EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Straßburg, den 17.12.2024
COM(2024) 702 final

MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT UND DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS

Warnmechanismus-Bericht 2025

erstellt nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011
über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

MITTEILUNG ZUM WARNMECHANISMUS-BERICHT

Im Warnmechanismus-Bericht (WMB) werden auf der Grundlage einer wirtschaftlichen Auslegung des Scoreboards für das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (VMU) die Mitgliedstaaten ermittelt, die nach Auffassung der Kommission von Ungleichgewichten betroffen sind oder betroffen sein könnten.[1] Bei der wirtschaftlichen Auslegung des Scoreboards werden die Ist-Daten für 2023 zugrunde gelegt und zukunftsgerichtet interpretiert. Hierzu wird gestützt auf die wirtschaftlichen Entwicklungen im Jahresverlauf 2024 sowie gegebenenfalls die in der Herbstprognose der Kommission 2024 enthaltenen Prognosen für 2025 und 2026 die Entwicklung möglicher Risiken betrachtet. Nach einigen Jahren wurden Änderungen am Scoreboard vorgenommen, und dieser WMB ist der erste, der auf dem überarbeiteten Scoreboard basiert. Die wichtigsten Änderungen sind in Kasten 1 aufgeführt. Weitere Einzelheiten sind in einer gesonderten Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen[2] zur Überarbeitung des Scoreboards enthalten, die dieser Mitteilung beigefügt ist. Eine weitere Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen enthält die vollständige wirtschaftliche Analyse, die dieser Mitteilung zugrunde liegt, sowie einen Anhang mit den Resultaten des Scoreboards.[3]

Die seit 2021 herrschende hohe Inflation schwächt sich ab und nähert sich dem angestrebten Wert. Dennoch bleibt sie im Dienstleistungssektor nach wie vor auf hohem Niveau. Zur Jahresmitte 2024 war die starke Inflation, die 2021 eingesetzt hatte, abgeflacht. Die allgemeine Verbraucherpreisinflation nähert sich allmählich dem von den Währungsbehörden angestrebten Ziel an. Trotz dieses allgemeinen Rückgangs besteht der Inflationsdruck fort. Die durch interne Faktoren – in erster Linie durch den Dienstleistungssektor – verursachte Inflation liegt insgesamt weiterhin auf hohem Niveau und ist uneinheitlich, wobei die Inflationsraten einiger Länder deutlich hervorstechen. Deren Beitrag zur Gesamtinflation wird derzeit durch die inflationsdämpfenden Effekte von Importen, vor allem bei Energie und Lebensmitteln, sowie durch Preissenkungen bei Gebrauchsgütern ausgeglichen. Dieser Inflationsrückgang ist sowohl auf Basiseffekte als auch auf die niedrigeren Energiepreise, die auf die Herstellungskosten durchschlagen, zurückzuführen. Wenn diese Wirkung nachlässt, könnte die Inflation im Dienstleistungssektor die Gesamtrate in die Höhe treiben, sollte sie in der Zwischenzeit nicht eingedämmt worden sein. Da die Reallöhne in diesem Jahr gerade erst wieder ihr Vor-Pandemie-Niveau erreicht haben, könnten die Lohnforderungen weiterhin kräftig ausfallen und dazu beitragen, dass die Kerninflation und der BIP-Deflator auf hohem Stand verharren.

Das Wirtschaftswachstum zieht wieder an, doch das makroökonomische Umfeld bleibt weiterhin von Herausforderungen geprägt. Im Jahr 2023 war das Realwachstum gering, da sowohl der Konsum als auch die Investitionen aufgrund der Kombination aus hohen Zinsen und starkem Preis- und Kostenanstieg zurückgingen. 2024 zog es dann wieder an, da sich die Kaufkraft der privaten Haushalte dank höherer Löhne und geringerer Inflation erholte. Trotz des

[1] Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. November 2011 über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte.

[2] Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen zu Änderungen am Scoreboard für das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht, SWD(2024) 702.

[3] Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen, Warnmechanismus-Bericht 2025, SWD(2024) 700. Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen, Statistischer Anhang zum Warnmechanismus-Bericht 2025, SWD(2024) 701.

Inflationsrückgangs dürfte dies zu einem weiterhin relativ lebhaften nominalen Wachstum beitragen. Das Zinsniveau – auch wenn nach wie vor größtenteils deutlich über dem Stand der vergangenen zehn Jahre – geht allmählich zurück. Damit dürfte auch der Druck auf private Haushalte, Unternehmen und Staaten, die Schulden bedienen müssen, nachlassen. Während sich die Finanzierungsbedingungen lockern, ziehen einige Länder die finanzpolitischen Zügel an, was sich wiederum auf das Wirtschaftswachstum auswirken kann. Nach Überwindung der Pandemie und der Energiepreisschocks und angesichts des neuerlichen Wachstums beginnen einige Staaten mit der Rückführung ihrer Schuldenquoten, die zum Teil aufgrund von Maßnahmen zur Stützung der Nachfrage während der Pandemie und der Energiepreisschocks gestiegen waren. Die globalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind nach wie vor komplex, da aufkommende geopolitische Spannungen und potenzielle wirtschaftliche Störungen erhebliche Herausforderungen mit sich bringen, die sich auf die Höhe der öffentlichen Schuldenstände auswirken könnten. Die anhaltenden Abwärtsrisiken bleiben bestehen und liegen vor allem in den globalen Rahmenbedingungen begründet: dem Konflikt im Nahen Osten, dem anhaltenden Krieg Russlands gegen die Ukraine und einem generell im Wandel befindlichen geopolitischen Umfeld, das den Welthandel beeinträchtigen und die außenwirtschaftlichen Bedingungen erschweren könnte.

Nach Überwindung der Inflationsphase sind die Wachstumspfade und allgemeinen Preissteigerungen von Land zu Land unterschiedlich, was zu Problemen bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit führen könnte. Die allgemeine Verbraucherpreisinflation ging in allen Ländern stark zurück, wobei einige im vergangenen Jahr sogar kurzzeitig Episoden von Deflation erlebten. In der Regel handelte es sich dabei um Länder, in denen Energie und andere Rohstoffe – zum Teil aufgrund von Basiseffekten – einen großen Einfluss auf die sinkenden Preise hatten. In einigen Ländern hält sich die Kerninflation jedoch hartnäckig auf einem höheren Niveau als in anderen, was den in den letzten Jahren verzeichneten kumulierten Anstieg des Preisniveaus noch weiter verstärkt. Dadurch können sich anhaltende Rückkopplungseffekte zwischen Lohnsteigerungen und Preisinflation ergeben, was insbesondere für Länder, in denen das Preisniveau bereits sehr stark angestiegen ist, Probleme hervorrufen könnte. Auch das BIP-Wachstum folgt unterschiedlichen Mustern. Während sich das Wachstum in so gut wie allen Ländern 2023 abgeschwächt hat und in den Jahren 2024 und 2025 dann wieder angestiegen ist, gibt es dennoch große Unterschiede. So besteht nicht überall die gleiche Verbindung zwischen hoher Kerninflation und Binnennachfrage, was auf erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern im Nachgang zur Krise hindeutet. Während die hohe Kerninflation in einigen Ländern etwa mit einem anhaltend starken realen BIP-Wachstum einhergeht, hält sie in anderen Fällen trotz Negativwachstums im vergangenen Jahr und einer nach wie vor schwachen Entwicklung des realen BIP weiter an, und zwar sowohl im Vergleich zu anderen Ländern als auch zu den vor der Pandemie verzeichneten Wachstumsraten.

Auswertung der Daten nach Sektoren

- Im Zuge sinkender Energiepreise und der anhaltend schwachen Nachfrage **verbesserte sich die Leistungsbilanz 2023 in fast allen Mitgliedstaaten**, wodurch der starke Rückgang der Handelsbilanzen aus dem Jahr 2022 teilweise wieder ausgeglichen wurde. Trotz dieser Zuwächse liegen die Leistungsbilanzen in vielen Fällen – insbesondere bei einigen großen Netto-Schuldnerländern – weiterhin unter dem Vor-Pandemie-Stand und unter dem Wert, der für eine rasche Korrektur erforderlich wäre. In einigen wenigen bemerkenswerten Fällen hält die starke Binnennachfrage an, während die hohen Leistungsbilanzdefizite bestehen bleiben. In einigen anderen Fällen kommt es aufgrund eines konjunkturellen oder zumindest vorübergehenden Nachfragerückgangs zu einer deutlichen Verbesserung oder zumindest zu einer Stabilisierung auf moderatem Niveau. In diesen Fällen kann die Rückkehr zu günstigeren Bedingungen eine schlechtere Ausgangsposition offenbaren. Es sind weiterhin hohe Überschüsse zu verzeichnen, wobei bestimmte Einkommenssalden und länderspezifische Besonderheiten in einigen Fällen eine wichtige Rolle spielen. Im Jahr 2024 gleicht die sukzessive Erholung der Binnennachfrage

die anhaltende Verbesserung der Handelsbilanz aus, wodurch die Leistungsbilanzen in diesem und im nächsten Jahr weitgehend stabil bleiben, wenngleich sich die Verbesserungen der letzten Quartale auf Jahresbasis noch immer auf die Daten niederschlagen. Im Vergleich zu Vor-Pandemie-Zeiten hat sich die Kreditvergabe und -aufnahme in den verschiedenen Wirtschaftssektoren verändert, da das Finanzierungsdefizit des Staates gestiegen ist und der Finanzierungsüberschuss des privaten Sektors zugenommen hat. 2024 fällt dieser Effekt nicht so stark aus wie 2023, da die staatliche Kreditaufnahme zurückgegangen ist und die Ersparnisse des privaten Sektors zugenommen haben.

- Die hohen **negativen Netto-Auslandspositionen** gingen 2023 stark zurück, wobei Nennereffekte eine bedeutende Rolle spielten und einige erhebliche Defizite deutlich ausglichen. In einigen Fällen führten starke Bewertungseffekte zu weiteren Rückgängen, bedingt durch Wechselkursschwankungen. Die hohen **positiven Netto-Auslandspositionen** blieben weitgehend stabil, da sich Zähler- und Nennereffekte angesichts der anhaltend kräftigen Leistungsbilanzüberschüsse die Waage halten.

- Die **Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets** hat sich seit ihrem Tiefstand Anfang 2023 allmählich erholt und konnte seitdem in jedem Quartal einen Anstieg verzeichnen. Durch die Verbesserung der Terms of Trade hat sich der nominale Saldo drastisch verbessert, während die Nachfrage insgesamt verhalten war, was den Leistungsbilanzsaldo ebenfalls in die Höhe getrieben hat. Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets liegt immer noch unter dem Vor-Pandemie-Stand, was auf die anhaltenden Auswirkungen der gestiegenen Energiepreise, insbesondere auf die Handelsbilanz, und auf den allmählichen Rückgang der Primäreinkommenssalden zurückzuführen ist. Dieser Rückgang der Primäreinkommenssalden betrifft vor allem eine kleine Anzahl von Ländern und ergibt sich in einigen Fällen aus der Geschäftstätigkeit von Zweckgesellschaften mit starken grenzüberschreitenden finanziellen Verflechtungen, aber nur begrenzten Verbindungen zur Binnenwirtschaft der jeweiligen Staaten. Parallel dazu ist der (geringe) Überschuss bei den Dienstleistungen zurückgegangen, obgleich der Beitrag des Tourismus weitgehend seinem längerfristigen Durchschnitt entspricht. Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets dürfte sich in diesem Jahr weiter verbessern und im nächsten Jahr annähernd stabil bleiben, worin sich das seit Langem bestehende Defizit der inländischen Investitionen im Verhältnis zu den Ersparnissen niederschlägt. Insgesamt hat die deutliche Verbesserung des Nettoauslandsvermögensstatus (NAVS) der Nettoschuldner zu einer einseitigen Neubalancierung der **außenwirtschaftlichen Positionen im Euro-Währungsgebiet** geführt, obwohl aufseiten der großen Netto-Gläubigerländer keine Korrektur stattgefunden hat.

- Das Wachstum der **Lohnstückkosten** hat sich im Jahr 2023 insgesamt deutlich beschleunigt – allerdings mit erheblichen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern. In den meisten Fällen lässt sich diese Entwicklung auf das beschleunigte Lohnwachstum und das verhaltene oder sogar negative Produktivitätswachstum zurückführen. Die außerordentlich starke Zunahme der Lohnstückkosten stellt für die meisten Mitgliedstaaten den höchsten Anstieg der letzten Jahre dar. Trotz der beträchtlichen Lohnerhöhungen haben die Reallöhne in einigen Mitgliedstaaten noch immer nicht das Niveau von 2019 erreicht. 2024 zeichnet sich eine Verlangsamung der Lohnsteigerungen ab, doch die prognostizierten Zuwächse bleiben in vielen Ländern auf einem historischen Hoch. Die Lage an den Arbeitsmärkten bleibt weiterhin angespannt, was die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer stärkt. Zwar nimmt die Arbeitslosigkeit in einigen Ländern zu, doch ist das Ausgangsniveau niedrig und der Anstieg begrenzt. In einigen Fällen ging der Anstieg der Arbeitslosigkeit jedoch durch zunehmende Migration und/oder Erwerbsbeteiligung auch mit einem wesentlich stärkeren Anstieg der Beschäftigung einher. In den großen Netto-Schuldnerländern im Euro-Währungsgebiet lag der Anstieg der Lohnstückkosten unter dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets, wohingegen viele Netto-Gläubigerländer ein stärkeres Wachstum verzeichneten. Diese dürften zur

symmetrischen Neubalancierung der außenwirtschaftlichen Positionen im Euro-Währungsgebiet beitragen.

- 2023 wertete der Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen auf, da die EZB ihren restriktiven Kurs fortsetzte. Auch außerhalb des Euro-Währungsgebiets werteten die europäischen Währungen mit Ausnahme der schwedischen Krone auf. Dies führte zu einem allgemeinen Anstieg der **realen effektiven Wechselkurse (REWK)**. Lediglich in Schweden und einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets mit deutlich niedrigerer Inflation blieben sie weitgehend stabil. In Ländern mit sehr hoher Inflation stiegen die HVPI-basierten REWK innerhalb eines Jahres um über 5 % und legten in Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, die sowohl eine starke Aufwertung der Landeswährung als auch eine hohe Inflation verzeichnen, sogar noch weiter zu. Im Jahr 2024 schwächte sich die Aufwertung des Euro erheblich ab, was zu weitgehend stabilen realen effektiven Wechselkursen im gesamten Euro-Währungsgebiet führte, wobei die nun viel geringeren Inflationsunterschiede die vergleichsweise begrenzten Schwankungen der realen effektiven Wechselkurse bedingten.

- Im Jahr 2023 ging die **Schuldenquote der Unternehmen** im Verhältnis zum BIP EU-weit im dritten Jahr in Folge stark zurück, wobei die Gesamtschuldenquote auf den niedrigsten Wert seit über einem Jahrzehnt sank. Während vor allem die Auswirkungen der Inflation auf den Nenner für den Rückgang maßgeblich waren, trugen auch begrenzte oder in einigen Fällen sogar negative Nettokreditflüsse zur allgemeinen Verringerung der Unternehmensverschuldung bei. Insgesamt fielen die Kreditflüsse auf den niedrigsten Stand seit mehr als zehn Jahren. Der Abbau von Unternehmensschulden fand in erster Linie bei den Krediten statt, während die Schuldverschreibungen weitgehend stabil blieben. Die angespannten Finanzierungsbedingungen und die hohen Zinsen haben die Zinsaufwendungen der Unternehmen erhöht und die Fähigkeit des Unternehmenssektors zur Rückzahlung seiner Schulden beeinträchtigt. Obwohl die finanzielle Anfälligkeit der Unternehmen leicht zugenommen hat, gibt es derzeit aber kaum Anzeichen für verstärkte Kreditausfälle. Nachdem die Gewinnanteile Mitte 2022 einen Höchststand erreicht hatten, gingen sie im Laufe des Jahres 2023 bis Anfang 2024 auf Vor-Pandemie-Niveau zurück, was möglicherweise auf die Zahlung höherer Löhne durch Unternehmen zurückzuführen ist. Gleichzeitig lasten die gedämpfte Konjunktur und das schwache Produktivitätswachstum in einigen Ländern und Branchen auf der Gewinnspanne, was sich auch in Zukunft nicht ändern dürfte. Im Jahr 2024 hält der Schuldenabbau an, wenn auch in mäßigerem Tempo. Grund dafür sind die nachlassende Inflation und eine leichte Zunahme der Kreditflüsse, was auch mit einer zwar langsamen, aber allmählichen Erholung der Unternehmensinvestitionen einhergehen dürfte. Mit steigender Nachfrage und besseren Finanzierungsbedingungen sowie wachsendem Vertrauen der Wirtschaft sollte diese Erholung an Dynamik gewinnen.

- Der Preisanstieg für **Wohnimmobilien** hat sich 2023 verlangsamt, nachdem in den Vorjahren (2020-2022) ein kräftiges Wachstum zu verzeichnen war. Hierbei gab jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten. Während die Preise in einigen Ländern nachgaben, legten sie in anderen zu. Der Rückgang bzw. langsamere Anstieg der Preise spiegelt eine Anpassung an höhere Finanzierungskosten wider, da die Haushalte nunmehr nur ein geringeres Kreditvolumen stemmen können. Die bereits erfolgte leichte Senkung der Zinssätze bei gleichzeitiger Anpassung des Marktes an ein niedrigeres Preisniveau regen 2024 die Nachfrage wieder an, wenngleich der moderate Preisanstieg in einigen Ländern weiter anhält. Trotz des moderaten Rückgangs der Immobilienpreise gelten Immobilien in drei Viertel der EU-Mitgliedstaaten weiterhin als überbewertet, wobei diese Überbewertung in mehr als der Hälfte der Mitgliedstaaten schätzungsweise mehr als 10 % beträgt. Und das, obwohl die Immobilienpreise gerade auf jenen Märkten am stärksten zurückgegangen sind, die am stärksten von der Überwertung betroffen sind. Gleichzeitig legen die Preise für Wohnimmobilien in einigen Ländern nach wie vor kräftig zu. Im Allgemeinen ist die Zahl der Neubauten und

Baugenehmigungen zurückgegangen, insbesondere in Ländern, in denen eine stärkere Preiskorrektur stattgefunden hat. Daher dürfte das Angebot in naher Zukunft begrenzt bleiben, was zu einer Wiederbelebung der ursprünglichen Dynamik führen dürfte, die in den letzten Jahren einen starken Anstieg der Immobilienpreise zur Folge hatte.

- Die **Verschuldung der privaten Haushalte** ging 2023 weiter zurück und erreichte in den meisten EU-Ländern einen historischen Tiefstand. Während der Rückgang im Jahr 2023 in erster Linie auf die hohen Inflationsraten zurückzuführen war, die den Nenner stark beeinflussten, trug auch der rückläufige Kreditfluss dazu bei, dass sich neue Kreditaufnahmen nur in geringerem Maße auf die Verschuldung auswirkten. Die Kreditkosten sind drastisch gestiegen, was sich unmittelbar auf die Vergabe neuer Kredite auswirkt, wodurch die Nachfrage nach Hypotheken sinkt. Unmittelbarer betroffen waren vor allem Zinszahlungen für bestehende Darlehen in Ländern, in denen Hypotheken überwiegend variable Zinssätze oder sehr kurze Zinsbindungsfristen aufweisen und in denen lange Kreditlaufzeiten üblich sind. Die Ersparnisse der privaten Haushalte erholten sich 2023 leicht, nachdem sie zuvor zwei Jahre lang infolge des durch die Pandemie verursachten sprunghaften Anstiegs gesunken waren. Im Durchschnitt sind die Zinseinnahmen der privaten Haushalte in etwas stärkerem Maße gestiegen als die Zinsausgaben. Da jedoch Vermögenswerte und Kredite von verschiedenen Haushalten gehalten werden, können hohe Zinssätze in einigen Ländern für manche Haushalte eine erhebliche Belastung darstellen. Die jüngste Senkung der Zinssätze und die erwarteten Lohnsteigerungen dürften diese Situation in Zukunft etwas entschärfen. Im Jahr 2024 haben sich die Bilanzen der privaten Haushalte insgesamt weiter verbessert, wenn auch langsamer als im Jahr 2023.

- Das starke nominale BIP-Wachstum, das durch die hohe Inflation angetrieben wurde, trug auch im Jahr 2023 zu einer Verringerung der **Staatsverschuldung** bei, wenngleich die öffentlichen Defizite weiterhin einen beträchtlichen Umfang haben. Die öffentlichen Primärdefizite einiger hoch verschuldeter Länder dürften 2024 und 2025 nicht wesentlich ansteigen. Aufgrund des ungünstigeren Zins-Wachstums-Differenzials wird den Prognosen zufolge der seit 2021 zu beobachtende starke Rückgang der öffentlichen Schuldenquoten im Verhältnis zum BIP sich entweder abschwächen oder stagnieren. In einigen Ländern – insbesondere solchen mit hoher Verschuldung – wird jedoch auch für 2024 weiterhin mit einem beträchtlichen Schuldenabbau gerechnet. Dabei handelt es sich um Länder mit Überschüssen oder geringen Defiziten und einem anhaltend starken Wachstum des realen BIP, das den Schuldenabbau unterstützen dürfte. Für einige Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets könnten zusätzliche Risiken im Zusammenhang mit der staatlichen Kreditaufnahme bestehen, wenn ein relativ großer Anteil ihrer Staatsschulden auf Fremdwährungen lautet und daher anfällig für Wechselkursschwankungen sein kann. Die Umsetzung des neuen haushaltspolitischen Rahmens der EU wird in den kommenden Jahren den Schuldenabbau im öffentlichen Sektor fördern.

- D**er EU-Finanzsektor** zeigte sich 2023 insgesamt weiterhin widerstandsfähig, da die Banken von höheren Zinserträgen profitierten und der Anteil notleidender Kredite stabil geblieben ist. Die höheren Zinssätze sorgten für steigende Zinsmargen, da die Banken die höheren Zinssätze bei Krediten schneller weitergaben als bei Einlagen. Dadurch stieg die Rentabilität der Banken, insbesondere bei solchen, die in stärkerem Maße auf Einlagenfinanzierung angewiesen sind. Die harte Kernkapitalquote ist leicht gestiegen. Notleidende Kredite bleiben auf einem insgesamt stabilen Niveau, wenngleich 2024 einige Zuwächse zu verzeichnen waren, die offenbar in erster Linie auf die in einer Reihe von Ländern zu verzeichnende Preiskorrektur bei Gewerbeimmobilien, aber auch insgesamt auf schwächere konjunkturelle Bedingungen zurückzuführen sind. Die Kreditvergabekriterien verschärften sich 2023, und Kreditangebot und -nachfrage sind sowohl seitens der privaten Haushalte als auch der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zurückgegangen. Der Bankensektor erweist sich auch 2024 weiterhin als widerstandsfähig, auch wenn es einige Anzeichen für eine Qualitätsminderung der Aktiva gibt, da einige Kreditnehmer, darunter auch im Immobiliensektor tätige Unternehmen, durch höhere Zinssätze und

Liquiditätsinkongruenzen belastet sind. Neben dem Bankensektor ist auch der Nichtbanken-Finanzsektor womöglich mit weiteren Risiken, damit verbundenen restriktiveren Finanzierungsbedingungen, einer sinkenden Kreditqualität und möglicherweise einer ungeregelten Korrektur von Vermögenswerten konfrontiert. Dazu gehören Liquiditätsrisiken und Risiken im Zusammenhang mit der in der EU besonders starken Verflechtung des Banken- und des Nichtbankensektors. Turbulenzen im Investmentfonds- oder Versicherungssektor können Ausstrahlungseffekte auf den Bankensektor und umgekehrt haben. Der Abschwung in der Gewerbeimmobilienbranche stellt ein Risiko für einige Teile des Finanzsektors dar und könnte negative Ausstrahlungseffekte auf den gesamten Finanzsektor und die Realwirtschaft zur Folge haben.

Aussichten für wirtschaftliche Ungleichgewichte

Die Aussichten für Ungleichgewichte wurden maßgeblich durch das ungewöhnlich starke Inflationsumfeld bestimmt, das sich in einer starken Reduzierung der Schuldenquoten niederschlug. 2023 fielen die Inflationsraten stark und näherten sich zum Jahresende den Zielen der Zentralbanken. Im Jahresverlauf waren jedoch die Preis- und Kostensteigerungen für die Aussichten für Ungleichgewichte ausschlaggebend. Hohe BIP-Deflatoren führten zu starken Nennereffekten bei den wichtigsten Schuldenquoten. Auf diese Weise wurden bestehende Ungleichgewichte – vor allem hohe Schuldenstände – weiter korrigiert, und viele Aggregate, insbesondere die Verschuldung von Unternehmen und Privathaushalten, befinden sich nun auf dem niedrigsten Stand seit vielen Jahren. Eine Ausnahme bilden die öffentlichen Schuldenstände in einigen Ländern, in denen die Schuldenquoten trotz weiterem Abbau im Jahr 2023 noch nicht wieder auf den Stand von vor 2020 zurückgekehrt sind.

Der Inflationsdruck der letzten Jahre hat die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verändert. Auch wenn die Inflation gesunken und ihr Beitrag zum Schuldenabbau nun geringer ist, halten die Folgen der höheren Inflation an und werden auch weiterhin eine Rolle bei der Entstehung von Ungleichgewichten spielen. In vielen Ländern werden die Lohnstückkosten voraussichtlich auch weiter erheblich steigen, um den Rückgang des real verfügbaren Einkommens durch die Löhne auszugleichen. Trotz einer allmählichen Lockerung der Geldpolitik der Zentralbanken, einschließlich der Europäischen Zentralbank, bleiben die Zinssätze voraussichtlich auf einem höheren Niveau als in den letzten zehn Jahren. Dies wirkt sich auf die mit der Verschuldung verbundene Zinslast und auf die Werte von Vermögenswerten in allen Wirtschaftszweigen aus. Aufgrund der höheren Zinsen ist bereits ein Rückgang der Investitionen zu verzeichnen, sowohl in den Wohnungsbau als auch in Unternehmen.

Das nominale Wachstum wird in den kommenden Jahren in geringerem Maße zum passiven Schuldenabbau beitragen. Das nominale Gesamtwachstum dürfte etwas höher bleiben als vor der Pandemie, was hauptsächlich auf den weiterhin leicht erhöhten BIP-Deflator zurückzuführen ist. Eine weitere Senkung der Schuldenlast wird jedoch in den kommenden Jahren nicht mehr möglich sein, ohne die Kreditaufnahme einzuschränken. Haushalte mit hohen Schulden und variabel verzinslichen Hypotheken oder mit einer bereits ausgelaufenen oder auslaufenden Zinsbindung könnten Schwierigkeiten bekommen, die höheren Zinszahlungen zu stemmen. Aufseiten der Unternehmen sind rückläufige Kreditströme zu verzeichnen, wobei die Stückgewinne, die zwischenzeitlich stark angestiegen waren, zurückgehen, sodass mit zunehmender Anpassung der Löhne an die gestiegenen Lebenshaltungskosten der Anstieg der Lohnstückkosten möglicherweise zu einem Teil ausgeglichen wird.

In einigen Ländern bestehen erhebliche Leistungsbilanzdefizite und die Nettoauslandsverschuldung könnte erneut steigen. In einigen Fällen hat die Auslandsverschuldung einen Wendepunkt erreicht, da die beträchtlichen Leistungsbilanzdefizite nicht mehr durch das nominale Wachstum ausgeglichen werden, wodurch sich die

Nettoauslandsposition in den kommenden Jahren verschlechtern dürfte. Auch wenn dies nicht für die Länder mit der höchsten Auslandsverschuldung gilt, so sind doch einige Länder betroffen, in denen das Ausbleiben wirksamer politischer Maßnahmen zu einem besorgniserregenden Anstieg der Auslandsverschuldung führen könnte. In solchen Fällen muss in der Regel das Haushaltsdefizit abgebaut werden, um die hohe Nachfrage zu bremsen und gleichzeitig zur Eindämmung des verbleibenden Inflationsdrucks beizutragen; es könnte aber auch eine Anpassung aufseiten der Privathaushalte oder der Unternehmen erforderlich sein.

Die Herausforderungen in Bezug auf die Kostenwettbewerbsfähigkeit haben in den letzten Jahren zugenommen, und einige Länder sehen sich nun aufgrund kumulierter Anstiege, die sich in einigen Fällen weiter verschlimmern, mit deutlich höheren Preisen und Kosten konfrontiert. Zwar haben die Inflationsdifferenzen stark abgenommen – und sind in vielen Fällen ganz verschwunden –, doch bleiben die stark gestiegenen relativen Preise und Kosten in einigen Mitgliedstaaten bestehen. Obwohl dies hauptsächlich für Länder gilt, die noch ein gewisses Aufholpotenzial haben, scheint der Anstieg weitaus höher zu sein, als dies glaubwürdig auf Faktoren wie Balassa-Samuelson-Effekte zurückgeführt werden kann, und geht nicht auf Produktivitätssteigerungen zurück. Infolgedessen liegen die Preise in diesen Ländern deutlich höher als zuvor, was auf ihrer Wettbewerbsfähigkeit lasten könnte, insbesondere wenn ihre Wettbewerbsposition bereits vor der Pandemie geschwächt war. Die Korrektur dieser Effekte wird Zeit kosten: Sie erfordert entweder eine drastische Preis- und Kostensenkung, die wirtschaftliche Störungen verursachen könnte, oder eine anhaltende Phase der Preis- und Kostendämpfung gegenüber Handelspartnern, die über einen längeren Zeitraum andauert oder ausgeprägter ist, als dies sonst der Fall gewesen wäre.

Ein höheres Preis- und Kostenniveau kann die Außenwirtschaft weiter belasten, und in einigen Fällen kann die Eindämmung eines weiteren Preis- und Kostenanstiegs schwierig sein. In einigen Ländern mit einem stark gestiegenen Preis- und Kostenniveau spielen weitere schädliche Faktoren eine Rolle, die besondere Risiken bergen. Ein Verlust von Exportmärkten, der mit geopolitischen Gründen zusammenhängen kann, könnte sich aufgrund der höheren Preise und Kosten im Inland schwerer durch die Erschließung neuer Absatzmöglichkeiten ausgleichen lassen. Stehen die Außenbilanzen bereits unter Druck, beispielsweise durch dauerhaft rückläufige Salden aufgrund der Auswirkungen der Energiepreise, kann ein Anstieg des Kostenniveaus weiteren Druck auf die Außenwirtschaft ausüben, bis eine Anpassung an eine niedrigere Nachfrage erfolgt. Wenn auch das Wachstum verhalten ist, könnte es schwierig sein, den weiteren Inflationsdruck abzufedern, sobald sich die Nachfrage erholt. Im Zuge der Normalisierung der wirtschaftlichen Bedingungen könnten tieferliegende Wirtschaftsschwächen, wie strukturell schwächere Außenbilanzen, zutage treten.

Hohe Immobilienpreise sind in mehreren Ländern trotz der Abschwächung in jüngster Zeit nach wie vor ein großes Problem. Nach Jahren starken Wachstums, das sich in den meisten Fällen während der Pandemie beschleunigte, haben die Immobilienpreise einen Rückgang erfahren. Diese Korrekturen bedeuten jedoch nicht, dass das mit der Entwicklung der Immobilienpreise verbundene Risiko erheblich gesunken ist. Sie offenbaren vielmehr die bestehenden Schwachstellen: In Ländern, in denen die Immobilienpreise stark sinken, ist dies auf die zugrunde liegende Dynamik zurückzuführen, die sie erst auf ein untragbares Niveau hat steigen lassen. An dieser Dynamik hat sich im Großen und Ganzen nichts geändert. Hat sich die Nachfrage nach Wohnraum erst einmal vollständig an die höheren Zinssätze angepasst, ist angesichts der seit Langem bestehenden Diskrepanz zwischen der kräftigen Nachfrage nach Wohnraum und dem begrenzten Angebot mit einem starken Anstieg der Immobilienpreise zu rechnen. Diese Situation könnte durch die jüngst rückläufigen Investitionen in den Wohnungsbau vor dem Hintergrund einer historisch hohen Nettozuwanderung in einigen Mitgliedstaaten noch verschärft werden. Erschwinglicher Wohnraum, der in vielen Ländern bereits knapp ist, wird aller Voraussicht nach weiter zurückgehen. In den Ballungsräumen einiger Mitgliedstaaten haben die Immobilienpreise ein Niveau erreicht, das die

Anziehungskraft ihrer Volkswirtschaften für Arbeitskräfte bremsen könnte, was zu einem immer größeren Hemmnis für ihr Wachstumsmodell werden kann. In einigen Ländern steigen die Immobilienpreise immer noch sehr stark und ziehen wieder an. Dieser kräftige Anstieg geht in einigen Fällen mit einer starken Inflationsdynamik einher, die sich unter Umständen nur schwer ohne erhebliche Auswirkungen auf die Wirtschaft eindämmen lässt.

Länderspezifische Schlussfolgerungen und weiterführende Überwachung

2025 werden eingehende Überprüfungen für die neun Länder vorgenommen, bei denen 2024 Ungleichgewichte oder übermäßige Ungleichgewichte festgestellt wurden.[4] Der Warnmechanismus-Bericht gibt einen Überblick über die Entwicklung der wichtigsten Parameter, die diesen Ungleichgewichten zugrunde liegen. Mit den eingehenden Überprüfungen für das Jahr 2025, die im ersten Halbjahr 2025 veröffentlicht werden, wird eine wirtschaftliche Bewertung der Frage vorgenommen, ob diese Ungleichgewichte sich verschärfen, korrigiert werden oder korrigiert wurden, um die Bewertungen zu aktualisieren und den möglichen verbleibenden politischen Bedarf einzuschätzen. Das wird für **Deutschland, Griechenland, Italien, die Niederlande, Rumänien, Schweden, die Slowakei, Ungarn** und **Zypern** der Fall sein.

Darüber hinaus führt die wirtschaftliche Auslegung des Scoreboards zu dem Schluss, dass Estland einer eingehenden Überprüfung unterzogen werden sollte, da bei diesem Mitgliedstaat besondere Risiken neu auftretender Ungleichgewichte bestehen. Dies entspricht dem zukunftsgerichteten Ansatz, der seit einigen Jahren verfolgt wird. Nach diesem Ansatz sollten eingehende Überprüfungen bereits durchgeführt werden, wenn sich besorgniserregende Entwicklungen abzeichnen, und nicht erst dann, wenn offensichtlich Ungleichgewichte vorliegen. In Estland waren in den letzten Jahren ein starker Kostendruck, ein deutlicher Anstieg der Immobilienpreise und eine vermehrte Kreditaufnahme der privaten Haushalte zu beobachten. Estland sticht hervor, da diese Entwicklungen beständig sind und weitere besorgniserregende Faktoren hinzukommen, die zusätzliche Risiken bergen.

In Estland nimmt die Kostenwettbewerbsfähigkeit immer weiter ab und die Leistungsbilanz verschlechtert sich, gleichzeitig steigen die Immobilienpreise weiter deutlich an. Estland war im Frühjahr 2023 einer eingehenden Überprüfung unterzogen worden, doch wurden zu diesem Zeitpunkt noch keine Ungleichgewichte festgestellt. Zwar waren bereits Anfälligkeiten bei der Wettbewerbsfähigkeit, den Außenbilanzen und den Immobilienpreisen zu verzeichnen, diese wurden jedoch als gering eingestuft und es wurde mit einer raschen Besserung gerechnet. Das aktuelle Scoreboard weist für Estland im Jahr 2023 zwei Indikatoren über ihrem indikativen Schwellenwert aus, nämlich den realen effektiven Wechselkurs und die Lohnstückkosten. Die wirtschaftliche Auslegung des Scoreboards stimmt angesichts der jüngsten Entwicklungen und Aussichten nicht zuversichtlich. Der Kostendruck hat sich zwar abgeschwächt, gehört aber zu den höchsten im Euro-Währungsgebiet. Das Land verzeichnet weiterhin hohe Inflationsraten; die Kerninflation ist in jüngster Zeit gestiegen und liegt deutlich über dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets. Der starke Preis- und Kostenanstieg in Estland erfolgte trotz des schwachen Wirtschaftswachstums. Die Wirtschaft hat sich nicht von der durch den Krieg Russlands gegen die Ukraine ausgelösten Krise erholt und hat 2023 und 2024 eine deutliche Rezession erlebt; das reale BIP liegt nur etwa auf dem Stand vor der Pandemie, was dem schlechtesten Ergebnis in der EU entspricht. Die Ausfuhren sind in jüngster Zeit deutlich zurückgegangen, ebenso wie die Exportmarktanteile. Das Leistungsbilanzdefizit ist gegenüber dem Stand von 2022 leicht gesunken, es wird jedoch keine weitere Verbesserung erwartet. Hinzu kommt, dass dieses Defizit in einer schleppenden Konjunkturphase auftritt, was auf eine schwächere zugrunde liegende außenwirtschaftliche Position hindeutet, und eine konjunkturelle Belebung zur

[4] Mitteilung der Kommission: Europäisches Semester 2024 – Frühjahrspaket, COM(2024) 600 final.

Steigerung der Nachfrage würde sich negativ auf die Leistungsbilanz auswirken. Gleichzeitig stiegen die Immobilienpreise in den letzten Jahren deutlich und erhöhten sich die nominalen Preise im ersten Halbjahr 2024 um mehr als 7 %. Dadurch hat sich das Risiko einer Überbewertung der Immobilienpreise erhöht. Die Kreditaufnahme der Privathaushalte ging 2023 zurück, blieb aber trotz der höchsten Kreditkosten im Euro-Währungsgebiet beträchtlich.

Für die übrigen Mitgliedstaaten besteht zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine Notwendigkeit, eingehende Überprüfungen durchzuführen.

Kasten: Ergebnis der Überprüfung des VMU-Scoreboards 2024

Gemäß der VMU-Verordnung bewertet die Kommission regelmäßig die Angemessenheit des VMU-Scoreboards und aktualisiert es erforderlichenfalls (Artikel 4 Absatz 7 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011). Mit diesem Warnmechanismus-Bericht wird eine Reihe von Änderungen am Scoreboard vorgenommen, sowohl bei den Leitindikatoren als auch den Hilfsindikatoren. Wie bei früheren Überarbeitungen des Scoreboards wurden die geplanten Änderungen dem Europäischen Parlament, dem Rat (einschließlich seiner Sachverständigenausschüsse) und dem ESRB vor ihrer endgültigen Annahme mitgeteilt.

Die angenommenen Änderungen tragen den jüngsten Entwicklungen in Bezug auf die statistischen Indikatoren Rechnung und zielen darauf ab, das Scoreboard kompakter, ausgewogener zwischen den verschiedenen Themenblöcken und zukunftsorientierter zu gestalten. Dabei wurden folgende Grundsätze beachtet: i) Stabilität (Vermeidung zu häufiger Überarbeitungen), ii) keine exorbitante Zunahme der Zahl von Kenngrößen (ihre Anzahl sollte grundsätzlich nicht steigen, um die Anforderung der Verordnung in Bezug auf die Übersichtlichkeit des Scoreboards zu erfüllen), iii) Relevanz und Bedeutung für die Überwachung im Rahmen von Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht und iv) Berücksichtigung der laufenden Verbesserungen der statistischen Qualität. Die wesentlichen Änderungen an den Leitindikatoren sind nachstehend aufgeführt; weitere Einzelheiten sind der beigefügten Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen[5] zu entnehmen.

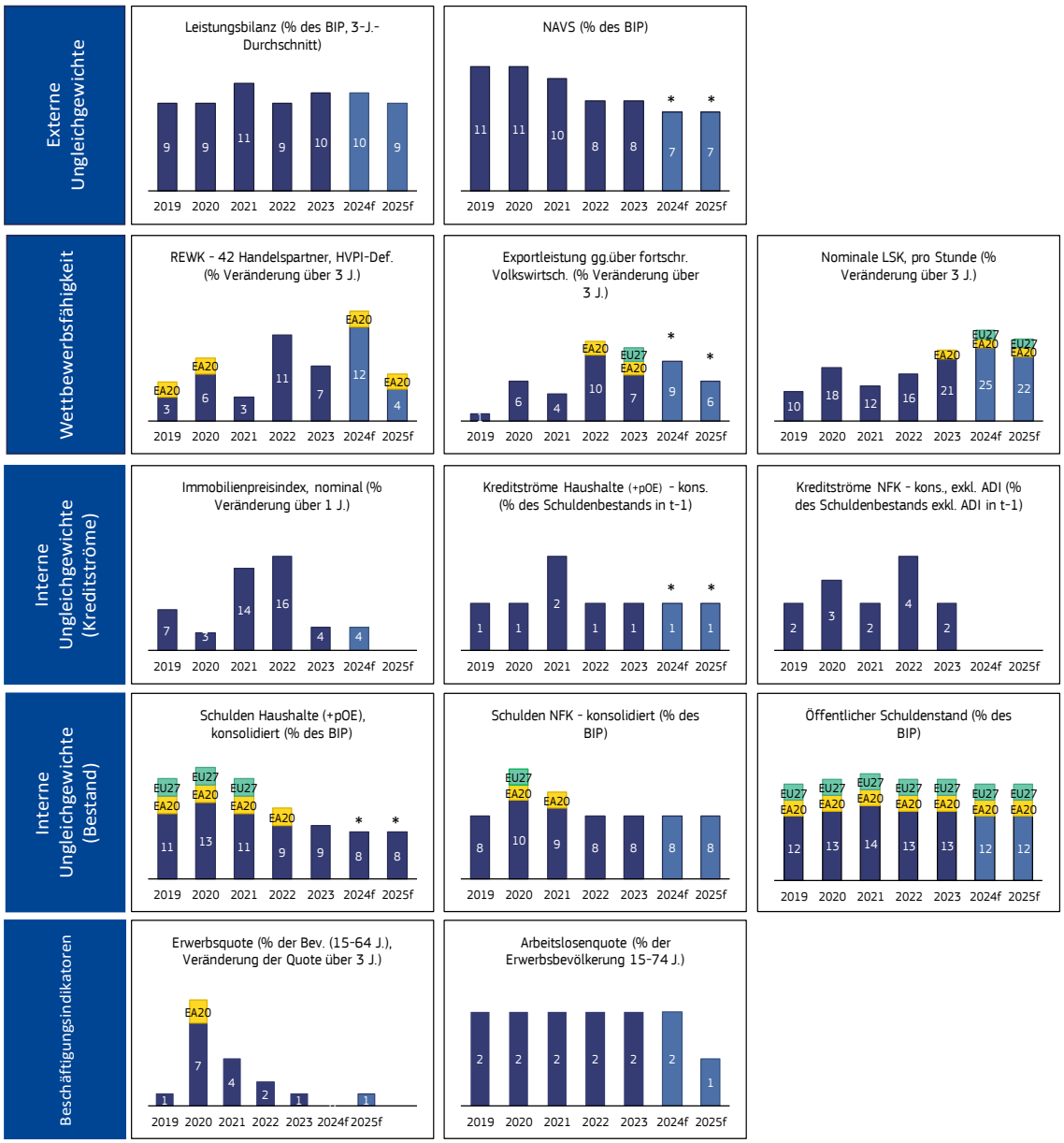
- Der Indikator „Exportleistung im Vergleich zu anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften“ wird vom Hilfsindikator zum Leitindikator aufgewertet und als Veränderung über den Zeitraum von drei Jahren gemessen. Für diesen Indikator wird ein neuer Schwellenwert von -3 % festgelegt. Der Indikator „Exportmarktanteil“ wird wiederum zu einem Hilfsindikator herabgestuft.
- Die Indikatoren für die Verschuldung des privaten Sektors und die Kreditströme werden in separate Indikatoren für Privathaushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften unterteilt. Die Kreditströme werden als Prozentsatz der Vorjahresbestände gemessen, und bei der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften werden ausländische Direktinvestitionen im Zähler und im Nenner ausgenommen. Die neu festgelegten Schwellenwerte betragen 55 % bzw. 85 % des BIP für die Schuldenbestände von Privathaushalten bzw. nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und 14 % bzw. 13 % des Schuldenstands im Vorjahr für Kreditströme.
- Der Leitindikator für die Verbindlichkeiten des Finanzsektors wird gestrichen, da ein umfassender Indikator für den Finanzsektor fehlt, für den ein sinnvoller Schwellenwert festgelegt werden könnte, und es mehrere andere unabhängige Mechanismen zur Überwachung des Finanzsektors auf europäischer Ebene gibt, die nach der Einführung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht eingerichtet wurden. Der Bankensektor wird mithilfe von drei Hilfsindikatoren stärker überwacht, und zwar den Indikatoren für notleidende Bruttokredite (in % der Bruttokredite), die Kernkapitalquote des Bankensektors (in % der risikogewichteten Aktiva) und die Eigenkapitalrendite des Bankensektors (in %). Obgleich diese Indikatoren wichtige Informationen liefern, ist es schwierig, aussagekräftige makroökonomische Schwellenwerte zu bestimmen. Das Fehlen eines Leitindikators im Scoreboard bedeutet keineswegs, dass dem Finanzsektor bei der makroökonomischen Überwachung durch die Kommission weniger Bedeutung beigemessen wird.
- Die Langzeit- und die Jugendarbeitslosenquote werden zu Hilfsindikatoren.
- Die Schwellenwerte des Indikators für den realen effektiven Wechselkurs werden für Länder des Euro-Währungsgebiets von ± 5 % auf ± 3 % und für Länder, deren Währung nicht der Euro ist, von ± 11 % auf ± 10 % gesenkt, um den Verteilungseigenschaften neuerer Daten Rechnung zu tragen.
- Die Definition und Berechnungsweise einiger Leitindikatoren werden angepasst, insbesondere:
  - Der Index der nominalen Lohnstückkosten wird pro Stunde anstatt pro Beschäftigtem gemessen.

[5] Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen zu Änderungen am Scoreboard für das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht, SWD(2024) 702.

- Der Immobilienpreisindex wird nicht real, sondern nominal gemessen und der Schwellenwert wird dementsprechend auf + 9 % geändert.
- Die Arbeitslosenquote wird nicht mehr als Dreijahresdurchschnitt, sondern pro Jahr angegeben.

Auch an den Hilfsindikatoren werden mehrere Änderungen vorgenommen, darunter eine deutliche Verringerung ihrer Anzahl, wie in der begleitenden Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen dargelegt. Das überarbeitete Scoreboard wird einen Leitindikator und 5 (+ 5) Hilfsindikatoren weniger enthalten als in der bisherigen Fassung.

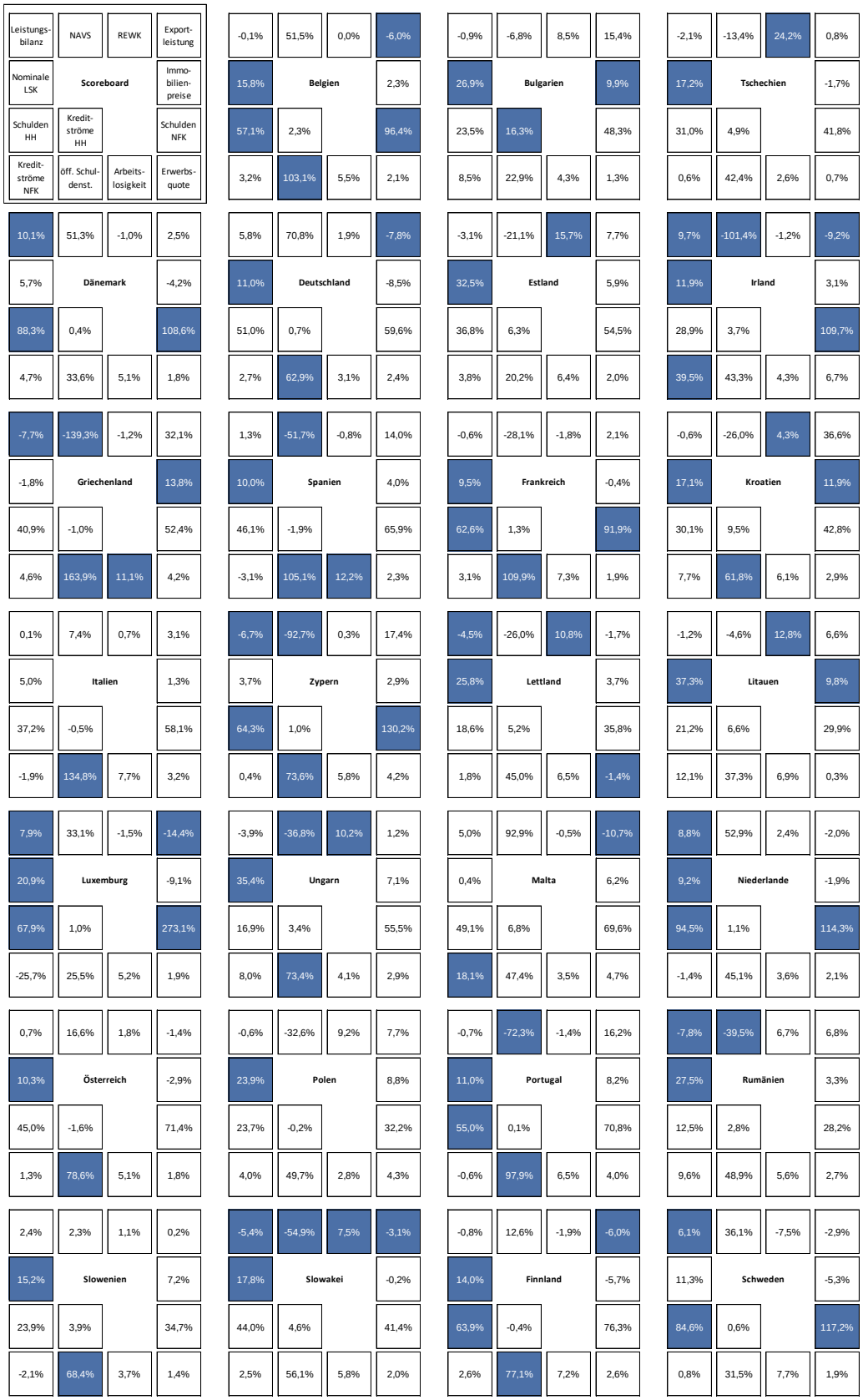
Abbildung 1: **Zahl der Mitgliedstaaten mit Scoreboard-Werten über dem Schwellenwert**



Die Anzahl der Mitgliedstaaten, die in einem bestimmten Jahr Scoreboard-Werte über den relevanten Schwellenwerten verzeichnen, entspricht dem Datenstand zum Stichtag des Warnmechanismus-Berichts 2025 (31. Oktober 2024). Durch nachträgliche Datenkorrekturen kann sich die Anzahl der jenseits der Schwellenwerte liegenden Scoreboard-Werte ändern, die auf der Grundlage der in früheren Warnmechanismus-Berichten festgelegten Scoreboard-Kenngrößen berechnet wurden. * Es liegen keine Daten für Aggregate im Prognosezeitraum vor.

Quelle: Eurostat und Prognosen der Europäischen Kommission.

Abbildung 2: **Indikatoren des WMB-Scoreboards im Jahr 2023 nach Ländern**



Quelle: Eurostat.