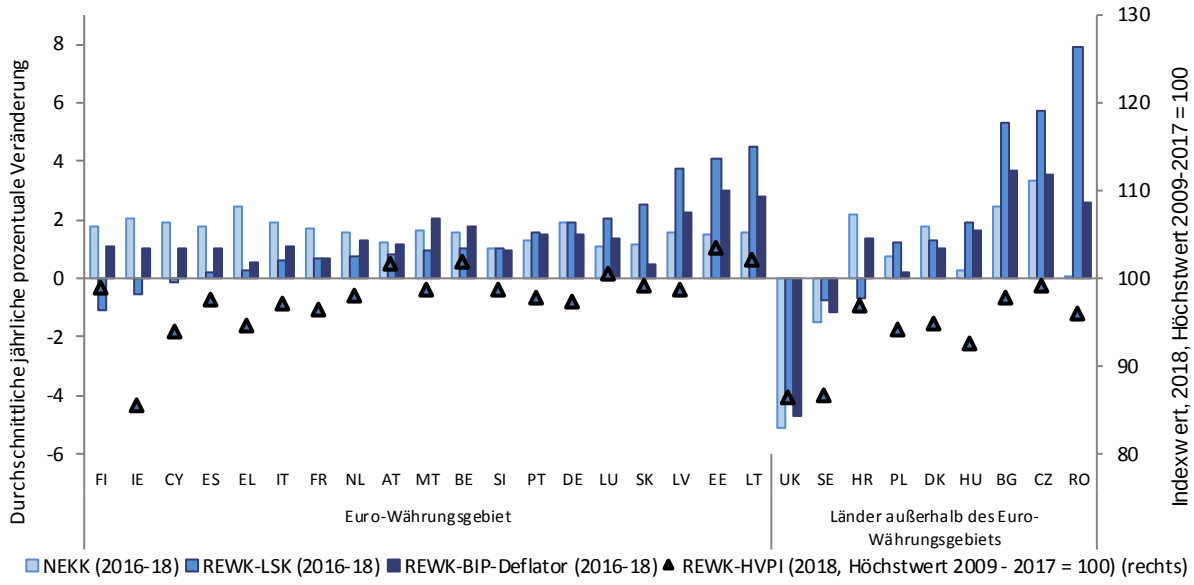
Einbußen bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit spiegeln sich nun auch im realen Wechselkurs (REWK) wider und ergeben sich teilweise aus nominalen Aufwertungen. Bis vor Kurzem schlug sich das LSK-Wachstum nur in geringem Maße in aufwertenden LSK-basierten REWK (d. h. in den realen effektiven Wechselkursen auf der Grundlage der Lohnstückkosten) nieder; Hauptgründe dafür waren der relativ starke Kosten- und Preisanstieg in Partnerländern außerhalb der EU und der um die Jahrtausendwende und im Jahr 2015 abwertende Euro. In jüngerer Vergangenheit begannen die LSK-basierten Lohnstückkosten sich zu verschlechtern, was zum Teil durch REWK erfasst wird, die auf verschiedenen Deflatoren (BIP- oder Verbrauchsdeflator) beruhen; den Hintergrund hierfür bilden das anhaltende LSK-Wachstum und ein im Zeitraum 2016-2018 aufwertender Euro. Dies hat im Jahr 2018 dazu geführt, dass eine höhere Zahl von Mitgliedstaaten ein REWK-Wachstum oberhalb des Scoreboard-Schwellenwerts auswiesen. Derzeit liegt nur ein Mitgliedstaat infolge von Abwertungen unter dem unteren Schwellenwert (Vereinigtes Königreich), während fünf Länder (Belgien, Deutschland, Estland, Litauen und Tschechien) den Schwellenwert für Aufwertungen überschritten haben.

- **Die LSK-basierten REWK steigen in einer Mehrzahl der Mitgliedstaaten, wobei sich das Tempo im Vergleich zu den Vorjahren beschleunigt hat**. Einige mittel- und osteuropäische Länder weisen das stärkste Wachstum seit 2016 auf, insbesondere Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets; allerdings ist auch in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets, insbesondere in den baltischen Staaten, aber auch in Deutschland, Luxemburg, Portugal und der Slowakei, ein deutlicher Anstieg zu beobachten (Abbildung 15).
- **Ein Teil der im Zeitraum 2016-2018 verzeichneten realen Aufwertungen entfällt auf nominale Aufwertungen, insbesondere des Euro.** Dieser Trend ist jedoch zum Stillstand gekommen und hat sich 2019 leicht umgekehrt. Außerhalb des Euro-Währungsgebiets verzeichneten Bulgarien und Tschechien im Zeitraum 2016-2018 die stärksten Aufwertungen des

nominalen effektiven Wechselkurses (NEWK), während es in Schweden und im Vereinigten Königreich zu Abwertungen kam.

- Der LSK-basierte REWK hat in der Regel stärker aufgewertet als auf dem BIP- oder dem HVPI-Deflator basierte REWK; **dies könnte ein Zeichen für eine gewisse Verengung der Preis-Kosten-Marge sein**. Insbesondere in Bulgarien, Lettland, Litauen, Rumänien, der Slowakei und Tschechien wurden erhebliche Lücken zwischen dem LSK-basierten REWK und dem auf BIP-Deflatoren basierten REWK festgestellt[31]. Trotz der aufgrund nominaler Aufwertungen gedämpften Inflationsdynamik **mussten die meisten EU-Länder gemessen am HVPI-basierten REWK Einbußen der Wettbewerbsfähigkeit hinnehmen**.
- Trotz der jüngsten Verluste **ist die Wettbewerbsposition in den meisten EU-Mitgliedstaaten nach wie vor günstiger als vor der Krise** und liegen die HVPI-basierten REWK häufig unter früher beobachteten Höchstwerten. Einige Länder, darunter Belgien, Estland, Litauen und Österreich, verzeichnen derzeit jedoch einen HVPI-basierten REWK über den jüngsten Höchstwerten, was anhaltende Aufwertungen widerspiegelt.
- Reale Abwertungen gehen tendenziell mit einer Verringerung des relativen Preises nicht handelbarer Güter und einem **höheren Anteil der handelbaren Güter in der Wirtschaft** einher, was das Potenzial für eine exportgetragene Wachstumsdynamik verbessert. Die Daten bestätigen häufig dieses Muster, wobei sich in einer Reihe von EU-Mitgliedstaaten, insbesondere in den baltischen Staaten, jedoch eine **Verlangsamung** oder gar Umkehr abzuzeichnen scheint (Abbildung 16).

Abbildung 15: Dynamik der nominalen und realen effektiven Wechselkurse (NEWK und REWK)



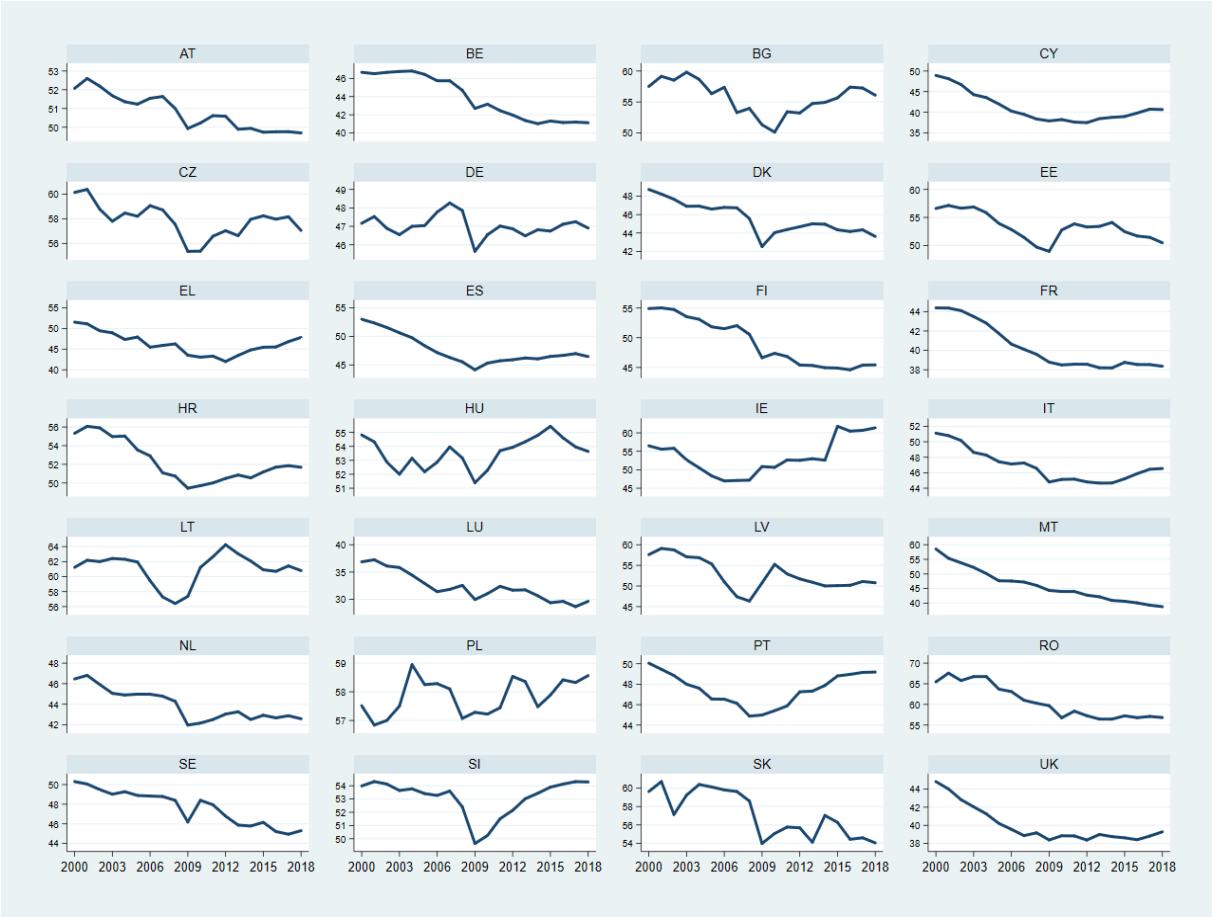
Quelle: AMECO

Anmerkung: Die Länder sind in aufsteigender Reihenfolge der durchschnittlichen jährlichen Veränderung ihrer realen effektiven Wechselkurse (REWK) bezogen auf das Lohnstückkostenwachstum im Zeitraum 2016-2018 aufgeführt. Die auf die Lohnstückkosten und den BIP-Deflator bezogenen REWK sowie die nominalen effektiven

[31] Zwar bleiben aufgrund einer 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.

Wechselkurse (NEWK) werden gegenüber 37 Handelspartnern berechnet; der auf dem harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) basierte Wert wird gegenüber 42 Handelspartnern berechnet.

Abbildung 16: Anteil der handelbaren Güter in der Wirtschaft



Quelle: AMECO

Anmerkung: Der Anteil handelbarer Güter in der Wirtschaft (Landwirtschaft, verarbeitendes Gewerbe und Handel, Verkehr und Kommunikationsdienstleistungen) wird als Anteil der Wertschöpfung durch handelbare Güter an der Gesamtwertschöpfung der Volkswirtschaft berechnet (in %).

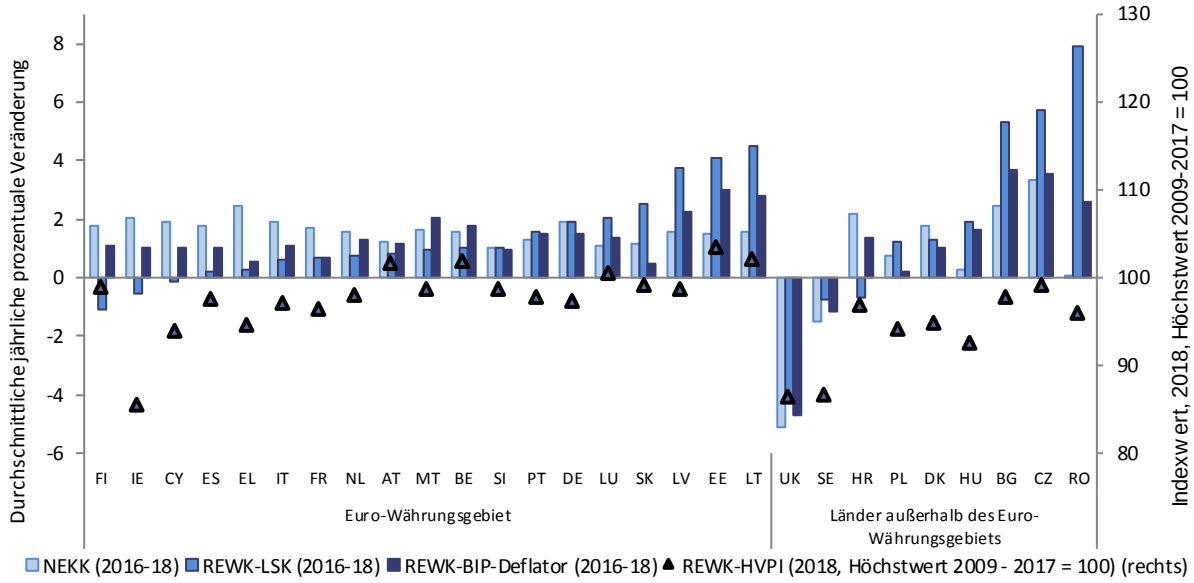
Der Exportmarktanteil ist im Jahr 2018 in den meisten Mitgliedstaaten gestiegen. Die über fünf Jahre kumulierte Veränderung des Exportmarktanteils liefert im Scoreboard für die meisten EU-Länder positive Werte. Nur in einem Mitgliedstaat (Schweden) gab es Verluste oberhalb des Scoreboard-Schwellenwerts. Aktuelle Jahresdaten deuten auf generell positive Wachstumsraten der Exportmarktanteile hin (Abbildung 17).

- Die jüngsten Gewinne, die EU-Mitgliedstaaten bei ihren Marktanteilen verbuchen konnten, hängen zum Teil noch mit der relativ starken Exportnachfrage aus Gebieten mit engen Handelsbeziehungen zur EU zusammen, wobei allerdings auch die jüngsten REWK-Abwertungen eine Rolle gespielt haben könnten. In den Jahren nach der Krise sind die Marktanteile der EU-Mitgliedstaaten gesunken; eine Verbesserung zeichnete sich mit der Erholung der EU-internen Exportnachfrage ab. In jüngerer Vergangenheit dürfte die im Vergleich zum Intra-EU-Handel eingetretene **Verlangsamung des Handels in mehreren Schwellenländern** den in den letzten Jahren zu beobachtenden Anstieg des Exportmarktanteils in EU-Mitgliedstaaten erklären. Dies wird durch geringere Zuwächse an Exportmarktanteilen gegenüber OECD-Ländern bestätigt

(Tabelle 2.1 im Anhang). Aufgrund der aufwertenden REWK erscheint der reale Zuwachs bei den Exportmarktanteilen moderater.

- **2018 verzeichneten die mittel- und osteuropäischen Mitgliedstaaten die stärksten Zuwächse bei den Exportmarktanteilen, wobei jedoch häufig eine erhebliche Verlangsamung festzustellen war**. Einige Netto-Gläubigerstaaten, darunter Deutschland, hatten Verluste zu verbuchen. Bei den Netto-Schuldnerländern sind die Exportmarktanteile in Spanien und Bulgarien zurückgegangen und hat in Portugal eine Verlangsamung eingesetzt, während in Griechenland (mit dem stärksten Zuwachs im Jahr 2018), Rumänien und Zypern Verbesserungen zu verzeichnen sind.

Abbildung 17: Entwicklung bei den Exportmarktanteilen



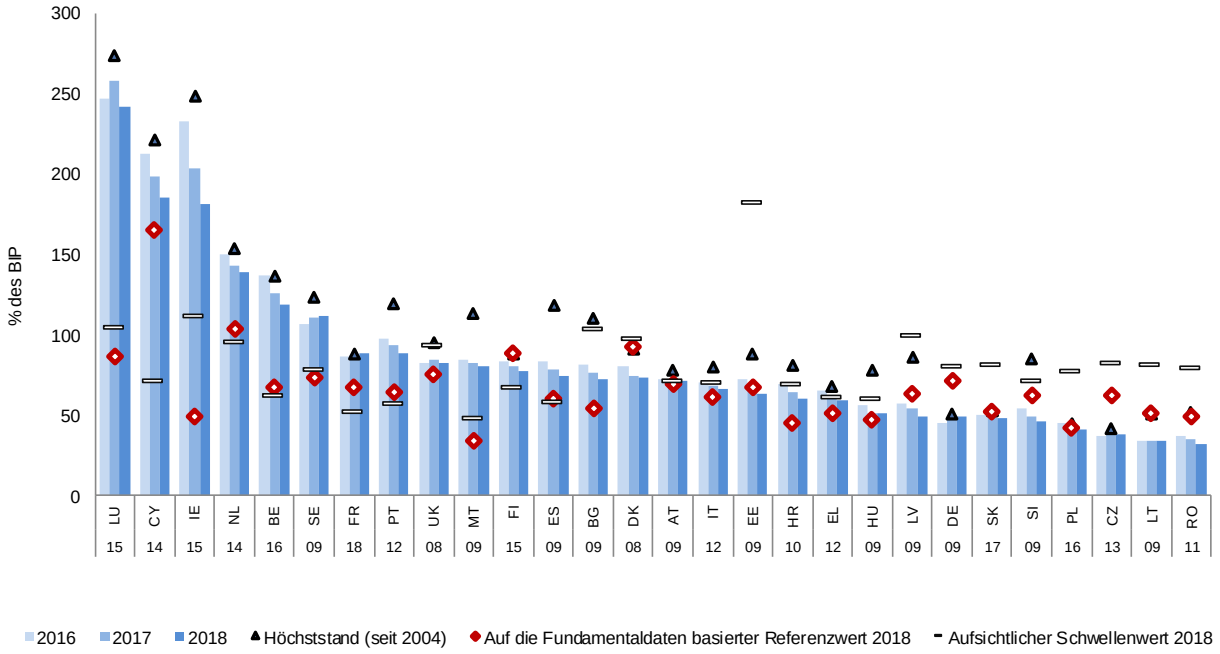
Quelle: Eurostat, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.
Anmerkung: Die Länder sind in aufsteigender Reihenfolge der jährlichen Veränderung der nominalen Exportmarktanteile für 2018 aufgeführt. Die nominalen Exportmarktanteile werden berechnet, indem die Ausfuhren eines Landes zu jeweiligen Preisen durch die weltweiten Ausfuhren zu jeweiligen Preisen geteilt werden. Das reale Wachstum der Exportmarktanteile wird berechnet, indem die mengenmäßige Wachstumsrate der weltweiten Ausfuhren von der mengenmäßigen Wachstumsrate des Landes abgezogen wird.

Gemessen an den verfügbaren Referenzwerten **ist die Verschuldungsquote des privaten Sektors in einer Reihe von Mitgliedstaaten nach wie vor hoch**.

- **Im Jahr 2018 überschritten zwölf Mitgliedstaaten, und damit genauso viele wie in den Jahren 2016 und 2017, den Scoreboard-Schwellenwert für die private Verschuldung.** In Luxemburg, Zypern, den Niederlanden und Irland liegt die private Schuldenquote bei über 200 % des BIP. In diesen Ländern wird der Schuldenstand durch unternehmensinterne grenzüberschreitende Transaktionen, die insbesondere mit der Tätigkeit von multinationalen Unternehmen und Zweckgesellschaften zusammenhängen, beeinflusst. In Dänemark und Schweden liegt die private Schuldenquote bei oder in der Nähe von 200 % des BIP, in Belgien, Frankreich, Portugal und dem Vereinigten Königreich in der Nähe von 150 % des BIP oder darüber.
- In Frankreich, den Niederlanden, Portugal, Spanien, Schweden und Zypern tragen **sowohl die privaten Haushalte als auch Nichtfinanzunternehmen** zur hohen Schuldenquote des privaten Sektors bei (Abbildungen 18 und 19). In Irland und Luxemburg ist vor allem die hohe Verschuldung der **Unternehmen** Treiber der privaten Verschuldung; in Dänemark, Finnland und dem Vereinigten Königreich ist dies eher die Verschuldung der **privaten Haushalte**.

- **Die zwischen den einzelnen Ländern bestehenden Unterschiede beim Schuldenstand des Privatsektors** sind in weiten Teilen auf Unterschiede bei Fundamentalfaktoren zurückzuführen, die die Anhäufung von Schulden erklären (z. B. Wachstums- und Investitionsaussichten und finanzielle Entwicklung). Bei der Bewertung der Schuldenstände sollten diese Faktoren daher genauso berücksichtigt werden wie Erwägungen zu den Risiken, die eine hohe Verschuldung für die Zukunftsaussichten birgt[32]. Ausgehend von den Daten für 2018 überschreiten alle Länder, deren private Verschuldung über dem Scoreboard-Schwellenwert liegt, auch die länderspezifischen aufsichtlichen und auf Fundamentaldaten basierten Referenzwerte.

Abbildung 18: Verschuldung von Nichtfinanzunternehmen

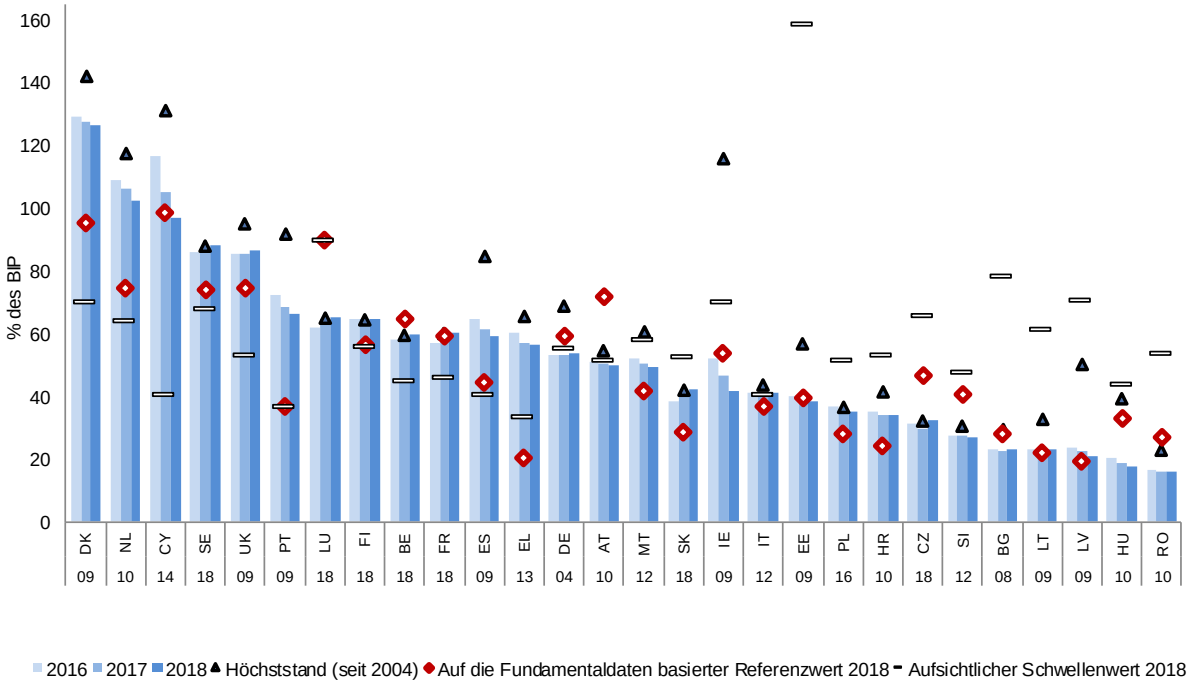


Quellen: Eurostat, unkonsolidierte vierteljährliche sektorale Gesamtrechnung, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

Anmerkungen: Die Länder sind in absteigender Reihenfolge der Schuldenquote von Nichtfinanzunternehmen im Jahr 2018 dargestellt. Die Zahlen unter den Ländercodes geben das Jahr an, in dem die Schuldenquote ihren Höchststand erreichte.

[32] Diese Faktoren werden in den länderspezifischen Referenzwerten (und deren Aktualisierungen) berücksichtigt, die von der Europäischen Kommission in Zusammenarbeit mit der Arbeitsgruppe des Ausschusses für Wirtschaftspolitik (EPC LIME) entwickelt werden (Europäische Kommission, „Benchmarks for the assessment of private debt", Vermerk für den Ausschuss für Wirtschaftspolitik, ARES (2017) 4970814). *Auf Fundamentaldaten basierte Referenzwerte* ermöglichen die Bewertung der privaten Verschuldung anhand von Werten, die sich durch die wirtschaftlichen Fundamentaldaten erklären lassen und aus Regressionen abgeleitet werden, die die wichtigsten Determinanten des Kreditwachstums erfassen und einen bestimmten Ausgangsschuldenstand berücksichtigen. *Aufsichtliche Schwellenwerte* beziehen sich auf den Schuldenstand, ab dem die Wahrscheinlichkeit einer Bankenkrise relativ hoch ist; diese Werte beruhen auf der Maximierung der Eignung für die Vorhersage von Bankenkrisen durch Minimierung der Wahrscheinlichkeit von nicht angezeigten Krisen und Fehlalarmen unter Einbeziehung länderspezifischer Informationen über die Eigenkapitalausstattung der Banken, öffentliche Verschuldung und den Stand der wirtschaftlichen Entwicklung.

Abbildung 19: Verschuldung der Haushalte



Quellen: Eurostat, unkonsolidierte vierteljährliche sektorale Gesamtrechnung, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

Anmerkungen: Die Länder sind in absteigender Reihenfolge der Schuldenquote der Haushalte im Jahr 2018 dargestellt. Die Zahlen unter den Ländercodes geben das Jahr an, in dem die Schuldenquote ihren Höchststand erreichte.

Der Schuldenabbau im privaten Sektor ist hauptsächlich dem sich verlangsamenden nominalen BIP-Wachstum gedankt; in einigen Fällen ist die hohe Verschuldung nicht rückläufig, sondern steigt wieder an. In den vergangenen Jahren ist die Verschuldung von Nichtfinanzunternehmen und privaten Haushalten in Ländern mit hoher Verschuldung wie Irland, Portugal, Spanien und Zypern gegenüber ihren Spitzenwerten um mindestens 25 Prozentpunkte des BIP gesunken (Abbildungen 18 und 19). Estland, Lettland, Slowenien und Ungarn verzeichneten ebenfalls deutliche Rückgänge, insbesondere bei der Unternehmensverschuldung. In den letzten Jahren hat sich der Entschuldungsprozess jedoch verlangsamt, was bei den privaten Haushalten besonders deutlich zutage tritt. Während die Verschuldung in den meisten Volkswirtschaften der EU weiter rückläufig ist, hat – insbesondere bei den privaten Haushalten – auch eine Neuverschuldung eingesetzt.

- **Der Schuldenabbau ist zunehmend vom nominalen BIP-Wachstum abhängig.** Die Kreditflüsse im Privatsektor bleiben vergleichsweise gemäßigt; im Jahr 2018 überschritt kein Mitgliedstaat den Scoreboard-Schwellenwert für diese Variable. Das nominale BIP-Wachstum der letzten Jahre hat es einer Reihe von Ländern ermöglicht, zu einem „passiven Schuldenabbau" überzugehen, d. h. einer trotz positiver Kreditflüsse sinkenden Schuldenquote. Das anhaltende BIP-Wachstum bewirkt einen Rückgang des nominalen Schuldenstands und verringert dadurch den Druck zum „aktiven" Schuldenabbau. So weisen im Vergleich zum Jahr 2017 weniger Länder negative Kreditflüsse an Unternehmen oder Haushalte auf (Abbildungen 20 und 21). Da der Konjunkturzyklus seinen Höhepunkt erreicht hat, wird der Beitrag des konjunkturellen BIP-Aufschwungs jedoch abnehmen oder sich sogar umkehren, sodass die Aussichten auf eine weitere passive Entschuldung entscheidend vom BIP-Potenzialwachstum abhängen werden.
- Was die **Unternehmensverschuldung** anbelangt, hat sich der Schuldenabbau in den meisten EU-Ländern fortgesetzt und basiert zunehmend auf dem BIP-Wachstum. Zwischen dem ersten Quartal 2018 und dem ersten Quartal 2019 gab es einen aktiven Schuldenabbau von Nichtfinanzunternehmen nur in Belgien, Dänemark, Italien, Luxemburg, Portugal und Slowenien (Abbildung 20, auf Basis unkonsolidierter Daten). In Zypern, Malta und Bulgarien überstiegen die Nettokreditflüsse an den Unternehmenssektor trotz der bereits hohen Verschuldung von Nichtfinanzunternehmen 5 % des BIP. In Deutschland, Frankreich und Schweden führten vergleichsweise dynamische Kreditflüsse zu einem Anstieg der Verschuldung von Nichtfinanzunternehmen. In Frankreich und Schweden ist die Verschuldung de facto gestiegen, obwohl Nichtfinanzunternehmen diesbezüglich bereits über den Referenzwerten lagen[33].
- Der **Schuldenabbau der privaten Haushalte** hat sich deutlicher verlangsamt. Im Vereinigten Königreich, in Schweden, Belgien und Frankreich stieg die Schuldenquote der privaten Haushalte trotz der relativ hohen Werte (nahe oder oberhalb der Referenzwerte) im Jahr 2018 weiter an. Nur in wenigen Mitgliedstaaten (Griechenland und Irland) ist ein aktiver Schuldenabbau zu beobachten (Abbildung 21). Wenn Schulden abgebaut wurden, so in geringem Tempo, insbesondere in Portugal, Spanien und Zypern.

[33] In Irland waren die Nettokreditflüsse negativ und das nominale BIP-Wachstum günstig. Positive Bewertungsanpassungen machten diese Effekte jedoch zunichte, sodass der (unkonsolidierte) Schuldenabbau im Zeitraum Q1 2018-Q1 2019 erfolglos blieb; dies dürfte auf die Tätigkeit multinationaler Unternehmen zurückzuführen sein.

Abbildung 20: Aufschlüsselung der Veränderung der Verschuldungsquote von Nichtfinanzunternehmen (Q1 2018 - Q1 2019)

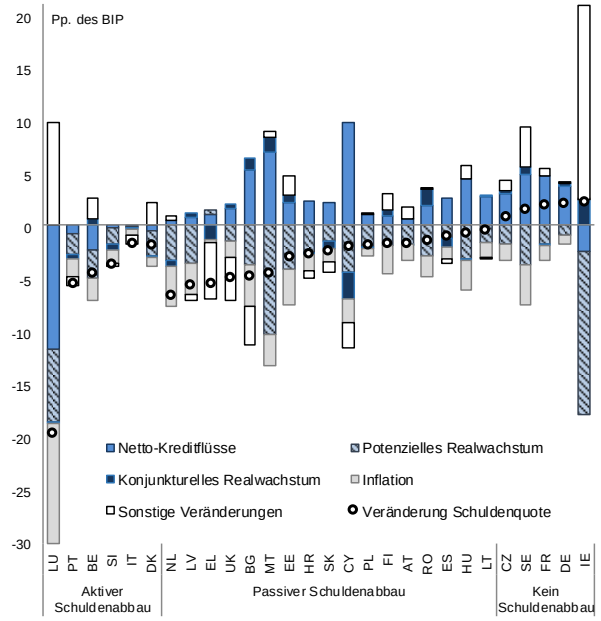
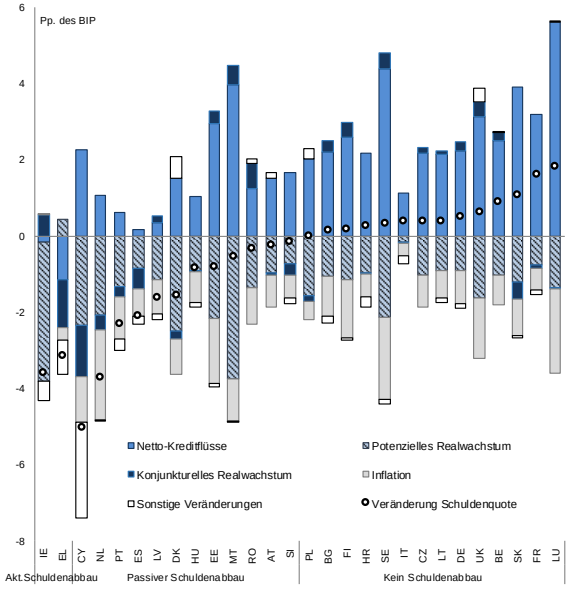


Abbildung 21: Aufschlüsselung der Veränderung der Verschuldungsquote von privaten Haushalten (Q1 2018 - Q1 2019)



Quellen: Eurostat, unkonsolidierte vierteljährliche sektorale Gesamtrechnung, Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

Anmerkungen: In den Abbildungen ist die Entwicklung der unkonsolidierten Verschuldungsquote 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 Verschuldungsquote führt.

Im EU-Bankensektor hat sich das Umfeld in den letzten Jahren deutlich verbessert und weitgehend stabilisiert. Der Bankensektor muss nach wie vor einige Herausforderungen bewältigen, die insbesondere die schwache Rentabilität und die hohen Bestände an notleidenden Krediten in einigen Mitgliedstaaten betreffen. Die Kernkapitalquoten (Tier 1) sind nicht weiter gestiegen, haben aber in allen Mitgliedstaaten ein Niveau oberhalb der regulatorischen Anforderungen erreicht; zwischen den einzelnen Ländern bestehen diesbezüglich jedoch erhebliche Unterschiede. Die Eigenkapitalrendite des Bankensektors hat sich in den vergangenen Jahren deutlich erholt, wobei sich die Verbesserungen in jüngster Zeit jedoch abgeschwächt haben. Einige Länder, wie Griechenland, Italien und Portugal (siehe Abbildungen 22 und 23), kämpfen weiter mit Problemen in einem Kontext von relativ niedrigen Rentabilitätsraten, unterdurchschnittlichen Eigenkapitalquoten und relativ hohen Quoten an notleidenden Krediten.

- **Die Verbindlichkeiten des Finanzsektors steigen verhalten, und ihr Anstieg liegt deutlich unter dem Scoreboard-Schwellenwert;** Ausnahme ist Finnland. Der Anstieg der Verbindlichkeiten des Finanzsektors hat sich 2018 in den meisten Mitgliedstaaten gegenüber 2017 leicht verlangsamt[34]. Nichtsdestotrotz sind die Kreditströme der Banken im Jahr 2018 –

[34] In Finnland fiel dieser Anstieg im Jahr 2018 zeitlich mit der Verlegung des Hauptsitzes einer Bank von Schweden nach Finnland zusammen.

insbesondere die Darlehen an private Haushalte – etwas stärker gestiegen als im Jahr 2017 und haben sich in den ersten Monaten des Jahres 2019 angesichts einer allmählichen Verschärfung der Kreditkonditionen stabilisiert[35].

- **Die Eigenkapitalquoten haben sich in den meisten Mitgliedstaaten stabilisiert, die Eigenkapitalrendite hat sich 2018 in mehreren Fällen dagegen etwas verschlechtert.** Die Eigenkapitalrendite blieb 2018 in Griechenland und Portugal negativ, ist in Zypern dagegen ins Positive gedreht. Die Aktienbewertungen der Banken sind 2017 gestiegen, 2018 und großenteils auch 2019 aber gefallen, obwohl sich die europäischen Aktienindizes insgesamt positiv entwickelten; dies spiegelt unter anderem die revidierte Markteinschätzung der Rentabilitätsaussichten des Sektors wider.

- **In einigen EU-Mitgliedstaaten fällt die Kombination aus relativ niedriger Rentabilität und Eigenkapitalquote sowie einem hohen Anteil notleidender Kredite auf[36].** In Griechenland liegt die Quote notleidender Kredite (NPL) nach wie vor über 40 %. Zypern hat seine NPL-Quote erheblich verbessert, was vor allem auf Kreditverkäufe und die Abwicklung einer großen Bank im Jahr 2018 zurückzuführen ist; zudem hat sich wieder eine positive Rentabilität eingestellt. In Portugal und Italien ist die NPL-Quote seit 2016 deutlich gesunken, und die jüngsten Daten lassen auch im Jahr 2018 auf einen weiteren, wenn auch moderateren Rückgang schließen. In beiden Ländern ist der Anteil notleidender Kredite unter 10 % gesunken. Bulgarien, Irland, Kroatien, Rumänien, Slowenien und Ungarn verzeichneten 2018 einen Rückgang der NPL-Quoten, die jedoch über dem EU-Durchschnitt liegen.

- **Die derzeitigen wirtschaftlichen Aussichten stehen im Zeichen niedriger langfristiger Zinsen und bedeuten damit weitere Herausforderungen.** Die sinkenden Zinssätze machen sich vor allem bei längeren Laufzeiten bemerkbar und führen zu einer Abflachung der Zinsstrukturkurven und einer weiteren Verringerung der Zinsmargen. Eine solche Abflachung erschwert für die Banken die Fristentransformation und könnte ihre Rentabilität in Mitleidenschaft ziehen. Da das Niedrigzinsumfeld vor allem risikoarme Finanzanlagen betrifft, könnte es insbesondere die Rentabilität und die Bilanzen von Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors belasten, deren Portfolios vor allem in risikoarme Vermögenswerte investiert sind; dies sind u. a. Versicherungsgesellschaften (insbesondere Lebensversicherung) und Pensionsfonds[37].

[35] Siehe Erhebung über die Kreditvergabe im Euro-Währungsgebiet, EZB-Wirtschaftsbericht, August 2019.

[36] „Notleidende 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) des Sektors „inländische Bankengruppen und eigenständige Banken, kontrollierte ausländische Tochterunternehmen und kontrollierte ausländische Zweigstellen, sämtliche Institute“. Die Werte sind in Tabelle 2.1 des Anhangs angegeben. Harmonisierte Daten zu den NPL-Quoten stehen erst seit 2014 zur Verfügung. Die Daten für 2008 und den „Anstieg auf Höchstwert“ in Abbildung 23 beziehen sich deshalb auf den Anteil der notleidenden Schuldtitel (brutto) an den gesamten Schuldtiteln (brutto), der in längeren Zeitreihen verfügbar ist und neben Darlehen auch andere von Banken gehaltene Schuldtitel umfasst. Letzterer liegt in der Regel leicht unter den NPL-Quoten, was sich vor allem daraus erklärt, dass der Nenner größer ist, d. h. der Wert der gesamten Schuldtitel (brutto) ist höher als der der gesamten Darlehen. Der Unterschied zwischen den beiden Quoten beträgt derzeit höchstens 4 Prozentpunkte (für Griechenland) und für die meisten Mitgliedstaaten weniger als 1 Prozentpunkt.

[37] EZB, Financial Stability Review, Mai 2019.

Abbildung 22: Rentabilität und Eigenkapitalausstattung des Bankensektors

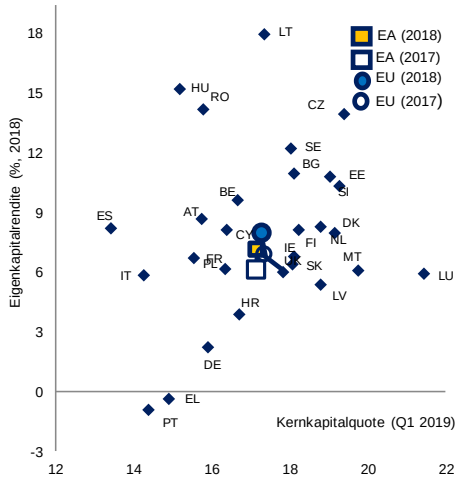
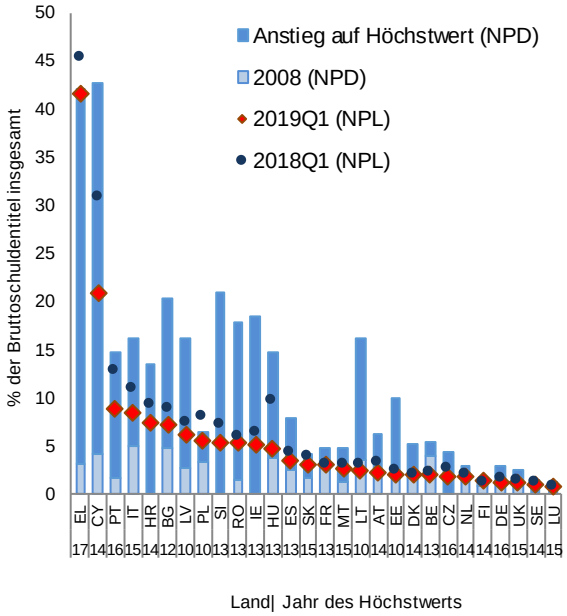


Abbildung 23: Notleidende Kredite



Quelle: Für Irland, Kroatien, Schweden, Slowenien und Tschechien liegen für das Jahr 2008 keine Bruttodaten zu notleidenden Schuldtiteln (NPD) vor.
Anmerkung: Die Daten für 2008 und den „Anstieg auf Höchstwert" in Abbildung 23 beziehen sich auf den Anteil der notleidenden Schuldtitel (brutto) an den gesamten Schuldtiteln (brutto). NPL-Quoten werden für Q1 2018 und Q1 2019 gemeldet. Die Zahlen unter den Ländercodes geben das Jahr an, in dem die notleidenden Schuldtitel (NPD) ihren Höchststand erreichten.

Die Wohnimmobilienpreise sind im Jahr 2018 weiterhin in hohem Tempo gestiegen; wo sich die Anzeichen für eine Überbewertung mehren, hat sich die Preisdynamik jedoch abgeschwächt. Infolge des beschleunigten Anstiegs der Wohnimmobilienpreise nähern sich immer mehr Immobilienmärkte ihrem Höchststand vor der Krise an oder haben diesen bereits überschritten (Abbildung 26). Im Jahr 2018 lag der reale Anstieg der Wohnimmobilienpreise in sieben Mitgliedstaaten (d. h. einem Land mehr als 2017) über dem Scoreboard-Schwellenwert (Irland, Lettland, die Niederlande, Portugal, Slowenien, Tschechien und Ungarn). Besonders stark fiel der Anstieg in EU-Mitgliedstaaten aus, in denen bisher nur begrenzte oder gar keine Anzeichen für überbewertete Wohnimmobilienpreise zu erkennen waren, während in Ländern, in denen es mehr Anzeichen für eine Überbewertung gibt, eine Verlangsamung zu beobachten ist. Laut den Daten bis zum zweiten Quartal 2019 könnte der Scoreboard-Schwellenwert in diesem Jahr in Kroatien, Polen, Portugal, Tschechien und Ungarn überschritten werden, wenn diese Muster sich in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen. In der ersten Jahreshälfte hat sich der Anstieg der Immobilienpreise im Vergleich zu 2018 vor allem in Kroatien, Schweden und Zypern beschleunigt, in Dänemark, Irland, Lettland, Rumänien und Slowenien dagegen verlangsamt.

- **Die Beschleunigung der Wohnimmobilienpreise ist teilweise auf die wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren zurückzuführen.** Mit dem 2013 einsetzenden wirtschaftlichen Aufschwung und der Senkung der Zinssätze begannen die Wohnimmobilienpreise wieder zu steigen. Insofern lässt sich das Phänomen durch die wirtschaftlichen Eckdaten erklären.[38] Zwar

[38]Anhand von Referenzwerten für Wohnimmobilienpreise kann das Ausmaß einer möglichen Über- oder Unterbewertung dieser Preise auf der Grundlage länderspezifischer Merkmale beurteilt werden. Die

nimmt die Zahl der neu unterzeichneten Hypothekarkredite weiter zu, doch wirkt diese Entwicklung an sich bisher kaum preistreibend, wie es in der Zeit vor der Krise zu beobachten war. Allerdings könnte sie dazu beitragen, dass die derzeitige Beschleunigung der Wohnimmobilienpreise anhält.

- **Das kräftige Wachstum der Wohnimmobilienpreise wirkt sich auf die Bewertungsniveaus aus.** In Irland, Lettland, den Niederlanden, Portugal, Slowenien und Ungarn war das Realwachstum der Wohnimmobilienpreise bereits 2017 hoch und beschleunigte sich 2018 weiter (Abbildungen 24 und 25, oberer rechter Quadrant). In einer Reihe von Ländern erhöht sich aufgrund des anhaltend hohen Wachstums allmählich die Gefahr einer Überbewertung: Die Zahl der EU-Mitgliedstaaten, in denen überbewertete Wohnimmobilienpreise zu verzeichnen sind, hat in den letzten Jahren zugenommen. Anzeichen für eine Überbewertung (gemessen als sich weitende Bewertungslücke) mehren sich in jüngster Zeit beispielsweise in Deutschland oder Portugal. In einer Reihe von Ländern (Belgien, Deutschland, Luxemburg, Malta, Österreich, Portugal, Tschechien) liegen die Wohnimmobilienpreise seit Mitte der 2000er Jahre auf bzw. über der Höchstmarke (siehe Abb. 26). In einigen Ländern kollidieren die Wohnimmobilienpreise mit dem Erschwinglichkeitslimit, wie das Verhältnis zwischen dem Wohnimmobilienpreisniveau und dem verfügbaren Pro-Kopf-Einkommen zeigt. Schätzungen zufolge sind für den Erwerb einer 100 Quadratmeter großen Wohnung in etwa der Hälfte der EU-Mitgliedstaaten über 10 Jahreseinkommen erforderlich[39]. Gleichzeitig lebt jeder zehnte Europäer in einem Haushalt, der 2017 mindestens 40 % seines Einkommens für Wohnraum aufwenden musste[40].
- **In einer Reihe von Ländern steigen die Wohnimmobilienpreise inzwischen etwas weniger stark, wobei Anzeichen für eine Überbewertung bestehen und eine hohe Verschuldung der privaten Haushalte vorliegt; auf dem schwedischen Wohnungsmarkt hat eine Abwärtskorrektur eingesetzt.** Die aktuellen Wachstumsraten der Wohnimmobilienpreise sind tendenziell geringer, je höher die Überbewertung ist. Ein solches Muster war in den Vorjahren nicht zu erkennen und ist 2018 in den Ländern, deren Wohnimmobilienpreise als überbewertet einzustufen sind, eindeutig vorhanden. Im Jahr 2018 fielen Belgien, Frankreich, Österreich und das Vereinigte Königreich dadurch auf, dass sie in unterschiedlicher Ausprägung überbewertete Wohnimmobilienpreise und eine hohe Verschuldung der privaten Haushalte aufwiesen, während die Wohnimmobilienpreise 2018 weniger stark kletterten als 2017 (Abb. 25). Die Gründe für diese Verlangsamung könnten in den Erschwinglichkeitslimits, einem sich erholenden Wohnungsangebot und nationalen politischen Maßnahmen, auch im makroprudenziellen Bereich, zu suchen sein[41]. In Schweden gingen die Wohnimmobilienpreise 2018 gegenüber dem Vorjahr

---

Bewertungslücken werden auf der Grundlage der Abweichungen von verschiedenen Referenzwerten konstruiert: i) Abweichung von der langfristigen durchschnittlichen Preis-Einkommen-Relation; ii) Abweichung von der langfristigen durchschnittlichen Preis-Miete-Relation; iii) Abweichung von regressionsbasierten Referenzwerten unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Eckdaten zu Angebot und Nachfrage (siehe N. Philiponnet und A. Turrini (2017), „Assessing House Price Developments in the EU“, Diskussionspapier der Europäischen Kommission 048, Mai 2017). Bei der Berechnung der regressionsbasierten Referenzwerte werden erklärende Konjunkturvariablen mittels HP-Filter aufbereitet, um ihre Volatilität zu begrenzen.

[39] Schätzungen des Preisniveaus basieren auf Daten von Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und Volkszählungen oder, falls keine verfügbar sind, auf Daten, die auf Websites von Immobilienmaklern veröffentlicht werden. Siehe J.C. Bricongne et al. (2019), „Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates“, European Economy, Diskussionspapier 101, Juli 2019.

[40] Europäische Kommission (2019): Employment and Social Developments in Europe – Annual Review 2019, Kapitel 4.

[41] Seit 2015 entwickeln sich die Bauinvestitionen in der gesamten EU schneller, wobei die höchsten Zuwachsraten dort zu beobachten sind, wo die Wohnimmobilienpreise am stärksten steigen. Auch die Zahl der Baugenehmigungen nimmt in den meisten EU-Mitgliedstaaten zu. Das Tempo des Anstiegs der Wohnimmobilienpreise wurde möglicherweise durch kürzlich EU-weit eingeführte makroprudenzielle

zudem sowohl nominal als auch real zurück, wobei die Daten für die ersten beiden Quartale 2019 auf eine gewisse Stabilisierung hindeuten. Dagegen fand in Luxemburg keine Anpassung statt, sodass die Anfälligkeit und das Risiko einer Überbewertung weiter zunahmen.

- **In einer Reihe von Mitgliedstaaten gehen überbewertete Wohnimmobilienpreise mit einer hohen Verschuldung der privaten Haushalte einher**. Dies betrifft insbesondere Dänemark, Luxemburg, Schweden und das Vereinigte Königreich. In den Niederlanden sind die privaten Haushalte besonders hoch verschuldet und die Preise im Vergleich zu den Einkommen besonders hoch. Der Hypothekenbestand ist im Jahr 2018 in Bulgarien, Rumänien und der Slowakei besonders schnell gewachsen (über 10 % im Vergleich zum Vorjahr), gefolgt von Belgien, Estland, Frankreich, Litauen, Luxemburg, Malta, Österreich, Tschechien und Ungarn (über 5 % im Vergleich zum Vorjahr). In einigen Fällen, wie in Belgien oder Frankreich, war trotz der bereits recht hohen Werte noch ein kräftiger Zuwachs zu beobachten. Beschränkt man die Analyse jedoch auf neu aufgenommene Hypothekarkredite, d. h. lässt die Auswirkungen von Rückzahlungen auf die Verschuldung außer Acht, ergibt sich ein etwas anderes Bild (Abb. 27). Zwischen Wohnimmobilienpreisen und neuen Hypothekarkrediten scheint im Länderüberblick kein starker Zusammenhang zu bestehen, und es gibt keine eindeutigen Hinweise dafür, dass die Preise dort rascher steigen, wo mehr neue Hypothekenkredite aufgenommen werden. Das legt den Schluss nahe, dass Kredite bisher bei der Beschleunigung der Wohnimmobilienpreise keine ausschlaggebende Rolle gespielt haben[42]. Dennoch ging in einer Reihe von Ländern ein kräftiger Anstieg der Wohnimmobilienpreise mit einem kräftigen Anstieg der Hypothekenkredite einher, beispielsweise in der Slowakei, Luxemburg, Deutschland und den Niederlanden.

Maßnahmen beeinflusst. Dies gilt insbesondere für Obergrenzen in Bezug auf die Beleihungssätze und Schuldendienstquoten. In einer Reihe von EU-Mitgliedstaaten wurde in den letzten Jahren die Wohnimmobilien-Besteuerung reformiert, um insbesondere Steuervergünstigungen für Hypothekenkredite zu begrenzen.

[42] In den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets war nach der Krise zunächst ein Anstieg der Wohnimmobilienpreise und erst danach eine Zunahme bei den Hypothekenkrediten zu beobachten. Siehe u. a.: Europäische Kommission, „Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses“, Vermerk an den Ausschuss für Wirtschaftspolitik - Euro-Währungsgebiet, Ares(2019) 922432, Februar 2019 und Europäische Kommission, „Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses“, technischer Vermerk an die Euro-Gruppe, Februar 2019.
https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Abbildung 24: Entwicklung der Wohnimmobilienpreise und Bewertungslücken 2018

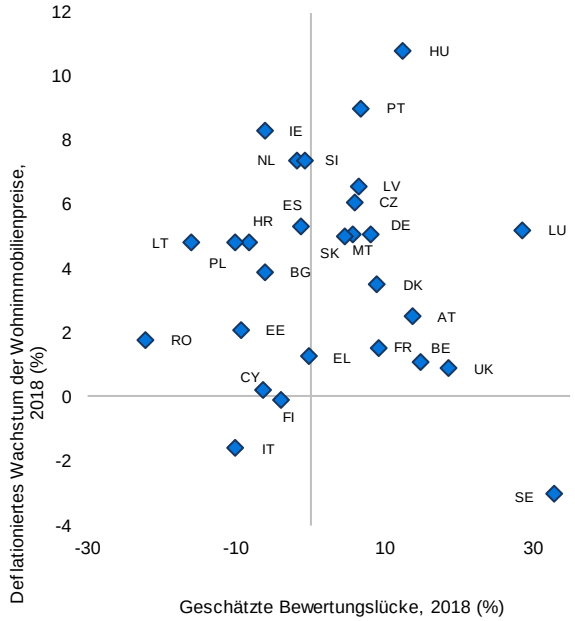
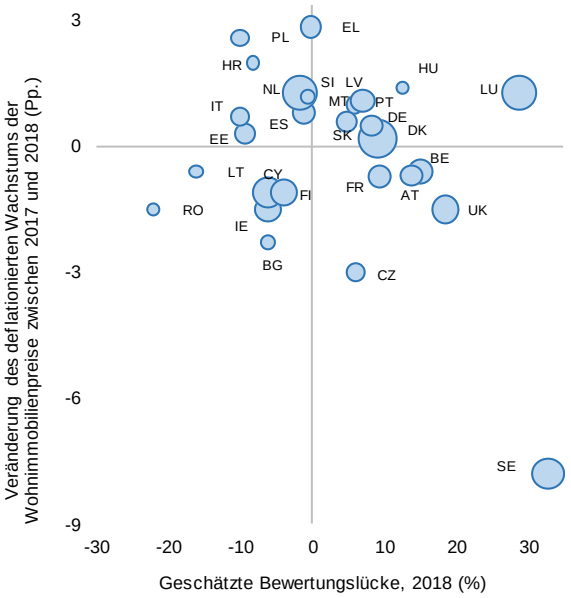


Abbildung 25: Bewertungslücken, Preisentwicklung zwischen 2017 und 2018 und Verschuldung der Haushalte (in % ihres Einkommens)



Quelle: Eurostat und Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

Anmerkung: Die Überbewertungslücke wird anhand des Durchschnitts dreier Parameter ermittelt, nämlich der Abweichungen der Preis-Einkommen- und der Preis-Miete-Relationen von ihrem langfristigen Durchschnitt und der Ergebnisse eines Fundamentaldatenmodells für Bewertungslücken. Siehe Fußnote 39. Die Größe der Kreise in Abbildung 25 entspricht der Höhe der Verschuldung der Haushalte gemessen an ihrem verfügbaren Bruttoeinkommen. Für Kroatien liegen keine Daten zum verfügbaren Bruttoeinkommen der Haushalte nach 2012 vor; sie wurden anhand der Entwicklung des verfügbaren Bruttoeinkommens der Gesamtwirtschaft extrapoliert. Für Malta liegen keine Daten zum verfügbaren Bruttoeinkommen der Haushalte vor, sodass ein Näherungswert von 56 % des BNE zugrunde gelegt wurde.

Abbildung 26: Wohnimmobilienpreise im Vergleich zum Einkommen und reale Wohnimmobilienpreisindizes im Vergleich zu Spitzenwerten, 2018

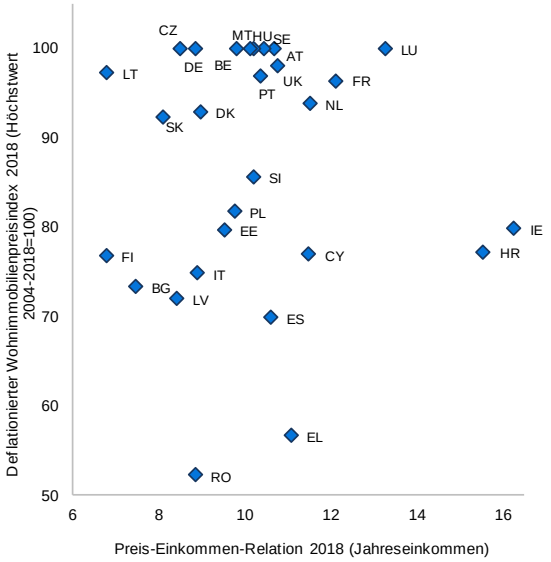
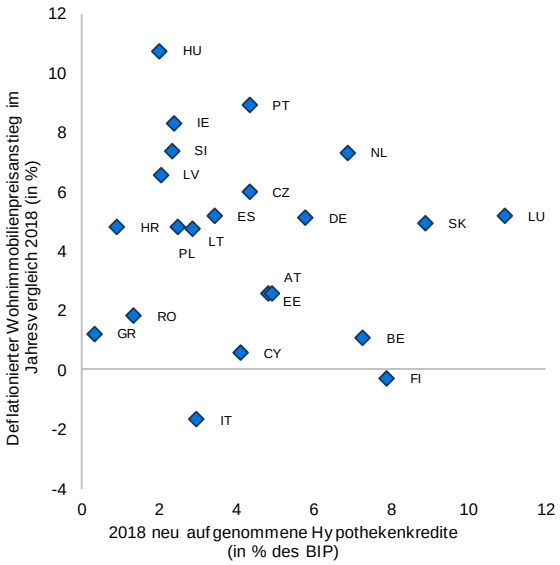


Abbildung 27: Entwicklung der Wohnimmobilienpreise und der neu unterzeichneten Hypothekarkredite 2018



Quelle: Eurostat und Berechnungen der Kommissionsdienststellen.

Anmerkung: Für sechs Länder liegen keine Daten zu neuen Hypothekarkrediten vor (Bulgarien, Dänemark, Frankreich, Malta, Schweden und Vereinigtes Königreich). Die Preis-Einkommen-Relation ergibt sich aus dem Verhältnis zwischen dem Preis einer 100 m^2 großen Wohnung und dem durchschnittlichen verfügbaren Einkommen der Haushalte. Für Kroatien liegen keine Daten zum verfügbaren Bruttoeinkommen der Haushalte pro Person nach 2012 vor; sie wurden anhand der Entwicklung des verfügbaren Bruttoeinkommens der Gesamtwirtschaft extrapoliert. Für Malta liegen keine Daten zum verfügbaren Bruttoeinkommen der Haushalte vor, sodass ein Näherungswert von 56 % des BNE zugrunde gelegt wurde.

Der öffentliche Schuldenstand ist in den meisten EU-Mitgliedstaaten weiter zurückgegangen, nicht aber in den wenigen Mitgliedstaaten, die die höchsten Werte aufweisen. 2018 lagen die Scoreboard-Werte in 14 Mitgliedstaaten über dem Schwellenwert; 2017 waren es 15. Belgien, Griechenland, Italien, Portugal und Zypern verzeichnen Schuldenstände von 100 % des BIP oder darüber, und in Frankreich und Spanien liegen sie nur knapp darunter. In sieben Fällen (Belgien, Frankreich, Irland, Portugal, Spanien, dem Vereinigten Königreich und Zypern) liegt der öffentliche Schuldenstand bei über 60 % des BIP und gleichzeitig die Verschuldung des Privatsektors über den Scoreboard-Schwellenwerten. Im Jahr 2018 verringerten sich die öffentlichen Schuldenstände weiter, häufig jedoch etwas weniger stark als im Vorjahr, was auf eine gewisse Lockerung der Haushaltspositionen und bereits eine gewisse Abkühlung des nominalen BIP-Wachstums zurückzuführen ist. Einige der höchsten öffentlichen Schuldenstände haben sich 2018 jedoch nicht verbessert oder sind sogar noch gewachsen: In Frankreich blieb der öffentliche Schuldenstand unverändert und in Griechenland, Italien und Zypern ist er gestiegen. Während dies in einigen Fällen auf außergewöhnlich hohe schuldensteigernde Bestandsanpassungen zurückzuführen war, liegt es in anderen an der mangelnden Haushaltskonsolidierung. Die Renditen der Staatsanleihen sind jedoch gesunken und auch im Laufe des Jahres 2019 – selbst für die am stärksten verschuldeten staatlichen Emittenten – weiter zurückgegangen, sodass absolute Tiefststände erreicht wurden. In den Jahren 2019 bis 2021 dürften die Schuldenquoten weiter steigen, insbesondere in Rumänien, aber auch in Italien und in geringerem Maße in Finnland und Frankreich, während sie in den meisten anderen EU-Mitgliedstaaten rückläufig sein dürften, wenn auch weniger prägnant als in jüngster Zeit.

Kasten 1: Entwicklungen in den Bereichen Beschäftigung und Soziales

Trotz der Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte haben sich die Arbeitsmärkte in der EU 2018 weiter verbessert. Die Beschäftigung hat in der EU weiter zugenommen und in Bezug auf die Zahl der Beschäftigten eine neue Rekordmarke erreicht. Die Arbeitslosigkeit ist in allen EU-Mitgliedstaaten rückläufig, insbesondere dort, wo ihre Werte hoch waren, was zum Abbau der Unterschiede zwischen den Ländern beiträgt, obgleich in einer Reihe von Ländern nach wie vor ein hoher Anteil an Erwerbslosen besteht. Die Verbesserungen haben sich in der ersten Jahreshälfte 2019 verlangsamt, was möglicherweise auch darauf zurückzuführen ist, dass sich die verbleibenden Arbeitskräftereserven verringert haben. Die wirtschaftliche Erholung hat auch zu Verbesserungen bei den meisten Armutsindikatoren beigetragen, aber in einigen Mitgliedstaaten ist die soziale Lage nach wie vor problematisch. Seit 2008 sind das Armutsrisiko und die Gefahr sozialer Ausgrenzung in den meisten EU-Mitgliedstaaten zurückgegangen (7 Millionen Menschen weniger als 2008, 13 Millionen Menschen weniger als 2012); Gleiches gilt für erhebliche materielle Deprivation, und zwar insbesondere in den osteuropäischen Mitgliedstaaten mit hohen Ausgangswerten. Allerdings liegt das relative Armutsrisiko in vielen Mitgliedstaaten immer noch über dem Vorkrisenniveau. Insgesamt haben die Anstrengungen zur Behebung der gravierenden makroökonomischen Schwächen die Beschäftigungslage und die soziale Lage in den betroffenen Ländern in Mitleidenschaft gezogen. Insbesondere Mitgliedstaaten, die übermäßige Ungleichgewichte zu bewältigen haben, waren weiterhin durch eine schwächere Beschäftigungslage und soziale Entwicklungen gekennzeichnet. Die Lage der Länder mit Ungleichgewichten ist aufgrund der unterschiedlichen Art und Schwere der Ungleichgewichte vielschichtig.

Im Jahr 2018 ist die *Arbeitslosenquote* in allen Mitgliedstaaten gesunken, bleibt aber in einigen davon auf hohem Niveau. Die markantesten Verbesserungen wurden in den Ländern mit hoher Arbeitslosigkeit erzielt (Verringerung um über 2 Prozentpunkte in Griechenland, Kroatien und Zypern). Jedoch lagen die MIP-Scoreboard-Werte 2018 in fünf Mitgliedstaaten (Griechenland, Italien, Kroatien, Spanien und Zypern) immer noch über dem Schwellenwert (10 % im Durchschnitt der letzten 3 Jahre). 2018 lagen die Arbeitslosenquoten erheblich unter den Höchstwerten von 2013 (um ca. 4 Prozentpunkte), befanden sich aber in circa der Hälfte der Mitgliedstaaten noch immer über dem Niveau von 2008. Der Abwärtstrend bei den Arbeitslosenquoten hielt auch in der ersten Jahreshälfte 2019 an, und die Quoten betrugen im 3. Quartal 2019 in der EU insgesamt 6,3 % und im Euro-Währungsgebiet 7,5 %.

Die *Beschäftigungsquote* hat sich in allen Mitgliedstaaten weiter verbessert. Die Beschäftigungsquote (20- bis 64-Jährige) erreichte 2018 in der EU insgesamt einen Höchstwert von 73,2 % (Euro-Währungsgebiet: 72,0 %) und kletterte im zweiten Quartal 2019 weiter auf einen Höchstwert von 73,9 %. Sie lag damit weit über dem im Jahr 2008 erreichten Vorkrisen-Höchststand von 70,2 %. Am stärksten stieg die Beschäftigtenzahl gegenüber 2017 in Malta (5,4 %), gefolgt von Zypern (4,1 %), Luxemburg (3,7 %) und Irland (3,2 %), während die geringsten Zuwächse in Polen (0,3 %), Rumänien (0,2 %) und Italien (0,9 %) zu verzeichnen waren.

Die *Erwerbsquoten* verbesserten sich fast überall in der EU weiter. Nur zwei Länder (Kroatien und Spanien) verzeichneten in den vergangenen drei Jahren einen Rückgang bei der Erwerbsquote (15- bis 64-Jährige), wobei in beiden Ländern der Schwellenwert des Scoreboards von -0,2 um -0,6 Prozentpunkte unterschritten wurde. Insgesamt erreichten die Erwerbsquoten in der EU und im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2018 mit 73,7 % bzw. 73,4 % Spitzenwerte. Diese Werte lagen rund 3,5 bzw. 2,5 Prozentpunkte über den Vorkrisenwerten und sind hauptsächlich auf die gestiegene Erwerbsbeteiligung von älteren Arbeitskräften und Frauen zurückzuführen.

Die *Langzeit-* und die *Jugendarbeitslosigkeit* haben sich stärker verbessert als der übrige Arbeitsmarkt, sind aber in einer Reihe von EU-Mitgliedstaaten nach wie vor hoch. Die *Langzeitarbeitslosigkeit* ging 2018 in allen Mitgliedstaaten zurück, und alle Länder verzeichneten niedrigere Quoten als drei Jahre zuvor. Die höchsten Langzeitarbeitslosenquoten wurden in Griechenland (13,6 %), Spanien (6,4 %), Italien (6,2 %) und der Slowakei (4 %) verzeichnet, aber mit Ausnahme Italiens war in allen Ländern im Vergleich zu 2015 ein deutlicher Rückgang festzustellen (um rund 5 Prozentpunkte in Spanien, 4,6 Prozentpunkte in Griechenland und 3,6 Prozentpunkte in der Slowakei). Die *Jugendarbeitslosenquote* war in den letzten drei Jahren bis 2018 in allen EU-Mitgliedstaaten rückläufig. In diesem Zeitraum waren in Kroatien, Portugal, der Slowakei, Spanien und Zypern Verbesserungen um 10 Prozentpunkte oder mehr zu beobachten. Allerdings liegt die Jugendarbeitslosenquote in Griechenland, Italien und Spanien immer noch über 30 %. Gleichzeitig befanden sich im Jahr 2018 9,6 % der jungen Menschen (15-24 Jahre) in der EU weder in Beschäftigung noch in Ausbildung (NEET). Mehrere Mitgliedstaaten (Bulgarien, Griechenland, Italien, Kroatien, Rumänien, Spanien und Zypern) wiesen zudem einen Höchststand von über 12 % auf.

Armut und soziale Ausgrenzung sind weiter zurückgegangen, bleiben aber in einer Reihe von Mitgliedstaaten hoch. Der Anteil der von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedrohten Personen (AROPE) ist in der EU weiter zurückgegangen und stand 2018 bei 21,9 %. Damit liegt er rund 3 Prozentpunkte unter dem 2012 beobachteten Höchststand[43]. Während die meisten Länder in den drei Jahren bis 2018 einen Rückgang verzeichneten, war in Estland, Luxemburg, dem Vereinigten Königreich und den Niederlanden ein Anstieg zu beobachten, wenn auch in einigen Fällen (Niederlande und Luxemburg) von einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Während die Quote der von Armut und sozialer Ausgrenzung bedrohten Personen (AROPE) von fast 39 % auf 32,8 % deutlich gesunken ist, weist Bulgarien noch immer den höchsten Wert in der EU auf, gefolgt von Rumänien und Griechenland mit jeweils über 30 % sowie Lettland und Litauen, die nur knapp darunter liegen. Die niedrigste AROPE-Quote verzeichnet Tschechien (12,2 %), gefolgt von Slowenien (16,2 %), der Slowakei (16,3 %), Finnland (16,5 %) und den Niederlanden (16,8 %). Trotz dieser insgesamt positiven Entwicklungen bei Armut und sozialer Ausgrenzung sind bei einigen ihrer Komponenten Tendenzen zu beobachten, die in einigen EU-Mitgliedstaaten Anlass zur Sorge geben, insbesondere:

- In einem Drittel der Mitgliedstaaten ist der Anteil der von Armut bedrohten Menschen (AROP) in jüngster Zeit gestiegen: Die markantesten Zunahmen waren in den letzten drei Jahren in Luxemburg (3 Prozentpunkte), dem Vereinigten Königreich (2,3 Prozentpunkte), den Niederlanden (1,7 Prozentpunkte) und Belgien (1,5 Prozentpunkte) festzustellen, während Griechenland, Polen, Portugal und Ungarn einen deutlichen Rückgang verzeichneten (je zwischen

[43] 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 Anteil 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 fester Zeitraum von 12 Monaten (d. h. das vorhergehende Kalender- oder Steuerjahr, für das diese Daten für alle Länder erhoben wurden) außer für das Vereinigte 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.

2 und 3 Prozentpunkten).

- Die erhebliche materielle Deprivation dagegen war sowohl über den Dreijahreszeitraum als auch im Jahr 2018 in den meisten Mitgliedstaaten der EU rückläufig. Sie ging in diesem Zeitraum in Bulgarien um über 13 Prozentpunkte zurück, in Griechenland, Kroatien, Lettland, Malta, Rumänien, Ungarn und Zypern um 5 Prozentpunkte oder mehr.
- 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 fast allen EU-Mitgliedstaaten verbessert, außer in Luxemburg und Schweden, wo sich die Quote erhöht hat, und in Finnland, wo sie im Dreijahreszeitraum vor 2018 unverändert geblieben ist. Die Erwerbstätigenarmut ist 2018 in der EU insgesamt geringfügig auf 9,5 % gesunken und bleibt damit in der Nähe des im Jahr 2016 erreichten Höchststands von 9,6 %.

4. ZUSAMMENFASSUNG DER WICHTIGSTEN HERAUSFORDERUNGEN UND AUSWIRKUNGEN AUF DIE ÜBERWACHUNG

Die Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Währungsgebiets sind noch nicht vollständig abgebaut, obwohl der Ausgleich der Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse unter den derzeitigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen dringlich ist und für alle Mitgliedstaaten von Vorteil wäre. Während der Großteil der erheblichen Leistungsbilanzdefizite korrigiert wurde, sind in einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets nach wie vor hohe Überschüsse zu verzeichnen. Die Position des Euro-Währungsgebiets hat sich schrittweise in Richtung auf einen Überschuss verschoben, der vor allem angesichts der rückläufigen Exportnachfrage nunmehr leicht zu schrumpfen begonnen hat. Die Ungleichgewichte in Bestandsgrößen sind dabei, sich zu verringern, jedoch nach wie vor beträchtlich, wobei einige Länder des Euro-Währungsgebiets nach wie vor weitgehend negative und andere weitgehend positive und wachsende NAVS-Positionen aufweisen. Die Lohnstückkosten sind in den Netto-Gläubigerländern schneller gestiegen als in den Netto-Schuldnerländern, womit sich der vor der Finanzkrise zu beobachtende Trend umgekehrt hat. Diese Entwicklung hält an, hat sich jedoch im Vergleich zu den ersten Jahren nach der Krise abgeschwächt, da die angespannten Arbeitsmärkte in Netto-Schuldnerländern vor dem Hintergrund einer schleppenden Produktivität ein höheres Lohnwachstum bedingen, während der Lohnanstieg in den Netto-Gläubigerländern selbst nach Jahren niedriger Arbeitslosigkeit begrenzt geblieben ist. Ein symmetrischer Abbau der Ungleichgewichte bei den Leistungsbilanzen würde dazu beitragen, das von geringer Inflation und niedrigen Zinsen geprägte Umfeld zu verlassen, und das nominale Wachstum unterstützen, wodurch der Schuldenabbau und der Abbau von Nettoschuldnerpositionen begünstigt würden.

Insgesamt bestehen in einer Reihe von Mitgliedstaaten Herausforderungen, die verschiedene Gründe und ein unterschiedliches Ausmaß haben. Die Gefährdung der makroökonomischen Stabilität ist in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedlich stark ausgeprägt und hängt maßgeblich davon ab, welche Schwachstellen oder nicht tragfähigen Trends dort bestehen, wie gravierend diese sind und wie sie zusammenwirken. Die wichtigsten Ursachen für mögliche Ungleichgewichte lassen sich nach ihrer Art wie folgt zusammenfassen:

- In einigen Mitgliedstaaten sind weiterhin hauptsächlich *vielfältige, miteinander im Zusammenhang stehende Schwachstellen hinsichtlich der Bestände* festzustellen. Dies ist in der Regel in denjenigen

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 die hohen negativen NAVS-Positionen mit den verbleibenden Herausforderungen im Finanzsektor einher. Auch wenn in Zypern Verbesserungen bei den notleidenden Krediten und der Rentabilität zu beobachten sind und sich der Abbau der notleidenden Kredite in Griechenland seit 2018 beschleunigt hat, bleiben die Werte sehr hoch. Im Falle Griechenlands ist das Potenzialwachstum angesichts der hohen (wenn auch rückläufigen) Arbeitslosigkeit gering.

  - Auch in Irland, Kroatien, Portugal und Spanien bestehen erhebliche, vielfältige und miteinander verbundene Anfälligkeiten, die auf Altlasten bei den Beständen zurückzuführen sind. In Bulgarien geht die Unternehmensverschuldung mit seit Langem anhaltenden Problemen im Finanzsektor einher, die nun mit politischen Maßnahmen angegangen werden. In diesen Ländern sind die Ungleichgewichte in Bestandsgrößen vor dem Hintergrund des wieder einsetzenden Nominalwachstums wieder rückläufig, was in einigen Fällen mit einem wiederauflebenden kräftigen Wohnimmobilienpreisanstieg (in Irland und seit Kurzem auch in Portugal), wieder anziehenden Lohnstückkosten und einer schleppenden Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit (in Portugal und Spanien) sowie einem kräftigen Anstieg der Lohnstückkosten (in Bulgarien) 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, jedoch zügig rückläufigen Bestand an notleidenden Krediten in Zusammenhang stehen und ein schwaches Arbeitsmarktumfeld besteht. Belgien und Frankreich sind in erster Linie mit Problemen im Zusammenhang mit dem hohen gesamtstaatlichen Schuldenstand und dem Potenzialwachstum bei ebenfalls geschwächter Wettbewerbsfähigkeit konfrontiert. In Frankreich ist die relativ hohe Privatverschuldung im Begriff, sich noch weiter zu erhöhen. In Belgien geht eine relativ hohe und noch wachsende Verschuldung der privaten Haushalte mit möglicherweise überbewerteten Wohnimmobilienpreisen einher. Die außenwirtschaftliche Position ist nach wie vor solide, hat sich jedoch in jüngster Zeit etwas verschlechtert.

- 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. In den Niederlanden geht der hohe Überschuss mit einer hohen Verschuldung der privaten Haushalte und kräftig steigenden Wohnimmobilienpreisen einher. Auch in Deutschland wurde in jüngster Zeit ein Druck auf die Wohnimmobilienpreise festgestellt, der Schuldenstand ist jedoch vergleichsweise niedrig. Die hohen und dauerhaften Überschüsse spiegeln möglicherweise entgangene Wachstums- und Inlandsinvestitionsmöglichkeiten wider, die sich angesichts der anhaltend unterhalb des Zielwerts rangierenden Inflation und der sich abschwächenden Exportnachfrage auf das übrige Euro-Währungsgebiet auswirken.

- 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, 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 auf eine gewisse Abwärtskorrektur in Bezug auf Preise und Überbewertungen in Schweden und auf eine Verlangsamung der Wohnimmobilienpreisentwicklung in den anderen Ländern (außer Luxemburg) hin. In Lettland, der Slowakei, Slowenien, Tschechien und Ungarn geht ein stärkerer, aber erst seit Kurzem zu beobachtender Anstieg der Wohnimmobilienpreise mit begrenzteren Anzeichen für eine Überbewertung einher, wobei in der Slowakei und Tschechien außerdem eine ungebrochene Hypothekenkreditaufnahme und eine steigende Verschuldung der Haushalte zu beobachten ist. In Finnland scheint das Wachstum der Wohnimmobilienpreise nicht allzu stark ausgeprägt zu sein und keine Überbewertung zu bestehen, doch ist eine hohe und steigende Verschuldung der privaten Haushalte festzustellen.

- In Estland, Lettland, Litauen, Rumänien, der Slowakei, Tschechien und Ungarn wachsen die Arbeitskosten weiterhin in einem recht hohen Tempo, und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit lässt nach. In den letzten Jahren ging das kräftige Lohnstückkostenwachstum in Ungarn mit einer deutlichen Schmälerung des Leistungsbilanzüberschusses und in der Slowakei mit einem begrenzten, aber anhaltenden Leistungsbilanzdefizit einher. Im Falle Rumäniens ist vor dem Hintergrund eines sich weiter verschlechternden Leistungsbilanzdefizits und einer expansiven Finanzpolitik ein anhaltend starkes Lohnstückkostenwachstum zu verzeichnen.

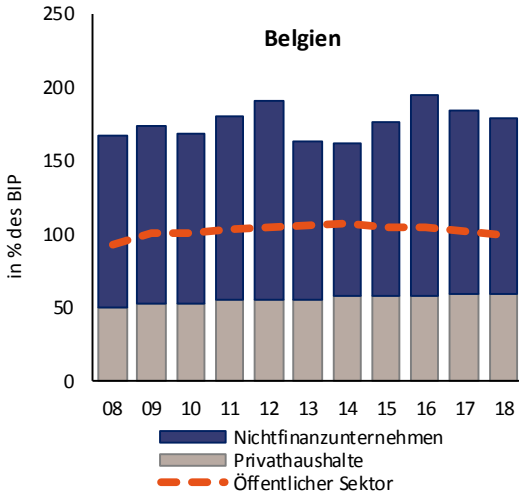
Insgesamt müssen 13 Mitgliedstaaten einer eingehenden Überprüfung unterzogen werden: Bulgarien, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Kroatien, die Niederlande, Portugal, Rumänien, Schweden, Spanien und Zypern. Alle diese Mitgliedstaaten wurden bereits im letztjährigen Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte (MIP) einer eingehenden Überprüfung unterzogen, weil sie Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte aufwiesen. Die neuerlichen eingehenden Überprüfungen werden dazu beitragen, diese Herausforderungen genauer zu analysieren und zu bewerten, welche Maßnahmen erforderlich sind. Sie werden insbesondere darauf ausgelegt sein, zu beurteilen, ob die festgestellten Ungleichgewichte sich weiter vergrößern oder abgebaut werden, um so die bestehenden Bewertungen zu aktualisieren. Im vorliegenden Warnmechanismus-Bericht wird auch auf Anzeichen für die mögliche Entstehung von Risiken in einer Reihe anderer Mitgliedstaaten hingewiesen, die nach derzeitigem Kenntnisstand momentan noch keine eingehende Überprüfung rechtfertigen, aber dennoch eine genaue Überwachung insbesondere in den kommenden Länderberichten rechtfertigen. Diese Risiken betreffen insbesondere Entwicklungen im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit (Estland, Lettland, Litauen, Slowakei, Tschechien, Ungarn), und im Bereich der Wohnimmobilienpreise, Wohnimmobilienmärkte und der Verschuldung der privaten Haushalte (Belgien, Dänemark, Finnland, Luxemburg, Slowakei, Slowenien, Österreich, Tschechien, Ungarn und Vereinigtes Königreich).

5. 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, und zwar die Veränderung des realen effektiven Wechselkurses, die Verschuldung des privaten Sektors und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Die Leistungsbilanz wies 2018 bei einem hohen positiven Nettoauslandsvermögensstatus ein begrenztes Defizit auf. Zwar ist das Produktivitätswachstum gering, doch blieb der Anstieg der Lohnstückkosten begrenzt, da sich die Löhne nur moderat erhöhten. Die dreijährige Veränderung des realen effektiven Wechselkurses hat weiter angezogen und den Schwellenwert überschritten, obwohl die einjährige Veränderung nur eine geringe Beschleunigung zeigte. Die Exportmarktanteile sind weitgehend stabil geblieben. Die hohe Schuldenquote der Unternehmen, deren Zahlenwert jedoch durch die weitverbreitete länderübergreifende konzerninterne Kreditvergabe aufgebläht ist, ist nun rückläufig. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist, insbesondere aufgrund von Hypothekenschulden, relativ hoch und wächst weiter, wobei die realen Wohnimmobilienpreise in den letzten Jahren weiter moderat angezogen haben und Anzeichen für eine mögliche Überbewertung bestehen. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ist hoch und nur geringfügig rückläufig. Es werden weiter neue Arbeitsplätze geschaffen und die Arbeitslosenquote ist so niedrig wie nie zuvor. Die Nichterwerbsquote ist hoch.

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



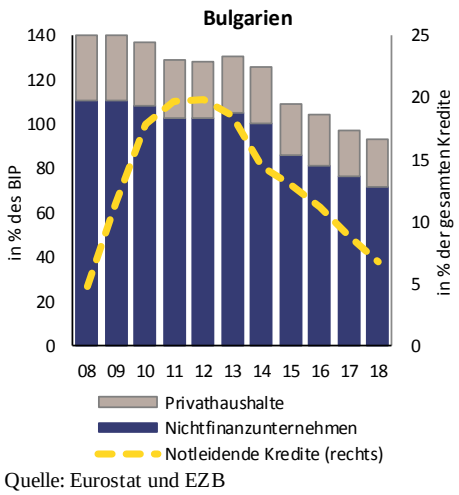
Quelle: Eurostat

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 halten. Daher wird die Kommission zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Bulgarien: Im Februar 2019 gelangte die Kommission zu dem Schluss, dass in Bulgarien *Ungleichgewichte* bestehen und die Ursache hierfür insbesondere in Anfälligkeiten im Finanzsektor in Verbindung mit einer hohen Verschuldung und notleidenden Krediten im Unternehmenssektor liegen. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und das Wachstum der nominalen Lohnstückkosten.

Die außenwirtschaftliche Position der Wirtschaft konnte noch weiter ausgebaut werden: Der Leistungsbilanzüberschuss vergrößert sich und der negative Nettoauslandsvermögensstatus nähert sich dem

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



Quelle: Eurostat und EZB

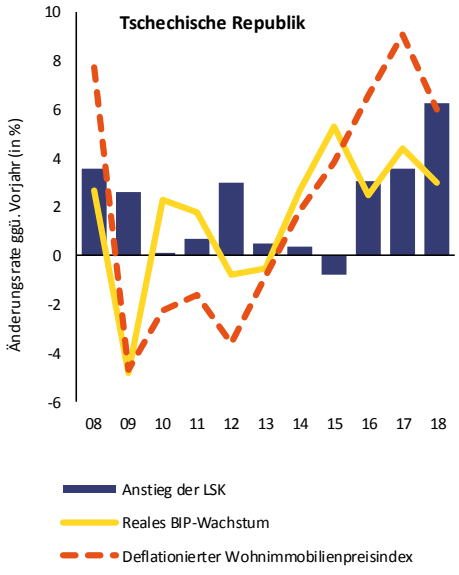
Schwellenwert. Zwar sind bei den Exportmarktanteilen kumulierte Zuwächse zu verzeichnen, doch haben die angespannte Arbeitsmarktlage und der Fachkräftemangel das Lohnwachstum angekurbelt. Das hat dazu geführt, dass die Lohnstückkosten erheblich über den Schwellenwert hinausgewachsen sind und nun aufmerksam beobachtet werden sollten. Vor dem Hintergrund günstiger Wirtschafts- und Finanzierungsbedingungen hat der Bankensektor seine Eigenkapital- und Liquiditätsquoten insgesamt erhöht. Das Kreditwachstum ist stark und wird vollständig durch die Erweiterung der Einlagenbasis finanziert. Die notleidenden Kredite gehen weiter zurück, bleiben jedoch bei Nichtfinanzunternehmen und einheimischen Banken vergleichsweise hoch. Zur Stärkung der Banken- und Nichtbankenaufsicht wurden und werden weitere Maßnahmen eingeführt. Allerdings bestehen nach wie vor einige Herausforderungen und Schwachstellen im Zusammenhang mit Kapitallücken in einigen Bankinstituten und ungelösten Problemen im Versicherungssektor. Die Unternehmensverschuldung ist trotz ihres beträchtlichen Rückgangs weiterhin relativ hoch. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ist niedrig und sinkt weiter. Die Wohnimmobilienpreise sind weiter gestiegen, wenn auch langsamer und im Einklang mit den Fundamentaldaten. Hypothekarkredite und Baugenehmigungen haben sich kräftig entwickelt ihre künftige Entwicklung erfordert besondere Aufmerksamkeit. Die Arbeitslosigkeit ging auf ein sehr niedriges Niveau zurück, und die Erwerbsquote nimmt weiter zu, auch wenn sie relativ niedrig ist.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit den fortbestehenden Anfälligkeiten im Finanzsektor hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar 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, und zwar der reale effektive Wechselkurs, das nominale Lohnstückkostenwachstum und das reale Wohnimmobilienpreiswachstum.

Die Leistungsbilanz weist einen geringen, aber rückläufigen Überschuss aus, und der negative Nettoauslandsvermögensstatus hat sich weiter verkleinert. Das Ende der Wechselkursbindung im April 2017 verursachte insbesondere im Jahr 2018 eine Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses. Die nominalen Lohnstückkosten sind – bedingt durch ein kräftiges Lohnwachstum und die akute Anspannung auf dem Arbeitsmarkt – beträchtlich gestiegen, wobei allerdings mit einem Rückgang zu rechnen ist. Bislang waren Zuwächse bei den Exportmarktanteilen zu verzeichnen. Gleichzeitig ist das Land Risiken im Zusammenhang mit dem handelspolitischen Umfeld und der möglichen Unterbrechung globaler Wertschöpfungsketten ausgesetzt. Die realen Wohnimmobilienpreise sind 2018 weiter kräftig angestiegen, allerdings in geringerem Tempo als im Jahr 2017. Die Verschuldung des privaten Sektors und der privaten Haushalte ist relativ niedrig. Der Bankensektor ist sehr robust und weist nur einen sehr geringen Anteil

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



Quelle: Eurostat

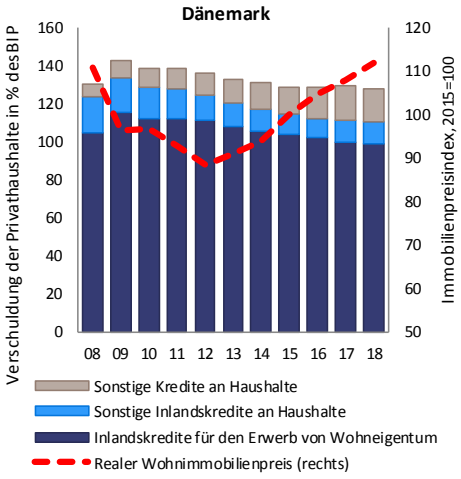
notleidender Kredite auf. Der gesamtstaatliche Schuldenstand verringert sich weiter, da seit 2016 Haushaltsüberschüsse zu verzeichnen sind. Die Arbeitslosenquote ist weiter gesunken, da die Arbeitsmarktlage nach wie vor sehr angespannt ist.

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

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, wenn auch rückläufige Überschüsse auf. Der Leistungsbilanzüberschuss hat sich in letzter Zeit verringert, da die Unternehmen weniger sparten und mehr im Inland investierten. Mehrere in Folge erzielte Überschüsse haben zu einem stark positiven Nettoauslandsvermögensstatus und im Zuge dessen zu einem positiven Nettoprimäreinkommen geführt, das wiederum die positive Leistungsbilanz stärkt. Das Produktivitätswachstum verlief gedämpft und beeinträchtigte die Indikatoren für die Kostenwettbewerbsfähigkeit; auch waren einige begrenzte Verluste an Exportmarktanteilen zu beobachten. Die Ersparnisse der privaten Haushalte haben sich erhöht, was den erforderlichen Schuldenabbau und makroprudenzielle Maßnahmen zur Beschränkung riskanter Darlehensaufnahmen widerspiegelt. Gleichzeitig begünstigen niedrige Finanzierungskosten und eine günstige steuerliche Behandlung weiterhin den Schuldenaufbau. Insgesamt ist die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum BIP nach wie vor die höchste in der EU, auch wenn eine Tendenz hin zu einem allmählichen Schuldenabbau erkennbar ist. Die Unternehmensverschuldung ist dagegen gering. Die realen Wohnimmobilienpreise steigen zwar in gemäßigtem Tempo, aber kontinuierlich, während die Bewertungsindikatoren auf eine gewisse Überbewertung hindeuten. Die Arbeitsmarktlage verbessert sich weiter, und das Beschäftigungswachstum ist ungebrochen. In zahlreichen Bereichen herrscht Arbeitskräftemangel, wobei in jüngster Zeit ein Rückgang festzustellen ist, sodass sich der Aufwärtsdruck auf die Löhne abschwächt.

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



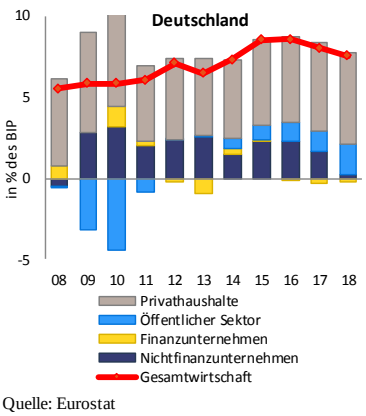
Quelle: Eurostat und EZB

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem Zahlungsüberschuss und der hohen Verschuldung der Haushalte einschließlich im Wohnimmobiliensektor hin, obwohl 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 Februar 2019 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 einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Leistungsbilanzsaldo, der reale effektive Wechselkurs und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Die Leistungsbilanz weist nach wie vor einen sehr hohen Überschuss auf, wenngleich dieser 2018 leicht zurückgegangen ist.

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



Quelle: Eurostat

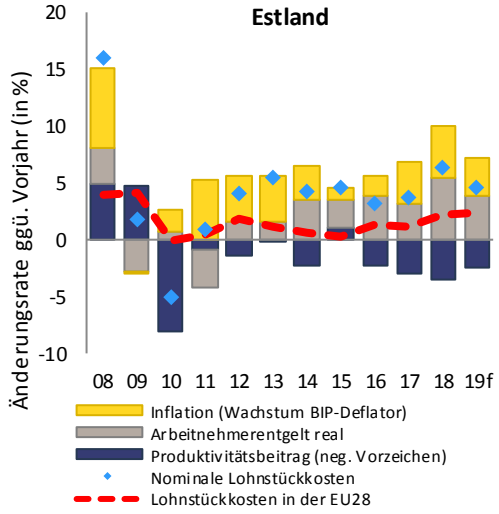
Da sich der Außenhandel abschwächt, findet eine Verlagerung hin zu einem stärker von der Inlandsnachfrage getriebenen Wachstum statt. Dementsprechend dürfte sich der Leistungsbilanzüberschuss zwar weiter verringern, aber auf einem hohen Niveau bleiben und eine weitere Erhöhung bei dem bereits sehr erheblichen Nettoauslandsvermögensstatus zur Folge haben. Das schwache Produktivitätswachstum trug zur Erhöhung der Lohnstückkosten bei, und der reale effektive Wechselkurs hat weiter aufgewertet. Das nominale Lohnwachstum hat – auch aufgrund einmaliger politischer Maßnahmen – vor dem Hintergrund eines angespannten Arbeitsmarktes angezogen und dürfte sich in naher Zukunft abschwächen. Das Exportwachstum hat sich im Jahr 2018 spürbar verlangsamt und ging im Jahresverlauf mit begrenzten Verlusten an Exportmarktanteilen einher. 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. Die Wohnungsbauinvestitionen nehmen weiter zu, werden aber nach wie vor nicht dem Bedarf an Wohnraum in Ballungsgebieten gerecht. Das Kreditwachstum zieht allmählich an. Der öffentliche Schuldenstand ging weiter zurück und dürfte bis 2019 unter den Schwellenwert von 60 % des BIP fallen. Gleichzeitig bleibt der erhebliche Rückstand bei den öffentlichen Investitionen trotz des seit einigen Jahren zu beobachtenden Investitionswachstums bestehen. Die Gesamtarbeitslosigkeit sowie die Jugend- und die Langzeitarbeitslosigkeit sind auf einem historisch niedrigen Niveau, obgleich sich die Arbeitsmarktlage nicht mehr weiter verbessert.

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, aber allmählich sinkenden Leistungsbilanzüberschuss wider und unterstreicht die Notwendigkeit eines weiteren Abbaus der Ungleichgewichte. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für sinnvoll, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Estland: In der letzten MIP-Runde wurden in Estland *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, nämlich der reale effektive Wechselkurs und das Wachstum der nominalen Lohnstückkosten.

Die Leistungsbilanz weist einen stabilen Überschuss aus, und der negative Nettoauslandsvermögensstatus hat sich verbessert. Der reale effektive Wechselkurs hat 2018 noch stärker aufgewertet und den Schwellenwert überschritten. Vor dem Hintergrund des inländischen Preis- und Lohndrucks hat sich auch das Wachstum der Lohnstückkosten weiter beschleunigt, insbesondere im öffentlichen Sektor, was auf den engen Arbeitsmarkt zurückzuführen ist. Bei den Exportmarktanteilen sind geringe kumulierte Zuwächse zu verzeichnen. Der öffentliche wie auch der private Sektor sind von relativ geringer Kreditaufnahme und Verschuldung gekennzeichnet. Darüber hinaus ist die Verschuldung im Privatsektor im Zuge der noch anhaltenden Entschuldungsmaßnahmen weiter zurückgegangen. Das Realwachstum der Wohnimmobilienpreise hat sich auf ein gemäßigtes Niveau verlangsamt. Der angespannte Arbeitsmarkt spiegelt sich in einer relativ niedrigen Arbeitslosigkeit und einer im EU-

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



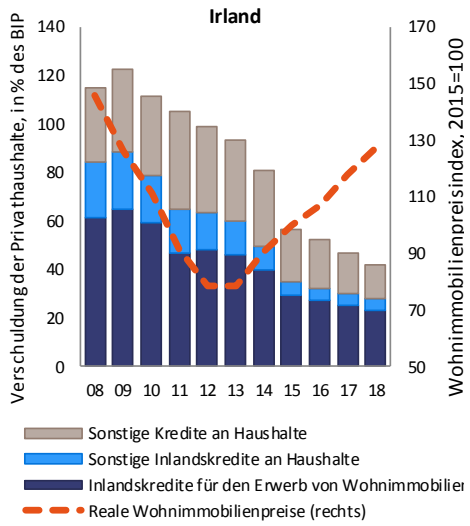
Quelle: Kommissionsdienststellen

Vergleich sehr hohen Erwerbsquote wider.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit den nominalen Lohnstückkosten und dem realen effektiven Wechselkurs 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 Februar 2019 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 über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Verschuldung des privaten Sektors, der gesamtstaatliche Schuldenstand und das Realwachstum der Wohnimmobilienpreise.

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



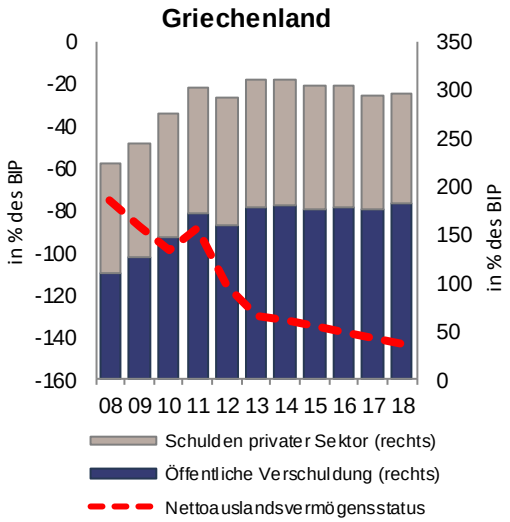
Quelle: Eurostat und EZB

Die Leistungsbilanz kletterte von einer weitgehend ausgeglichenen Position im Jahr 2017 auf einen hohen Überschuss im Jahr 2018. Diese starke Entwicklung ist in erster Linie auf das Geschäft multinationaler Unternehmen zurückzuführen. Eine geänderte Methode zur Ermittlung der Leistungsbilanz, mit der die inländische Wirtschaftstätigkeit genauer erfasst werden kann, deutet für 2018 auf einen geringeren Überschuss hin. Der NAVS liegt nach wie vor deutlich im negativen Bereich, was unter anderem auf die Tätigkeiten multinationaler Unternehmen und das große Offshore-Finanzzentrum mit geringen Verbindungen zur heimischen Wirtschaft zurückzuführen ist. Getragen vom kräftigen Wirtschaftswachstum, ist der private Schuldenstand im Verhältnis zum BIP rückläufig, aber der Schuldenstand ist nach wie vor hoch. Die private Verschuldung ist weiterhin 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 realen Wohnimmobilienpreise setzten im Jahr 2018 zwar ihren Aufwärtstrend fort, dieser schwächte sich im Laufe des Jahres jedoch erheblich ab. Dennoch stellt die Bezahlbarkeit von Wohnraum nach wie vor ein Problem dar. Der Anteil notleidender Kredite ist in den letzten Jahren stetig zurückgegangen und die Kapitalausstattung der Banken ist solide, aber die Rückstellungen sind relativ niedrig. Die – weiterhin verhaltene – Rentabilität der Banken steigt allmählich. Die Arbeitslosigkeit geht weiter zurück und nähert sich dem Vorkrisenniveau an.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung im Scoreboard auf Probleme im Zusammenhang mit der Volatilität der außenwirtschaftlichen Position, dem privaten und öffentlichen Schuldenstand sowie dem Wohnimmobilienmarkt hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Griechenland: Im Februar 2019 stellte die Kommission in Griechenland *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit dem hohen gesamtstaatlichen Schuldenstand, einer negativen außenwirtschaftlichen Position und einem hohen Anteil notleidender Kredite in Verbindung mit einer hohen, wenn auch rückläufigen Arbeitslosigkeit und einem geringen Potenzialwachstum. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), der gesamtstaatliche Schuldenstand und die Arbeitslosenquote.

Abb. A8: ***NAVS, private und öffentliche Verschuldung***

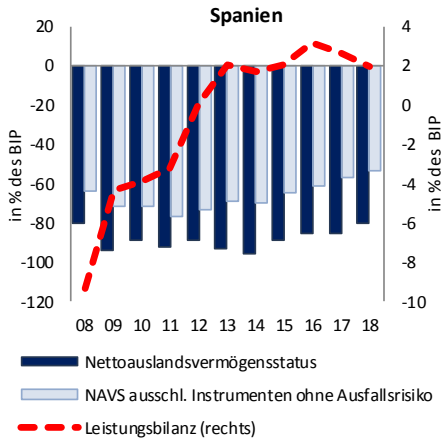


Quelle: Eurostat

Die stark negative Auslandsvermögensposition Griechenlands besteht im Wesentlichen aus den Nettoschulden, insbesondere den Auslandsschulden der öffentlichen Hand, die größtenteils von öffentlichen Gläubigern gehalten werden und sehr günstige Konditionen aufweisen. Das moderate nominale BIP-Wachstum und der negative Leistungsbilanzsaldo, der sich 2018 vergrößerte, stehen einer rascheren Anpassung des hohen Bestands der Nettoauslandsverbindlichkeiten entgegen. Die nominalen Lohnstückkosten sind 2018 vor dem Hintergrund der nahezu unveränderten Arbeitsproduktivität gestiegen. Lohnerhöhungen führten zu einem weiteren Anstieg des realen effektiven Wechselkurses, während sich die Exportmarktanteile 2018 im zweiten Jahr in Folge erhöhten. Die öffentliche Verschuldung ist zwar sehr hoch, wird aber in den kommenden Jahren voraussichtlich allmählich zurückgehen, wobei ihre Tragfähigkeit durch die von den europäischen Partnern 2018 vereinbarten Entschuldungsmaßnahmen untermauert wird. Bei den realen Wohnimmobilienpreisen setzte 2018 nach einem Jahrzehnt rückläufiger Preise eine Erholung ein. Das Kreditwachstum im privaten Sektor ist negativ, da der Schuldenabbau fortgesetzt wird, während sich der hohe Bestand an notleidenden Krediten allmählich verringert. Die Arbeitslosigkeit geht zwar zurück, liegt aber nach wie vor auf hohem Niveau, insbesondere unter Langzeitarbeitslosen und Jugendlichen.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem hohen öffentlichen Schuldenstand, dem negativen Auslandsvermögensstatus und dem hohen Bestand an notleidenden Krediten vor dem Hintergrund hoher Arbeitslosigkeit, niedrigen Produktivitätswachstums und schleppender Investitionstätigkeit hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für sinnvoll, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau der übermäßigen Ungleichgewichte zu überwachen.

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



Quelle: Kommissionsdienststellen

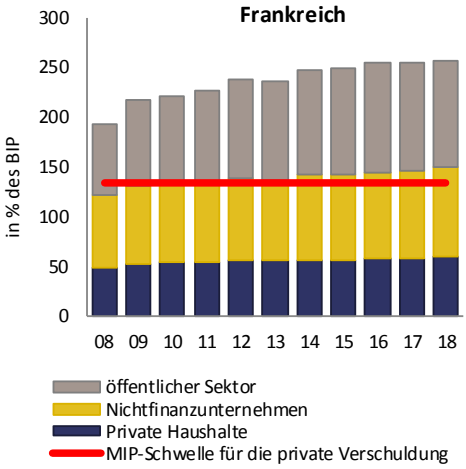
Spanien: Im Februar 2019 stellte die Kommission in Spanien *makroökonomische Ungleichgewichte* in Verbindung mit der hohen privaten und öffentlichen Auslands- und Inlandsverschuldung vor dem Hintergrund einer hohen

Arbeitslosigkeit fest. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die gesamtstaatliche Schuldenquote, die private Verschuldung, die Arbeitslosenquote sowie der Rückgang der Erwerbsquote.

Der Leistungsbilanzsaldo war stets positiv, schwächte sich im Jahr 2018 jedoch ab. Der negative NAVS hat sich weiter verbessert, ist aber nach wie vor sehr hoch. Die nominalen Lohnstückkosten sind vor dem Hintergrund einer kaum wachsenden Produktivität geringfügig gestiegen. Die Steigerung der Kostenwettbewerbsfähigkeit ist seit den Krisen die Hauptquelle für Wettbewerbsfähigkeitsverbesserungen. Die Ausfuhren sind 2018 trotz einer gewissen Abschwächung, die zum Teil auf vorübergehende Faktoren zurückzuführen war, moderat gestiegen, und die Exportmarktanteile sind im Großen und Ganzen stabil geblieben. Der Privatsektor hat seine Schulden im gesamten Jahr 2018 weiter gesenkt, doch der Schuldenabbau muss fortgesetzt werden. Der Rückgang der Unternehmensverschuldung im Verhältnis zum BIP setzte sich fort, verlangsamte sich jedoch aufgrund eines geringfügigen Anstiegs der neuen Kredite. Bei den privaten Haushalten ging die Verschuldung im Verhältnis zum BIP weiter zurück, obwohl das Kreditwachstum 2018 ins Plus drehte. Die realen Wohnimmobilienpreise sind weiter gestiegen, sodass die Zeit von Unterbewertungen allmählich zu Ende geht. In den vergangenen Jahren war das starke Wirtschaftswachstum die wichtigste Triebfeder für die Verringerung des gesamtstaatlichen Defizits, aber aufgrund der anhaltenden Defizite geht die nach wie vor hohe öffentliche Schuldenquote nur langsam zurück. Die Arbeitslosigkeit ist zwar rasch gesunken, liegt aber noch immer sehr hoch und über dem Vorkrisenniveau, insbesondere bei jungen Menschen und ungelernten Arbeitskräften.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Tragfähigkeit sowie der privaten und öffentlichen Verschuldung vor dem Hintergrund hoher Arbeitslosigkeit und schwachen Produktivitätswachstums hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

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



Quelle: Eurostat

Frankreich: Im Februar 2019 stellte die Kommission in Frankreich *makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit der hohen öffentlichen Verschuldung und der schwachen Wettbewerbsfähigkeit vor dem Hintergrund des geringen Produktivitätswachstums. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar die gesamtstaatliche und die private Verschuldung.

Die Leistungsbilanz wies bei einem geringfügig negativen Nettoauslandsvermögensstatus ein begrenztes und gleichbleibendes Defizit auf. Die Exportmarktanteile blieben 2018 sowohl auf Jahressicht als auch auf der Grundlage des Fünfjahresindikators stabil. Der Anstieg der Lohnstückkosten fiel verhalten aus und lag unter dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets, obwohl sich die Arbeitsproduktivität nur geringfügig erhöhte. Der gesamtstaatliche Schuldenstand stabilisierte sich 2018 auf einem Rekordhoch, sodass der haushaltspolitische Spielraum zur Abfederung etwaiger Schocks zurzeit beschränkt ist. Da die Vergabe von Krediten im privaten Sektor recht dynamisch blieb, stieg die hohe Schuldenquote in diesem Bereich leicht an. Die Verschuldung nichtfinanzieller Unternehmen lag über dem angesichts der Fundamentaldaten zu

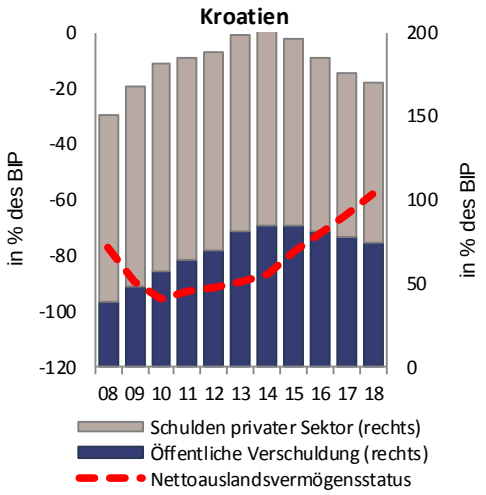
erwartenden Niveau, während die Verschuldung der privaten Haushalte geringer ausfiel. Die realen Wohnimmobilienpreise sind in den letzten Jahren moderat, aber stetig gestiegen, und es gibt nach wie vor Anzeichen für eine mögliche Überbewertung. Der Bankensektor erscheint robust, aber die Kombination aus hohen öffentlichen und privaten Schuldenquoten birgt Risiken. Darüber hinaus können die anhaltend niedrigen Zinssätze die Rentabilität der Banken belasten. Die Arbeitslosenquote ist weiter zurückgegangen und liegt nun unter dem Schwellenwert. Die Langzeitarbeitslosigkeit und die Jugendarbeitslosigkeit haben sich weiter verbessert.

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

Kroatien: Im Februar 2019 stellte die Kommission in Kroatien *makroökonomische Ungleichgewichte* im Zusammenhang mit der hohen öffentlichen, privaten und Auslandsverschuldung vor dem Hintergrund eines niedrigen Potenzialwachstums fest. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), der öffentliche Schuldenstand, die Arbeitslosenquote und der Rückgang der Erwerbsquote.

Der negative NAVS hat sich infolge der kontinuierlichen Leistungsbilanzüberschüsse deutlich verringert, ist aber nach wie vor hoch. Das Wachstum der Lohnstückkosten drehte 2018 ins Plus, da sich die Arbeitsproduktivität kaum erhöhte. Nach einem kontinuierlichen Anstieg der Exportmarktanteile seit 2013 sind diese nunmehr zurückgegangen. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ist hoch, aber unter anderem aufgrund geringer Haushaltsüberschüsse rückläufig. Die Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen geht weiter zurück, liegt aber nach wie vor auf relativ hohem Niveau. Im Allgemeinen lautet ein erheblicher Teil der Schulden auf Fremdwährungen, was Wechselkursrisiken birgt. Während das verhaltene Kreditwachstum zum Abbau der privaten Verschuldung beiträgt, gibt die zunehmende Inanspruchnahme von Verbraucherkrediten durch private Haushalte Anlass zur Sorge. Gleichzeitig wird der Finanzsektor durch das hohe, wenn auch rückläufige Niveau notleidender Kredite und ein gewisses Fremdwährungsrisiko belastet. Die Arbeitslosenquote ist stark zurückgegangen, aber nach wie vor relativ hoch. Die Erwerbsquote ist anhaltend niedrig, während die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter abnimmt. Dies führt gemeinsam mit dem insbesondere für eine sich erholende Wirtschaft geringen Produktivitätswachstum zu einer Beeinträchtigung des Potenzialwachstums.

Abb. A11: ***NAVS, private und öffentliche Verschuldung***



Quelle: Eurostat

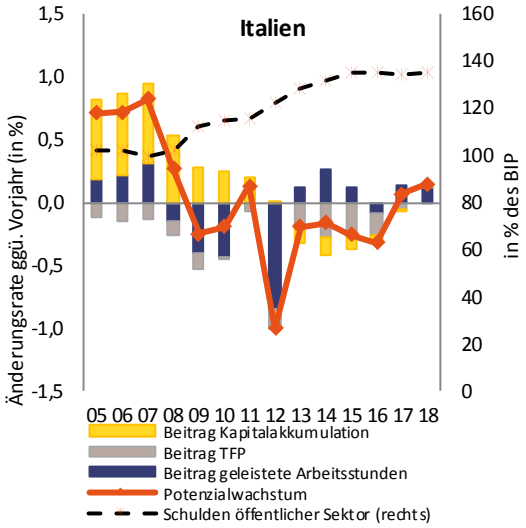
Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem hohen Bestand der Auslandsverbindlichkeiten, der öffentlichen und privaten Verschuldung sowie dem großen Umfang der notleidenden Kredite vor dem Hintergrund nach wie vor hoher Arbeitslosigkeit und schwachen Produktivitätswachstums hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Italien: Im Februar 2019 stellte die Kommission in Italien *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit den Risiken aufgrund der sehr hohen öffentlichen Verschuldung und des anhaltend schwachen Produktivitätswachstums vor dem Hintergrund nach wie vor umfangreicher notleidender Kredite und hoher Arbeitslosigkeit. Im aktualisierten Scoreboard liegen der gesamtstaatliche Schuldenstand und die Arbeitslosenquote weiterhin über dem indikativen Schwellenwert.

Die außenwirtschaftliche Position ist stabil, da der Nettoauslandsvermögensstatus nahezu ausgeglichen ist und die Leistungsbilanz einen Überschuss aufweist. Der Leistungsbilanzüberschuss ist teilweise auf die verhaltene Binnennachfrage und das geringe Lohnwachstum zurückzuführen. Das stagnierende Produktivitätswachstum belastet die nicht kostenbezogene Wettbewerbsfähigkeit und das potenzielle BIP-Wachstum, was wiederum den Schuldenabbau der öffentlichen Hand beeinträchtigt. Das geringe

Produktivitätswachstum ist auf die geringe Investitions- und Innovationstätigkeit, das nicht unterstützende Geschäftsumfeld, Finanzierungsengpässe, den Mangel an hoch qualifizierten Arbeitskräften sowie sektorale Verschiebungen zurückzuführen. Die Lohnstückkosten sind moderat gestiegen, und die Exportmarktanteile sind weitgehend stabil. Die gesamtstaatliche Schuldenquote hat sich 2018 erhöht und könnte 2019 aufgrund der schwachen Wirtschaftsaussichten und einer Verschlechterung des Primärsaldos weiter ansteigen. Positiv ist zu vermerken, dass die Renditen der Staatsanleihen deutlich gesunken sind. Die Bilanzbereinigung der Banken hat dank der Rückführung des Bestands an notleidenden Krediten erhebliche Fortschritte gemacht, doch die Kreditvergabe an Nichtfinanzunternehmen ist nach wie vor schwach.

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



Quelle: Kommissionsdienststellen

Im Finanzsektor bestehen nach wie vor Schwachstellen, vor allem bei kleinen und mittleren Banken, die nach wie vor große Bestände an notleidenden Krediten halten und einem höheren Länderrisiko ausgesetzt sind als größere Banken. Bei Arbeitslosigkeit und Beschäftigung ist eine positive Entwicklung zu verzeichnen. Die Arbeitslosenquote ist jedoch nach wie vor hoch, insbesondere bei jungen Menschen und Langzeitarbeitslosen, während die Teilhabe am Arbeitsmarkt insbesondere bei Frauen weiterhin gering ist, was Risiken für die künftige Beschäftigungsfähigkeit und das künftige Wachstum birgt.

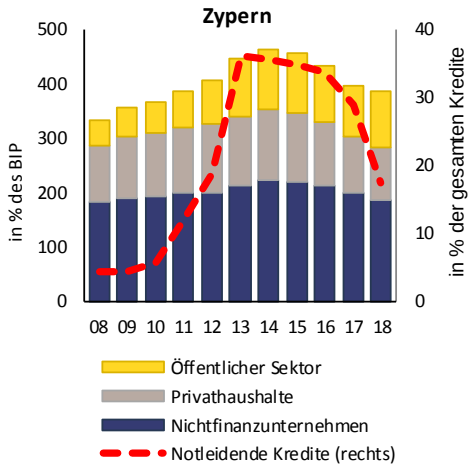
Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der hohen öffentlichen Verschuldung, dem geringen Produktivitätswachstum und der schwachen Arbeitsmarktentwicklung sowie der Anfälligkeit des Bankensektors hin, die zu einem geringen Potenzialwachstum beitragen, was wiederum den Schuldenabbau der öffentlichen Hand beeinträchtigt. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten übermäßigen Ungleichgewichte für angezeigt, das Fortbestehen makroökonomischer Risiken eingehender zu überprüfen und die Fortschritte beim Abbau von übermäßigen Ungleichgewichten zu überwachen.

Zypern: Im Februar 2019 stellte die Kommission in Zypern *übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit dem sehr hohen Anteil an notleidenden Krediten sowie hohen Beständen an privaten, öffentlichen und Auslandsschulden vor dem Hintergrund einer nach wie vor hohen Arbeitslosigkeit und eines schwachen Potenzialwachstums. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren nach wie vor über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Leistungsbilanzsaldo, der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), die Privatverschuldung, der gesamtstaatliche Schuldenstand sowie die Arbeitslosenquote.

Die Leistungsbilanz blieb 2018 wegen der starken Binnennachfrage und der negativen Ersparnisse der privaten Haushalte deutlich im negativen Bereich. Die Entwicklung der Leistungsbilanz ist nicht geeignet, einen vorsichtigen Nettoauslandsvermögensstatus zu gewährleisten, selbst wenn den Zweckgesellschaften Rechnung getragen wird. Die Lohnstückkosten sind moderat gestiegen, und die Exportmarktanteile blieben 2018 stabil. Die private Verschuldung sowohl der privaten Haushalte als

auch der Unternehmen gehört zu den höchsten in der EU, und die Kreditflüsse sind nach wie vor positiv. Der Anteil der notleidenden Kredite im Bankensektor ist 2018 erheblich zurückgegangen, liegt aber nach wie vor sehr hoch. Die staatliche Unterstützung beim Verkauf der Cyprus Cooperative Bank wirkte sich 2018 einmalig erhöhend auf den öffentlichen Schuldenstand aus. Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass die öffentliche Verschuldung wieder zurückgeht, da die fiskalische Entwicklung weiterhin günstig ist. Die Arbeitslosigkeit geht weiter zurück, und dieser Trend dürfte sich angesichts des starken Wirtschaftswachstums fortsetzen.

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

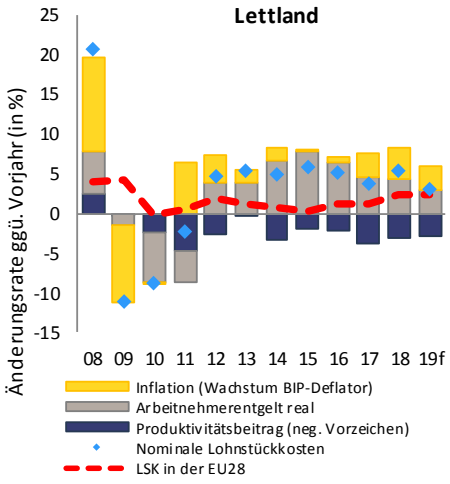


Quelle: Eurostat und EZB

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

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

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



Quelle: Kommissionsdienststellen

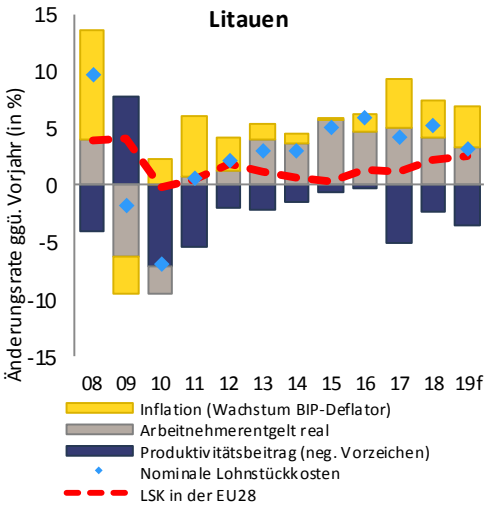
Die Leistungsbilanz ging 2018 wieder auf ein geringfügiges Defizit zurück, wobei sich der negative NAVS, der hauptsächlich auf den gesamtstaatlichen Schuldenstand und die ausländischen Direktinvestitionen zurückzuführen ist, jedoch erneut recht stark verbesserte. Die Indikatoren für die Kostenwettbewerbsfähigkeit scheinen nachzugeben, da der reale effektive Wechselkurs und die Lohnstückkosten aufgrund des stetigen Lohnwachstums erneut recht stark gestiegen sind. Der Lohndruck dürfte wegen der schrumpfenden Erwerbsbevölkerung bestehen bleiben. In der Zwischenzeit hat sich das Wachstum der Exportmarktanteile verlangsamt, wobei die kumulierten Zuwächse jedoch nach wie vor positiv sind. Der reale Anstieg der Wohnimmobilienpreise ist dynamisch und hat sich im Jahr 2018 etwas beschleunigt, sodass der Druck auf dem Wohnungsmarkt aufmerksam beobachtet werden sollte, wobei es bislang aber noch keine eindeutigen Anzeichen für Überbewertungen gibt. Der Schuldenabbau im privaten Sektor setzt sich fort, da das Kreditwachstum nach wie vor verhalten ist, während der öffentliche Schuldenstand auf niedrigem Niveau und leicht rückläufig ist. Was die Lage am Arbeitsmarkt betrifft, so geht die Arbeitslosigkeit weiter zurück, und die Erwerbsquote ist weiter gestiegen.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem Arbeitskräfteangebot und der Kostenwettbewerbsfähigkeit hin, wobei die Risiken jedoch offenbar begrenzt sind. Die Kommission wird zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Litauen: In der letzten MIP-Runde wurden in Litauen *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der reale effektive Wechselkurs und das Wachstum der nominalen Lohnstückkosten.

Die Leistungsbilanz ist weitgehend ausgeglichen, während sich der NAVS, der hauptsächlich den gesamtstaatlichen Schuldenstand und die ausländischen Direktinvestitionen widerspiegelt, weiter verbessert hat und nunmehr unterhalb des Schwellenwerts liegt. Die Lohnstückkosten haben sich vor dem Hintergrund des hohen Lohnwachstums, das auf die angespannte Lage am Arbeitsmarkt und einige regulatorische Änderungen wie den recht starken Anstieg der Mindestlöhne seit 2016 zurückzuführen ist, erneut relativ deutlich erhöht. Zudem hat der reale effektive Wechselkurs 2018 recht stark angezogen und liegt nunmehr über dem Schwellenwert. Fortan dürften die Risiken jedoch sinken, weil sich das nominale Lohnwachstum abschwächt, während das Produktivitätswachstum solide bleibt. Die Exportmarktanteile sind weiterhin kontinuierlich gestiegen. Die öffentliche und private Verschuldung sind nach wie vor relativ gering und stabil, wobei ein positives Kreditwachstum verzeichnet wurde. Die realen Wohnimmobilienpreise zogen deutlich an, liegen aber nach wie vor unter dem Scoreboard-Schwellenwert. Die Arbeitslosigkeit verharrt auf niedrigem Niveau.

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



Quelle: Kommissionsdienststellen

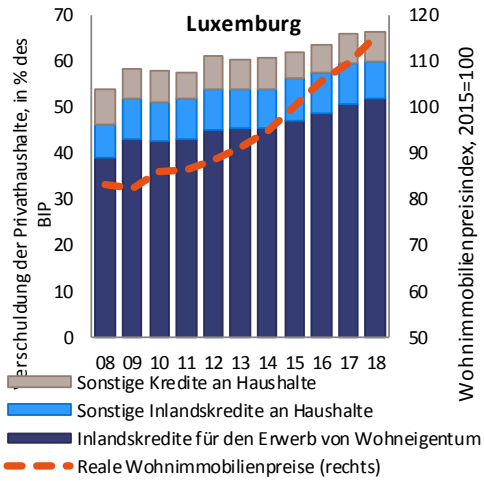
Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Kostenwettbewerbsfähigkeit hin, wobei die Risiken gegenwärtig offenbar begrenzt sind. Die Kommission wird zum jetzigen Zeitpunkt keine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vornehmen.

Luxemburg: In der letzten MIP-Runde wurden in Luxemburg *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegt die Verschuldung des privaten Sektors über dem indikativen Schwellenwert.

Die außenwirtschaftliche Position ist geprägt von weitgehend stabilen Leistungsbilanzüberschüssen und einem positiven Nettoauslandsvermögensstatus. Der kumulierte Anstieg der Exportmarktanteile hat sich verringert, während die Lohnstückkosten relativ stark gestiegen sind. Seit vielen Jahren ist ein ununterbrochenes relativ hohes Realwachstum der Wohnimmobilienpreise festzustellen, was aufmerksam beobachtet werden sollte. Das Wachstum der Wohnimmobilienpreise stützt sich auf den dynamischen Arbeitsmarkt in Verbindung mit den beträchtlichen Nettomigrationsströmen und günstigen Finanzierungsbedingungen, während das Immobilienangebot nach wie vor relativ begrenzt ist. Die hohe Verschuldung der Unternehmen ist größtenteils auf grenzüberschreitende

unternehmensinterne Darlehen zurückzuführen. Die Verschuldung der privaten Haushalte, die größtenteils auf Hypothekendarlehen zurückzuführen ist, hat aufgrund des Anstiegs der Wohnimmobilienpreise ein relativ hohes Niveau erreicht. In Anbetracht der Solidität des Bankensektors sind die Risiken für die Finanzstabilität begrenzt. Darüber hinaus ist der Arbeitsmarkt robust: die Zahl der geschaffenen Arbeitsplätze ist hoch und die Arbeitslosenquote stabilisiert sich auf relativ niedrigem Niveau. Der öffentliche Schuldenstand ist nach wie vor sehr niedrig.

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

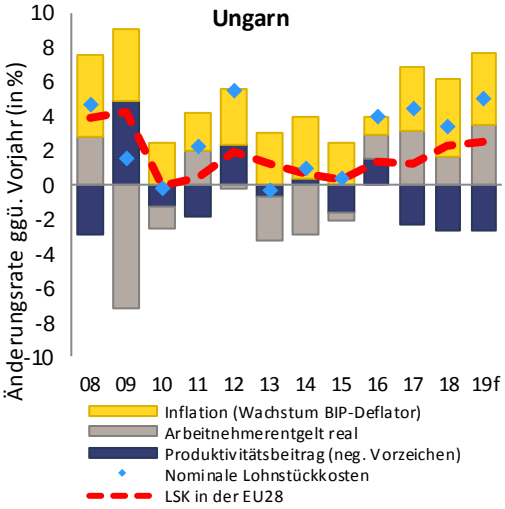


Quelle: Eurostat und EZB

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung in erster Linie auf Probleme im Zusammenhang mit den steigenden Wohnimmobilienpreisen und der Verschuldung der privaten Haushalte hin, wobei die Risiken gegenwärtig jedoch offenbar begrenzt sind. 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, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), der Anstieg der Lohnstückkosten und der realen Wohnimmobilienpreise sowie der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Abb. A17: ***Zusammensetzung der Lohnstückkosten***



Quelle: Kommissionsdienststellen

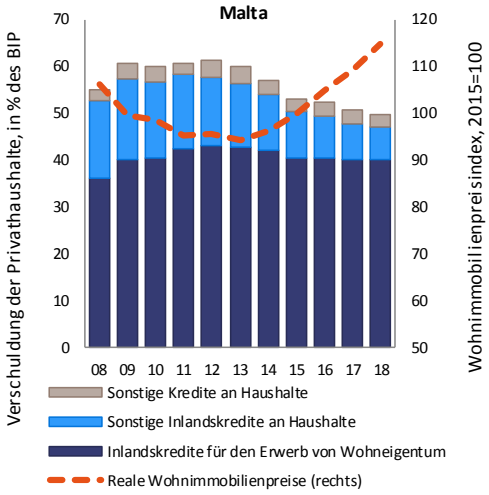
Der negative NAVS hat sich kontinuierlich verbessert, während der Leistungsbilanzüberschuss durch das starke Importwachstum gemindert wird. Risiken im Zusammenhang mit binnennachfragebedingtem Druck sollten aufmerksam beobachtet werden. Die Lohnstückkosten zogen dynamisch an, weil sich die Produktivität nicht so stark erhöhte wie die Löhne, bei denen aufgrund der angespannten Lage am Arbeitsmarkt sowie bestimmter Verwaltungsmaßnahmen ein beträchtlicher Anstieg zu verzeichnen war. Der Anstieg des realen effektiven Wechselkurses wurde bisher durch eine allmähliche nominale Abwertung der Währung abgeschwächt. Dennoch haben vorübergehende Verwerfungen in der Automobilindustrie und ihrer Wertschöpfungskette den Anstieg des Exportmarktanteils in den vergangenen Jahren zum Erliegen gebracht, wobei dies wegen der großen Bedeutung dieses Wirtschaftszweigs langfristig ein Risiko darstellen könnte. Die realen Wohnimmobilienpreise sind weiterhin dynamisch gestiegen. Wenngleich der Umfang der neu vergebenen Kredite steigt, geht die private Verschuldung im Verhältnis zum BIP aufgrund der allmählichen Tilgung der vorherigen Bestände weiter zurück. Aufgrund des prozyklischen fiskalischen Kurses der letzten Jahre sinkt der gesamtstaatliche Schuldenstand nur langsam. Die Arbeitslosigkeit ist im Jahr 2018 weiter gesunken, und die Lage auf dem Arbeitsmarkt bleibt angespannt.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit den Lohnstückkosten, dem Wohnimmobilienmarkt und möglichen Risiken aufgrund der Exponierung gegenüber der Automobilindustrie hin. Die kurzfristigen Risiken erscheinen jedoch begrenzt. Daher wird die Kommission die Entwicklungen weiter beobachten, hält es zum jetzigen Zeitpunkt aber nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

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

Der Leistungsbilanzüberschuss war 2018 erneut sehr hoch, in etwa auf dem Niveau von 2017. Der Nettoauslandsvermögensstatus ging zwar geringfügig zurück, ist aber aufgrund der Präsenz international orientierter Finanzunternehmen und des Online-Glücksspiel-Geschäfts nach wie vor deutlich im positiven Bereich. Die moderate Lohnentwicklung ist der Hauptgrund für den weiterhin verhaltenen Anstieg der nominalen Lohnstückkosten. Der reale effektive Wechselkurs hat sich leicht erhöht. Der Schuldenstand des privaten Sektors ist im Jahr 2018 weiter zurückgegangen.

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



Quelle: Eurostat und EZB

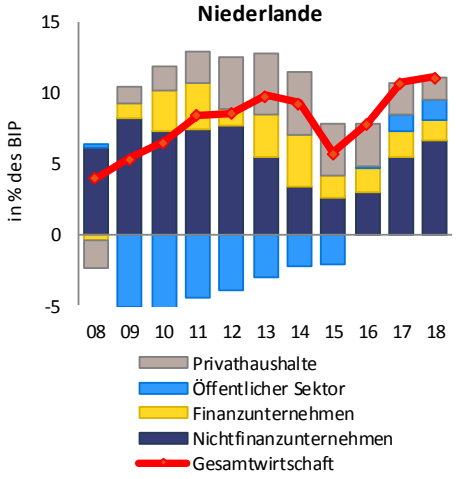
Diese Entwicklung ging hauptsächlich mit einem kräftigen nominalen BIP-Wachstum einher. Während die Kreditflüsse an den nichtfinanziellen Sektor zunehmen, ist die Kreditvergabe an private Haushalte bis 2018 weitgehend unverändert geblieben. Die gesamtstaatliche Schuldenquote ist weiter zurückgegangen. Der stetige Anstieg der Wohnimmobilienpreise hat sich 2018 leicht beschleunigt, wobei die Indikatoren noch nicht eindeutig auf Überbewertungen hindeuten. Die Verbindlichkeiten des Finanzsektors sind 2018 gesunken, und angesichts der vorhandenen Kapitalpuffer gibt es keine Anzeichen für eine Instabilität im Bankensektor. Die Lage am Arbeitsmarkt ist nach wie vor gut: Die Arbeitslosigkeit, einschließlich der Langzeitarbeitslosigkeit, geht zurück und die Erwerbsquote steigt.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf einen sehr hohen Leistungsbilanzsaldo und einen recht dynamischen Anstieg der Wohnimmobilienpreise hin, wobei die Risiken gegenwärtig offenbar begrenzt sind. Die Kommission hält es zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Niederlande: Im Februar 2019 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, und zwar der Leistungsbilanzsaldo, die Verschuldung des privaten Sektors und das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise.

Der Leistungsbilanzüberschuss ist sehr hoch und liegt weiterhin deutlich über dem Scoreboard-Schwellenwert. Zu dem Überschuss tragen alle Wirtschaftsteilnehmer – private Haushalte, Staat und Unternehmen – bei. Die Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses in den vergangenen Jahren ging hauptsächlich auf Nichtfinanzunternehmen zurück, wobei ein Ersparnisüberschuss aus relativ hohen Unternehmenserträgen mit einer vergleichsweise niedrigen inländischen Investitionsquote einherging. Die Lohnstückkosten stiegen nur geringfügig an, weil sich das Lohnwachstum zwar erhöht hat, aber nach wie vor moderat ist, während das Produktivitätswachstum zum Erliegen gekommen ist. Die private Verschuldung im Verhältnis zum BIP geht weiter allmählich zurück, liegt aber nach wie vor deutlich über dem Scoreboard-Schwellenwert. Die hohe Verschuldung der Unternehmen geht hauptsächlich auf konzerninterne Verbindlichkeiten multinationaler Unternehmen zurück. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist sehr hoch, was in erster Linie auf Steuervergünstigungen für selbstgenutztes Wohneigentum und dem ineffizienten Funktionieren des Mietwohnungsmarktes zurückzuführen ist. Während die Verschuldung der Haushalte im Verhältnis zum BIP sinkt, ist die nominale Verschuldung 2018 weiter gestiegen, da sich die kräftige Erholung des Wohnungsmarktes weiter beschleunigte. Infolgedessen erhöhte sich der Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise im Jahr 2018 auf ein Niveau, das über dem Scoreboard-Schwellenwert liegt. Die bereits relativ niedrige gesamtstaatliche Schuldenquote sinkt weiter. Auch die Arbeitslosigkeit ist aufgrund eines starken Beschäftigungswachstums zurückgegangen.

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



Quelle: Eurostat

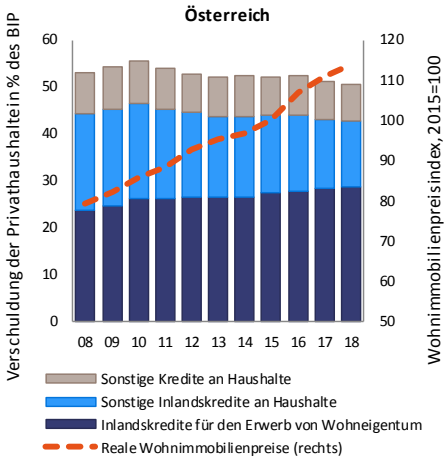
Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der auf den Wohnimmobilienmarkt zurückzuführenden hohen Verschuldung der privaten Haushalte und dem hohen inländischen Ersparnisüberschuss hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten 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 der Indikator für den gesamtstaatlichen Schuldenstand über dem indikativen Schwellenwert.

Der Leistungsbilanzüberschuss blieb 2018 weitgehend unverändert auf gemäßigtem Niveau, während der Nettoauslandsvermögensstatus nach wie vor knapp positiv ausfiel. Die Exportmarktanteile erhöhten sich leicht. Da die Löhne stärker wuchsen als die Arbeitsproduktivität, sind die Lohnstückkosten zwar gestiegen, liegen aber nach wie vor auf relativ niedrigem Niveau. Die realen Wohnimmobilienpreise setzten ihren Aufwärtstrend fort, wobei sich der Anstieg jedoch weiter verlangsamte. Diese Entwicklung sollte beobachtet werden, wenngleich der Preisanstieg nicht kreditgetrieben zu sein scheint. Unterdessen

geht die Schuldenquote der Unternehmen wie auch der privaten Haushalte weiter zurück. Vor dem Hintergrund des kräftigen Wirtschaftswachstums und der laufenden Veräußerung von Vermögenswerten verstaatlichter Finanzinstitute setzte auch der gesamtstaatliche Schuldenstand seinen Abwärtstrend fort. 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 Wohnimmobilienpreisindex***



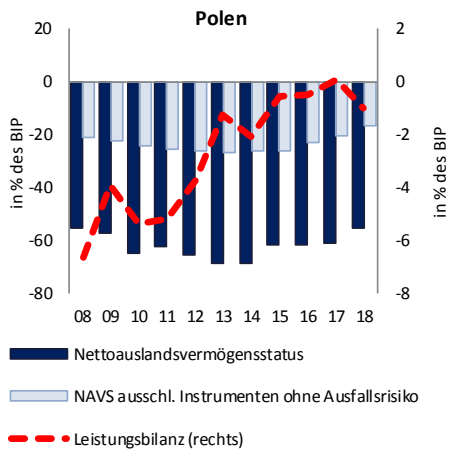
Quelle: Eurostat und EZB

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem Wohnimmobiliensektor hin, wobei die Risiken jedoch offenbar begrenzt sind. 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.

Der Leistungsbilanzsaldo wechselte von einem geringen Überschuss im Jahr 2017 in ein leichtes Defizit im Jahr 2018, wobei der negative NAVS deutlich zurückging, aber weiterhin über dem Schwellenwert lag. Die externen Anfälligkeiten sind nach wie vor begrenzt, da ein Großteil der Auslandsverbindlichkeiten auf ausländische Direktinvestitionen entfällt. Im Jahr 2018 setzten die Exportmarktanteile ihren Aufwärtstrend fort. Die nominalen Lohnstückkosten erhöhten sich moderat, da kräftige Lohnerhöhungen teilweise durch ein starkes Produktivitätswachstum ausgeglichen wurden. Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise beschleunigte sich zwar 2018, blieb aber knapp unterhalb des Schwellenwerts. Die Schuldenquote des privaten Sektors blieb 2018 weitgehend unverändert. Der gesamtstaatliche Schuldenstand im Verhältnis zum BIP, der ohnehin bereits relativ niedrig war, ist vor dem Hintergrund des kräftigen nominalen Wirtschaftswachstums und des geringen Gesamtdefizits weiter gesunken. Der polnische Bankensektor ist relativ gut kapitalisiert, liquide und rentabel, wenngleich der schrumpfende, aber immer noch umfangreiche Bestand an Fremdwährungsdarlehen nach wie vor eine Schwachstelle bildet. Die weiterhin günstige Lage am Arbeitsmarkt führte zu einem Rückgang der Arbeitslosenquote auf ein überaus niedriges Niveau.

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



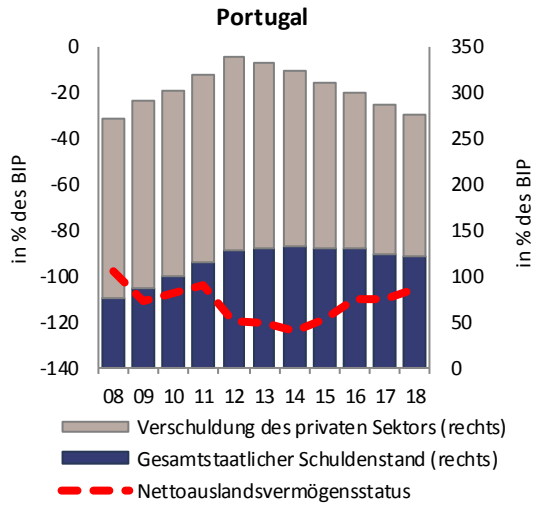
Quelle: Kommissionsdienststellen

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit dem Nettoauslandsvermögensstatus hin, wobei die Risiken jedoch begrenzt sind. Daher hält es die

Kommission zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Portugal: Im Februar 2019 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 vor dem Hintergrund eines niedrigen Produktivitätswachstums. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS), der gesamtstaatliche Schuldenstand, die Verschuldung des privaten Sektors und das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise.

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



Quelle: Eurostat

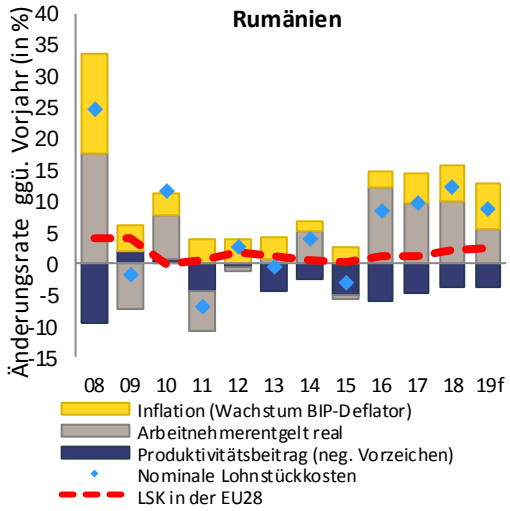
Die außenwirtschaftliche Position ist anfällig, da der NAVS stark negativ ist und die Anpassung sehr langsam vorankommt, während sich die Leistungsbilanz verschlechtert hat. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit hat sich in den vergangenen Jahren aufgrund des Anstiegs der Lohnstückkosten etwas verschlechtert, während die Exportunternehmen ihre Marktanteile weiter ausbauen, wenn auch in allmählich nachlassendem Tempo. Die nach wie vor niedrige Arbeitsproduktivität wird sich in den kommenden Jahren voraussichtlich kaum verbessern, was den Aufholprozess zu den weiter fortgeschrittenen Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets hemmt. Der Schuldenabbau im privaten Sektor setzt sich fort, wobei der Schuldenstand der Unternehmen wie auch der privaten Haushalte weiterhin relativ hoch ist. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ist immer noch sehr hoch, dürfte aber seinen Abwärtstrend fortsetzen. Der Bankensektor wird widerstandsfähiger, wenngleich der Bestand an notleidenden Krediten trotz des erheblichen Rückgangs in den Jahren 2017 und 2018 weiterhin Anlass zur Sorge gibt. Der kräftige Anstieg der Wohnimmobilienpreise setzt sich beschleunigt fort, insbesondere in Marktsegmenten, die Bezug zu tourismusbezogenen Aktivitäten aufweisen. Der Hypothekenbestand ist jedoch weitgehend stabil, und die Wachstumsrate des Baugewerbes holt den Rückstand zum Nachfragewachstum allmählich auf. Dank der weiteren Verbesserungen am Arbeitsmarkt liegt der Indikator für die Arbeitslosigkeit nunmehr unterhalb des Schwellenwerts.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit Ungleichgewichten bei den Bestandsgrößen, insbesondere bei den Auslandsschulden 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 Februar festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Rumänien: Im Februar 2019 stellte die Kommission in Rumänien *makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere im Zusammenhang mit der Gefahr einer nachlassenden Kostenwettbewerbsfähigkeit, einer anhaltenden Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Position sowie Risiken in Bezug auf die finanzielle Stabilität. Im aktualisierten Scoreboard liegen zwei

Indikatoren über dem Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und der Anstieg der nominalen Lohnstückkosten.

Abb. A23: ***Zusammensetzung der Lohnstückkosten***



Quelle: Kommissionsdienststellen

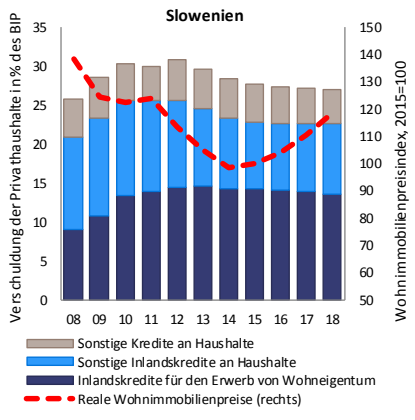
Das hohe Leistungsbilanzdefizit nahm 2018 wegen umfangreicher Importe und eines nachlassenden Exportwachstums weiter zu. Der negative NAVS, der größtenteils auf die ausländischen Direktinvestitionen zurückzuführen ist, hat sich 2018 im Zuge des kräftigen nominalen BIP-Wachstums verbessert. Die Exporte entwickelten sich 2018 weiterhin gut. So konnte Rumänien seine Exportmarktanteile weiter ausbauen. Der Anstieg der Lohnstückkosten zog 2018 wegen kräftiger Lohnerhöhungen, insbesondere im öffentlichen Sektor, stark an. Aufgrund der bisherigen Erfahrungen ist davon auszugehen, dass die Lohnsteigerungen im öffentlichen Sektor eine ähnliche Entwicklung auf dem privaten Sektor nach sich ziehen, sodass die Kostenwettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt werden könnte. Die private Verschuldung ist auf niedrigem Niveau weiter zurückgegangen, während die Vergabe von Krediten an den privaten Sektor nur leicht zunimmt. Das Geschäftsumfeld wird durch häufige und unvorhersehbare Gesetzesänderungen beeinträchtigt, die in vielen Fällen ohne Folgenabschätzung oder Konsultation der Interessenträger verabschiedet werden. Der gesamtstaatliche Schuldenstand im Verhältnis zum BIP ist relativ niedrig, geht aber nicht mehr weiter zurück. Auf dem Immobilienmarkt ist der Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise 2018 leicht zurückgegangen und somit nach wie vor moderat. Die Banken sind gut kapitalisiert und liquide. Die sich aus früheren Rechtsvorschriften ergebenden Risiken für die Finanzstabilität scheinen abgenommen zu haben, wenngleich politische und legislative Instabilität nach wie vor Anlass zur Sorge gibt. Der Rückgang der Arbeitslosenquote im Jahr 2018 spiegelt die weitere Verknappung des Angebots auf dem Arbeitsmarkt wider, wobei die Erwerbsquote, wenn auch auf sehr niedrigem Niveau, gestiegen ist.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit einem starken Anstieg der Lohnstückkosten und einer Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Position hin. Daher hält es die Kommission auch unter Berücksichtigung der im Februar festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, eingehender zu überprüfen, ob die Ungleichgewichte fortbestehen oder abgebaut werden.

Slowenien: In der letzten MIP-Runde wurden in Slowenien *keine makroökonomischen Ungleichgewichte* festgestellt. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der öffentliche Schuldenstand und das Wachstum der Wohnimmobilienpreise.

Die Leistungsbilanz weist nach wie vor einen kräftigen Überschuss aus, was zu einer weiteren Schmälerung des negativen Nettoauslandsvermögensstatus beigetragen hat. Die relativ geringen Lohnsteigerungen und die Zunahme der Arbeitsproduktivität haben zu einem verhaltenen Anstieg der Lohnstückkosten geführt, wobei die Exportmarktanteile

Abb. A24: ***Verschuldung der Privathaushalte und Wohnimmobilienpreisindex***



Quelle: Eurostat und EZB

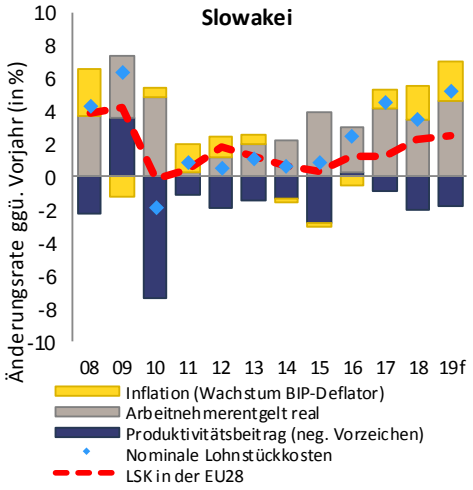
weiter ausgebaut wurden. Die bereits relativ niedrige Verschuldung des privaten Sektors sinkt weiter. Das Kreditwachstum des privaten Sektors drehte 2017 ins Plus, bleibt aber verhalten. Die Investitionen liegen insbesondere beim Wohnungsbau unter dem EU-Durchschnitt. Vor dem Hintergrund der Angebotsknappheit, die es zu beobachten gilt, ist der Anstieg der Wohnimmobilienpreise nach wie vor hoch. Die hohe gesamtstaatliche Schuldenquote ist eindeutig rückläufig. Die veranschlagten Kosten der Bevölkerungsalterung belasten jedoch die mittel- und langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Der Bankensektor ist stabil und der Anteil notleidender Kredite ist weiterhin rückläufig. Auf dem Arbeitsmarkt geht die Arbeitslosenquote weiter zurück, während die Erwerbsquote ein Rekordhoch erreicht hat.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf Probleme im Zusammenhang mit der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und dem Anstieg der Wohnimmobilienpreise hin, wobei die Risiken gegenwärtig offenbar begrenzt sind. 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. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem indikativen Schwellenwert, und zwar der Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) und das Wachstum der nominalen Lohnstückkosten.

Das Leistungsbilanzdefizit hat sich 2018 etwas vergrößert, ist aber nach wie vor moderat. Der NAVS ist stark negativ, aber stabil, wobei die Risiken begrenzt sind, weil ein Großteil der Bestände ausländischer Direktinvestitionen auf die wachsende Automobilindustrie und den Finanzsektor zurückzuführen ist. Vorübergehende Verwerfungen in der Automobilindustrie und die große Bedeutung dieses Wirtschaftszweigs könnten jedoch langfristig ein Risiko darstellen. Die Exportmarktanteile erhöhten sich moderat, und der reale effektive Wechselkurs stieg nach jahrelanger rückläufiger Tendenz leicht an. Das Wachstum der nominalen Lohnstückkosten zog aufgrund eines kräftigen Lohnwachstums im Kontext eines angespannten Arbeitsmarktes und eines bedeutenden Arbeitskräftemangels stark an und liegt nunmehr über dem Schwellenwert. Die Wohnimmobilienpreise stiegen 2018 deutlich an, wobei es aber noch keine Anzeichen für eine Überbewertung gibt. Die dynamische Entwicklung am Wohnungsmarkt trug zu einem weiteren Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte bei, wenn auch von einem relativ niedrigen Niveau. Der weitgehend in ausländischem Eigentum stehende Bankensektor verfügt über eine solide Kapitaldecke. Sowohl die Gesamtarbeitslosenquote als auch die Langzeitarbeitslosenquote gingen weiter zurück, während sich die Erwerbsbeteiligung erhöhte.

Abb. A25: ***Zusammensetzung der Lohnstückkosten***



Quelle: Kommissionsdienststellen

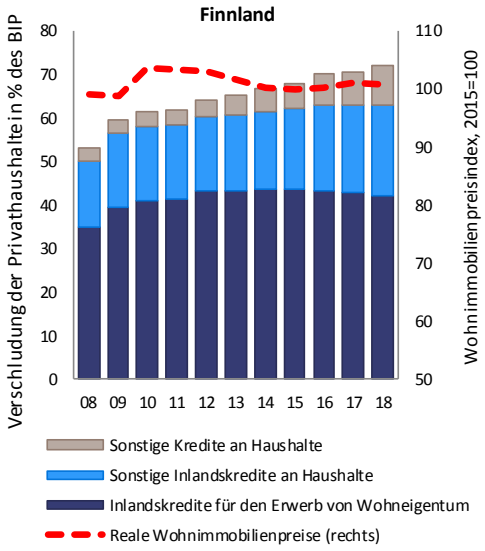
Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf mögliche Probleme im Zusammenhang mit der außenwirtschaftlichen Tragfähigkeit, inländischem Lohndruck und möglichen Risiken aufgrund der Exponierung gegenüber der Automobilindustrie hin. Die kurzfristigen Risiken erscheinen jedoch begrenzt. Daher wird 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 ihrem indikativen Schwellenwert, und zwar die Verschuldung des privaten Sektors und die Veränderung des Gesamtumfangs der Verbindlichkeiten des Finanzsektors.

Das Leistungsbilanzdefizit erhöhte sich 2018, da die Handelsbilanz ins Minus drehte, während der Nettoauslandsvermögensstatus ausgeglichen war. Die Exportmarktanteile stiegen im dritten Jahr in Folge, sodass sich die kumulierten Einbußen verringerten. Die Lohnstückkosten erhöhten sich im Jahr 2018, und auch der reale effektive Wechselkurs stieg leicht an, wobei die Veränderungen jedoch insgesamt begrenzt ausfielen. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ging weiter zurück, da sich das BIP stärker erhöhte als die Schulden, und liegt nunmehr unterhalb des Schwellenwerts. Der private Schuldenstand ist nach wie vor hoch, geht aber allmählich zurück. Die günstigen Kreditbedingungen und die niedrigen Zinssätze unterstützen weiterhin die private Kreditaufnahme, wobei sich das Kreditwachstum im Jahr 2018 jedoch abgeschwächt hat. Die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum BIP ist relativ hoch und setzt ihren gemäßigten Aufwärtstrend fort. Die realen

Wohnimmobilienpreise blieben im Jahr 2018 nahezu unverändert. Aufgrund des verhaltenen Hypothekenwachstums und der sinkenden Zahl neuer Baugenehmigungen haben sich die Risiken für die Tragfähigkeit der Verschuldung der privaten Haushalte verringert. Der Finanzsektor verfügt über eine solide Kapitaldecke, sodass die Risiken für die Finanzstabilität begrenzt sind. Der starke Anstieg der Gesamtaktiva und -passiva des Bankensektors Ende 2018 ist darauf zurückzuführen, dass eine Bank ihren Hauptsitz von Schweden nach Finnland verlegte. Sowohl die Beschäftigung als auch die Arbeitslosigkeit haben sich 2018 stark verbessert haben, wobei die Verbesserungen fortan jedoch wahrscheinlich moderater ausfallen werden. Die Langzeitarbeitslosenquote und Jugendarbeitslosenquote sind 2018 zurückgegangen.

Abb. A26: ***Verschuldung der Privathaushalte und Wohnimmobilienpreisindex***

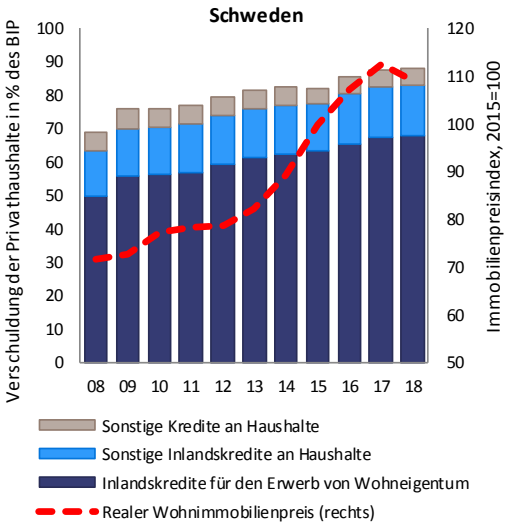


Quelle: Eurostat und EZB

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf anhaltende Herausforderungen im Zusammenhang mit der Verschuldung des privaten Sektors hin, wobei die Risiken jedoch offenbar begrenzt sind. Die Kommission hält es zum jetzigen Zeitpunkt nicht für erforderlich, eine weitere eingehende Analyse im Rahmen des MIP vorzunehmen.

Schweden: Im Februar 2019 stellte die Kommission in Schweden *makroökonomische Ungleichgewichte* fest, insbesondere angesichts der überbewerteten Preise für Wohnimmobilien und des damit verbundenen fortgesetzten Anstiegs der Verschuldung der privaten Haushalte. Im aktualisierten Scoreboard liegen einige Indikatoren über dem Schwellenwert, und zwar die Verschuldung des privaten Sektors und die Exportmarktanteile.

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



Quelle: Eurostat und EZB

Der Leistungsbilanzüberschuss ging 2018 weiter zurück, während sich der NAVS erhöhte und nun eindeutig im positiven Bereich liegt. Die Exportmarktanteile gingen 2018 stärker zurück, und der Indikator liegt nun über dem Schwellenwert. Der Anstieg der nominalen Lohnstückkosten hat sich beschleunigt, während der reale effektive Wechselkurs aufgrund der Abwertung der schwedischen Krone nachgegeben hat. Die Verschuldung des privaten Sektors ist vor allem wegen der Hypothekarkredite privater Haushalte hoch. Die Verschuldung der privaten Haushalte setzte 2018 ihren leichten Aufwärtstrend fort. Die Wohnimmobilienpreise gingen Ende 2017 zurück und blieben 2018 weitgehend unverändert, sodass sie 2018 auf Jahressicht unter dem Vorjahresniveau lagen. Insgesamt sind die Wohnimmobilienpreise sehr hoch, und es gibt Anzeichen für eine Überbewertung. Die Wohnimmobilienpreise und die Verschuldung der privaten Haushalte werden durch die günstige steuerliche Behandlung von Wohneigentum, sehr niedrige Hypothekenzinsen und spezifische Merkmale des Hypothekenmarktes sowie das begrenzte Angebot in die Höhe getrieben, was Risiken hinsichtlich der makroökonomischen Stabilität birgt. Die Risiken im Bankensektor sind

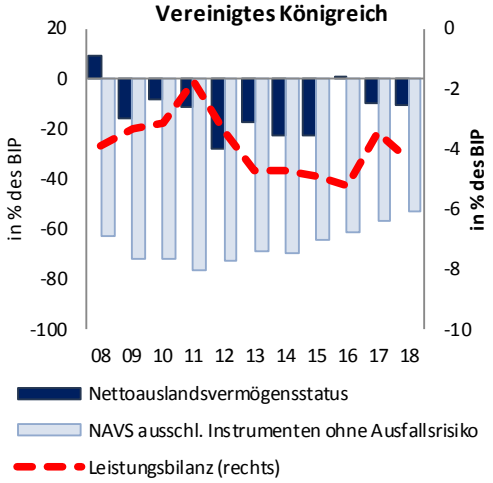
angesichts der nach wie vor hohen Qualität der Aktiva und der hohen Rentabilität sowie der allgemein guten Finanzlage der privaten Haushalte offenbar begrenzt, während die makroprudenzielle Politik verschärft wurde. Die Lage am Arbeitsmarkt verbesserte sich im Jahr 2018 weiter: Die Arbeitslosigkeit ging zurück, doch die jüngsten Entwicklungen deuten auf eine Abschwächung hin.

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 Februar festgestellten Ungleichgewichte für angezeigt, 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, und zwar das Leistungsbilanzdefizit, der reale effektive Wechselkurs, die Verschuldung des privaten Sektors und der gesamtstaatliche Schuldenstand.

Das bereits große Leistungsbilanzdefizit erhöhte sich 2018 weiter, was zu einem erheblichen Außenfinanzierungsbedarf führt. Das hohe Defizit beim Warenhandel und das geringere Defizit bei Transfers und Kapitalerträgen wurden durch den Überschuss beim Dienstleistungshandel nur teilweise ausgeglichen. Trotz anhaltender Zahlungsbilanzdefizite ist der Nettoauslandsvermögensstatus unter anderem dank der Abwertung des Pfund Sterling im Jahr 2016 nahezu ausgeglichen. Die Auswirkungen des Rückgangs des realen effektiven Wechselkurses und der damit verbundenen verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf den Außenbeitrag war jedoch enttäuschend, wobei die Exportmarktanteile in jüngster Zeit zurückgegangen sind. Die Verschuldung des privaten Sektors hat sich nach einem moderaten Schuldenabbau nach der Krise auf hohem Niveau stabilisiert. Insbesondere die Verschuldung der privaten Haushalte ist nach wie vor hoch und muss weiterhin aufmerksam beobachtet werden. Die realen Wohnimmobilienpreise haben sich auf hohem Niveau gefestigt. Der gesamtstaatliche Schuldenstand ist hoch und weitgehend stabil. Ein kräftiges Beschäftigungswachstum ging weiterhin mit einer geringen Arbeitslosigkeit einher, wobei jedoch die Investitionstätigkeit und die Arbeitsproduktivität nach wie vor niedrig sind.

Abb. A28: ***NAVS und Leistungsbilanz***



Quelle: Kommissionsdienststellen

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Auslegung auf gewisse Probleme im Zusammenhang mit der Außenwirtschaft und der privaten Verschuldung 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 2018

	Externe Ungleichgewichte und Wettbewerbsfähigkeit					Interne Ungleichgewichte						Beschäftigungsindikatoren[1]		
Jahr 2018	**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	41,3	6,9	-1,5	3,7	1,0	0,8	178,5	100,0	7,0b	-2,9	1,0	-1,5	-6,3
BG	4,0	-35,2	3,9	13,4	18,3p	4,5	3,9	95,0	22,3	6,3	6,8	2,2	-2,6	-8,9
CZ	1,2	-23,5	11,0	11,9	13,5	6,1p	5,3	70,7	32,6	3,0	7,4	2,6	-1,7	-5,9
DK	7,5	48,5	2,6	-1,5	4,0	3,5	2,4	199,4	34,2	5,6	-4,7	0,9	-0,6	-1,6
DE	8,0	62,0	5,3	3,1	5,6	5,1	6,6	102,4	61,9	3,8	2	1,0	-0,6	-1,0
EE	2,1	-27,7	7,7	0,8	14,3	2,1	3,7	101,5	8,4	6,0	6,9	2,4	-1,1	-1,2
IE	2,3	-165,0	2,3	77,4	-2,8	8,3	-7,8	223,2	63,6	7,0	5,1	0,8	-3,2	-6,4
EL	-2,2	-143,3	3,6	6,9	1,4p	1,3e	-1,1p	115,3p	181,2	21,5	-5,0	0,4	-4,6	-9,9
ES	2,6	-80,4	4,1	4,6	0,7p	5,3	0,4p	133,5p	97,6	17,4	-2,2	-0,6	-5,0	-14,0
FR	-0,6	-16,4	4,5	-0,2	2,4p	1,5	7,9p	148,9p	98,4	9,5	1,6	0,6	-0,8	-4,0
HR	2,4	-57,9	4,2	22,9	-2,4d	4,6	2,3p	94,0p	74,8	10,9	4,6	-0,6	-6,8	-18,9
IT	2,6	-4,7	3,3	0,3	2,7	-1,6	1,6	107,0	134,8	11,2	-0,1	1,6	-0,7	-8,1
CY	-4,6	-120,8	1,8	16,6	-0,4p	0,2	8,4p	282,6p	100,6	10,8	0,3	1,1	-4,1	-12,6
LV	0,6	-49,0	4,9	8,6	14,7	6,6	-0,2	70,3	36,4	8,6	-3,0	2,0	-1,4	-4,1
LT	-0,1	-31,0	6,4	3,5	16,5	4,6	4,3	56,4	34,1	7,1	8,2	3,2	-1,9	-5,2
LU	4,9	59,8	3,3	10,7	7,9	4,9	-0,5	306,5	21,0	5,8	-2,0	0,2b	-0,5	-2,5
HU	2,1	-52,0	2,0	8,4	12,4	10,9	4,3	69,3	70,2	4,3	-9,2	3,3	-1,7	-7,1
MT	8,9	62,7	4,9	24,0	3,2	5,1p	7,5	129,8	45,8	4,1	2,3	5,9	-1,3	-2,5
NL	9,9	70,7	3,2	1,7	3,0p	7,4	4,5p	241,6p	52,4	4,9	-3,3p	0,7	-1,6	-4,1
AT	2,2	3,7	4,8	3,9	4,7	2,5	3,9	121,0	74,0	5,5	1,7	1,3	-0,3	-1,2
PL	-0,5	-55,8	0,1	25,8	8,1p	4,9	3,4	76,1	48,9	5,0	3,0	2,0	-2,0	-9,1
PT	0,9	-105,6	3,1	9,4	5,3p	8,9	-0,1p	154,3p	122,2	9,1	0,7	1,7	-4,1	-11,7
RO	-3,3	-44,1	-0,7	23,7	33,6p	1,8	1,9p	47,8p	35,0	5,0	3,3	1,7	-1,2	-5,5
SI	5,5	-18,9	2,0	20,4	6,1	7,4	1,3	72,8	70,4	6,6	4,1	3,2	-2,5	-7,5
SK	-2,4	-68,1	2,5	3,2	10,9	5,0	2,0	90,9	49,4	8,1	8,9e	1,5	-3,6	-11,6
FI	-1,4	-2,0	3,0	-3,0	-2,6	-0,2	1,6	142,1	59,0	8,3	19,9	2,1	-0,7	-5,4
SE	2,8	10,3	-4,0	-6,3	7,4	-3,0	9,0	200,0	38,8	6,6	-2,9	1,2	-0,3	-3,6
UK	-4,3	-10,5	-13,0	-3,8	7,8	0,7	5,3	169,1	85,9	4,4	-0,6	1,0	-0,5	-3,3

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 EL, e = Schätzung der Zentralbank. 3) Nominale Lohnstückkosten HR, d = für Beschäftigungsdaten gilt das Kriterium Nationalität, nicht Inland. 4) Arbeitslosenquote BE, b = Überarbeitung der Erhebungsmethode. 5) Gesamtverbindlichkeiten des Finanzsektors SK: e = Derivate beruhen auf Schätzung. 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, 2018

Jahr 2018	**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**	**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	**Exportleistung ggü. fortgeschrittenen Volkswirtschaften** Prozentuale Veränderung	**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	1,5	23,8	na	-1,0	36,6	-11,8	170,1	-3,5	2,8	-3,4	0,3	-2,2	0,1	2,3p	0,7	9,4p	5,8	60,9	13,1p
BG	3,1	18,8	0,8p	6,4	35,4	1,9	82,3	-3,4	-1,1	11,1	7,5	-1,7	3,2p	7,7p	43,3	24,0	2,7	23,4	7,5p
CZ	3,0	25,5	1,9p	0,6	28,3	3,5	77,5	-2,9	7,6	9,7	1,9	1,0	1,6	2,1p	5,0	30,0p	4,0	32,3	12,5p
DK	1,5	22,4	3,1p	7,1	11,0	0,3	55,5	-0,2	-1,8	-3,5	1,6	-3,0	-0,3	2,3p	-2,2	14,8	4,8	126,4	16,4p
DE	1,5	21,2	3,1e	7,4	44,7	2,7	44,7	-2,0	0,4	1,1	3,5	-1,3	0,2	1,4p	11,4	21,7	6,3	53,6	13,9p
EE	4,8	23,9	1,4p	3,4	25,7	3,8	92,7	-1,0	4,1	-1,3	4,3	0,9	3,5	1,3p	16,2	17,1	4,6	38,9	6,9p
IE	8,2	23,4	1,2	-5,8	-251,7	16,8	466,2	-1,4	-3,0	73,8	-0,5	7,0	4,8	5,5p	-42,0	31,4	2,4	41,7	6,7p
EL	1,9p	11,1p	1,2p	-2,6	-130,6	1,8	18,5	-2,4p	-1,5	4,7	3,6p	5,3p	0,2p	41,6p	-15,1	-1,9e	0,7p	56,5	11,5p
ES	2,4p	19,4p	na	2,4	-53,6	3,4	65,4	-2,1p	-0,2	2,5	-2,3p	-1,2p	0,1p	3,7p	-14,5	18,6	5,3p	59,0	13,6p
FR	1,7p	22,9p	na	-0,6	-33,0	2,2	45,8	-1,9p	-0,1	-2,2	2,8p	0,1p	0,7p	2,7p	-0,3	7,2	6,4p	60,0	15,3p
HR	2,6p	20,1p	na	3,3	-13,7	1,9	48,1	-3,2p	1,2	20,5	1,8p	4,0p	0,8d	7,3p	-15,5	11,1	na	34,2	7,5p
IT	0,8	17,7	na	2,6	-6,2	1,9	27,3	-2,3	-1,3	-1,7	6,0	-1,6	-0,1	8,4p	-1,2	-1,4	4,2	41,0	13,1p
CY	4,1p	19,1p	na	-3,8	-175,0	22,2	1890,1	-4,2p	-3,2	14,2	1,4p	1,2p	0,0p	20,2p	-9,7	4,4	5,8p	97,0	14,1p
LV	4,6	22,5	0,6p	1,1	-2,4	1,3	55,5	-3,4	1,3	6,5	5,0	0,6	3,0	5,3p	-4,4	29,3	2,2	20,8	7,8p
LT	3,6	20,5	0,9p	1,8	-2,7	2,7	43,4	-4,0	3,0	1,4	4,5	2,9	2,2	2,6p	7,9	23,2	2,7	22,9	10,4p
LU	3,1	16,8	na	6,1	-3523,8	-722,2	7466,2	-3,3	0,4	8,5	-0,2	-2,9	-0,6	0,8p	13,4	19,9	3,8	66,3	14,6p
HU	5,1	25,2	1,5	2,1	-4,2	-43,8	163,1	-3,8	-1,0	6,3	0,3	0,9	2,7	5,3p	9,1	45,5	3,0	18,0	9,4p
MT	6,8	19,0	0,6	12,3	248,0	32,2	1568,6	-8,5	0,3	21,5	2,0	-0,8	1,3	3,1p	4,5	17,5p	5,2	49,4	12,1p
NL	2,6p	20,3p	na	10,8	-14,0	-27,3	581,8	-1,5p	-0,8	-0,4	1,1p	0,3p	0,1p	1,9p	-1,8	23,6	4,8p	102,4p	16,1p
AT	2,4	23,9	3,2p	2,3	-5,0	0,9	67,4	-2,5	1,7	1,8	1,5	2,5	0,7	2,6p	4,7	19,6	4,5	49,6	11,4p
PL	5,1	18,2	1,2p	1,1	-16,9	2,8	47,8	-2,8	-3,0	23,2	3,8	3,6	4,8p	6,2p	-0,1	12,7	2,0	35,1	9,3p
PT	2,4p	17,6p	1,4p	1,4	-57,1	2,7	79,0	-2,5p	-0,3	7,2	4,8p	0,4p	0,1p	9,4p	-6,6	29,0	3,0p	66,9	11,0p
RO	4,0p	21,2p	na	-3,4	-3,9	3,1	44,0	-1,6p	-4,1	21,2	5,3p	2,0p	3,7p	5,3p	25,9	18,6	3,5p	16,0	9,3p
SI	4,1	19,2	2,0p	5,2	-1,9	2,8	39,1	-2,9	-0,4	18,0	2,6	3,2	0,9	6,0p	-0,3	22,5	2,1	27,0	8,2p
SK	4,0	21,2	0,8	-1,3	-16,5	2,4	69,2	-4,1	-0,4	1,1	-1,7	2,0	2,0	3,2p	3,9	21,3	3,4	42,1	9,5p
FI	1,7	23,7	2,8	-1,3	3,9	-1,9	48,9	-2,0	-1,4	-5,0	3,4	-1,2	-0,9	1,5p	1,9	2,9	7,3	65,4	16,1p
SE	2,3	25,9	3,3	1,7	-11,4	1,6	81,1	-1,3	-7,6	-8,2	-1,1	-0,3	0,4	1,0p	6,2	14,4	5,4	87,9	18,8p
UK	1,4	17,0	na	-4,5	4,9	1,3	83,9	-0,7	-16,2	-5,7	3,3	-4,3	0,2	1,2p	7,8	15,4	3,8	87,2	15,3p

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

1) Offizielle Frist für die Übermittlung der Daten 2018 zu den Bruttoinlandsaufwendungen für FuE ist der 31. Oktober 2019, während in dieser Tabelle Daten bis zum 25. Oktober 2019 berücksichtigt wurden. 2) Wohnimmobilienpreisindex EL, e = Schätzung der 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), Europäische Zentralbank (konsolidierter Verschuldungsgrad der Banken und notleidende Kredite brutto, in- und ausländische Unternehmen), Internationaler Währungsfonds, WEO (Volumen der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen weltweit).

Tabelle 2.1 (Fortsetzung): Zusatzindikatoren, 2018

Jahr 2018	Beschäftigungs-quote Prozentuale Veränderung (1Jahr)	Erwerbsquote in % der Gesamt-bevölkerung von 15-64 (%)	Langzeit-arbeitslosigkeit 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 Gesamt-bevölkerung von 0-59	
					%	Veränderung in Prozentpunkte	%	Veränderung in Prozentpunkte n (3 Jahre)	%	Veränderung in Prozentpunkte n (3 Jahre)	%	Veränderung in Prozentpunkte n (3 Jahre)	%	Veränderung in Prozentpunkten (3 Jahre)
BE	1,4	68,6	2,9	15,8	9,2	-3,0	19,8	-1,3	16,4	1,5	4,9	-0,9	12,1	-2,8
BG	-0,1p	71,5	3,0	12,7	15,0	-4,3	32,8	-8,5	22,0	0,0	20,9	-13,3	9,0	-2,6
CZ	1,3	76,6	0,7	6,7	5,6	-1,9	12,2	-1,8	9,6	-0,1	2,8	-2,8	4,5	-2,3
DK	1,8	79,4	1,1	10,5	6,8	0,6	17,4	-0,3	12,7	0,5	3,4	-0,3	11,1	-0,5
DE	1,4	78,6	1,4	6,2	5,9	-0,3	18,7	-1,3	16,0	-0,7	3,1	-1,3	8,1	-1,7
EE	1,2	79,1	1,3	11,9	9,8	-1,0	24,4	0,2	21,9	0,3	3,8	-0,7	5,2	-1,4
IE	3,2	72,9	2,1	13,8	10,1	-4,2	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1,7p	68,2	13,6	39,9	14,1	-3,1	31,8	-3,9	18,5	-2,9	16,7	-5,5	14,6	-2,2
ES	2,2p	73,7	6,4	34,3	12,4	-3,2	26,1	-2,5	21,5	-0,6	5,4	-1,0	10,7	-4,7
FR	1,0p	71,9	3,8	20,7	11,1	-0,9	17,4	-0,3	13,4	-0,2	4,7	0,2	8,0	-0,6
HR	1,8d	66,3	3,4	23,4	13,6	-4,5	24,8	-4,3	19,3	-0,7	8,6	-5,1	11,2	-3,2
IT	0,9	65,6	6,2	32,2	19,2	-2,2	27,3	-1,4	20,3	0,4	8,5	-3,0	11,3	-0,4
CY	4,1p	75,0	2,7	20,2	13,2	-2,1	23,9	-5,0	15,4	-0,8	10,2	-5,2	8,6	-2,3
LV	1,6	77,7	3,1	12,2	7,8	-2,7	28,4	-2,5	23,3	0,8	9,5	-6,9	7,6	-0,2
LT	1,4	77,3	2,0	11,1	8,0	-1,2	28,3	-1,0	22,9	0,7	11,1	-2,8	9,0	-0,2
LU	3,7	71,1	1,4	14,1	5,3	-0,9b	21,9	3,4	18,3	3,0	1,3	-0,7	8,3	2,6
HU	2,4	71,9	1,4	10,2	10,7	-0,9b	19,6	-8,6	12,8	-2,1	10,1	-9,3	5,7	-3,7
MT	5,4	74,7	1,1	9,1	7,3	-3,2	19,0	-4,0	16,8	0,2	3,0	-5,5	5,5	-3,7
NL	2,5p	80,3	1,4	7,2	4,2	-0,5	16,7	0,3	13,3	1,7	2,4	-0,2	8,6	-1,6
AT	1,7	76,8	1,4	9,4	6,8	-0,7	17,5	-0,8	14,3	0,4	2,8	-0,8	7,3	-0,9
PL	0,3p	70,1	1,0	11,7	8,7b	-2,3b	18,9	-4,5	14,8	-2,8	4,7	-3,4	5,6	-1,3
PT	2,3p	75,1	3,1	20,3	8,4	-2,9	21,6	-5,0	17,3	-2,2	6,0	-3,6	7,2	-3,7
RO	0,2p	67,8	1,8	16,2	14,5	-3,6	32,5	-4,9	23,5	-1,9	16,8	-5,9	7,4	-0,5
SI	3,2	75,0	2,2	8,8	6,6	-2,9	16,2	-3,0	13,3	-1,0	3,7	-2,1	5,4	-2,0
SK	2,0	72,4	4,0	14,9	10,2	-3,5	na	na	na	na	na	na	na	na
FI	2,6	77,9	1,6	17,0	8,5	-2,1	16,5	-0,3	12,0	-0,4	2,8	0,6	10,8	0,0
SE	1,9	82,9	1,2	16,8	6,1	-0,6	18,0	-0,6	16,4	0,1	1,6	0,5	9,1	0,4
UK	1,2	77,9	1,1	11,3	10,4	-0,7	na	na	na	na	4,6p	-1,5p	na	na

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

1) Beschäftigungsquote HR, d = für Beschäftigungsdaten gilt das Kriterium Nationalität, nicht Inland. 2) Jugendliche, die weder in Ausbildung noch in Beschäftigung sind, PL, b = Gewichtungsverfahren geändert, 3) Offizielle Frist für die Übermittlung der Daten 2018 zu Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) ist der 30. November 2019, während in dieser Tabelle Daten bis zum 25. Oktober 2019 berücksichtigt wurden.

Quelle: Europäische Kommission, Eurostat