EUROPESE
COMMISSIE

Straatsburg, 17.12.2019
COM(2019) 651 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE

AAN HET EUROPEES PARLEMENT, DE RAAD, DE EUROPESE CENTRALE BANK EN HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ

Waarschuwingsmechanismeverslag 2020

(opgesteld overeenkomstig artikelen 3 en 4 van Verordening (EU) No 1176/2011 betreffende de preventie en de correctie van macro-economische onevenwichtigheden)

{SWD(2019) 630 final}

Het waarschuwingsmechanismeverslag (AMR - alert mechanism report) vormt het startpunt van de jaarlijkse cyclus van de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden (MIP - macroeconomic imbalance procedure), waarmee wordt beoogd de onevenwichtigheden te detecteren en aan te pakken die "de goede werking van de economie van een lidstaat dan wel van de economische en monetaire unie of van de Unie als geheel" hinderen (artikel 2, lid 1, van Verordening (EU) nr. 1176/2011)[1].

De AMR-analyse is gebaseerd op een economische interpretatie van een scorebord van geselecteerde indicatoren, gecompleteerd met een ruimere reeks aanvullende indicatoren, beoordelingsinstrumenten en bijkomende relevante gegevens, om lidstaten te screenen op potentiële economische onevenwichtigheden die beleidsmaatregelen vereisen. In het AMR worden de lidstaten genoemd die aan een diepgaande analyse (IDR - in-depth review) moeten worden onderworpen om te beoordelen hoe macro-economische risico's in die lidstaten ontstaan of afnemen, alsook om uit te maken of er van onevenwichtigheden, dan wel van buitensporige onevenwichtigheden sprake is. Rekening houdend met besprekingen over het AMR met het Europees Parlement en binnen de Raad en de Eurogroep, zal de Commissie dan diepgaande analyses voor de betrokken lidstaten opstellen. Volgens een vaste praktijk zal voor lidstaten ten aanzien waarvan in de vorige ronde van IDR's onevenwichtigheden zijn geconstateerd, in ieder geval een evaluatie worden opgesteld. De IDR's zullen worden opgenomen in de landverslagen. De bevindingen van deze diepgaande evaluaties zullen worden meegenomen in de landspecifieke aanbevelingen (CSR - country-specific recommendation) in het kader van het Europees Semester voor coördinatie van het economisch beleid.

1. SAMENVATTING

Voorliggend verslag markeert het begin van de negende ronde van de procedure inzake macro-economische onevenwichtigheden (MIP).[2] Met de procedure wordt beoogd onevenwichtigheden te detecteren die de vlotte werking van de economieën van de lidstaten, van de economische en monetaire unie of van de Unie als geheel hinderen, en een aanzet te geven tot passende beleidsreacties. De implementatie van de MIP past in het Europees semester voor de coördinatie van het economisch beleid om de consistentie te verzekeren met de analyses en aanbevelingen in het kader van andere instrumenten voor de uitoefening van het economisch toezicht. In de jaarlijkse strategie voor duurzame groei (ASGS), die op hetzelfde moment als voorliggend verslag wordt aangenomen, wordt de balans opgemaakt van de economische en sociale situatie in Europa en worden ook de brede beleidsprioriteiten voor de EU uiteengezet.

In dit verslag wordt aangegeven voor welke lidstaten een diepgaande analyse (IDR) nodig is zodat kan worden nagegaan of zij kampen met onevenwichtigheden die beleidsoptreden vereisen.[3] Het waarschuwingsmechanismeverslag (AMR) is een doorlichtingsinstrument voor het opsporen van economische onevenwichtigheden dat bij het begin van elke jaarlijkse cyclus van de coördinatie van het

[1] [Indien het Verenigd Koninkrijk de Unie verlaat op basis van het akkoord inzake de terugtrekking van het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland uit de Europese Unie en de Europese Gemeenschap voor Atoomenergie ("het terugtrekkingsakkoord", PB C 384 I van 12.11.2019, blz. 1), dan zal de EU-wetgeving gedurende de in dat akkoord vastgestelde overgangsperiode blijven gelden voor en in het Verenigd Koninkrijk.]

[2] Voorliggend verslag gaat vergezeld van een *statistische bijlage* met een uitgebreide reeks statistieken waarop dit verslag onder meer is gebaseerd.

[3] Zie artikel 5 van Verordening (EU) nr. 1176/2011.

economisch beleid wordt gepubliceerd. Voor de analyse in het AMR wordt gebruikgemaakt van een economische interpretatie van een scorebord van indicatoren met indicatieve drempels, naast een reeks aanvullende indicatoren. Deel 2 van het AMR analyseert welke implicaties de onevenwichtigheden van lidstaten hebben voor de eurozone in haar geheel en onderzoekt in welke mate een gecoördineerde aanpak van de beleidsreacties nodig is in het licht van de onderlinge afhankelijkheden binnen de eurozone.[4] In dit verband begeleidt de analyse in voorliggend verslag de beoordeling in het werkdocument van de diensten van de Europese Commissie "Analyse van de economie van de eurozone", dat bij de aanbeveling van de Commissie voor een aanbeveling van de Raad betreffende het economisch beleid van de eurozone is gevoegd.

De AMR-analyse vindt plaats tegen een achtergrond van veranderende economische vooruitzichten, waarin de economische expansie verzwakt en de inflatieverwachtingen neerwaarts zijn bijgesteld. In de economische najaarsprognoses 2019 van de Commissie wordt de reële groei van het bbp in 2019 geraamd op 1,4 % in de EU en 1,1 % in de eurozone, hetgeen een vertraging inhoudt tegenover respectievelijk 2 % en 1,9 % in 2018. Voor 2020 zal het bbp in de EU en de eurozone naar verwachting groeien met respectievelijk 1,4 % en 1,2 %. De gegevens sinds eind 2018 hebben gewezen op een verlies aan dynamiek, met name in de netto-uitvoer en de output van de industriële productie. De vertraging is vooral zichtbaar geworden in grote lidstaten van de eurozone die meer aan de handel zijn blootgesteld, ten gevolge van de toegenomen onzekerheid met betrekking tot het klimaat waarin het handelsbeleid wordt gevoerd[5]. De inflatieverwachtingen zijn sterk afgenomen, hetgeen geleid heeft tot maatregelen van de monetaire autoriteiten in de tweede helft van 2019 om de beginnende vertraging in de output en de prijzen tegen te gaan. De rendementen op obligaties zijn omlaaggegaan, met name voor langere looptijden. Ondanks de recente daling van de nominale inflatie en de productiviteitsgroei is de loongroei sinds 2018 enigszins aangetrokken tegen een achtergrond van krapper wordende arbeidsmarkten.

De bestaande macro-economische onevenwichtigheden zijn geleidelijk aan gecorrigeerd, in een gunstige economische context. Na een wijdverbreid proces van schuldenafbouw in de nasleep van de crisis zijn een aantal “stroom-onevenwichtigheden” en onhoudbare trends gecorrigeerd (met name grote tekorten op de lopende rekening, buitensporige kredietgroei die de huizenprijzen aanzwengelt, hoge arbeidskosten per eenheid product die verliezen aan kostenconcurrentievermogen teweegbrengen). De correctie van kwetsbaarheden in verband met “stand-onevenwichtigheden” (hoge particuliere, publieke en externe schuld) is later op gang gekomen en is langzamer verlopen, maar toch hebben de schuldquotes een krachtiger neerwaarts pad gekozen met de economische expansie en de opnieuw opklimmende prijzen van de afgelopen jaren. Tegelijkertijd is de versnelling van de economische activiteit recentelijk gepaard gegaan met een opflakkering van de arbeidskosten per eenheid product en van de huizenprijzen in een aantal lidstaten.

De veranderende vooruitzichten kunnen leiden tot een tragere aanpassing van de bestaande onevenwichtigheden of kunnen nieuwe risico’s doen ontstaan terwijl de ruimte voor beleid om

[4] In het verslag van 22 juni 2015 over “De voltooiing van de Economische en Monetaire Unie” van Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi en Martin Schulz is voorgesteld meer aandacht te besteden aan de eurozone-dimensie van onevenwichtigheden. De rol van wisselwerkingen en systeemimplicaties van onevenwichtigheden wordt erkend in Verordening (EU) nr. 1176/2011, die "onevenwichtigheden" omschrijft als "elke trend die macro-economische ontwikkelingen in de hand werkt, welke een ongunstige invloed uitoefenen of kunnen uitoefenen op de goede werking van de economie van een lidstaat dan wel van de economische en monetaire unie of van de Unie als geheel".

[5] Uit de World Trade Uncertainty Index blijkt dat de onzekerheid in grote Europese economieën en in andere grote economische zones sterk is toegenomen. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html.

schokken op te vangen aan het krimpen is. De neerwaartse risico's voor de economische vooruitzichten hebben met name te maken met spanningen in de handel en verstoringen van mondiale waardeketens, terwijl de vertraging in de opkomende markten zich sterker laat voelen dan verwacht en de geopolitieke spanningen toenemen.[6] De nominale groei zal naar verwachting afzwakken, wat een minder gunstig klimaat voor schuldvermindering meebrengt. De aanzienlijke daling van de rentevoeten doet de kosten van de schuld krimpen maar brengt ook uitdagingen met zich mee, onder meer doordat de stimulansen om schulden af te bouwen zwakker worden, er mogelijk buitensporige risico's worden genomen ten gevolge van het streven naar rendement en de financiële instellingen in een context van dalende rendementscurves minder winstgevend zijn geworden[7]. De ruimte voor de monetaire politiek om schokken in het beleid aan te pakken wordt kleiner, en de mogelijkheid om schokken via particuliere en overheidsbesparingen op te vangen varieert aanzienlijk in de EU en wordt in een belangrijk aantal lidstaten beperkt door de hoge schuldquotes.

[6] Zie ook Internationaal Monetair Fonds, World Economic Outlook, oktober 2019; Europese Commissie (2019), European Economic Forecast, Autumn 2019, Institutional paper 115, november 2019.
[7] Zie ook Bank voor Internationale Betalingen, Annual Economic Report, juni 2019; en Internationaal Monetair Fonds, Global Financial Stability Report, april 2019.

De horizontale analyse in het AMR leidt tot een aantal conclusies:

- **De saldi van de lopende rekening in de EU zijn in 2018 lichtjes naar beneden gegaan, tekortposities blijven een uitzondering en grote overschotten houden aan.** Op enkele uitzonderingen na vertonen landen die voorheen ruime posities op de lopende rekening optekenden, nu over het algemeen een evenwichtige lopende rekening, terwijl een aantal lidstaten verder ruime en aanhoudende overschotten blijft boeken die uitstijgen boven wat gerechtvaardigd is door de fundamentals. Vertragende handel, een veerkrachtige binnenlandse vraag en stijgende olieprijzen hebben het saldo van de lopende rekening over de hele linie doen dalen.

- **De internationale netto-investeringsposities (NIIP's) zijn in een hoger tempo verbeterd, maar in een aantal lidstaten blijven grote hoeveelheden externe passiva bestaan.** Prudente posities op de lopende rekening en aanhoudende nominale groei hebben de jongste jaren aan de basis gelegen van de dalende ratio externe financiële passiva/ bbp. De NIIP's van nettodebiteuren zijn sneller dan voorheen verbeterd, hetgeen ook te danken is aan positieve waarderingseffecten die echter mogelijk niet blijven duren. In een aantal EU-landen blijven de NIIP's sterk negatief en van de jongste resultaten van de lopende rekening zijn er mogelijk enkele ontoereikend om deze externevoorraadposities volgens een passend tempo te doen verbeteren. Daarnaast hebben grote nettocrediteuren in toenemende mate positieve NIIP's opgetekend ten gevolge van grote overschotten op de lopende rekening.

- **De arbeidskosten per eenheid product (ULC) zijn in tal van lidstaten in een sneller tempo omhooggegaan ten gevolge van een versnellende loongroei en een dalende productiviteitsgroei.** In de hele EU worden sterker stijgende lonen geobserveerd in een context van krapper wordende arbeidsmarkten. De versnelling in de ULC heeft ook steeds vaker te maken met een afzwakking van de productiviteitsgroei. In enkele gevallen, met name in Midden- en Oost-Europa en de Baltische landen, vormt de opvallende ULC-groei de voortzetting van een trend die enkele jaren geleden is ingezet, en die samengaat met een toenemende vraag naar arbeidskrachten in combinatie met kloven op het gebied van vaardigheden en knelpunten in het arbeidsaanbod, in economieën waar de lonen onder het gemiddelde niveau liggen. In mindere mate is ook in de landen van de eurozone de groei van de ULC de jongste tijd omhooggegaan. Terwijl de ULC-groei hoger is geweest in nettocrediteurlanden dan in nettodebiteurlanden, is dit verschil aan het slinken waardoor de ontwikkelingen in het kostenconcurrentievermogen in mindere mate beginnen bij te dragen tot een meer symmetrisch evenwicht.

- **De reële effectieve wisselkoersen (REER's) zijn gestegen.** Sinds 2016 zijn de REER's in een aantal landen opgewaardeerd tegen een achtergrond van toenemende arbeidskosten per eenheid product en nominale waardestijgingen. Deze ontwikkeling volgt na jaren waarin de relatieve kosten en prijzen voor vele EU-lidstaten terugvielen dankzij de depreciatie van de nominale effectieve wisselkoers en de getemperde kosten- en prijsinflatie ten opzichte van de concurrenten. De sectorale reallocatie van niet-verhandelbare naar verhandelbare activiteiten, die gedurende een aantal jaren na de crisis is waargenomen in nettodebiteurlanden, is aan het afnemen en komt tot stilstand of is aan het omkeren.

- **De schuldenafbouw van de particuliere sector vloeit grotendeels voort uit de nominale bbp-groei en het tempo waarin de huishoudens hun schulden afbouwen, is teruggevallen.** De nettobesparingen in de particuliere sector zijn verminderd en de terugvallende schuld/bbp-ratio's zijn in toenemende mate het resultaat van de groei van het nominale bbp. De schuldenlast wordt in een langzamer tempo afgebouwd, hetgeen niet alleen de dalende besparingen maar ook de vertraging in het bbp weerspiegelt. Vooral de huishoudens zijn in een groeiend aantal lidstaten meer leningen gaan opnemen. Terwijl de schulden in de meeste landen met hoge schuldratio's zijn

weggewerkt, zijn de particuliere schuldratio's in een aantal landen met een hoge schuldenlast toch nog gestegen. De overheidsschuld is in de meeste lidstaten blijven dalen maar in enkele landen met hoge schuldenlast verminderden de schulden niet of slechts in beperkte mate. Niettemin daalden de opbrengsten van overheidsobligaties in 2019 opvallend, ook voor de lenende overheden met de hoogste schuldenlasten.

- **De veerkracht van de EU-banksector is verbeterd maar er blijven problemen.** De kapitalisatieratio's zijn niet langer gestegen vanop niveaus die boven de regelgevingsnormen lagen. Het rendement op het eigen vermogen is ook gestabiliseerd, na verbeteringen over de afgelopen jaren. De percentages niet-renderende leningen (NPL) zijn de voorbije jaren sterk gedaald en de aanzienlijke afname van slechte leningen blijft momenteel beperkt tot landen met een hoge NPL-ratio. Toch blijven in een aantal EU-landen problemen bestaan voor zover nog steeds sprake is van relatief lage kapitalisatie en winstgevendheid, en hoge NPL-ratio's. Naast deze problemen worden de veranderende vooruitzichten ook gekenmerkt door aanhoudend lage rentevoeten en zwakke economische groei.

- **De huizenprijzen zijn in 2018 snel blijven stijgen maar in de prijsdynamiek treedt afkoeling op wanneer er meer tekenen zijn van overwaardering.** De huizenprijzen zijn in 2018 blijven stijgen en in een groeiend aantal landen zijn de huizenprijzen opgewaardeerd tot boven de pieken van het midden van de jaren 2000, waarbij sprake kan zijn van overwaardering. De sterkste groei van de huizenprijzen werd echter opgetekend in een aantal EU-landen die tot nog toe slechts beperkte tekenen van overwaardering van de huizenprijzen hadden vertoond. In die landen waar een sterkere bezorgdheid voor overwaardering bestond en de schulden van huishoudens hoog liggen, zijn de prijzen daarentegen vaak vertraagd. In sommige landen blijken weer meer hypothecaire kredieten te worden toegestaan, wat zou kunnen leiden tot verdere stijgingen van de huizenprijzen.

- **De arbeidsmarkten zijn verder verbeterd en de werkloosheid is in alle EU-lidstaten gedaald.** De werkloosheid is in de hele EU verder afgenomen, vooral voor jongeren en langdurig werklozen. De krapper wordende arbeidsmarkt kwam enigszins tot uiting in een sterkere loongroei, ook in de landen van de eurozone. Sinds het herstel bleef de reële loongroei echter achter ten opzichte van de groei van de arbeidsproductiviteit tot 2017, en de ommekeer is pas sinds 2018 ingezet. Terwijl de stijging van de inkomens uit arbeid dankzij de groei van de werkgelegenheid en de lonen bijgedragen heeft tot de expansie van de binnenlandse vraag, zijn er weinig tekenen dat de loonstijgingen doorwerken in de prijzeninflatie[8].

In de huidige economische context wordt de herbalancering van de tekorten en de overschotten in de eurozone een dringende zaak die gunstige gevolgen zou hebben voor alle lidstaten. Het overschot op de lopende rekening van de eurozone zal naar verwachting neerwaarts neigen terwijl de exportvraag enigszins vertraagt; het zou echter blijven aanleunen tegen zijn piekwaarde en uitstijgen boven de niveaus die in overeenstemming zijn met de economische fundamentals. Het overschot van de eurozone is toegenomen rekening houdend met sterke uitvoerprestaties en omvangrijke processen van schuldafbouw waarbij verschillende economische sectoren betrokken zijn, zelfs in landen die nauwelijks of geen behoefte hadden aan schuldafbouw. De meeste recente matiging weerspiegelt hoofdzakelijk de verzwakking van de wereldhandel en het hogere tekort op de energiebalans. In de huidige economische context zijn er sterkere argumenten om voort te werken aan het herstel van het evenwicht op het niveau van de eurozone, zowel voor de tekorten als voor de overschotten op de lopende rekening, met als doel

[8] Zie kader 1 voor een overzicht van de belangrijkste recente werkgelegenheids- en sociale ontwikkelingen in de EU.

de situatie van lage inflatie en lage rentestanden aan te pakken en de afhankelijkheid van de buitenlandse vraag te verkleinen. Tegen deze achtergrond moet een passende combinatie van beleidsmaatregelen in alle lidstaten van de eurozone worden ingezet om rekening te houden met situaties van onderlinge afhankelijkheid en overloopeffecten. Terwijl in het verleden in tal van nettodebiteurlanden zware tekorten op de lopende rekening zijn gecorrigeerd, zijn hun posities op de lopende rekening aan het verzwakken en vereisen de grote buitenlandse en binnenlandse schuldhoeveelheden aanhoudend prudente saldi op de lopende rekening. Ook moet worden gezorgd voor een passend tempo van schuldafbouw en moeten hervormingen worden doorgevoerd om het groeipotentieel van het bbp te versterken. In nettocrediteurlanden moeten de gelegenheden tot financiering tegen lage rentevoeten worden aangegrepen om te komen tot een voortdurende verhoging van publieke en particuliere investeringen. Het gebruik van de gunstige begrotingspositie ter ondersteuning van investeringen en andere productieve uitgaven in deze landen zou onder meer kunnen meebrengen dat de groeivooruitzichten minder afhankelijk worden van de buitenlandse vraag, en het herstel van het evenwicht in de eurozone ondersteunen.

Al met al zijn de bronnen van potentiële onevenwichtigheden grotendeels dezelfde als die in het waarschuwingsmechanismeverslag 2019, maar de vooruitzichten blijken op een aantal punten te verslechteren. De externevoorraadposities zijn rekening houdend met gunstige economische omstandigheden in een hoger tempo verbeterd maar verdere verbeteringen worden vertroebeld door zwakkere saldi op de lopende rekening en een lagere groei van het nominale bbp. Er zijn nog steeds grote overschotten op de lopende rekening terwijl de ontwikkelingen op het gebied van het concurrentievermogen in mindere mate tot het herstel van het evenwicht bijdragen en zich meer in het algemeen effectieve reële opwaarderingen voordoen. De schuldafbouw in de particuliere sector verloopt in een trager tempo, zelfs in een aantal gevallen waarin de schuld reeds hoog is, en is steeds meer afhankelijk van de groei van het nominale bbp. De verslechterende vooruitzichten voor de nominale groei doen de vraag rijzen of de schuldafbouw in landen met hoge schulden kan worden voortgezet zonder hogere particuliere of overheidsbesparingen of zonder het groeipotentieel van het bbp verder te versterken. Na jaren van aanzienlijke verbeteringen is de situatie van de financiële sector gestabiliseerd hoewel in de toekomst nieuwe problemen kunnen opduiken in een context waarin de rente laag is. De huizenprijzen blijven sterk stijgen en worden gewaardeerd op piekniveaus in een groeiend aantal EU-landen. In overgewaardeerde markten doen zich vertragingen voor maar het hervatten van de hypothecaire kredietverlening in een aantal landen zorgt ervoor dat de groei van de huizenprijzen zichzelf onderhoudt.

Potentiële bronnen van onevenwichtigheden vormen combinaties volgens een aantal types. Een aantal lidstaten heeft af te rekenen met meervoudige en onderling verbonden kwetsbaarheden op het gebied van schulden die in bepaalde opzichten de toestand kunnen weerspiegelen waarin de financiële sector zich bevindt. In enkele lidstaten hebben de kwetsbaarheden hoofdzakelijk te maken met zware en aanhoudende overheidsschulden, samen met een slappe productiviteit en concurrentiepositie die het groeipotentieel drukken. Sommige lidstaten worden gekenmerkt door grote en blijvende overschotten op de lopende rekening. Voor een aantal lidstaten zijn de problemen gelegen in trends op het gebied van kostenconcurrentievermogen, mogelijk in combinatie met verslechterende posities op de externe balans. In een klein aantal lidstaten ten slotte bevinden de voornaamste pijnpunten zich in de trends van de huizenprijzen, in sommige gevallen verbonden met de grote schuldenlast van huishoudens.

De komende uitdagingen vereisen een toekomstgerichte oriëntatie van het MIP-toezicht. Met het oog op de correctie van de meeste stroomonevenwichtigheden en de geleidelijke vermindering van de standonevenwichtigheden wordt in het MIP-toezicht steeds meer aandacht besteed aan het monitoren van mogelijk onhoudbare trends die op middellange termijn zouden kunnen uitkristalliseren.

Tegelijkertijd verandert de economische toestand, en daarmee ook de risico's die hoofdzakelijk voorkomen uit de economische context van buiten de eurozone en de EU, waardoor het belangrijk wordt de onevenwichtigheden ook te beoordelen vanuit het perspectief van de eurozone en de EU.

Voor een aantal in het AMR genoemde lidstaten zullen meer gedetailleerde en omvattende analyses worden opgenomen in de diepgaande analyses (IDR's). Zoals in recente jaarlijkse cycli zullen de IDR's worden verwerkt in de landverslagen. Voor het opstellen van de IDR's zal de Commissie haar analyse baseren op een rijke reeks gegevens en relevante informatie en beoordelingskaders die zij in samenwerking met comités en werkgroepen van de Raad heeft ontwikkeld. De analyse in de IDR's zal de basis vormen voor de identificatie van onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden in lidstaten en voor mogelijke actualiseringen in de landspecifieke aanbevelingen.[9] De landen waarvoor onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld, zijn en blijven onderworpen aan een specifieke monitoring om permanent toezicht te houden op het in het kader van de MIP gevoerde beleid.

Er zullen IDR's worden opgesteld voor de lidstaten waarvoor reeds onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld. In overeenstemming met de gangbare prudentiële praktijk zullen IDR's worden uitgebracht om te beoordelen of de bestaande onevenwichtigheden worden weggewerkt, voortduren of verergeren, en om tegelijkertijd de balans op te maken van het gevoerde correctiebeleid. Er zijn dan ook IDR's gepland voor de 13 lidstaten waarvoor op basis van de bevindingen van de IDR's van februari 2019 onevenwichtigheden en buitensporige onevenwichtigheden waren vastgesteld.[10] Voor tien lidstaten zijn momenteel onevenwichtigheden vastgesteld (**Bulgarije, Duitsland, Frankrijk, Ierland, Kroatië, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje en Zweden)** terwijl voor **Cyprus, Griekenland en Italië** buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld.

Op basis van de analyse die in het kader van dit AMR is verricht, acht de Commissie het niet nodig om IDR's voor andere lidstaten op te stellen. De AMR-beoordeling wijst niet op significante extra risico's die een nieuwe IDR zouden rechtvaardigen voor een van de lidstaten waarvoor geen onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld in de laatste jaarlijkse cyclus van de uitvoering van de MIP. Volgens dit AMR moet echter **in de komende landverslagen nauwlettend worden toegezien** op een aantal ontwikkelingen die, indien ze langdurig zouden aanhouden, macro-economische risico's zouden kunnen inhouden. Deze ontwikkelingen hebben betrekking op de arbeidskosten per eenheid product en de gevolgen voor het externe concurrentievermogen in een aantal lidstaten (Tsjechië, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen en Slowakije) en de woningmarkten en de schulden van huishoudens (België, Denemarken, Finland, Hongarije, Luxemburg, Oostenrijk, Slovenië, Slowakije, Tsjechië en het Verenigd Koninkrijk).[11]

[9] Artikel 6 van Verordening (EU) nr. 1176/2011.

[10] Zie "Europees semester 2019: beoordeling van structurele hervormingen, preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden, en resultaten van diepgaande evaluaties ingevolge Verordening (EU) nr. 1176/2011" - COM(2019) 150 final/2 van 27.2.2019.

[11] In september 2019 heeft het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) landspecifieke waarschuwingen en aanbevelingen afgegeven met betrekking tot kwetsbaarheden op middellange termijn in de sector van het niet-zakelijk onroerend goed voor negen lidstaten: aanbevelingen aan België, Denemarken, Finland, Luxemburg, Nederland en Zweden en waarschuwingen aan Duitsland, Frankrijk en Tsjechië. Van de eerste groep hadden alle landen reeds waarschuwingen van het ESRB gekregen in november 2016, en hetzelfde gold voor Oostenrijk en het Verenigd Koninkrijk. In de MIP-verordening (Verordening (EU) nr. 1176/2011) wordt de Commissie verzocht rekening te houden met waarschuwingen of aanbevelingen van het ECSR aan lidstaten die aan een diepgaande evaluatie zijn onderworpen.

2. DE EUROZONE-DIMENSIE VAN MACRO-ECONOMISCHE ONEVENWICHTIGHEDEN

Het saldo op de lopende rekening van de eurozone piekt niet langer maar bereikt nog steeds een zeer hoog niveau. Het saldo op de lopende rekening van de eurozone is geëvolueerd van een in het algemeen evenwichtige positie vóór de crisis naar een piek van 3,2 % van het bbp in 2016. Sindsdien is deze waarde zeer licht gedaald tot 3,1 % van het bbp in 2018 (grafiek 1).[12] Het overschot op de lopende rekening van de eurozone blijft het grootste ter wereld en zal naar verwachting uitkomen boven de waarde die de economische fundamentals laten vermoeden (ongeveer 1,7 % van het bbp van de eurozone in 2018).[13] Daarmee worden voornamelijk de grote overschotten weerspiegeld die opgetekend zijn in Duitsland en Nederland: samen waren deze externe saldi in 2018 goed voor 2,8 % van het bbp van de eurozone. Bij ongewijzigd beleid zal het aangepaste overschot op de lopende rekening van de eurozone volgens de najaarsprognoses 2019 van de Europese Commissie in 2019 2,7 % van het bbp bereiken en verder dalen tot 2,5 % van het bbp in 2020.

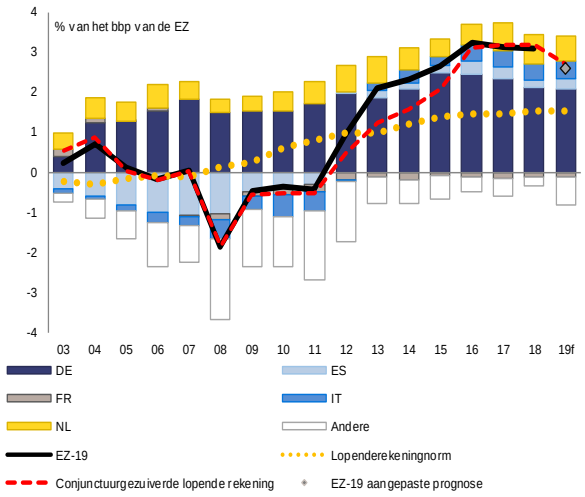
De voortdurende daling van het overschot in de eurozone is hoofdzakelijk het gevolg van een verzwakkende handelsbalans. De energiebalans is de belangrijkste factor in de vermindering van het saldo op de lopende rekening tussen 2016 en 2018, als gevolg van de stijgende olieprijzen. De energiebalans vertoonde in 2017 een tekort van -1,7 % van het bbp, dat in 2018 tot -2,1 % van het bbp is toegenomen, terwijl de balans van de overige goederenhandel met 4,6 % overwegend stabiel is gebleven als aandeel van het bbp. De mondiale vertraging van de groei en de handel sinds half 2018, de aanhoudend hoge onzekerheid over het beleidsklimaat in de handel en de opwaardering van de euro in effectieve termen in 2018 liggen aan de basis van een lager groeipercentage voor zowel de invoer als de uitvoer van de eurozone. Uit maandgegevens blijkt een voortdurende verdere terugval van de in- en uitvoer van goederen van de eurozone met de rest van de wereld in de loop van 2019 (grafiek 2). Een aantal factoren zou ertoe kunnen bijdragen dat de lopende rekening van de eurozone verder verslechtert in de toekomst, onder meer door een relatieve verzwakking van de conjuncturele situatie in andere gebieden van de wereldeconomie, de verdere weerslag van de gevolgen van het restrictieve handelsbeleid of de hogere prijzen ten gevolge van geopolitieke spanningen.

Grafiek 1: Ontwikkeling van lopende rekening in de eurozone: uitsplitsing naar land

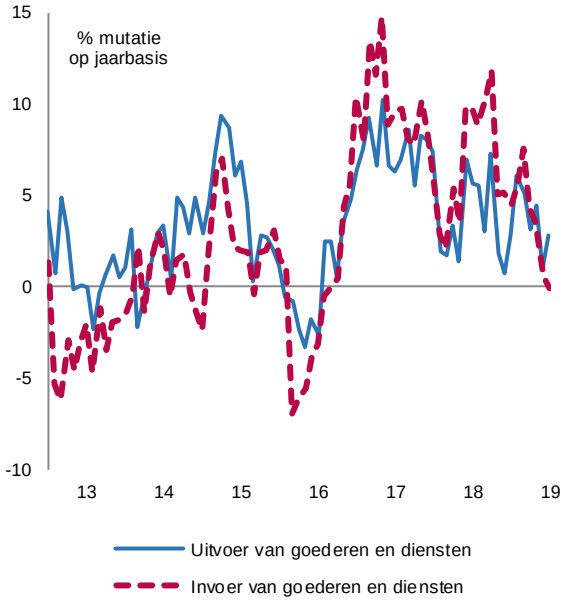
Grafiek 2: Ontwikkeling van handel van de eurozone met rest van de wereld

[12] De hier aangehaalde en gebruikte cijfers voor de lopende rekening van de eurozone hebben betrekking op het "aangepaste" saldo op de lopende rekening dat gerapporteerd wordt ten aanzien van de rest van de wereld (uit de statistieken met betrekking tot betalingsbalansen van de eurozone), waarin melding wordt gemaakt van een geaggregeerd saldo van de lopende rekening voor de eurozone van 3,1 % van het bbp in 2018, hetgeen in overeenstemming is met het verslag over de lopende rekeningen van de lidstaten (volgens het zogenoemde "communautair begrip"). De nominale saldi van de lopende rekening van de lidstaten bedragen echter 4 % van het bbp van de eurozone (cijfers van de lopende rekeningen) en 3,8 % van het bbp (statistieken van de nationale rekeningen), ten gevolge van asymmetrieën van de saldi op de lopende rekening binnen de eurozone die door de verschillende nationale statistische instanties worden gerapporteerd. De cijfers van de eurozone die gerapporteerd worden op basis van de betalingsbalansen en de nationale rekeningen, werden in oktober 2019 herzien: dit had nauwelijks invloed op de vaststellingen voor 2018 maar zorgde wel voor een ruime neerwaartse herziening van het saldo van de lopende rekening van de eurozone voor de jaren 2009-2015.

[13] Volgens het IMF (External Sector Report 2019) zou de "norm" voor de lopende rekening van de eurozone op ongeveer 1,6 % van het bbp liggen.



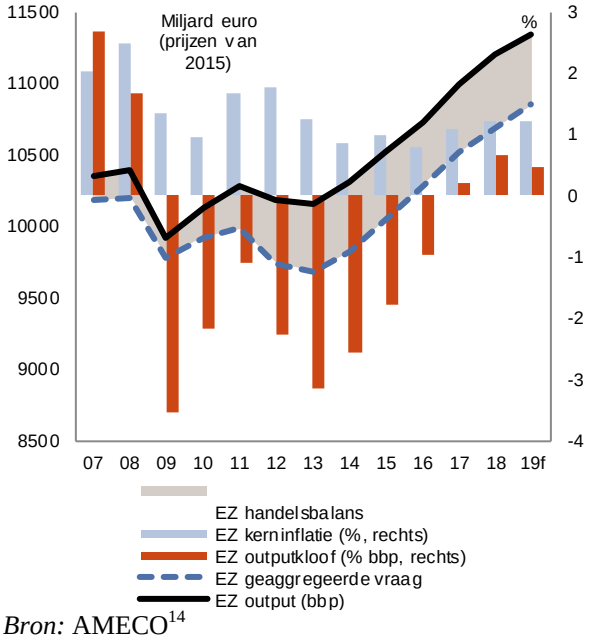
Bron: Eurostat (betalingsbalansstatistieken), najaarsprognoses 2019 van de Europese Commissie.



Bron: Eurostat (statistieken buitenlandse handel)
Opmerking: Voor seizoensinvloeden gecorrigeerde gegevens, lopende prijzen.

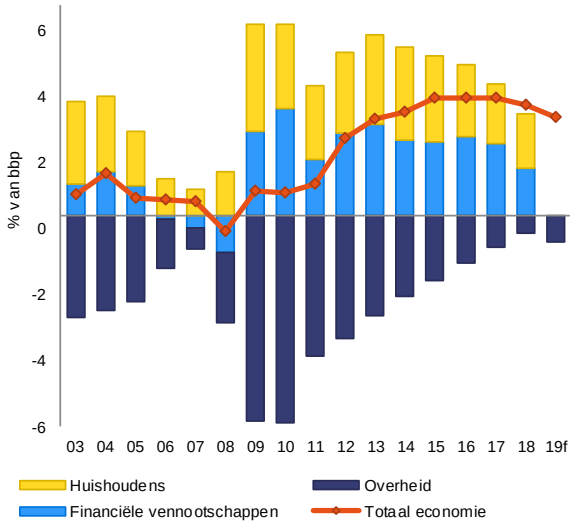
De factoren die aan de grond liggen van de recente lichte daling van het overschot op de lopende rekening van de eurozone, verschillen van de factoren die voorheen tot een stijging hebben geleid. De lopende rekening van de eurozone is na de financiële crisis van 2008 omgeslagen in een overschotpositie wegens de scherpe correctie van de grote tekorten na de ommekeer in de grensoverschrijdende financiële stromen, en het overschot is verder toegenomen met de uitbreiding van de schuldencrisis in Spanje en Italië, hetgeen geleid heeft tot een inkrimping van de binnenlandse vraag in deze landen. Tegelijkertijd nam ook het grote overschot op de lopende rekening geleidelijk toe in Duitsland, waar de binnenlandse vraag in een trager tempo groeit dan de output en in alle sectoren van de economie schulden worden afgebouwd. In het algemeen weerspiegelde het groter wordende overschot op de lopende rekening van de eurozone tussen de financiële crisis en 2016 voornamelijk een wijdverbreid proces van afbouw van de schuldenlast, dat betrekking had op de particuliere sector, gevolgd door de overheid na de verergering van de schuldencrisis in 2011. De inkrimping van het overschot van de eurozone sinds 2017 is voornamelijk te wijten aan het slinkende overschot in Duitsland en in mindere mate in Italië en Spanje, die in vergelijking grote goederenexporteurs zijn en afhankelijk zijn van de invoer van koolwaterstofenergie. De recente dynamiek in de lopende rekening van de eurozone blijkt niet gekoppeld te zijn aan een omvangrijk proces van nieuwe schuldenopbouw maar veeleer aan de dalende netto-uitvoer ten gevolge van de mondiale vertraging van de handel en de duurdere energiefactuur. De daling van het overschot van de eurozone tussen 2017 en 2018 komt voornamelijk tot uiting in het slinkende vorderingenoverschot van niet-financiële vennootschappen, dat sinds 2013 positieve waarden vertoonde. De recente matiging van de nettospaartegoeden van ondernemingen compenseert het verbeterende vorderingentekort van de overheid over dezelfde periode (grafiek 4).

Grafiek 3: Output, binnenlandse vraag, netto-uitvoer en kerninflatie in de eurozone



Bron: AMECO[14]

Grafiek 4: Vorderingenoverschot c.q. -tekort per sector in de eurozone



Bron: Eurostat.

Het klimaat van lage inflatie en lage rentevoeten brengt een aantal uitdagingen mee. De monetaire autoriteiten in de eurozone en in andere belangrijke regio's in de wereld hebben maatregelen genomen om de beginnende vertraging van de output tegen te gaan en de neerwaartse verschuiving in de inflatieverwachtingen in 2019 aan te pakken, om derhalve het voorheen meegedeelde pad in de richting van strakkere voorwaarden om te keren. De rendementen op obligaties hebben negatieve waarden bereikt, en de terugvallende opbrengsten doen zich vooral voor aan het lange uiteinde van de rendementscurves, terwijl de rentespreads op meer risicovolle obligaties verkleinen. De kerninflatie blijft onder het streefcijfer van de monetaire autoriteiten; de outputgap van de eurozone zal naar verwachting naar beneden gaan, nadat deze in 2017 positief was geworden, volgend op een lange periode van zwakke vraag en negatieve outputgaps (grafiek 3). Het vooruitzicht is dat, hoewel het door de beperkte nominale groei minder gemakkelijk wordt om schulden af te bouwen, het klimaat van lage rentevoeten de kostprijs van de schuld zou drukken. De historisch zeer lage tarieven voor de langetermijnrente brengen echter ook een aantal potentiële uitdagingen mee: prikkels om de regelgevingsbeperkingen te omzeilen en op zoek te gaan naar rendement in risicovolle beleggingen; onderschatting van het kredietrisico en zwakkere prikkels om de hoge schuldenlast ten gevolge van geslonken spreads te verminderen; en dalende rendabiliteit in gereglementeerde financiële instellingen, met name banken en verzekeringsinstellingen, gelet op de vlakke rendementscurves.[15]

Het herstel van het evenwicht binnen de eurozone is nog steeds onvolledig en de ontwikkelingen op het gebied van het concurrentievermogen dragen steeds minder bij tot een nieuw evenwicht binnen de eurozone. Terwijl de grootste tekorten op de lopende rekening zijn weggewerkt, blijven er grote overschotten bestaan in een aantal landen van de eurozone. Landen met grote tekorten in het verleden worden nog steeds gekenmerkt door grote negatieve netto internationale investeringsposities en hebben meestal te maken met grote hoeveelheden private of overheidsschulden waardoor

[14] Opgemerkt zij dat het verschil tussen het bbp en de binnenlandse vraag per definitie gelijk zou moeten zijn aan de handelsbalans maar dat de gegevens onderling niet volledig afgestemd zijn vanwege verschillen in de rapportage binnen de eurozone (zie voetnoot **Error! Bookmark not defined.**).
[15] Zie bijvoorbeeld ECB, Financial Stability Review, mei 2018, mei 2019.

kwetsbaarheden blijven bestaan. Na de financiële crisis heeft een proces van aanpassing van relatieve kosten en prijzen het herstel van het evenwicht bevorderd. De arbeidskosten per eenheid product zijn in de nettocrediteurlanden in een sneller tempo gestegen dan in de nettodebiteurlanden, waardoor de trend van vóór de financiële crisis is omgebogen. Deze trend houdt aan maar de verschillen blijken minder uitgesproken te zijn naargelang van de desbetreffende landengroepen (grafiek 5)[16]. De krapper wordende arbeidsmarkten, ook in nettodebiteurlanden, brengen snellere loongroei mee maar het kostenconcurrentievermogen wordt verder getemperd door een daling van de productiviteit, samen met een vertraging of een achteruitgang in de kapitaal/arbeid-ratio. Het niveau van het concurrentievermogen, zoals gemeten door bbp-deflatoren, uitgedrukt in koopkrachtpariteit ten opzichte van die van de concurrenten (grafiek 6), vertoont een losse band met de externe evenwichten en de behoeften aan herbalancering.[17] Het aandeel van de verhandelbare goederen in de totale waarde stemde overeen met de aanpassing in relatieve prijzen: dit aandeel is toegenomen na de crisis in landen die voorheen af te rekenen hadden met hoge tekorten, maar dit proces vertraagt of keert om.[18]

In de huidige economische context wordt de herbalancering van de tekorten en de overschotten in de eurozone een dringende zaak die gunstige gevolgen zou hebben voor alle lidstaten. In nettodebiteurlanden moet voor het wegwerken van de grote hoeveelheden buitenlandse en binnenlandse schulden een prudent saldo op de lopende rekening worden aangehouden en moet worden gezorgd voor een passend tempo van schuldenafbouw terwijl moet worden gestreefd naar een versterking van het groeipotentieel. Verbetering van de productiviteitsvooruitzichten, met name via gerichte investeringen en hervormingen ter ondersteuning van de totale factorproductiviteit, is noodzakelijk op het niveau van de gehele eurozone maar meer in het bijzonder in nettodebiteurlanden. Dit is immers cruciaal om de houdbaarheid van de schuldvoorraden te garanderen en om de ontwikkelingen op het gebied van het relatieve concurrentievermogen beter te laten bijdragen tot het herstel van het evenwicht. In nettocrediteurlanden anderzijds zou een verdere toename van publieke en particuliere investeringen de potentiële groei verhogen, de groeivooruitzichten in deze landen minder afhankelijk maken van de buitenlandse vraag en de binnenlandse vraag ondersteunen, en zo het herstel van het evenwicht in de eurozone ondersteunen. In de huidige economische context zouden budgettaire prikkels in landen met grote overschotten en een gunstige begrotingspositie ook een hulp zijn om het klimaat van lage inflatie en lage rentetarieven aan te pakken en de nominale groei te ondersteunen, hetgeen een gunstig effect zou hebben op de schuldafbouw en het evenwichtsherstel van nettodebiteurposities.

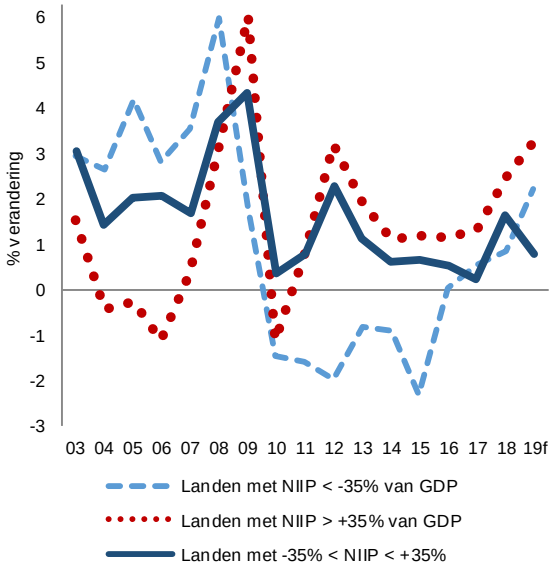
Grafiek 5: Groei van arbeidskosten per eenheid product in de eurozone

Grafiek 6: Niveaus van reële effectieve wisselkoersen (REER's), op basis van bbp-deflatoren

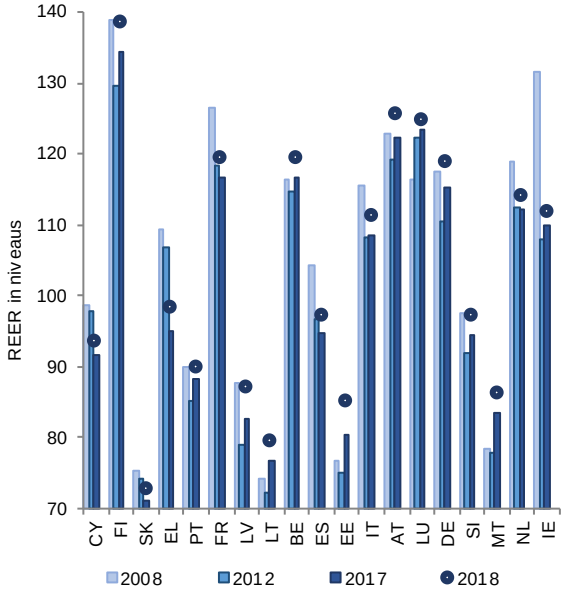
[16] In 2019 werd het Franse belastingkrediet voor concurrentievermogen en werkgelegenheid (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi - CICE) vervangen door een permanente verlaging van de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid in het eerste kwartaal, wat neerkomt op een aanzienlijke daling van de Franse arbeidskosten, zoals waargenomen in de veranderde groei van de arbeidskosten per eenheid product voor de groep landen met een intermediaire NIIP in grafiek 5.

[17] Grafiek 6 toont de landen in de volgorde van hun lopende rekening.

[18] De gebruikte gegevens zijn gebaseerd op het aandeel van de landbouw, de fabricage en de commerciële, vervoers- en communicatiediensten op de totale toegevoegde waarde. De indicator houdt geen rekening met het feit dat diensten steeds vaker verhandelbaar worden en een groeiend aandeel in de totale toegevoegde waarde voor hun rekening nemen.



Bron: AMECO
Opmerking: De landen met een NIIP > + 35 % van het bbp zijn DE, LU, NL, BE en MT. De landen met een NIIP tussen 35 % en -35 % van het bbp zijn FI, EE, IT, LT, FR, SI en AT. De overige landen bevinden zich in de groep met een NIIP < -35 % van het bbp. De onderverdeling van de landen is gebaseerd op de gemiddelde NIIP-waarden voor de periode 2016-2018. De nettocrediteurlanden tekenden in dezelfde periode gemiddeld een overschot op de lopende rekening op. De cijfers hebben betrekking op bbp-gewogen gemiddelden voor de drie groepen van landen.



Bron: Berekeningen van de diensten van de Commissie op basis van gegevens van Eurostat en IMF.
Opmerking: De REER in niveaus is berekend aan de hand van de ratio van de bbp-deflator ten opzichte van die van de concurrenten, uitgedrukt in koopkrachtpariteiten (en uitgaande van US=100) De weging van landen is dezelfde als die welke gebruikt is voor de constructie van REER-indexen (groep van 42 concurrenten).

3. ONEVENWICHTIGHEDEN, RISICO'S EN AANPASSING: BELANGRIJKSTE ONTWIKKELINGEN IN DE LANDEN

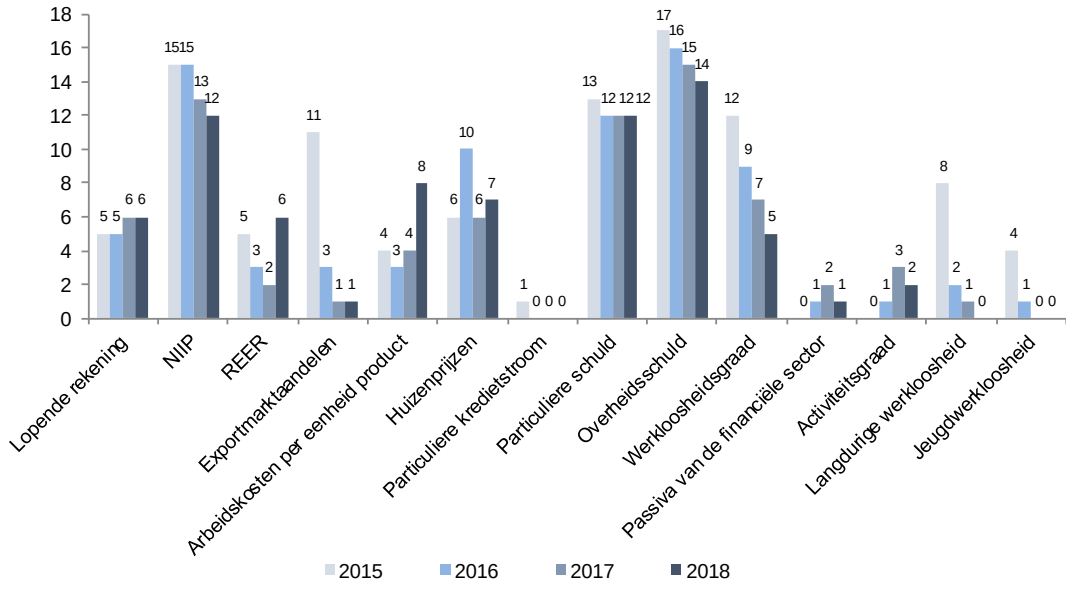
Het AMR steunt op een economische interpretatie van het MIP-scorebord van indicatoren, dat een mechanisme biedt om voor de hand liggend bewijsmateriaal uit te filteren met betrekking tot mogelijke risico's en kwetsbaarheden. Het scorebord omvat 14 indicatoren met indicatieve drempels op de volgende terreinen: externe posities, concurrentievermogen, schuldpositie van de private sector, woningmarkt, banksector en werkgelegenheid. Het steunt op actuele gegevens van goede statistische kwaliteit waarmee de stabiliteit en de consistentie van de gegevens tussen landen kan worden verzekerd. Het scorebord dat voor voorliggend verslag is gebruikt, bevat dus gegevens tot en met 2018. Overeenkomstig de MIP-verordening (Verordening (EU) nr. 1176/2011) worden scorebordwaarden niet mechanisch gelezen bij de beoordelingen in het AMR maar worden zij economisch geïnterpreteerd, waardoor een beter inzicht in de algemene economische context mogelijk wordt en rekening wordt gehouden met landspecifieke overwegingen.[19] Een reeks aanvullende indicatoren vervolledigt de interpretatie van het scorebord. Bij de AMR-beoordeling wordt ook rekening gehouden met recentere

[19] Over de rechtvaardiging die ten grondslag ligt aan de structuur van het AMR-scorebord en de interpretatie daarvan, zie Europese Commissie (2016) "The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium', European Economy, Institutional Paper 039, november 2016.

gegevens en extra informatie, inzichten uit beoordelingskaders, bevindingen in bestaande IDR's en relevante analyses, alsmede de najaarsprognoses 2019 van de diensten van de Commissie.

De gegevens van het scorebord wijzen op het ontstaan van mogelijke problemen in verband met het kostenconcurrentievermogen en de dynamiek van de huizenprijzen, boven op de aanhoudend hoge schuldniveaus die slechts geleidelijk worden aangepast. Op het vlak van overheidsschuld, netto internationale investeringsposities en private schuld worden de drempels van het AMR-scorebord nog steeds het meest frequent overschreden (grafiek 7).[20] Desalniettemin hebben de economische expansie en de verbetering van de lopende rekening en de begrotingspositie bijgedragen tot een vermindering van de netto buitenlandse passiva en de overheidsschuld als percentage van het bbp, hetgeen leidt tot een daling van het aantal lidstaten die de desbetreffende scoreborddrempels overschrijden. Omgekeerd is voor private schuld het aantal gevallen waarin de drempel wordt overschreden, onveranderd gebleven, gelet op de zwakker wordende posities in de nettospaartegoeden, die de impact van de groei op de schuldquotes compenseren. De economische expansie gaat in een aantal landen ook gepaard met snel stijgende arbeidskosten en huizenprijzen. Het aantal lidstaten met een stijging van de arbeidskosten per eenheid product tot boven de drempel is meer dan verdubbeld ten opzichte van de vorige jaargangen van het scorebord, en meer landen overschrijden de drempel voor de reële effectieve wisselkoers als gevolg van waardevermeerderingen. De dynamiek van de huizenprijzen van de laatste jaren komt tot uiting in de marginale toename van het aantal landen die de desbetreffende drempel recent hebben overschreden. Wanneer het saldo op de lopende rekening de drempel overschrijdt, wijst dit in de meeste gevallen nog altijd op overschotten. De aanhoudend banencreërende economische expansie brengt mee dat er minder EU-landen met hoge werkloosheid zijn en dat er in mindere mate bezorgdheid heerst over de percentages van jongeren- en langdurige werkloosheid en de participatiegraden.

Grafiek 7: Aantal landen die scorebordvariabelen boven drempel vertonen



Bron: Eurostat.

[20] De gedetailleerde scorebordindicatoren zijn samen met de respectieve indicatieve drempels opgenomen in tabel 1.1 in de bijlage; de aanvullende indicatoren zijn opgenomen in tabel 2.1. Zoals uiteengezet in de noot bij grafiek 9, is de interpretatie van de ontwikkeling van de scorebordgegevens gebaseerd op de gegevens die beschikbaar zijn op het moment van elke AMR. De afsluitingsdatum voor de gegevens voor dit AMR was 25 oktober 2019.

Opmerking: Het aantal landen met scorebordvariabelen die de drempel overschrijden, is gebaseerd op de jaargang van het scorebord die samen met het desbetreffende AMR is gepubliceerd. Eventuele bijstellingen achteraf van de gegevens kunnen resulteren in een verschil van het aantal waarden die de drempels overschrijden, berekend door gebruik te maken van de recentste cijfers voor de scorebordvariabelen ten opzichte van het aantal dat in de bovenstaande grafiek wordt vermeld.

De posities op de lopende rekening zijn in 2018 in de meeste EU-lidstaten lichtjes naar beneden gegaan. Vertragende handel, een veerkrachtige binnenlandse vraag en stijgende olieprijzen hebben het saldo van de lopende rekening in de meeste lidstaten doen dalen. In de meeste gevallen blijft het saldo van de lopende rekening boven de niveaus die op basis van de landspecifieke economische fundamentals ("lopenderekeningnormen") konden worden verwacht en boven hetgeen noodzakelijk is om grote posities inzake buitenlandse passiva (grafiek 8) te corrigeren.[21] Terwijl de verslechteringen op de lopende rekening die zich tussen 2017 en 2018 hebben voorgedaan, vaak verder gaan dan wat alleen uit conjuncturele factoren voortkomt (grafiek 9), blijkt uit de conjunctuurgezuiverde lopende rekeningen doorgaans dat de externe posities sterker zijn dan de nominale cijfers aangezien de outputgap bijna overal positief is.[22]

- **Slechts twee lidstaten laten tekorten op de lopende rekening optekenen die de onderdrempel van het scorebord overschrijden.** Cyprus is de lidstaat met het grootste tekort op de lopende rekening volgens de driejaarsgemiddelden van de scorebordgegevens. Het tekort verbeterde in 2018 maar bereikte nog niet het niveau om in een passend tempo verbetering te brengen in de NIIP.[23] Het tekort op de lopende rekening van het Verenigd Koninkrijk overschrijdt eveneens de scoreborddrempel. Roemenië registreerde alleen in 2018 een zichtbaar tekort op de lopende rekening, namelijk -4,6 % van het bbp, hetgeen een opvallende verslechtering is tegenover de voorgaande jaren; dit cijfer ligt onder de norm en een goed deel van de verslechtering wordt niet door de economische conjunctuur gerechtvaardigd.
- **De lopende rekeningen zijn naar beneden gegaan in een aantal nettodebiteurlanden.** De resultaten van de lopende rekening zijn in 2018 gedaald in Griekenland, Portugal en Spanje. De lopende rekening van Griekenland gaat verder dan wat door de fundamentals kan worden verklaard en is ontoereikend om de zeer negatieve NIIP te corrigeren in de richting van prudente niveaus over een periode van 10 jaar[24]. In Portugal liggen de laatste lezingen onder het niveau dat ervoor moet

[21] Lopende rekeningen die overeenstemmen met de fundamentals ("lopenderekeningnormen") zijn afgeleid van regressies in gereduceerde vorm die de belangrijkste determinanten van de besparingen/investeringenbalans weergeven, waaronder determinanten van fundamentals, beleidsfactoren en mondiale financiële omstandigheden. Zie L. Coutinho et al. (2018), "Methodologies for the assessment of current account benchmarks", European Economy, Discussion Paper 86, 2018, voor de beschrijving van de methodologie voor de berekening van de in dit AMR gebruikte lopende rekening op basis van de fundamentals. De methodologie is verwant met S. Phillips et al. (2013), "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IMF Working Paper, 13/272.

[22] Conjunctuurgezuiverde saldi op de lopende rekening ondervinden het effect van de cyclus door te corrigeren voor de binnenlandse outputgap en die van de handelspartners, zie M. Salto and A. Turrini (2010), "Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment", European Economy, Discussion Paper 427/2010.

[23] De gegevens voor de lopende rekening van Cyprus zijn sinds het AMR van vorig jaar herzien en vertonen nu een tekort op de lopende rekening binnen de onderdrempel in de drie jaar tot en met 2017, hetgeen vorig jaar niet het geval was.

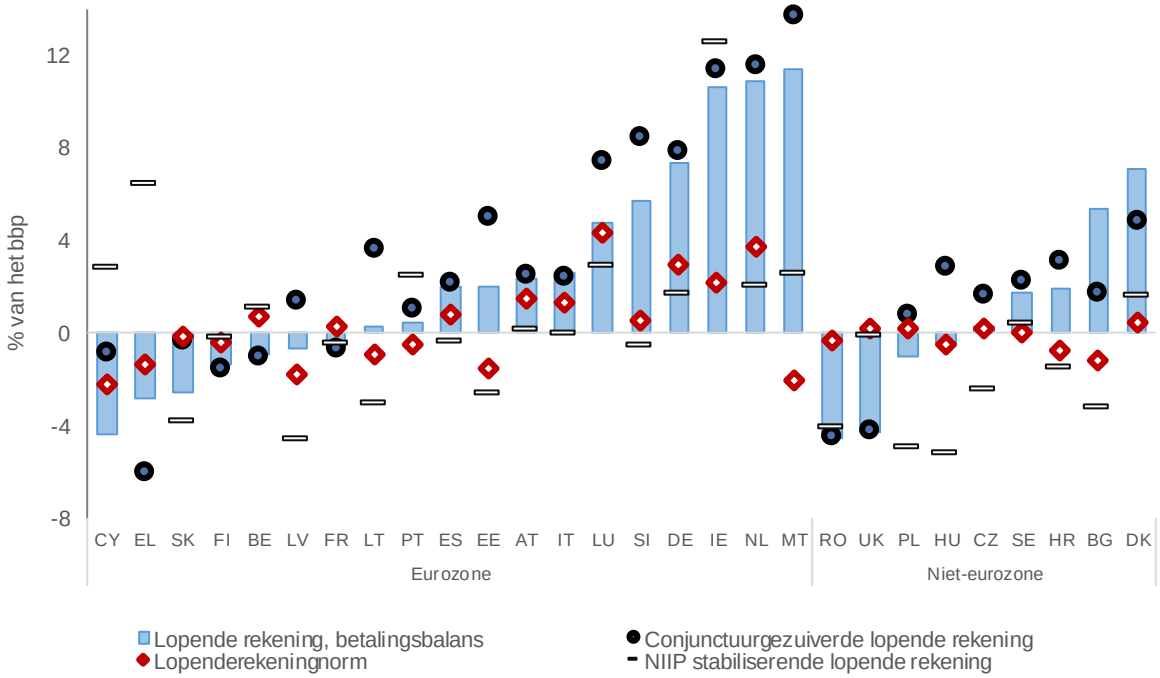
[24] Voor de methoden voor landspecifieke prudentiële drempels voor de NIIP, zie voetnoot **Error! Bookmark not defined.**. De kloof tussen de daadwerkelijke lopende rekeningen en die welke vereist zouden zijn om de NIIP te stabiliseren, is in hoofdzaak afhankelijk van de in aanmerking genomen tijdshorizon. De lopende rekening die bijvoorbeeld vereist is om de NIIP van Griekenland boven de scoreborddrempel van -35 % van het bbp-te stabiliseren binnen een horizon van 20 jaar, zou een overschot van ongeveer 1 % van het bbp zijn; zie Europese Commissie (2019), Enhanced Surveillance Report: Greece, november 2019", European Economy, Institutional Paper 116, november 2019.

zorgen dat de negatieve NIIP in een passend tempo wordt gecorrigeerd. De ontwikkelingen inzake de lopende rekening in Spanje blijven daarentegen consistent met de in een passend tempo verbeterende NIIP. De lopende rekening van Ierland is in 2018 sterk verbeterd, waarmee grotendeels de grensoverschrijdende transacties door multinationals worden weergegeven.

- **Vier EU-landen registreerden nog steeds overschotten op de lopende rekening die de bovendrempel van het MIP-scorebord overschrijden.** Dit was het geval voor Denemarken, Duitsland en Nederland sinds het begin van dit decennium, en voor Malta de jongste jaren. In 2018 zijn de overschotten gedaald met 0,7 procentpunt van het bbp in Duitsland en met iets minder in Denemarken, terwijl zij bijna niet zijn veranderd in Malta en Nederland. In de laatste twee landen werd de dynamiek van de lopende rekening ook aangejaagd door grensoverschrijdende transacties in verband met activiteiten van multinationale ondernemingen en internationaal georiënteerde dienstensectoren die van invloed zijn op het handels- en het inkomenssaldo.

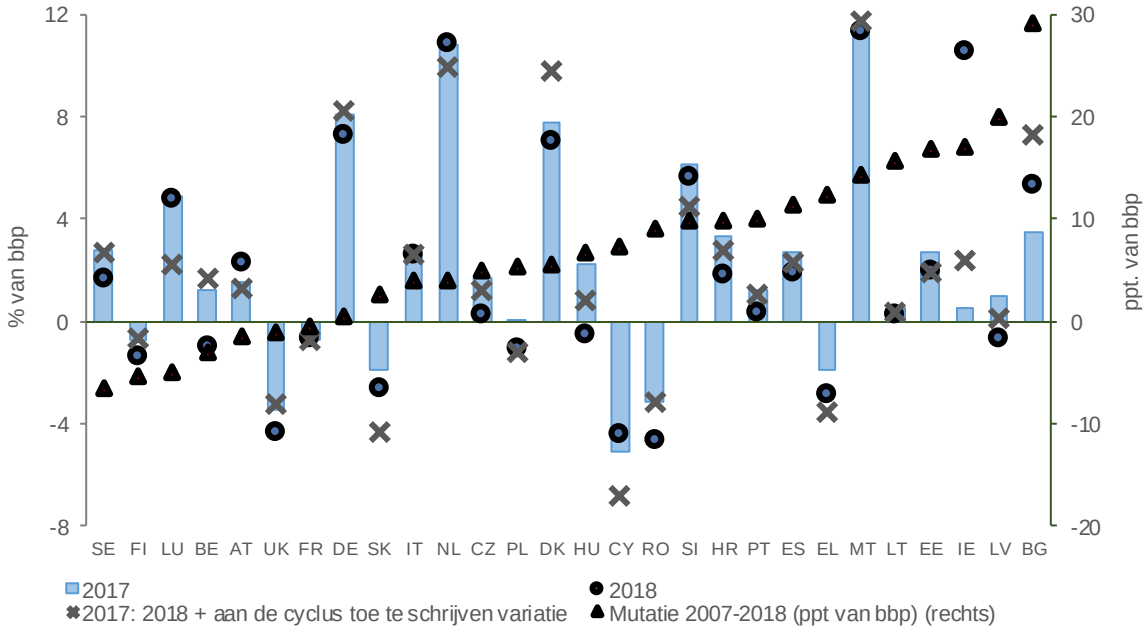
- **Grote overschotten bleven bijdragen tot grote positieve NIIP's.** Behalve voor Malta liggen de overschotten op de lopende rekening die de scoreborddrempels overschrijden, ook boven het niveau dat gerechtvaardigd is door de fundamentals (grafiek 8). In alle gevallen liggen de overschotten die de scoreborddrempel overschrijden, ook boven de niveaus die een stabilisatie van een reeds ruime NIIP op het huidige niveau mogelijk zouden maken over een tijdshorizon van 10 jaar.

Grafiek 8: Saldi op lopende rekening en benchmarks in 2018



Bron: Eurostat (BPM6-gegevens), berekeningen van de diensten van de Commissie.
Opmerking: De landen zijn gerangschikt volgens het saldo op de lopende rekening in 2018. *Conjunctuurgezuiverde saldi op de lopende rekening*: zie voetnoot 22. Lopenderekeningnormen: zie voetnoot 21. Onder NIIP stabiliserende benchmark voor lopende rekening wordt de lopende rekening verstaan die vereist is om de NIIP in de komende 10 jaar op het huidige niveau te stabiliseren of, als de huidige NIIP onder haar landspecifieke prudentiële drempel ligt, de lopende rekening die vereist is om in de komende 10 jaar de prudentiële drempel voor de NIIP te bereiken (zie voetnoot 26).

Grafiek 9: Ontwikkeling van saldi op lopende rekening



Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie.

Opmerking: De landen zijn gerangschikt in oplopende volgorde van variatie van de lopende rekening ten opzichte van het bbp tussen 2007 en 2018. De *aan de cyclus toe te schrijven variatie* wordt berekend als de variatie van de lopende rekening die niet wordt verklaard door de variatie van het conjunctuurgezuiverde saldo van de lopende rekening.

In 2018 zijn de NIIP's in de meeste lidstaten in een hoger tempo verbeterd, maar in een aantal lidstaten blijven grote hoeveelheden externe passiva bestaan. In 2018 hebben de verbeteringen op het gebied van de NIIP zich doorgezet dankzij prudente posities op de lopende rekening, bbp-groei en ruime positieve waarderingseffecten in een aantal landen (grafieken 10 en 11). Toch blijven de NIIP's in een aantal EU-landen sterk negatief. 12 lidstaten lieten in 2018 NIIP's optekenen die slechter waren dan de scoreborddrempel van -35 % van het bbp, dit is één lidstaat minder dan in 2017. In landen met sterk negatieve NIIP's liggen de waarden onder hetgeen door de fundamentals kan worden gerechtvaardigd ("NIIP-normen") en in een aantal gevallen onder de prudentiële drempels[25]. In sommige landen is de hoeveelheid buitenlandse passiva groot, ook wanneer deze wordt berekend exclusief directe buitenlandse investering (FDI) en andere instrumenten zonder wanbetalingsrisico (NENDI).[26]

- Sommige landen van de eurozone, zoals Cyprus, Griekenland, Ierland en Portugal, hebben nog steeds **sterk negatieve NIIP's** onder -100 % van het bbp. In deze landen liggen de NIIP's ver

[25] NIIP's die in overeenstemming zijn met de fundamentals ("NIIP-normen"), worden verkregen als de cumulatie in de tijd van lopenderekeningnormen (zie ook voetnoot **Error! Bookmark not defined.**). De prudentiële drempels voor de NIIP worden bepaald door de signaalsterkte bij het voorspellen van een betalingsbalanscrisis te maximaliseren, waarbij rekening wordt gehouden met landspecifieke informatie, samengevat naar inkomen per capita. Voor de methodologie voor de berekening van NIIP-standen in overeenstemming met de fundamentals, zie A. Turrini and S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/2019.

[26] NENDI is een subset van de NIIP die zuiver aan aandelen verbonden componenten buiten beschouwing laat, namelijk buitenlandse directe investeringen (FDI) in deelnemingen en aandelen alsook bedrijfsinterne grensoverschrijdende FDI-schuld. NENDI vertegenwoordigt NIIP met uitsluiting van instrumenten waaraan geen wanbetalingsrisico verbonden is. Zie ook de technische nota van de Commissie, "Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

onder de benchmarks, zowel de NIIP-normen als de prudentiële drempels. In Cyprus en Ierland weerspiegelen de NIIP-niveaus ook de relevantie van de balansen van multinationale ondernemingen en grensoverschrijdende financiële relaties tussen ondernemingen. Deze vier landen, samen met Spanje, vertonen een sterke aanwezigheid van schuldverplichtingen in hun NIIP's, zoals blijkt uit de sterk negatieve NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico (NENDI). In Griekenland maakt de hoge buitenlandse schuld van de overheid, die vaak tegen uiterst gunstige voorwaarden verstrekt is, het grootste deel van de NIIP uit.[27] Een groot deel van de NIIP van Cyprus heeft betrekking op de balansposities van niet-financiële special-purpose vehicles voor scheepseigendommen.

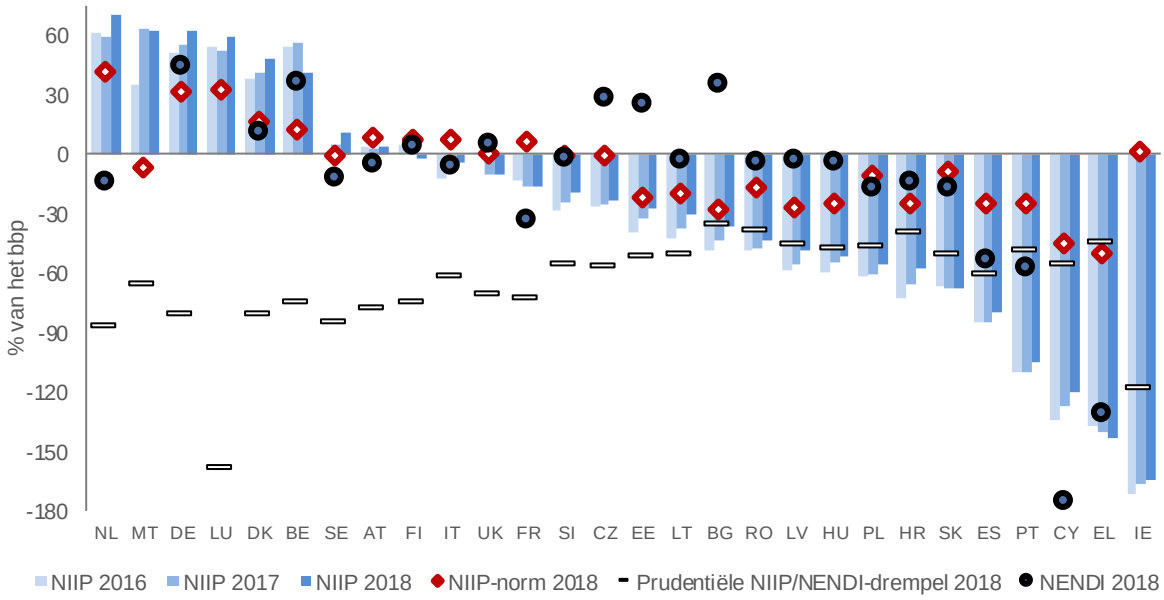
- In landen met **meer gematigd negatieve NIIP's** die toch nog steeds onder -35 % van het bbp blijven, zijn de NIIP's ook geneigd achter te blijven ten opzichte van de verwachtingen op basis van de landspecifieke fundamentals. Dat was het geval voor Bulgarije, Hongarije, Kroatië, Letland, Polen, Roemenië en Slowakije. In enkele gevallen scoren de NIIP's ook slechter dan de prudentiële drempels. Een groot deel van deze Midden- en Oost-Europese en Baltische landen zijn echter belangrijke ontvangers van buitenlandse directe investeringen (FDI), waardoor de NIIP dan ook aanzienlijk verbetert indien de berekening exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico (NENDI) wordt verricht.[28] Andere EU-landen registreren negatieve NIIP's boven -35 % van het bbp maar onder de respectieve normen (Estland, Litouwen, Slovenië en Tsjechië), maar ook in deze gevallen is dit in grote mate de weerslag van inkomende FDI-investeringen. Binnen deze groep onderscheidt Frankrijk zich vanwege de grote invloed van instrumenten met wanbetalingsrisico voor zijn negatieve NIIP.
- De meeste **sterk positieve NIIP's** zijn in 2018 verder toegenomen. Duitsland, Luxemburg, Malta en Nederland registreren positieve NIIP's op of rond 60 % van het bbp terwijl Denemarken 50 % van het bbp optekent[29]. Dit is de weerslag van aanhoudende grote overschotten op de lopende rekening voor een aantal jaren, hetgeen geleid heeft tot de accumulatie van een grote nettovermogenspositie ten opzichte van de rest van de wereld. België tekende daarentegen een daling in zijn zeer positieve NIIP op ten gevolge van ongunstige waarderingseffecten. In al deze gevallen liggen de NIIP-waarden duidelijk boven de respectieve normen, dat wil zeggen ver boven wat gerechtvaardigd of verwacht zou kunnen worden op basis van de landspecifieke fundamentals.

[27] Rekening houdend met de gegevens van institutionele sectoren is de NIIP van de overheid in Griekenland goed voor de totaliteit van de zeer negatieve NIIP, aangezien de overheidsschuld voor een groot deel in handen is van buitenlanders, dit zijn hoofdzakelijk officiële kredietverleners; de rest van de economie, namelijk huishoudens, niet-financiële en financiële vennootschappen, waaronder monetaire financiële instellingen, vertegenwoordigt een positieve NIIP. In Cyprus, Portugal en Spanje vormt de NIIP van de overheid een groot deel van de NIIP van de economie, maar vertoont de rest van de economie nog steeds een duidelijk negatieve NIIP.

[28] De ontwikkelingen op de lopende rekening zijn consistent met de stabiliteit van de externe positie voor deze landen, met uitzondering van Roemenië, waar de verwachte verdere verslechtering van de lopende rekening ook zou kunnen leiden tot een verslechtering van de NIIP.

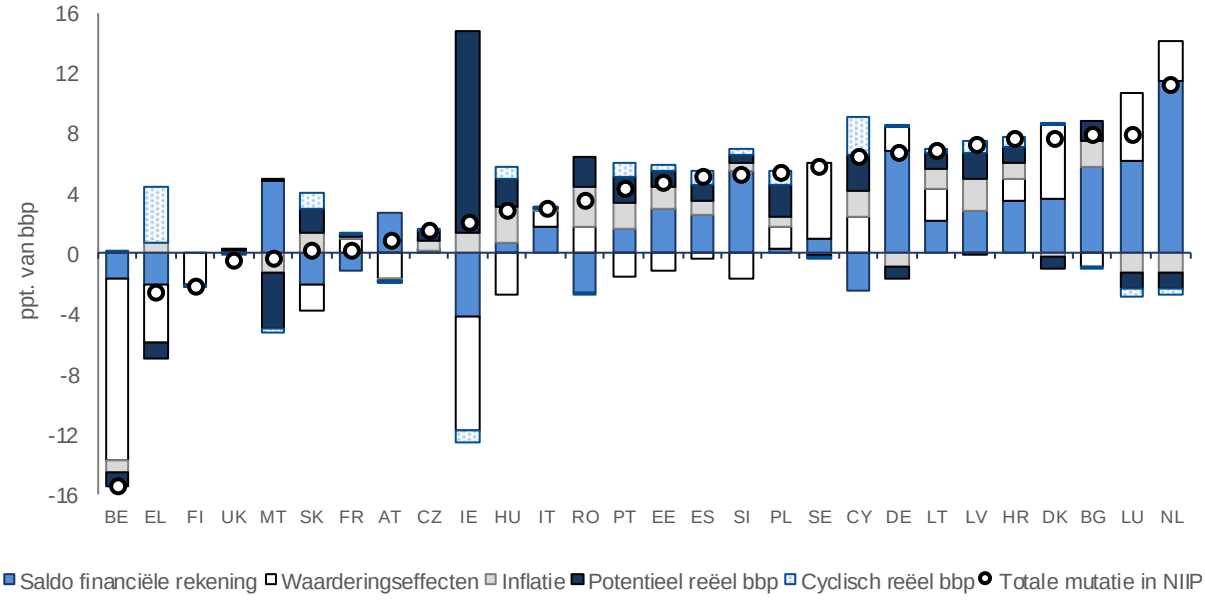
[29] De relevantie van de NENDI varieert aanzienlijk binnen deze groep landen, hetgeen eveneens een afspiegeling is van de relevantie van hun financiële centra, zoals het geval is bij Luxemburg en Malta, of van de externe schuldpassiva van banken en hoofdkantoren van multinationals, zoals het geval is bij Nederland.

Grafiek 10: Netto internationale investeringsposities (NIIP's) en benchmarks in 2018



Bron: Eurostat (BPM6 en ESR10), berekeningen van de diensten van de Commissie.
Opmerking: de waarden voor de NENDI voor Ierland, Luxemburg en Malta liggen buiten het bereik van de grafiek. De landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van NIIP-quote in 2018. De NENDI is de NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico. Voor de begrippen NIIP-norm en prudentiële drempel van de NIIP, zie voetnoot 26.

Grafiek 11: Dynamiek van netto internationale investeringsposities (NIIP's) in 2018



Bron: Eurostat, berekeningen van de Commissie.
Opmerking: De landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van variatie van NIIP-quote in 2018. De grafiek toont een uitsplitsing van de jaarlijkse ontwikkeling van de NIIP-quote in vijf componenten: het saldo van de financiële rekening, dat gelijk moet zijn aan de som van de saldi op de lopende rekening en de kapitaalrekening; potentiële en cyclische groei van het reële bbp; inflatie; en waarderingsmutaties. De cyclische component van de bbp-groei wordt berekend als het verschil tussen de werkelijke en de potentiële groei.

De arbeidskosten per eenheid product (ULC) zijn in een aantal EU-lidstaten in een versneld tempo omhooggegaan. In 2018 vertoont het scorebord een ULC-groei die in 8 landen de drempel overschrijdt, twee keer zoveel als in de voorgaande jaren. De versnelling in de ULC is rond 2013 ingetreden, eerst in de Baltische economieën en even later in een aantal Centraal- en Oost-Europese landen, terwijl ook in de eurozone enkele tekenen van versnelling zichtbaar zijn geworden. De prognoses voor 2019 wijzen op enige matiging van de ULC-groei in landen waar de verliezen aan kostenconcurrentievermogen van de jongste jaren aanzienlijker zijn geweest, maar er zijn ook gevallen waar de groei van de ULC verder omhoog lijkt te gaan (grafiek 12).

- **Er zijn ULC-versnellingen waargenomen in een groeiend aantal lidstaten.** De groei van de ULC was bijzonder sterk in enkele Midden- en Oost-Europese en Baltische landen, met name in Roemenië en ook in Bulgarije, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Slowakije en Tsjechië. In al deze landen vertoont het scorebord een ULC-groei die de drempel overschrijdt. Hoewel voor de meeste landen in 2019 enige vertraging van de ULC wordt verwacht, zal de ULC in Hongarije en Slowakije dit jaar naar verwachting verder versnellen. De groei van de ULC is, hoewel hoger dan de voorbije jaren, relatief bescheiden gebleven in de nettodebiteurlanden van de eurozone, met name Cyprus, Griekenland en Spanje. Portugal tekende een ULC-groei op boven het gemiddelde van de eurozone. De ULC is uiteindelijk ook wat omhooggegaan in grote nettocrediteurlanden. Duitsland registreerde de sterkste versnelling van de ULC van de grote economieën van de eurozone.

- **De sterke groei van de ULC is grotendeels het gevolg van de aantrekkende loongroei terwijl de arbeidsmarkt steeds krapper wordt.** In 2018 is de nominale loongroei de factor die het grootste deel van de groei van de ULC voor zijn rekening neemt (grafiek 13). Sinds het economisch herstel zijn de groei van de werkgelegenheid en de dalende werkloosheidscijfers gevolgd door een versnellende loongroei, hetgeen de dynamiek van de Phillipscurve weergeeft. Sinds het herstel is de reële loongroei echter achtergebleven ten opzichte van de groei van de arbeidsproductiviteit tot 2017, en de ommekeer is pas sinds 2018 ingezet. In alle landen gaat de ULC-groei doorgaans de hoogte in wanneer de werkloosheid het laagste is, met tekorten aan vaardigheden en knelpunten in het aanbod op de arbeidsmarkt, terwijl ook de dynamiek van de inhaalbeweging een rol speelt, vooral in Midden- en Oost-Europa[30]. De perioden waarin de ULC versnelt, weerspiegelen ook de perioden waarin de arbeidsmarkt aantrekt: landen die al vroeger te maken kregen met een snel stijgende ULC, waren in mindere mate betrokken bij de recessies ten gevolge van de schuldencrisis van 2011 in de eurozone en kenden al vroeger een teruglopende werkloosheid.

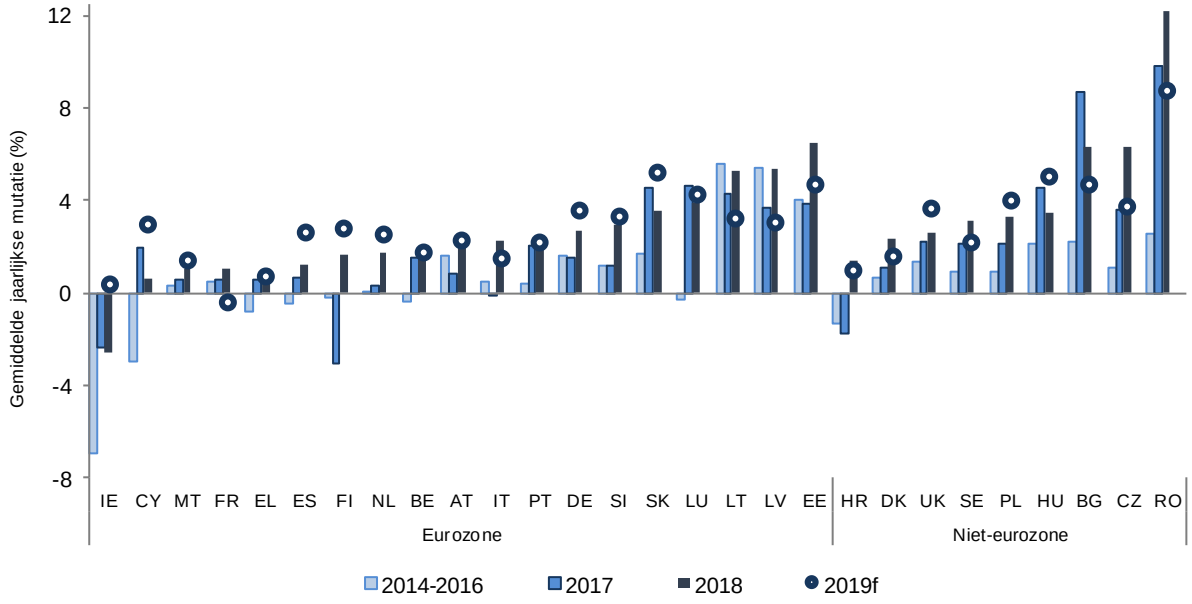
- **De sputterende arbeidsproductiviteit speelt een steeds grotere rol in de versnelling van de ULC.** De versnelling van de ULC-groei tussen 2017 en 2018 is voor een aanzienlijk deel toe te schrijven aan de terugvallende groei van de arbeidsproductiviteit. De arbeidsproductiviteit is in de meeste EU-landen opnieuw beginnen te groeien toen de economie zich herstelde na de sterke vertraging in de jaren rond het dieptepunt van de financiële crisis (grafiek 14). Het herstel van de arbeidsproductiviteit hield voornamelijk verband met de groei van de totale factorproductiviteit (TFP), terwijl kapitaalverdieping ten opzichte van de periode vóór de crisis in mindere mate heeft bijgedragen tot de groei van de arbeidsproductiviteit. Hieruit blijkt dat het gemiddelde kapitaal per werknemer in een trager tempo groeit of terugloopt ten gevolge van de sterke

[30] Zie bijvoorbeeld G. Brunello en P. Wruuck, "Skill mismatch in Europe: A survey of the literature", IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss en A. Vandeplas, "Measuring skills mismatch. DG EMPL Analytical webnote 7/2015, Europese Commissie, 2015; Europese Commissie (2018), Labour Market and Wage Developments in Europe; Annual Reviews 2018 en 2019.

werkgelegenheidsgroei alsmede de lagere investeringen. De afgelopen jaren zijn de percentages waarmee de arbeidsproductiviteit toeneemt, steeds lager geworden ten opzichte van de groei die vóór de crisis kon worden opgetekend, en dit is het gevolg van een matigere TFP-groei en een zwakkere kapitaalverdieping.

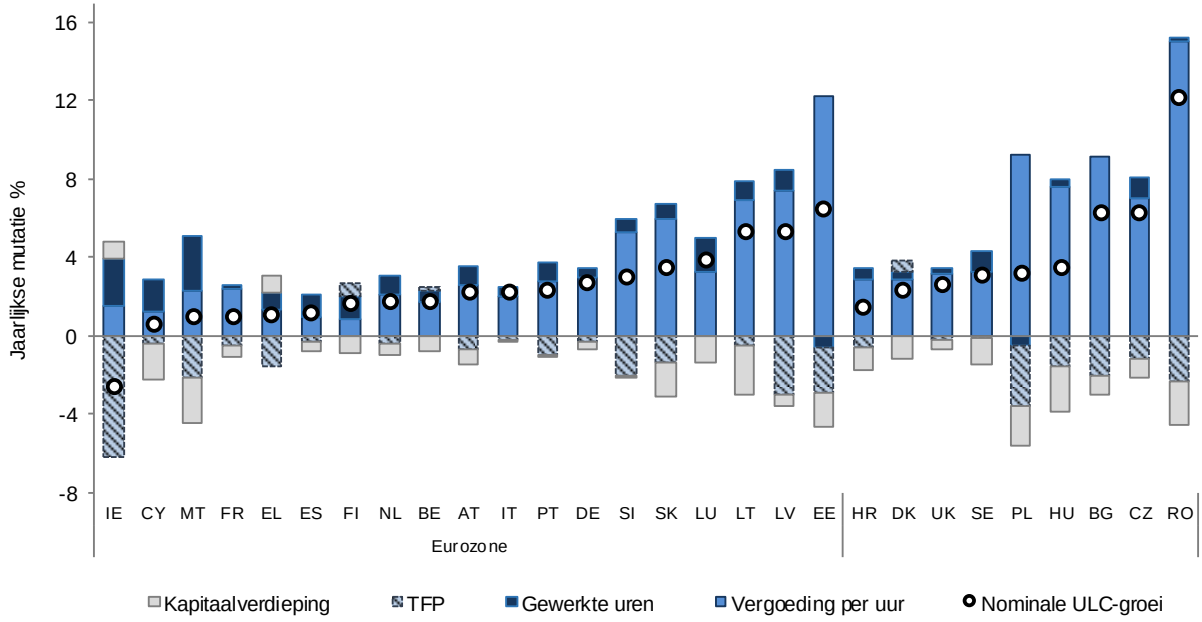
- **Het patroon van de ULC-groei is in toenemende mate losgekoppeld van herbalanceringsbehoeften.** In 2018 gingen de ULC's in de landen van de eurozone omhoog met slechts kleine verschillen tussen nettocrediteur- en nettodebiteurlanden. Dit stond in contrast met de jaren na de crisis toen de ULC's in de nettocrediteurlanden een meer uitgesproken versnelling vertoonden. Aangezien de arbeidsmarkt ook in landen die een ommekeer in de lopende rekening doormaakten, geleidelijk krapper begon te worden, zijn de arbeidskosten in die landen ook aan het stijgen gegaan en is de kloof ten opzichte van de nettocrediteurlanden beginnen te versmallen (zie ook deel 2). Aangezien juist in nettodebiteurlanden meer ruimte is voor verdere verkrapping van de arbeidsmarkt, is het in de toekomst mogelijk dat de dynamiek van het concurrentievermogen in steeds mindere mate zal bijdragen tot een herbalancering omdat de lonen er niet alleen relatief sneller stijgen maar de productiviteitsgroei er ook meer beperkt is vanwege de zwakker wordende bijdrage van de kapitaalverdieping.

Grafiek 12: Groei van ULC in afgelopen jaren



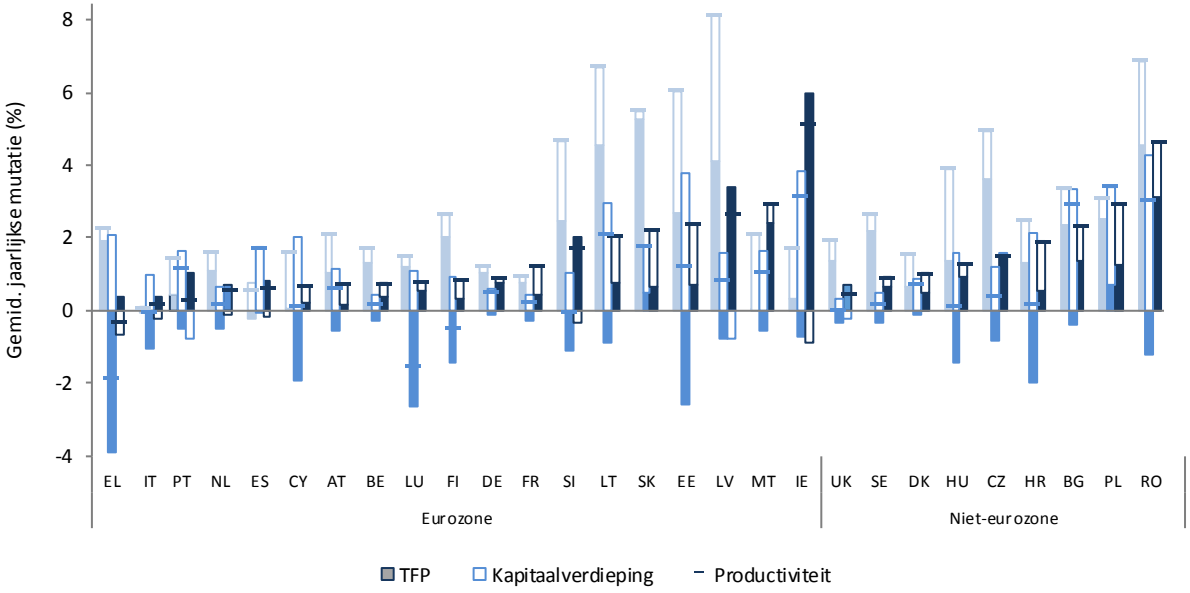
Bron: AMECO; de gegevens over 2019 komen uit de economische najaarsprognoses 2019 van de Europese Commissie.
Opmerking: De landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van ULC-groei in 2018.

Grafiek 13: Uitsplitsing van groei van arbeidskosten per eenheid product, 2018



Bron: AMECO en berekeningen van de diensten van de Commissie.
Opmerking: De landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van ULC-groei in 2018. De uitsplitsing is gebaseerd op de normale verdeling van de arbeidskostengroei per eenheid product in nominaal uurloon en arbeidsproductiviteit, waarbij deze laatste verder wordt uitgesplitst in gewerkte uren, totale factorproductiviteit en kapitaalaccumulatie met behulp van een kader voor "standard growth accounting".

Grafiek 14: Uitsplitsing productiviteitsgroei, 2002-2018



Bron: AMECO
Noot: Arbeidsproductiviteit op basis van bbp per persoon met een baan. De gegevens voor productiviteit en de subcomponenten daarvan (totale factorproductiviteit of TFP en kapitaalverdieping) verwijzen naar de drie onderstaande perioden, van links naar rechts: 2002-2007 (lichtblauwe balk en niveau-aanduiding), 2007-2012 (middenblauw) en 2012-2018 (donkerblauw).

Het verlies aan kostenconcurrentievermogen wordt ook zichtbaar in maatstaven van de reële wisselkoers (REER), gedeeltelijk als gevolg van nominale waardevermeerderingen. Tot voor kort werd de stijging van de arbeidskosten per eenheid product (ULC) slechts marginaal weerspiegeld in de op ULC gebaseerde REER's, voornamelijk door de vrij sterke toename van de kosten en de prijzen in partnerlanden buiten de EU en de waardevermindering van de euro rond het begin van dit decennium en in 2015. Sinds kort vertonen de op ULC gebaseerde REER's een verslechtering, die gedeeltelijk ook zichtbaar is in de REER-maatstaven op basis van verschillende deflatoren (bbp of consumptie), ten gevolge van de aanhoudende stijging van de ULC en de waardevermeerdering van de euro tussen 2016 en 2018. Dit heeft ertoe geleid dat in 2018 een groter aantal lidstaten een REER-groei boven de drempel van het scorebord vertoonden. Op dit ogenblik bevindt slechts één lidstaat zich voor waardevermindering onder de laagste drempel (het Verenigd Koninkrijk), terwijl vijf andere boven de drempel voor waardevermeerdering scoren (België, Duitsland, Estland, Litouwen en Tsjechië).

- **De op ULC gebaseerde REER's nemen in de meeste lidstaten toe en versnellen in vergelijking met voorgaande jaren**. De grootste groei sinds 2016 doet zich voor in een aantal landen van Centraal- en Oost-Europa, met name de landen buiten de eurozone, maar ook in een aantal landen van de eurozone wordt aanzienlijke groei waargenomen, met name in de Baltische staten, maar ook in Duitsland, Luxemburg, Portugal en Slowakije (grafiek 15).

- **De reële waardestijging tussen 2016 en 2018 kunnen ten dele worden verklaard door nominale waardestijgingen, met name van de euro.** Die trend is echter tot stilstand gekomen en is in 2019 licht omgeslagen. Buiten de eurozone kenden tussen 2016 en 2018 Bulgarije en Tsjechië de sterkste waardestijging van nominale effectieve wisselkoersen (NEER), terwijl in het Verenigd Koninkrijk en Zweden sprake was van waardevermindering.

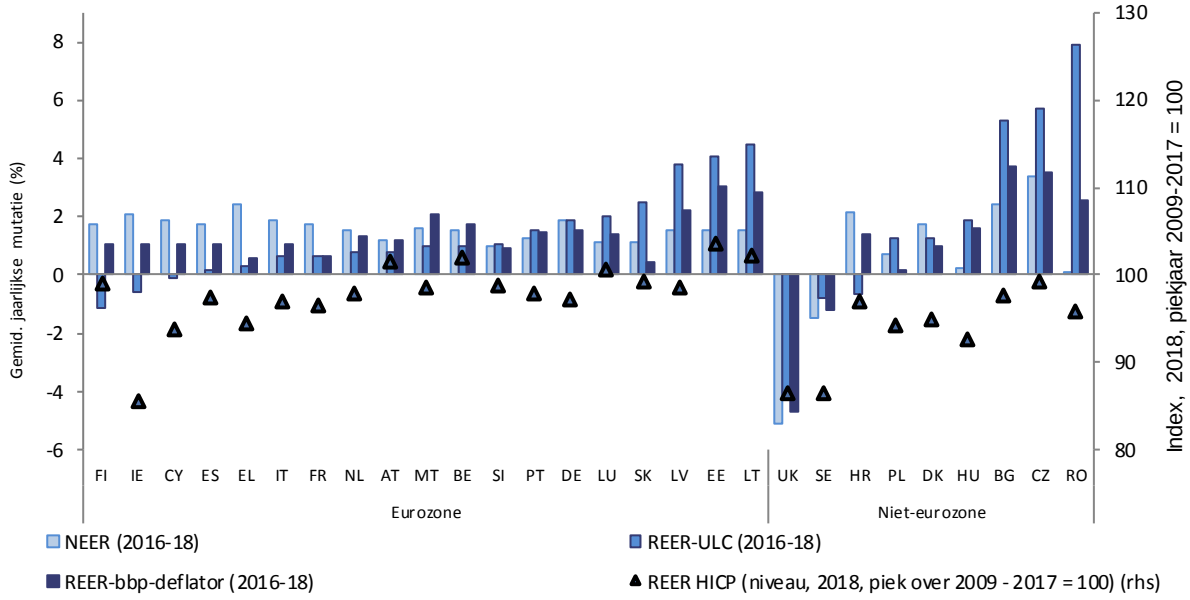
- **Er kan enige prijs-kostenmargekrimp hebben plaatsgevonden**, aangezien de op ULC gebaseerde REER's doorgaans meer zijn gestegen dan de REER's op basis van het bbp of de HICP-deflator. Met name in Bulgarije, Letland, Litouwen, Roemenië, Slowakije en Tsjechië werden grote verschillen vastgesteld tussen op ULC en op bbp-deflatoren gebaseerde REER's[31]. Ondanks een getemperde inflatiedynamiek ten gevolge van nominale waardevermeerderingen **verloren de meeste EU-landen volgens de op HICP gebaseerde REER aan concurrentievermogen** .

- Ondanks die recente verliezen is **in de meeste landen de huidige concurrentiepositie nog steeds gunstiger dan vóór de crisis,** aangezien de op de HICP gebaseerde REER vaak onder de positie van de recente pieken ligt. Toch liggen de huidige op de HICP gebaseerde REER-cijfers in enkele landen, met name België, Estland, Litouwen en Oostenrijk boven de recente pieken, en weerspiegelen zij de aanhoudende waardevermeerdering.

- Reële waardedalingen vallen vaak samen met een daling van de relatieve prijs van niet-verhandelbare goederen en diensten en een **groter aandeel van verhandelbare goederen en diensten in de economie**, waardoor het potentieel voor exportgeleide groeidynamiek toeneemt. Dat patroon wordt vaak door de gegevens bevestigd, maar lijkt in een aantal landen toch te **vertragen** of zelfs om te keren, met name in de Baltische staten (grafiek 16).

[31]Terwijl de margekrimp verhindert dat het kostenconcurrentievermogen van invloed is op de ruilvoet, waardoor in bedrijfstakken die worden gekenmerkt door productdifferentiatie en afstemming van prijzen op de markt, de impact op de handelsstromen beperkt blijft, zou een aanhoudende dalende winstgevendheid op termijn een krimpende verhandelbare sector impliceren.

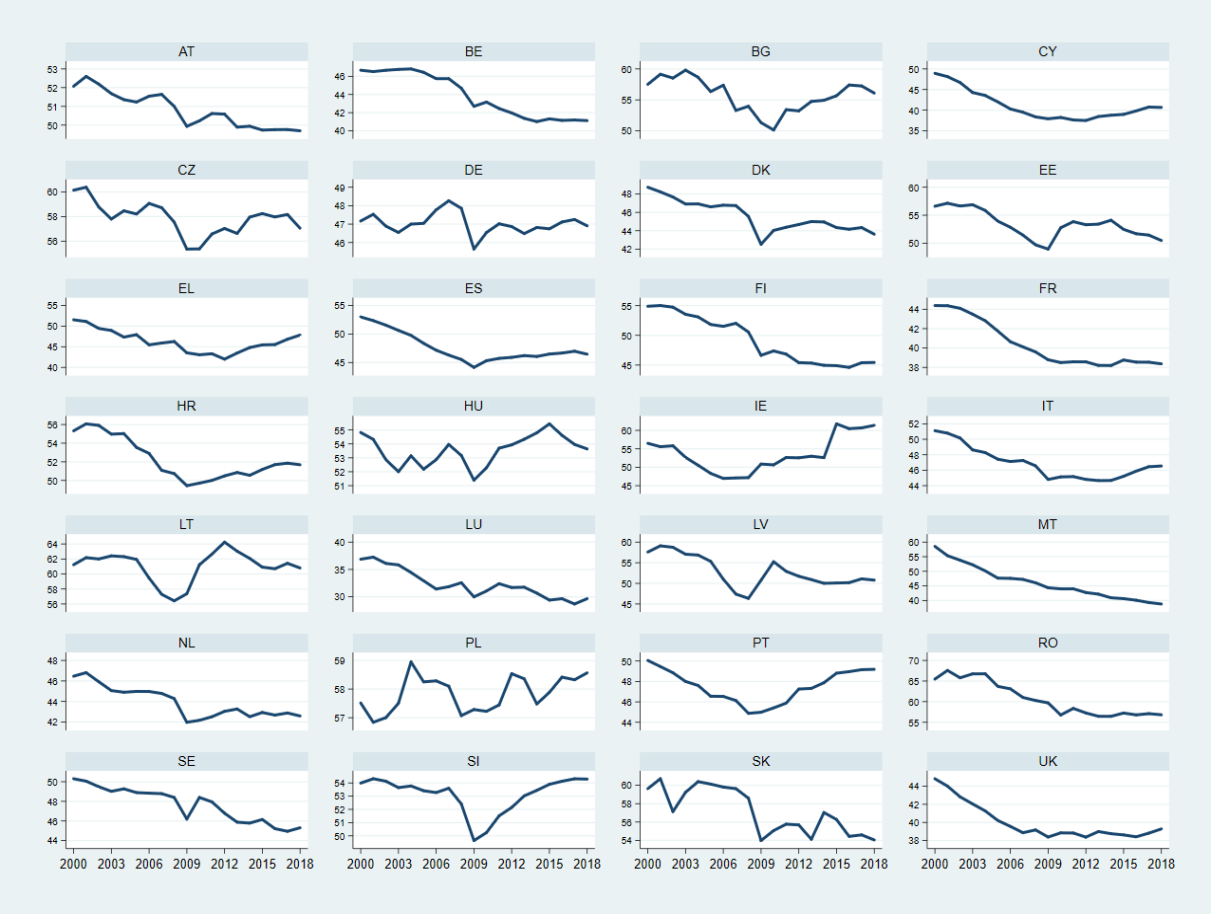
Grafiek 15: Dynamiek van nominale en reële effectieve wisselkoersen (NEER en REER)



Bron: AMECO

Noot: Landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van gemiddelde jaarlijkse variatie van de reële effectieve wisselkoers (REER) op basis van de groei van de ULC in de periode 2016 - 2018. De REER's op basis van ULC en van de bbp-deflator en de nominale effectieve wisselkoers (NEER) worden berekend ten opzichte van 37 handelspartners, die op basis van de geharmoniseerde consumentenprijsindex (HICP) ten opzichte van 42 handelspartners.

Grafiek 16: Aandeel van verhandelbare goederen en diensten in de economie



Bron: AMECO

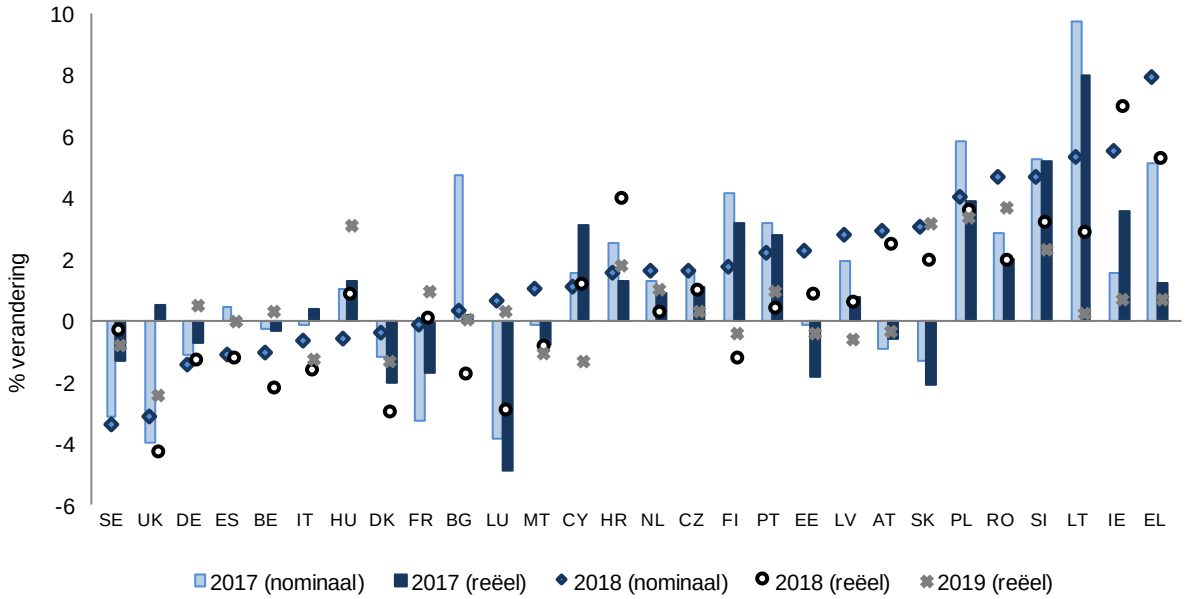
Noot: het aandeel van verhandelbare goederen en diensten in de economie (landbouw, productie, handel, vervoer en communicatiediensten) wordt berekend als het aandeel van de toegevoegde waarde van verhandelbare goederen in de totale toegevoegde waarde van de economie (%).

Het exportmarktaandeel is in 2018 in de meeste lidstaten gegroeid. De gecumuleerde mutatie in exportmarktaandeel over 5 jaar volgens het scorebord is in de meeste EU-landen positief. Slechts in één land (Zweden) overschreden de verliezen de drempel van het scorebord. Recente gegevens op jaarbasis wijzen op doorgaans positieve groeivoeten van het exportmarktaandeel (grafiek 17).

- De recente marktaandeelwinsten voor lidstaten van de EU zijn nog steeds voor een deel gekoppeld aan de relatief sterke exportvraag uit gebieden met nauwe handelsbanden met EU-landen. De recente daling van de REER heeft misschien ook een rol gespeeld. De marktaandelen zijn in de loop van de jaren na de crisis gedaald en met de heropleving van de exportvraag binnen de EU begonnen zij te verbeteren. Recenter heeft in de laatste jaren de **vertraging van de handel in een aantal opkomende economieën** ten opzichte van de intra-EU-handel wellicht geleid tot groei van het exportmarktaandeel in EU-landen. Dit wordt bevestigd door beperktere winsten aan exportmarktaandeel ten opzichte van de OESO-landen (tabel 2.1 in bijlage). Door de stijging van de REER's lijken in reële termen uitgedrukte exportmarktaandelen eerder gematigd.
- **De lidstaten van Centraal- en Oost-Europa lieten in 2018 de grootste winsten qua exportmarktaandeel optekenen, maar vaak met aanzienlijke vertragingen.** Ook enkele nettocrediteurlanden, met inbegrip van Duitsland, boeken verliezen. Bij de nettodebiteurlanden zijn de exportmarktaandelen verminderd in Spanje en Bulgarije, en is er een vertraging in Portugal,

terwijl er in Griekenland (met de sterkste groei van 2018), Roemenië en Cyprus verbetering werd genoteerd.

Grafiek 17: Mutaties in exportmarktaandelen



Bron: Eurostat, berekeningen van de diensten van de Commissie.
Noot: Landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van jaarlijkse variatie van nominale exportmarktaandelen in 2018. Nominale exportmarktaandelen worden berekend door de export van een land in lopende prijzen te delen door de wereldexport, eveneens in lopende prijzen. De reële groei van exportmerktaandelen wordt berekend door de groeivoet van de wereldexport in volumes af te trekken van de groeivoet van een land in volumes.

Op basis van de beschikbare benchmarks **blijven de schuldratio's van de particuliere sector in een aantal lidstaten hoog**.

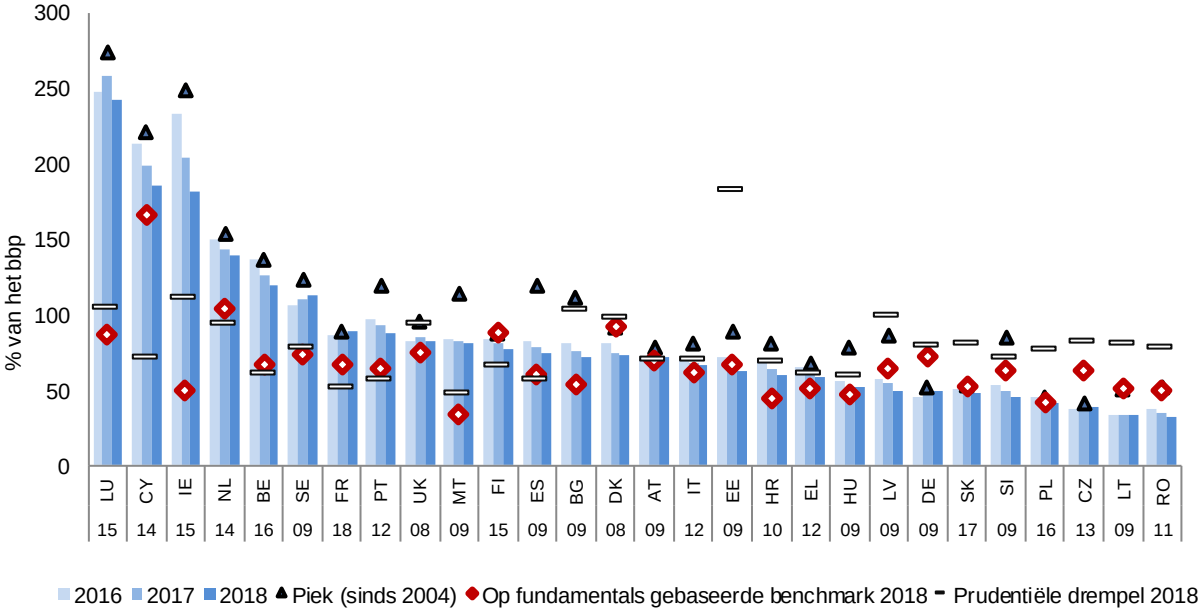
- **Twaalf lidstaten overschreden in 2018 de drempel van het scorebord voor de schuldpositie van de particuliere sector, dat is hetzelfde aantal als in 2016 en 2017.** De particuliere schuldquote bedraagt meer dan 200 % van het bbp in Luxemburg, Cyprus, Nederland en Ierland. De schuldcijfers in die landen worden beïnvloed door bedrijfsinterne grensoverschrijdende transacties die verband houden met de activiteiten van multinationale ondernemingen en special purpose vehicles. De particuliere schuldquote in Denemarken en Zweden ligt om en bij 200 % van het bbp; in België, Frankrijk, Portugal en het Verenigd Koninkrijk ligt deze dicht bij of boven 150 % van het bbp.

- In Cyprus, Frankrijk, Nederland, Portugal, Spanje en Zweden dragen **zowel huishoudens als niet-financiële vennootschappen (NFV's)** bij aan de hoge particuliere schuldquotes (grafieken 18 en 19). In Ierland en Luxemburg wordt de hoge stand van de particuliere schuld aangejaagd door de hoge schuldenlast van **vennootschappen**; in Denemarken, Finland en het Verenigd Koninkrijk veeleer door de schulden van de **huishoudens**.

- **Verschillen in de stand van particuliere schuld tussen landen** kunnen grotendeels worden verklaard door verschillen in fundamentele factoren die de accumulatie van schulden rechtvaardigen, met inbegrip van verwachtingen voor groei en investeringen, en financiële ontwikkeling. Bij de beoordeling van de schuldniveaus moet derhalve rekening worden gehouden met deze factoren, alsook met andere elementen die vanuit een prospectief perspectief van invloed

zijn op de risico's van hoge schuld.[32] Op basis van de gegevens voor 2018 bevinden alle landen met een particuliere schuld boven de drempel van het scorebord zich ook boven hun landspecifieke prudentiële en op fundamentals gebaseerde benchmark.

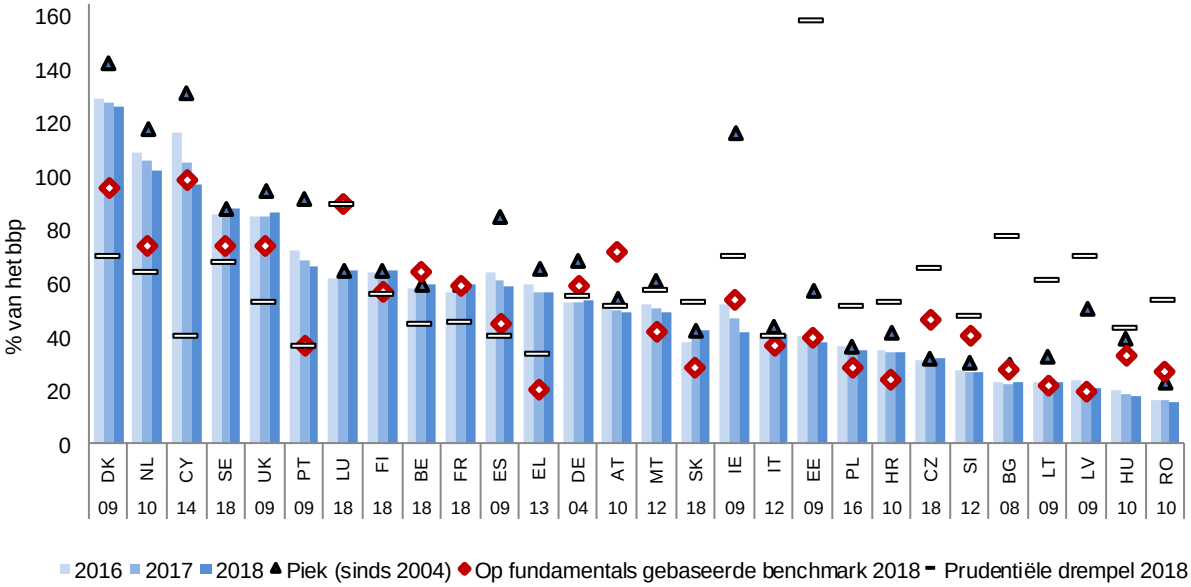
Grafiek 18: Schuld van niet-financiële vennootschappen



Bronnen: Niet-geconsolideerde sectorale kwartaalrekeningen van Eurostat, berekeningen van de Commissie.
Noten: Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van schuldquote van niet-financiële vennootschappen in 2018. De getallen onder de landcodes geven aan in welk jaar de schuldquote piekte.

[32]Met deze factoren wordt rekening gehouden in landspecifieke benchmarks die door de Europese Commissie zijn ontwikkeld in samenwerking met de EPC LIME Working Group (Europese Commissie, "Benchmarks for the assessment of private debt", Note for the Economic Policy Committee, ARES (2017) 4970814) en latere bijwerkingen. *Op fundamentals gebaseerde benchmarks* maken het mogelijk de particuliere schuld te toetsen aan waarden die kunnen worden verklaard op basis van economische fundamentals. Zij zijn afgeleid van regressies die de belangrijkste determinanten van kredietgroei weergeven en rekening houden met een gegeven initiële schuldstand. *Prudentiële drempels* vertegenwoordigen het schuldniveau waarbij een bankencrisis zeer waarschijnlijk is indien die drempel wordt overschreden; deze niveaus zijn gebaseerd op het maximaliseren van de signaalsterkte bij het voorspellen van bankcrises door de waarschijnlijkheid van gemiste crises en vals alarm te minimaliseren en door landspecifieke informatie op te nemen over bankkapitalisatie, overheidsschuld en het niveau van economische ontwikkeling.

Grafiek 19: Schuld van huishoudens



Bronnen: Niet-geconsolideerde sectorale kwartaalrekeningen van Eurostat, berekeningen van de Commissie.
Noten: Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van schuldquote van huishoudens in 2018. De getallen onder de landcodes geven aan in welk jaar de schuldquote piekte.

De schuldafbouw (deleveraging) in de particuliere sector vindt, tegen een trager tempo, voornamelijk plaats ten gevolge van de nominale economische groei, en in sommige gevallen neemt de hoge schuld opnieuw toe in plaats van af te nemen. In de afgelopen jaren zijn in landen met een hoge schuld zoals Cyprus, Ierland, Portugal en Spanje de schulden van niet-financiële vennootschappen en huishoudens gedaald met minstens 25 procentpunten van het bbp ten opzichte van hun piek (grafieken 18 en 19). In Estland, Hongarije, Letland en Slovenië werden ook duidelijke dalingen opgetekend, met name wat betreft de schuldquote van de bedrijfssector. De laatste jaren zijn de schuldquotes in een trager tempo gedaald. Dit is nog duidelijker bij de schuld van huishoudens. Terwijl in de meeste economieën van de EU de schuldquotes blijven dalen, vindt er ook een nieuwe schuldopbouw plaats, vooral bij huishoudens.

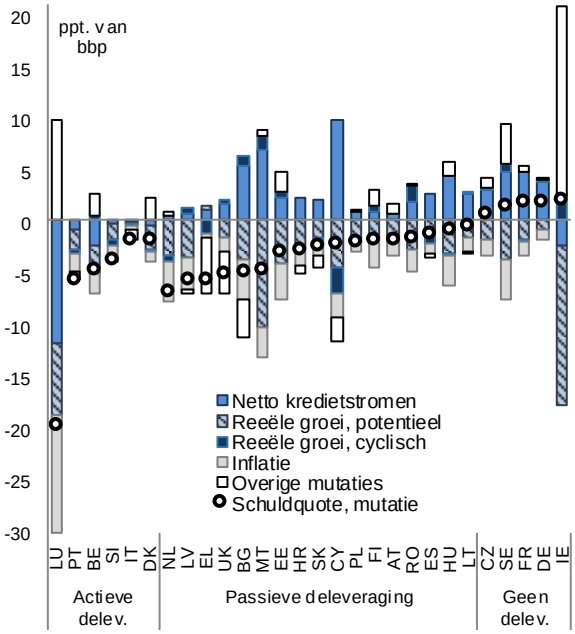
- **Deleveraging steunt in toenemende mate op nominale bbp-groeipercentages.** De kredietstromen van de particuliere sector blijven gematigd, en in geen enkele lidstaat is de drempel van het scorebord voor deze variabele in 2018 overschreden. Door de nominale groei van het bbp in de afgelopen jaren hebben enkele landen kunnen overschakelen op "passievere deleveraging"-modus, d.w.z. dalende schuldquotes ondanks positieve kredietstromen. Door de aanhoudende groei van het bbp is er minder druk om "actief" schuld af te bouwen, d.w.z. dankzij de daling van het nominale schuldniveau. In vergelijking met 2017 vertonen inderdaad minder landen negatieve kredietstromen naar bedrijven of huishoudens (grafieken 20 en 21). Maar nu de economische cyclus zijn piek heeft bereikt, neemt de bijdrage van de cyclische bbp-verbetering af of slaat die zelfs om, zodat mettertijd de vooruitzichten voor verdere passieve schuldafbouw voornamelijk zullen afhangen van de potentiële groei van het bbp.

- De afbouw van **bedrijfsschulden** gaat in de meeste EU-landen door en berust steeds meer op de groei van het bbp. Tussen het eerste kwartaal van 2018 en het eerste kwartaal van 2019 was alleen in België, Denemarken, Italië, Luxemburg, Portugal en Slovenië sprake van actieve schuldafbouw bij niet-financiële vennootschappen (grafiek 20, gebaseerd op niet-geconsolideerde gegevens). In Cyprus, Malta en Bulgarije bedroegen de nettokredietstromen naar ondernemingen meer dan 5 % van het bbp, ondanks het feit dat de schuld van niet-financiële vennootschappen al hoog was. Enigszins dynamische kredietstromen lagen ten grondslag aan de stijging van de schuld van niet-financiële vennootschappen in Frankrijk, Duitsland en Zweden. In Frankrijk en Zweden blijven de schulden van niet-financiële vennootschappen in werkelijkheid toenemen, ondanks het feit dat deze schuld reeds boven de benchmark ligt[33].

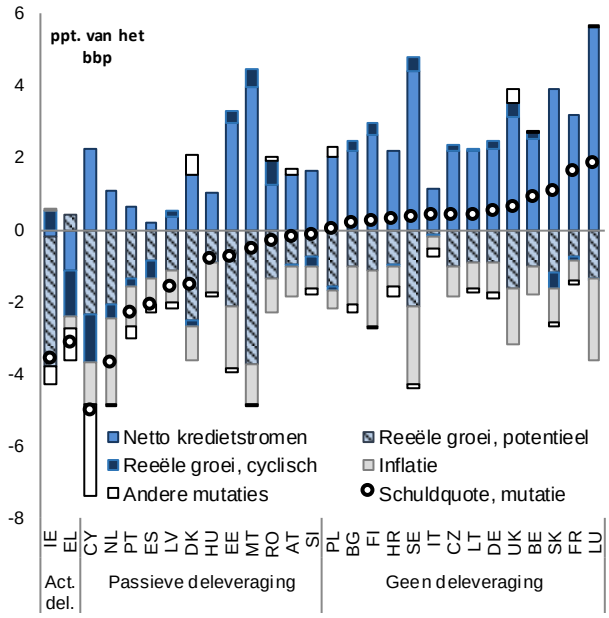
- Bij de afbouw van de **schuld van huishoudens** is de vertraging opvallender. In het Verenigd Koninkrijk, Zweden, België en Frankrijk is de schuld van huishoudens als percentage van het bbp in 2018 gestegen, hoewel die al op een relatief hoog niveau stond (dicht bij of boven de benchmarks). Slechts in enkele lidstaten (Griekenland en Ierland) wordt actieve schuldafbouw waargenomen (grafiek 21). Waar er schuldafbouw heeft plaatsgevonden, gebeurde dat in een gematigd tempo, met name in Cyprus, Portugal en Spanje.

[33]In Ierland waren de nettokredietstromen negatief en was de nominale groei van het bbp gunstig, maar deze effecten werden tenietgedaan door positieve waarderingsmutaties, waardoor in de periode 2018Q1- 2019Q1 geen (niet-geconsolideerde) schuldafbouw plaatsvond, mogelijk wegens de activiteit van multinationals.

Grafiek 20: Uitsplitsing van mutatie in schuldquote van niet-financiële vennootschappen (2018 Q1 - 2019 Q1)



Grafiek 21: Uitsplitsing van mutatie in schuldquote van huishouden (2018 Q1 - 2019 Q1)



Bronnen: Niet-geconsolideerde sectorale kwartaalrekeningen van Eurostat, berekeningen van de Commissie.
Noten: de grafieken tonen een uitsplitsing van de ontwikkeling op jaarbasis van de niet-geconsolideerde schuldquoten in vijf componenten: kredietstromen, potentiële en cyclische reële bbp-groei, inflatie en andere mutaties. De cyclische component van de bbp-groei wordt berekend als het verschil tussen de werkelijke en de potentiële groei. "Actieve deleveraging" heeft betrekking op de netto-aflossing van de schuld (negatieve nettokredietstromen), wat gewoonlijk leidt tot een nominale krimp van de balans van de sector. "Passieve deleveraging" vindt daarentegen plaats wanneer tegenover positieve nettokredietstromen een hogere nominale bbp-groei staat die de schuldquote doet dalen.

De omstandigheden in de banksector in de EU zijn in de afgelopen jaren aanzienlijk verbeterd en zijn in grote mate gestabiliseerd. De banksector staat nog steeds onder druk, met name door de lage rentabiliteitsniveaus en hoge standen van niet-renderende leningen (NPL - non-performing loan) in sommige lidstaten. TIER 1-kapitaalratio's hebben in alle lidstaten een niveau boven de wettelijke voorschriften bereikt en stijgen niet langer, met grote verschillen van land tot land. Het rendement op het eigen vermogen in de banksector heeft zich in de afgelopen jaren aanzienlijk hersteld, maar die verbetering is de laatste tijd verzwakt. Enkele landen, met name Griekenland, Italië en Portugal (grafieken 22 en 23) staan onder druk door een combinatie van relatief lage rendementen, kapitalisatieratio's onder het gemiddelde en relatief hoge NPL-ratio's.

- **De groei van de passiva van de financiële sector blijft beperkt, ruim onder de drempel van het scorebord**, behalve in Finland. De groei van de passiva van de financiële sector is in 2018 in de meeste lidstaten licht vertraagd ten opzichte van 2017.[34] De kredietstromen van banken zijn in 2018 toch in een iets hoger tempo toegenomen in vergelijking met 2017, met name voor kredietverstrekking aan huishoudens, en zijn tijdens de eerste maanden van 2019 gestabiliseerd terwijl de leningvoorwaarden stilaan strenger werden[35].

[34]Deze stijging in Finland in 2018 viel samen met de verplaatsing van de hoofdzetel van één bank van Zweden naar Finland.
[35] Zoals aangegeven in de enquête over kredietverlening, zie ECB, Economic Bulletin, augustus 2019.

- **De kapitalisatieratio's zijn in de meeste lidstaten gestabiliseerd, terwijl het rendement op het eigen vermogen in 2018 in enkele gevallen is achteruitgegaan.** Het rendement op het eigen vermogen in 2018 bleef negatief in Griekenland en Portugal, maar werd positief in Cyprus. De waarderingen van het kapitaal van banken zijn in 2017 gestegen, terwijl zij in 2018 en het grootste gedeelte van 2019 zijn gedaald, ondanks de positieve resultaten van de Europese beursindices in het algemeen, waarin onder meer de gewijzigde marktperceptie van de rendabiliteitsvooruitzichten voor de sector tot uiting komt.

- **Sommige EU-lidstaten vallen op door een combinatie van relatief lage rendementen en kapitalisatieratio's met relatief hoge NPL-ratio's**.[36] In Griekenland ligt de NPL-ratio nog steeds boven 40 %. Cyprus kende aanzienlijke verbeteringen in zijn NPL-ratio, voornamelijk ten gevolge van leningverkopen en de afwikkeling van een grote bank in 2018, en de winstgevendheid is weer positief. In Portugal en Italië is de NPL-ratio sinds 2016 aanmerkelijk gedaald en de meest recente gegevens wijzen op verdere daling in 2018, zij het in beperktere mate. In beide landen is de NPL-ratio onder 10 % gedaald. Bulgarije, Hongarije, Ierland, Kroatië, Roemenië en Slovenië noteerden in de loop van 2018 dalingen in hun bovengemiddelde NPL-ratio's.

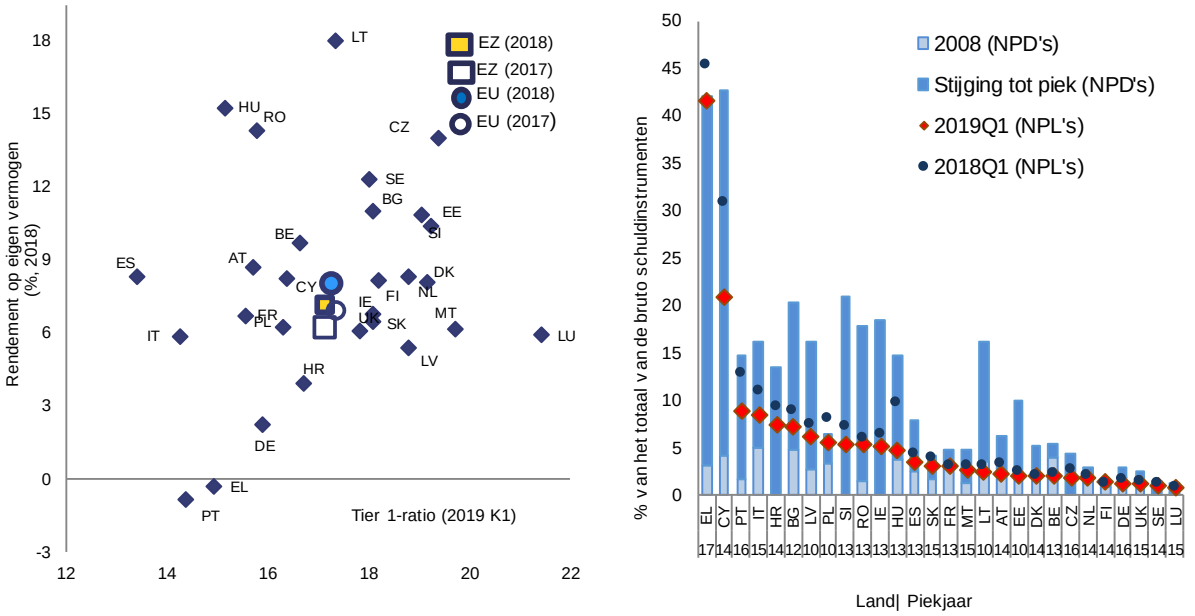
- **De huidige economische vooruitzichten met aanhoudende lage rentevoeten zorgen voor extra druk.** De daling van de rentevoeten is vooral voelbaar bij langere looptijden, wat leidt tot een afvlakking van de yieldcurves en een verdere krimp van de rentemarges. Die afvlakking belemmert de looptijdtransformatie door banken en tast wellicht de winstgevendheid aan. Aangezien het klimaat van lage rendementen in het bijzonder betrekking heeft op financiële activa met een laag risico, kan dit met name druk zetten op de winstgevendheid en de balans van niet-bancaire financiële instellingen met portefeuilles die grotendeels in activa met laag risico zijn belegd, zoals verzekeringsinstellingen, en dan vooral de subcategorie levensverzekeringen, en pensioenfondsen.[37]

Grafiek 22: Winstgevendheid en kapitaal van de banksector

Grafiek 23: Niet-renderende leningen (NPL)

[36]NPL's in de reeks aanvullende scorebordindicatoren wordt gedefinieerd als totale bruto NPL's en voorschotten als percentage van de totale brutoleningen en voorschotten (brutoboekwaarde), voor de rapporterende sector "binnenlandse bankgroepen en zelfstandige banken, dochterondernemingen onder buitenlandse zeggenschap en bijkantoren onder buitenlandse zeggenschap, alle instellingen". De waarden zijn opgenomen in tabel 2.1 in bijlage. Geharmoniseerde NPL-ratio's zijn pas sinds 2014 beschikbaar. Voor de gegevens met betrekking tot 2008 en de "stijging tot piek" wordt in grafiek 23 de ratio van de bruto niet-renderende schuldinstrumenten ten opzichte van de totale bruto schuldinstrumenten weergegeven, die in langere tijdreeksen beschikbaar is en die niet alleen betrekking heeft op leningen, maar ook op andere schuldinstrumenten die de banksector aanhoudt. Laatstgenoemde ratio is doorgaans iets lager dan de NPL-ratio, grotendeels omdat de noemer groter is, d.w.z. de totale bruto schuldinstrumenten zijn groter dan de totale leningen. Het maximale verschil tussen de twee ratio's bedraagt momenteel 4 ppt. (voor Griekenland) , terwijl dat voor de meeste landen minder dan 1 ppt. is.

[37] ECB, Financial Stability Review, mei 2019.



Bron: Geen gegevens over bruto niet-renderende schuldinstrumenten voor 2008 beschikbaar voor Kroatië, Tsjechië, Ierland, Slovenië en Zweden.
Noot: In grafiek 23 hebben de gegevens voor 2008 en de "stijging tot piek" betrekking op de ratio van bruto niet-renderende schuldinstrumenten ten opzichte van de totale bruto schuldinstrumenten. NPL-ratio's worden vermeld voor 2018Q1 en 2019Q1; de getallen onder de landcodes geven aan in welk jaar de niet-renderende schuldinstrumenten piekten.

De huizenprijzen bleven in 2018 in een snel tempo stijgen, maar bij sterkere tekenen van overwaardering koelde de prijsdynamiek af. De versnellende stijging van de huizenprijzen drijft steeds meer woningmarkten in de buurt van of over de pieken van voor de crisis (grafiek 26). In 2018 vertoonden zeven lidstaten een groei van de reële huizenprijzen boven de drempel van het scorebord (Hongarije, Ierland, Letland, Nederland, Portugal, Slovenië en Tsjechië), dat is één land meer in vergelijking met 2017. De groei van de huizenprijzen was buitengewoon sterk in EU-landen die tot dusver weinig of geen tekenen van overwaardering in de huizenprijzen vertoonden, terwijl er vertraging werd waargenomen in landen met sterkere tekenen van overwaardering. Volgens de gegevens tot aan het tweede kwartaal van 2019 kan in Hongarije, Kroatië, Polen, Portugal en Tsjechië de drempel van het scorebord worden overschreden indien die patronen zich in de tweede helft van het jaar voortzetten. In de eerst helft van het jaar, en in vergelijking met 2018, waren er opvallende versnellingen in de stijging van de huizenprijzen in Cyprus, Kroatië en Zweden, en vertragingen in Denemarken, Ierland, Letland Roemenië en Slovenië.

- **Het aantrekken van de huizenprijzen houdt voor een deel verband met economische fundamentals**. De stijging van de huizenprijzen herbegon ten gevolge van het economische herstel vanaf 2013 en de daling van de rentevoeten. Dit kan worden verklaard op basis van economische fundamentals.[38] Ondanks de versnelling speelde de groei van de hypothecaire kredieten echter tot

[38] Met benchmarks voor de huizenprijzen kan op basis van landspecifieke kenmerken worden gemeten in welke mate huizenprijzen onder- of overgewaardeerd zijn. Synthetische waarderingskloven zijn gebaseerd op de kloof die wordt afgeleid uit verschillende benchmarks: i) afwijking van prijzen/inkomens ten opzichte van het langetermijngemiddelde ervan; ii) afwijking van de prijzen/huren ten opzichte van het langetermijngemiddelde ervan; iii) afwijking van op regressies gebaseerde benchmarks, waarbij rekening wordt gehouden met economische fundamentals van vraag en aanbod (zie N. Philiponnet en A. Turrini (2017), "Assessing House Price Developments in the EU", European Commission Discussion Paper 048, mei 2017). Bij de berekening van op

dusver geen wezenlijke autonome rol als aanjager van de prijzen; in de periode voor de crisis was dat anders. Toch kan die groei ertoe bijdragen dat de versnelling van de huizenprijzen blijft voortduren.

- **Een sterke groei van de huizenprijzen heeft gevolgen voor het waarderingsniveau.** In Hongarije, Ierland, Letland, Nederland, Portugal en Slovenië was de groei van de reële huizenprijzen in 2017 al hoog en in 2018 is die nog versneld (grafiek 24 en grafiek 25, kwadrant rechts bovenaan). De aanhoudende sterke groei in een aantal landen doet het risico op overwaardering geleidelijk toenemen: het aantal EU-landen met overgewaardeerde huizenprijzen is in de afgelopen jaren gestegen. In landen als Duitsland of Portugal zijn de tekenen van overwaardering (gemeten aan de hand van een groter wordende waarderingskloof) de laatste tijd sterker geworden. De huizenprijzen liggen in een aantal landen sinds halfweg de jaren 2000 bij of boven de piekniveaus (België, Duitsland, Luxemburg, Malta, Oostenrijk, Portugal en Tsjechië; grafiek 26). In een aantal landen stoot het prijsniveau op betaalbaarheidsbeperkingen, zoals blijkt uit de ratio tussen het niveau van de huizenprijzen en het beschikbaar inkomen per hoofd. Volgens schattingen is in ongeveer de helft van de EU-landen meer dan tien jaar aan inkomen nodig om een woning van 100 m² te kopen[39]. Zo leeft in 2017 een Europeaan op tien in een huishouden dat meer dan 40% van het inkomen aan huisvesting besteedt [40].

- **In een aantal landen met tekenen van overwaardering en een hoge schuldpositie van de huishoudens zijn de huizenprijzen enigszins vertraagd, en op de Zweedse woningmarkt is een neerwaartse correctie ingezet**. De recente groei van de huizenprijzen was meestal lager naarmate de overwaardering hoger uitviel. Dit patroon, dat in de voorgaande jaren niet zichtbaar was, tekent zich in 2018 duidelijk af voor landen waar de huizenprijzen overgewaardeerd worden geacht. In 2018 vielen België, Frankrijk, Oostenrijk en het Verenigd Koninkrijk op door een combinatie van verschillende gradaties van overgewaardeerde huizenprijzen, een hoge schuldpositie van de huishoudens, maar ook een lagere groei van de huizenprijzen in 2018 dan in 2017 (grafiek 25). Dergelijke vertragingen kunnen een weerspiegeling zijn van betaalbaarheidsbeperkingen, een herstel van het woningaanbod en beleidsmaatregelen op nationaal niveau, ook op macroprudentieel gebied[41]. Voorts zijn in Zweden de huizenprijzen in 2018 op jaarbasis gedaald, zowel in nominale als in reële termen, maar de gegevens voor de eerste twee kwartalen van 2019 wijzen op enige stabilisatie. Er heeft echter geen aanpassing plaatsgevonden in Luxemburg, waar de kwetsbaarheden en de risico's op overwaardering bleven toenemen.

- **In een aantal lidstaten komen overgewaardeerde huizenprijzen voor naast een hoge schuldpositie van de huishoudens**. Dit is met name het geval in Denemarken, Luxemburg, het Verenigd Koninkrijk en Zweden. Nederland wordt gekenmerkt door een zeer hoge schuld van de

---

regressies gebaseerde benchmarks wordt op cyclische verklarende variabelen een HP-filter toegepast om de volatiliteit ervan te beperken.

[39] Schattingen van het prijsniveau worden verkregen op basis van de gegevens van nationale rekeningen en tellingen, of indien die niet beschikbaar zijn, van informatie op websites van vastgoedmakelaars. Zie J. C. Bricongne et al. (2019)," Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates", European Economy, Discussion Paper No. 101, juli 2019.

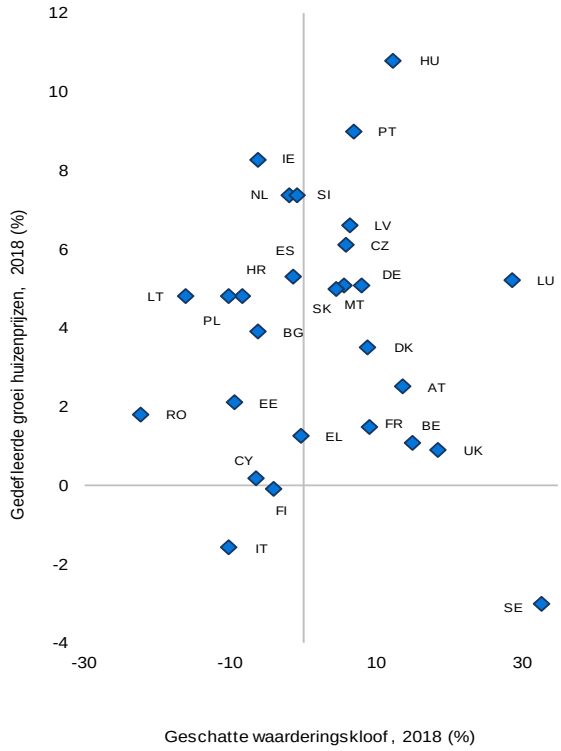
[40] Europese Commissie (2019), Employment and Social Developments in Europe, Annual Review 2019, hoofdstuk 4.

[41] De investeringen in de bouw stijgen sinds 2015 in de gehele EU in een sneller tempo, waarbij de grootste groei wordt waargenomen waar de groei van de huizenprijzen sterker is. In de meeste EU-landen neemt ook het aantal bouwvergunningen toe. Een aantal macroprudentiële beleidsmaatregelen die recent in de EU zijn ingevoerd, kunnen een invloed hebben gehad op het tempo waarin de huizenprijzen stijgen. Dit geldt vooral voor de limieten op de leenquotiteit en de verhouding schuld/inkomen. In de afgelopen jaren is de woningbelasting in een aantal EU-lidstaten hervormd, met name om de belastingvoordelen voor hypotheken te beperken.

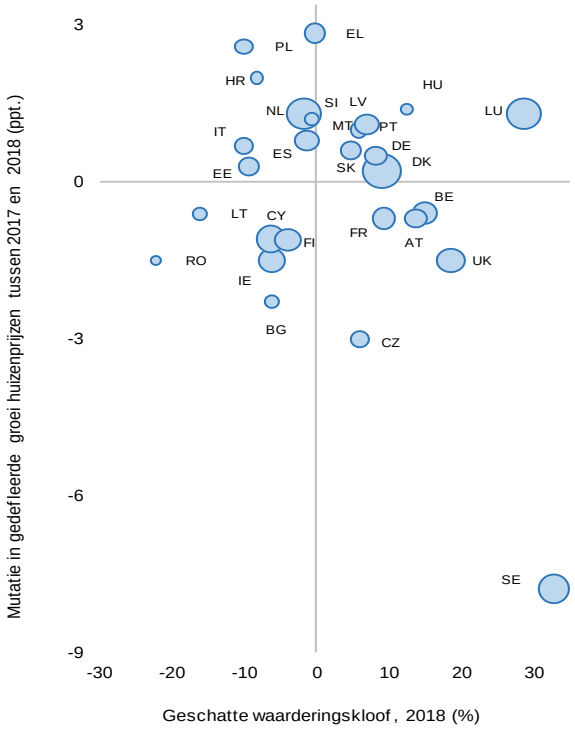
huishoudens en hoge prijsniveaus ten opzichte van het inkomen. De hypotheekstand groeide in 2018 bijzonder snel in Bulgarije, Roemenië en Slowakije (meer dan 10 % in vergelijking met het jaar tevoren) en België, Estland, Frankrijk, Hongarije, Litouwen, Luxemburg, Malta, Oostenrijk en Tsjechië (meer dan 5 % in vergelijking met het jaar tevoren). In sommige gevallen deed zich een sterke groei voor vanaf een relatief hoog startniveau, zoals in België of Frankrijk. Het beeld verandert enigszins wanneer enkel wordt gekeken naar de schuldmutatie die voortvloeit uit nieuwe hypotheken, d.w.z. zonder rekening te houden met de gevolgen van aflossingen (grafiek 27). Het verband tussen de huizenprijzen en nieuwe hypotheekstromen lijkt in alle landen zwak, zonder duidelijke aanwijzingen dat de prijzen sneller groeien waar er meer hypotheken zijn. Dit suggereert dat krediet tot dusver geen belangrijke rol heeft gespeeld als aanjager van de versnelling van de huizenprijzen[42]. Toch gaat in een aantal landen de sterke groei van de huizenprijzen gepaard met een sterke toename van de hypotheken, met name in Slowakije, Luxemburg, Duitsland en Nederland.

[42] In de meeste landen van de eurozone vindt de versnelling van de huizenprijzen van na de crisis plaats voordat de hypotheekgroei echt op gang komt. Zie bijv., Europese Commissie, "Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses", note to the Economic Policy committee - Euro Area, Ares(2019)922432, februari 2019; en Europese Commissie, "Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses", technische nota bij de Eurogroep, februari 2019: https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Grafiek 24: Wijzigingen in huizenprijzen en waarderingskloven in 2018



Grafiek 25: Waarderingskloven, mutaties in de prijsgroei tussen 2017 en 2018 en schuldpositie van de huishoudens (% van inkomen van de huishoudens)

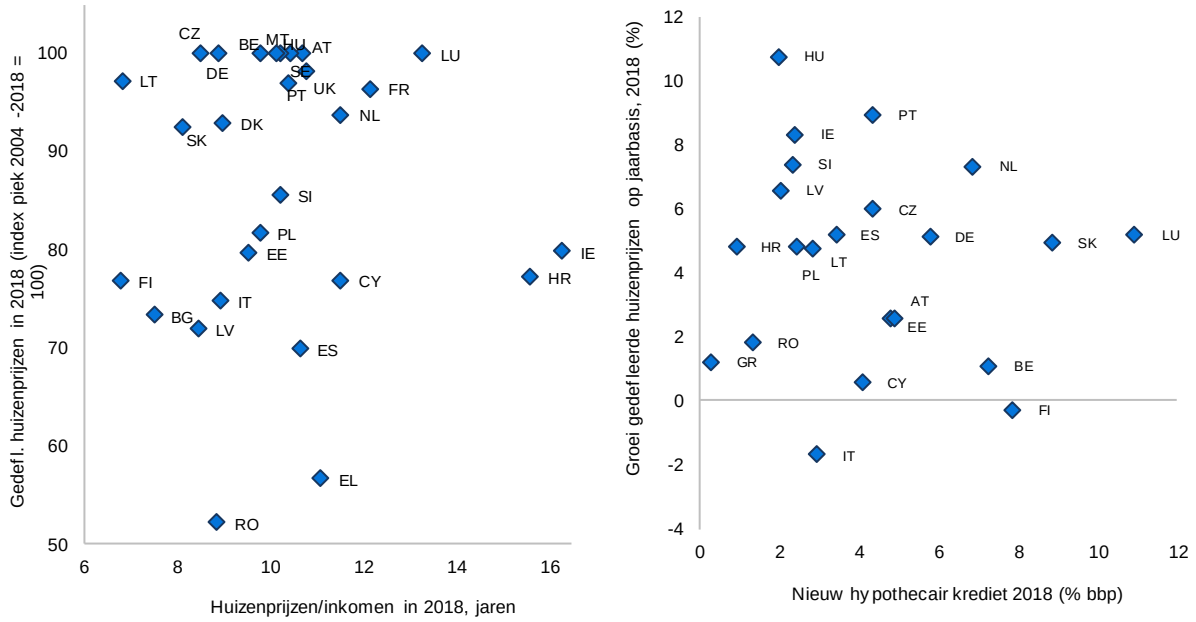


Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: de overwaarderingskloof wordt geraamd als een gemiddelde van drie maatstaven: de afwijkingen in de verhoudingen prijs/inkomen en prijs/huur ten opzichte van hun langetermijngemiddelden en de resultaten van een fundamentalsmodel van waarderingskloven. zie voetnoot 39. De omvang van de zeepbellen in grafiek 25 vertegenwoordigt de verhouding tussen de schulden van huishoudens ten opzichte van het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens. Voor Kroatië zijn er geen gegevens beschikbaar over het bruto beschikbaar inkomen van de huishoudens na 2012 en wordt gebruik gemaakt van een extrapolatie op basis van de groei van het bruto beschikbaar inkomen van de economie; de gegevens over het bruto beschikbaar inkomen van de huishoudens voor Malta ontbreken en worden indirect bepaald op basis van 56 % van het bruto nationaal inkomen.

Grafiek 26: Niveau van de huizenprijzen in vergelijking met het inkomen en de index van reële huizenprijzen en vergelijking met pieken, 2018

Grafiek 27: Stijging van de huizenprijzen en nieuwe hypothecaire kredieten in 2018



Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: Voor zes landen ontbreken gegevens over nieuwe hypothecaire kredieten (Bulgarije, Denemarken, Frankrijk, Malta, Zweden en het Verenigd Koninkrijk). De verhouding tussen huizenprijzen en inkomens wordt gemeten als de verhouding tussen de prijs van een woning van 100 m² en het gemiddelde beschikbare inkomen van de huishoudens. Voor Kroatië zijn er geen gegevens beschikbaar over het bruto beschikbaar inkomen van de huishoudens na 2012 en wordt gebruik gemaakt van een extrapolatie op basis van de groei van het bruto beschikbaar inkomen van de economie; de gegevens over het bruto beschikbaar inkomen van de huishoudens voor Malta ontbreken en worden indirect bepaald op basis van 56 % van het bruto nationaal inkomen.

De overheidsschuldquote is bijna overal in de EU gedaald, met uitzondering van enkele lidstaten met de hoogste schuldquote. In 2018 zijn in 14 lidstaten de drempels van het scorebord voor de schuldpositie overschreden, tegenover 15 in 2017. België, Cyprus, Griekenland, Italië en Portugal kennen een schuld van 100 % van het bbp of meer, en Frankrijk en Spanje bevinden zich net onder die drempel. Voor zeven gevallen (België, Cyprus, Frankrijk, Ierland, Portugal, Spanje en het Verenigd Koninkrijk) gaat de overheidsschuld van meer dan 60% van het bbp samen met een schuldenlast van de particuliere sector boven de respectieve drempel van het scorebord. In 2018 werd de overheidsschuldquote nog slechter, maar vaak iets minder dan in de voorgaande jaren. Dit weerspiegelt enige versoepeling van de begrotingsposities en reeds enige afkoeling van de nominale groei van het bbp. Enkele van de hoogste overheidsschuldquotes zijn in 2018 echter niet verbeterd of zelfs verslechterd: de overheidsschuld bleef ongewijzigd in Frankrijke en nam toe in Cyprus, Griekenland en Italië. Terwijl dit in sommige gevallen toe te schrijven was aan uitzonderlijk grote stock-flow adjustments die de schuldpositie vergrootten, duidt dit in andere gevallen op onvoldoende begrotingsconsolidatie. Het rendement op overheidsobligaties is niettemin gedaald en verminderde verder in de loop van 2019, zelfs voor de lenende overheden met de grootste schuldenlast, en bereikt steeds nieuwe historische dieptepunten. De schuldquotes zullen volgens de prognoses in de loop van 2019 tot 2021 toenemen, met name in Roemenië, maar ook in Italië en in mindere mate in Finland en Frankrijk, terwijl zij in de meeste andere EU-landen iets minder zullen dalen dan de laatste tijd het geval was.

Kader 1: Werkgelegenheid en sociale ontwikkelingen

In 2018 was er een verdere verbetering van de arbeidsmarkten van de EU, hoewel de economische activiteit in de tweede helft van het jaar vertraagde. De werkgelegenheid in de EU is verder toegenomen en heeft een nieuw hoogtepunt bereikt wat betreft het aantal personen met een baan. De werkloosheid daalt in alle EU-lidstaten, voornamelijk waar de werkloosheid hoog is, wat bijdraagt tot minder ongelijkheid tussen landen, hoewel in sommige lidstaten de werkloosheid hoog blijft. In de eerste helft van 2019 vertraagden de verbeteringen, wat mogelijk een weerspiegeling is van de afnemende reserve aan arbeidskrachten. Het herstel heeft ook bijgedragen tot een verbetering van de meeste armoede-indicatoren, maar de sociale situatie blijft in sommige lidstaten een zorg. Sinds 2008 is het risico op armoede en sociale uitsluiting in het grootste gedeelte van de EU gedaald (7 miljoen personen minder in vergelijking met 2008; 13 miljoen in vergelijking met 2012) evenals de ernstige materiële deprivatie, met name in de landen van Centraal- en Oost-Europa waar deze indicator oorspronkelijk op een hoog niveau stond. In vele lidstaten is echter het relatieve armoederisico nog steeds boven het niveau van voor de crisis. Over het algemeen heeft het wegwerken van ernstige macro-economische kwetsbaarheden ook een negatieve invloed op de werkgelegenheid en de sociale situatie in de betrokken landen. Met name de lidstaten die te kampen hebben met buitensporige onevenwichtigheden, hebben nog steeds een zwakkere werkgelegenheid en sociale ontwikkeling; de situatie van de landen met onevenwichtigheden is iets meer gevarieerd en vertoont vaak ook onevenwichtigheden van verschillende aard of ernst..

In 2018 is het *werkloosheidspercentage* in alle lidstaten gedaald, maar blijft in sommige landen hoog. De verbeteringen waren het sterkst in landen met een hoog werkloosheidsniveau (dalingen van meer dan 2 ppt. in Cyprus, Griekenland en Kroatië). Niettemin wordt in 2018 in vijf lidstaten (Cyprus, Griekenland, Italië, Kroatië en Spanje) de drempel van de MIP-scorebordindicator van gemiddeld 10% over de afgelopen drie jaar nog steeds overschreden. In 2018 lag het werkloosheidspercentage zo'n 4 ppt. onder de in 2013 bereikte pieken, maar in ongeveer de helft van de lidstaten nog steeds hoger dan in 2008. De werkloosheidsgraad in de EU en de eurozone bleef in de eerste helft van 2019 dalen tot respectievelijk 6,3 % en 7,5 % in het derde kwartaal van 2019.

In alle lidstaten is de *arbeidsparticipatie verder verbeterd*. De arbeidsparticipatie in de EU (20-64 jaar) bereikte in 2018 met 73,2 % (72,0% in de eurozone) een piek en bleef in het tweede kwartaal van 2019 stijgen tot een record van 73,9 %, ruim boven de piek van 70,2% van vóór de crisis in 2008. De grootste stijging in het aantal werkende personen in vergelijking met 2017 werd opgetekend in Malta (5,4 %), gevolgd door Cyprus (4,1 %), Luxemburg, (3,7 %) en Ierland (3,2 %), terwijl de kleinste stijgingen werden waargenomen in Polen (0,3 %), Roemenië (0,2 %) en Italië (0,9 %).

***De activiteitsgraad* bleef bijna overal in de EU stijgen.** Slechts twee landen vertoonden de afgelopen drie jaar een dalende activiteitsgraad (15-64 jaar): Kroatië en Spanje, met in beide gevallen een overschrijding van de drempel van het scorebord van -0.2 (-0.6 ppt. in beide gevallen). Over het geheel genomen heeft de activiteitsgraad voor de EU en de eurozone een recordhoogte bereikt van respectievelijk 73,7 % en 73,4 %, dat is ongeveer 3,5 en 2,5 ppt. boven het niveau van voor de crisis, voornamelijk ten gevolge van een toenemende arbeidsmarktparticipatie van oudere werkenden en vrouwen.

***De langdurige en jeugdwerkloosheid* zijn sterker verbeterd dan de rest van de arbeidsmarkt, maar blijven in een aantal EU-landen hoog.** De *langdurige werkloosheid* is in 2018 in alle lidstaten gedaald en alle landen kenden lagere percentages dan drie jaar eerder. De hoogste cijfers voor langdurige werkloosheid werden genoteerd in Griekenland (13,6 %), Spanje (6,4 %), Italië (6,2 %) en

Slowakije (4 %). en met uitzondering van Italië vertoonden zij een aanzienlijke daling in vergelijking met 2015 (ongeveer 5 ppt. in Spanje, 4,6 ppt. in Griekenland en 3,6 ppt. in Slowakije). De *jeugdwerkloosheidsgraad* is in alle EU-landen in de drie jaar tot 2018 gedaald. Over dezelfde periode werden in Cyprus, Kroatië, Portugal, Slowakije en Spanje dalingen van 10 ppt. of meer genoteerd. In Griekenland, Italië en Spanje ligt de jeugdwerkloosheidsgraad echter nog steeds boven 30%. Tegelijk had in 2018 in de EU 9,6 % van de jongeren (15-24 jaar) geen baan terwijl zij ook geen onderwijs of een opleiding volgden (NEET: not in education, employment or training). In verscheidene lidstaten (Bulgarije, Cyprus, Griekenland, Italië, Kroatië, Roemenië en Spanje) lag dat cijfer boven 12 %.

Armoede en sociale uitsluiting zijn verder afgenomen, maar blijven in een aantal lidstaten hoog. Het aandeel mensen dat met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd (AROPE) is in 2018 in de EU verder gedaald tot 21,9 %. Dat is ongeveer 3 ppt. lager dan de piek van 2012[43]. Terwijl in de meeste landen in de drie jaren tot 2018 dalingen werden genoteerd, kenden Estland, Luxemburg, Nederland en het Verenigd Koninkrijk stijgingen, zij het in sommige gevallen (Nederland en Luxemburg) van een relatief laag niveau. Ondanks een belangrijke daling van het AROPE-percentage van bijna 39 % tot 32,8 % heeft Bulgarije nog steeds het hoogste niveau in de EU, gevolgd door Roemenië en Griekenland, beide met meer dan 30 %, en Letland en Litouwen, net onder dat niveau. De laagste AROPE-cijfers werden genoteerd in Tsjechië (12,2 %), gevolgd door Slovenië (16,2 %), Slowakije (16,3 %), Finland (16,5 %) en Nederland (16,8 %). Ondanks de over het algemeen positieve ontwikkelingen op het gebied van armoede en sociale uitsluiting vertonen bepaalde onderdelen daarvan een andere ontwikkeling, die in een aantal EU-landen zorgbarend is:

- Het aandeel mensen dat met armoede worden bedreigd (AROP) is in de afgelopen jaren in een derde van de lidstaten gestegen: de grootste stijgingen over een periode van drie jaar werden opgetekend in Luxemburg (3 ppt.), het Verenigd Koninkrijk (2,3 ppt.), Nederland (1,7 ppt.) en België (1,5 ppt.), terwijl een significante daling werd opgetekend in Griekenland, Hongarije, Polen, en Portugal, telkens tussen 2 en 3 ppt.
- De ernstige materiële deprivatie daarentegen is over een periode van drie jaar (en ook in 2018) in de meeste EU-lidstaten afgenomen; over een periode van drie jaar is die in Bulgarije met meer dan 13 ppt. gedaald, terwijl Cyprus, Griekenland, Hongarije, Kroatië, Letland, Malta en Roemenië dalingen met 5 ppt of meer kenden.
- Tot slot leidde het herstel in de meeste landen tot een daling van het aandeel mensen (onder de 60) dat in huishoudens met een zeer lage arbeidsintensiteit woont, behalve in Luxemburg en Zweden, waar dit percentage is gestegen, en in Finland, waar het in de drie jaar tot 2018 stabiel is gebleven. Tegelijk is het percentage werkende armen licht gestegen tot 9,5 % in 2018 voor de EU in haar geheel en blijft het dicht in de buurt van de piek van 9,6 % in 2016.

[43] De indicator mensen die *met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd (AROPE)* heeft betrekking op het percentage personen die kwetsbaar zijn volgens ten minste één van de drie sociale indicatoren: 1) *Het armoederisicopercentage (AROP)*, dat de monetaire armoede meet in verhouding tot de nationale inkomensverdeling en wordt berekend als het aandeel van de personen met een beschikbaar inkomen (gecorrigeerd voor de samenstelling van het huishouden) lager dan 60% van de nationale mediaan; 2) *Ernstige materiële deprivatie*, die betrekking heeft op indicatoren in verband met een gebrek aan middelen, en het aandeel mensen vertegenwoordigt die zich ten minste vier van de volgende negen elementen niet kunnen veroorloven, gebaseerd op het onvermogen om zich bepaalde specifieke soorten uitgaven te veroorloven; 3) *Mensen die deel uitmaken van een huishouden met een zeer lage arbeidsintensiteit*, zijn personen tussen 0-59 jaar die deel uitmaken van een huishouden waar de volwassenen (in de leeftijd van 18-59 jaar) het afgelopen jaar minder dan 20% van hun totale potentiële arbeidstijd hebben gewerkt. De inkomensreferentieperiode voor de gegevens achter deze maatstaven is een vaste periode van twaalf maanden, zoals het vorige kalenderjaar of belastingjaar waarop de gegevens voor alle landen betrekking hebben, behalve voor het Verenigd Koninkrijk, waarvoor de inkomensreferentieperiode het lopende jaar is, en Ierland, waarvoor de enquête doorloopt en het inkomen voor de laatste twaalf maanden wordt verzameld.

4. SAMENVATTING VAN DE VOORNAAMSTE UITDAGINGEN EN GEVOLGEN VOOR HET TOEZICHT

Het herstel van het evenwicht in de eurozone is nog steeds onvolledig, terwijl in de huidige economische context een herbalancering van tekorten en overschotten op de lopende rekening dringend nodig is en alle lidstaten ten goede zou komen. Hoewel de meeste grote tekorten op de lopende rekening zijn gecorrigeerd, blijven in een aantal landen van de eurozone grote overschotten bestaan. De positie van de eurozone is geleidelijk opgeschoven naar een overschot dat licht begint te krimpen, voornamelijk in het licht van een dalende buitenlandse exportvraag. De standonevenwichtigheden worden stilaan aangepast maar blijven nog groot: zo vertonen sommige landen in de eurozone nog steeds overwegend negatieve NIIP-posities terwijl andere grotendeels positieve en toenemende NIIP's vertonen. De arbeidskosten per eenheid product stijgen in een sneller tempo in de nettocrediteurlanden in vergelijking met de nettodebiteuren, waardoor de vóór de financiële crisis waargenomen patronen worden omgekeerd. Die trend duurt voort, maar is verzwakt in vergelijking met vroegere jaren na de crisis, aangezien krappere arbeidsmarkten in nettodebiteurlanden bij een achterblijvende productiviteit tot een hogere loongroei leiden, terwijl loonstijgingen in nettocrediteurlanden zelfs na jaren van lage werkloosheid beperkt blijven. Symmetrische herbalancering van de huidige posities op de lopende rekening zou helpen om de huidige situatie van lage inflatie en lage rente weg te werken en tegelijk de nominale groei te ondersteunen, waarbij de schuldafbouw en de herbalancering van nettodebiteurenposities wordt ondersteund.

Over de gehele lijn staat een aantal lidstaten voor uitdagingen, om verschillende redenen en in verschillende mate. De weerslag van de problemen op de macro-economische stabiliteit varieert van land tot land sterk in intensiteit naargelang van de aard en de omvang van de kwetsbare punten en de risicotrends alsmede van de manier waarop deze op elkaar inwerken. De voornaamste bronnen van mogelijke onevenwichtigheden vertonen een samenhang die in een aantal typologieën kunnen worden samengevat:

- Een aantal lidstaten heeft nog steeds voornamelijk te maken met *meervoudige en onderling verbonden kwetsbaarheden met betrekking tot standen*. Dit geldt gewoonlijk voor de landen die getroffen werden door boom-bustcycli in de kredietverlening in combinatie met omkeringen van de lopende rekening, waarvan de gevolgen zich ook deden gevoelen in de banksector en in de overheidsschuld.

    - In het geval van Griekenland en Cyprus zijn hoge schuldenlasten en aanzienlijke negatieve netto internationale investeringsposities gekoppeld aan de resterende uitdagingen in de financiële sector. In Cyprus is er wel verbetering merkbaar op het gebied van NPL's en winstgevendheid, en de vermindering van de NPL's in Griekenland is sinds 2018 versneld, maar toch staan de schuldenlasten nog steeds op een hoog niveau. In het geval van Griekenland is de potentiële outputgroei in een context van hoge (zij het dalende) werkloosheid laag.

    - In Kroatië, Ierland, Portugal en Spanje is er ook sprake van belangrijke, meervoudige en onderling gekoppelde kwetsbaarheden die voortvloeien uit problemen met standen uit het verleden. In Bulgarije houdt de schuldenlast van ondernemingen verband met aanslepende problemen met de financiële sector die met beleidsmaatregelen worden aangepakt. In die landen zijn de onevenwichtigheden in verband met standen afgenomen ten gevolge van het herstel van de nominale groei, die in sommige gevallen gepaard gaat met een terugkeer van sterke groei in de huizenprijzen (in Ierland en meer recent in Portugal) en het herstel van de ULC-groei en de haperende winst aan concurrentievermogen Portugal en Spanje en een sterke stijging van de ULC in Bulgarije.

- In enkele lidstaten houden de kwetsbaarheden voornamelijk verband met *grote volumes overheidsschuld* in combinatie met problemen met betrekking tot de *potentiële outputgroei* en het *concurrentievermogen*. Dit is met name het geval voor Italië, waar de zwakke punten ook betrekking hebben op de banksector en de grote, maar snel dalende, hoeveelheden niet-renderende leningen, terwijl de arbeidsmarkt zwak presteert. België en Frankrijk hebben vooral te kampen met een hoge overheidsschuld en potentiële groeiproblemen terwijl ook het concurrentievermogen beperkt is. In Frankrijk neem de relatief hoge schuldenlast van de huishoudens nog toe. In België gaat de betrekkelijk hoge en toenemende schuldenlast van de huishoudens gepaard met mogelijk overgewaardeerde huizenprijzen; de externe positie blijft solide maar is recent licht verzwakt.

- Sommige lidstaten vertonen *grote en aanhoudende overschotten op de lopende rekening* die ook in uiteenlopende mate een weerspiegeling vormen van particuliere consumptie en investeringen die zwakker zijn dan op basis van de economische fundamentals gerechtvaardigd zou zijn. Dit geldt met name voor Duitsland en Nederland. In Nederland gaat een groot overschot gepaard met een hoge schuld van de huishoudens en een sterke groei van de huizenprijzen; recent staan ook in Duitsland de huizenprijzen onder druk, maar het schuldniveau is relatief laag. De grote en aanhoudende overschotten kunnen de weerspiegeling zijn van gemiste kansen voor groei en binnenlandse investeringen waarvan de gevolgen, bij een inflatie die al geruime tijd onder de doelstelling blijft en verzwakkende buitenlandse vraag, in de rest van de eurozone voelbaar zijn.

- In sommige lidstaten *wijzen de ontwikkelingen op het gebied van prijs- of kostenvariabelen op potentiële tekenen van oververhitting, in het bijzonder met betrekking tot de woningmarkt of de arbeidsmarkt.*

    - In Zweden en in mindere mate in Denemarken, Luxemburg, Oostenrijk en het Verenigd Koninkrijk zijn de huizenprijzen in de afgelopen jaren voortdurend gestegen, waarbij er mogelijk sprake is van overwaarderingskloven en hoge schuldniveaus van de huishoudens. Recent zijn er tekenen die wijzen op een neerwaartse aanpassing van de prijzen en overwaardering in Zweden en vertraging van de huizenprijzen in de andere landen (met uitzondering van Luxemburg). In Hongarije, Letland, Slovenië, Slowakije en Tsjechië gaat een sterkere maar meer recente stijging van de huizenprijzen gepaard met gematigde tekenen van overwaarderingen, waarbij in Tsjechië en Slowakije bovendien verdere hypotheekleningen en stijgende schuld bij de huishoudens worden vastgesteld. In Finland lijkt er geen sterke groei van de huizenprijzen of overwaardering te zijn, maar de schuld van de huishoudens is er hoog en neemt toe.

    - In Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Roemenië, Slowakije en Tsjechië blijven de arbeidskosten tegen een vrij hoog tempo stijgen, terwijl het prijsconcurrentievermogen langzaam daalt. In de laatste jaren gaat de sterke groei van de ULC in Hongarije gepaard met een duidelijke daling van het overschot op de lopende rekening, en in Slowakije met een beperkt maar aanhoudend tekort op de lopende rekening. In het geval van Roemenië wordt in een context van een verdere verslechtering van het tekort op de lopende rekening en een expanderend begrotingsbeleid een aanhoudende sterke groei in de ULC genoteerd.

Over het geheel genomen zijn diepgaande evaluaties gerechtvaardigd voor 13 lidstaten: Bulgarije, Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje en Zweden. Al deze lidstaten zijn in de vorige cyclus van het MIP-toezicht aan diepgaande evaluaties onderworpen, op basis waarvan werd geoordeeld dat zij onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden ondervinden. De nieuwe diepgaande evaluaties zullen helpen deze problemen nader te onderzoeken en de beleidsbehoeften te bepalen. Met name zullen nieuwe

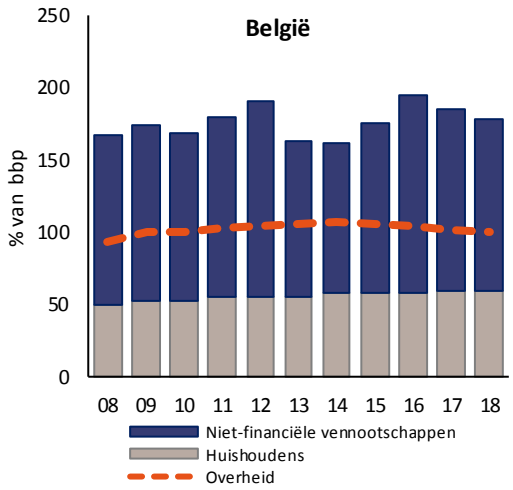
diepgaande evaluaties worden opgesteld om na te gaan of deze onevenwichtigheden nog verergeren dan wel gecorrigeerd worden. Het is dan de bedoeling de bestaande beoordelingen te actualiseren. Dit waarschuwingsmechanismeverlag wijst ook op de mogelijkheid dat zich in een aantal landen risico's aan het opbouwen zijn die op basis van de huidige informatie in dit stadium geen diepgaande evaluatie rechtvaardigen, maar waarvoor het toch aangewezen is deze in de volgende landverslagen nauwlettend op te volgen. Deze risico's hebben vooral betrekking op de ontwikkelingen in verband met concurrentievermogen (Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Slowakije en Tsjechië), huizenprijzen en woningmarkten en de ontwikkelingen van de schuld van de huishoudens (België, Denemarken, Finland, Hongarije, Luxemburg, Oostenrijk, Slovenië, Slowakije, Tsjechië en het Verenigd Koninkrijk).

5. ONEVENWICHTIGHEDEN, RISICO'S EN AANPASSING LIDSTAATSPECIFIEKE OPMERKINGEN

België: Tijdens de vorige MIP-ronde zijn in België *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de verandering van de reële effectieve wisselkoers, de particuliere schuld en de overheidsschuld.

De lopende rekening vertoonde in 2018 een beperkt tekort, terwijl sprake is van een sterk positieve netto internationale investeringspositie. Hoewel de productiviteitsgroei laag is, is de toename van de arbeidskosten per eenheid product beperkt gebleven aangezien de loonstijgingen gematigd waren. De mutatie over drie jaar in de reële effectieve wisselkoers is verder toegenomen en lag boven de drempelwaarde, hoewel de mutatie over één jaar slechts een bescheiden versnelling vertoonde. De exportmarktaandelen zijn in grote lijnen stabiel gebleven. De schuld van de ondernemingen als percentage van het bbp is hoog – al worden de cijfers opgeblazen door de in het hele land wijdverbreide intragroepskredietverlening – maar neemt af. De schuld van de huishoudens, die voornamelijk verband houdt met hypotheken, is relatief hoog en neemt toe, terwijl de reële huizenprijzen in de afgelopen jaren in een gematigd tempo zijn blijven stijgen en er tekenen zijn van potentiële overwaardering. De overheidsschuld is hoog en neemt slechts langzaam af. De banencreatie bleef positief en de werkloosheid daalde tot het laagste peil ooit. Het percentage inactieven is hoog.

Grafiek A1: ***Schuld in economische sectoren***

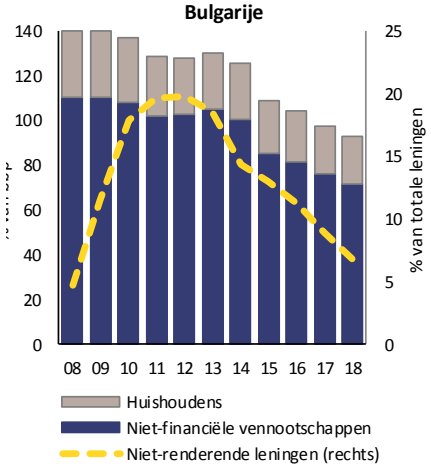


Bron: Eurostat

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de overheidsschuld en de particuliere schuldenlast, hoewel de risico's beperkt blijven. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Bulgarije: In februari 2019 constateerde de Commissie dat Bulgarije *onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met kwetsbare punten in de financiële sector, gekoppeld aan een hoge schuldenlast en niet-renderende leningen van ondernemingen. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP) en de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product, boven de indicatieve drempel.

Grafiek A2: ***Particuliere schuld en niet-renderende leningen***



Bron: Eurostat en ECB

De externe positie van de economie is verder versterkt met een groeiend overschot op de lopende rekening en een snel verbeterende negatieve netto internationale investeringspositie die de drempelwaarde nadert. Terwijl er sprake was van cumulatieve winst aan exportmarktaandelen, is de loongroei opgestuwd door een krappe arbeidsmarkt en een tekort aan vakmensen. Als gevolg hiervan ligt de groei van de arbeidskosten per eenheid product aanzienlijk boven

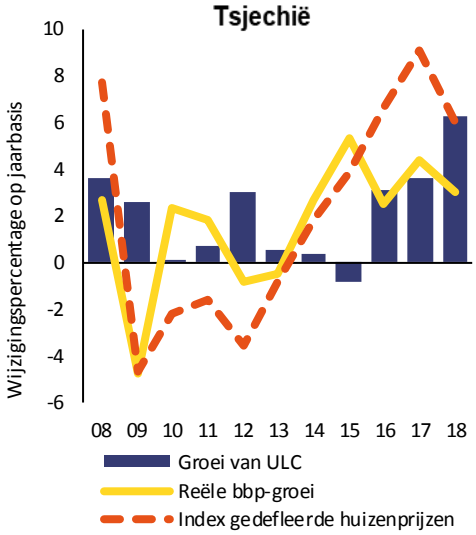
de drempelwaarde, hetgeen aandacht vergt. Tegen de achtergrond van gunstige economische en financiële omstandigheden heeft de banksector zijn kapitaal- en liquiditeitsratio's over het geheel genomen versterkt. De kredietgroei is sterk en wordt volledig gefinancierd door verbreding van de depositobasis. Het aantal niet-renderende leningen blijft afnemen, maar is nog steeds relatief hoog voor niet-financiële ondernemingen en banken met een binnenlandse eigenaar. Er is en wordt een aantal maatregelen genomen om het toezicht op banken en niet-bancaire financiële instellingen te versterken. Er zijn nog steeds enkele uitdagingen en pijnpunten in verband met kapitaaltekorten bij sommige bankinstellingen en punten van zorg in de verzekeringssector. De schuldenlast van de ondernemingen is nog steeds relatief hoog, al is hij aanzienlijk afgenomen. De overheidsschuld is laag en daalt. De huizenprijzen bleven stijgen, zij het in een trager tempo en in overeenstemming met de fundamentals. Het aantal hypotheekleningen en bouwvergunningen is sterk toegenomen. De toekomstige ontwikkelingen moeten nauwlettend in het oog worden gehouden. De werkloosheid is gedaald tot een zeer laag niveau en de participatiegraad, die relatief laag is, blijft stijgen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met resterende zwakke plekken van de financiële sector. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Tsjechië Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Tsjechië *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord overschrijdt een aantal indicatoren de indicatieve drempel, namelijk de reële effectieve wisselkoers, de stijging van de nominale arbeidskosten per eenheid product en de groei van de reële huizenprijzen.

Het saldo op de lopende rekening vertoont een klein maar afnemend overschot terwijl de negatieve netto internationale investeringspositie bleef teruglopen. Het beëindigen van de wisselkoersverbintenis in april 2017 leidde tot een stijging van de reële effectieve wisselkoers, met name in 2018. De nominale arbeidskosten per eenheid product zijn aanzienlijk toegenomen als gevolg van sterke loonstijgingen en acute tekorten op de arbeidsmarkt, maar de toename zal naar verwachting vertragen. Tot dusver is sprake van winst aan exportmarktaandelen. Tegelijkertijd is het land blootgesteld aan risico's in verband met het handelspolitieke klimaat en de mogelijke verstoring van de mondiale waardeketens. De groei van de reële huizenprijzen is hoog gebleven, maar is in 2018 wel afgezwakt ten opzichte van 2017. Voorts is de schuld van de particuliere sector inclusief de schuld van de huishoudens relatief laag. De banksector is zeer robuust, met een zeer laag percentage niet-renderende leningen. De overheidsschuld blijft dalen, aangezien de overheidsbegroting sinds 2016 een overschot vertoont. De werkloosheid is verder gedaald, aangezien de arbeidsmarkt zeer krap blijft.

Grafiek A3: ***Bbp, arbeidsproductiviteit per eenheid product (ULC) en huizenprijzen***



Bron: Eurostat

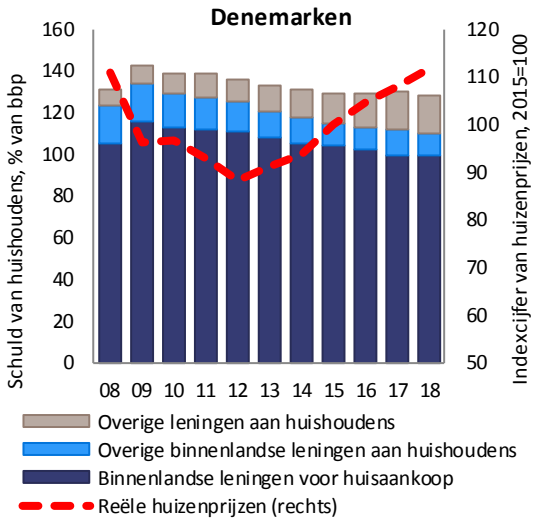
Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met betrekking tot het concurrentievermogen en de prijzendruk in de huizenmarkt hoewel de risico's grotendeels beperkt

blijken. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Denemarken: Tijdens de vorige MIP-ronde zijn in Denemarken *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk het saldo op de lopende rekening en de schuld van de particuliere sector.

Het saldo op de lopende rekening vertoont nog steeds grote overschotten, al worden ze kleiner. Het overschot op de lopende rekening is onlangs kleiner geworden, aangezien de ondernemingen minder hebben gespaard en meer hebben geïnvesteerd in het binnenland. De opeenvolgende overschotten hebben geleid tot een sterk positieve netto internationale investeringspositie, die positieve netto primaire inkomsten genereert, hetgeen wederom het positieve saldo op de lopende rekening versterkt. De productiviteitsgroei is gematigd, hetgeen de indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen drukt, en er waren beperkte verliezen van exportmarktaandelen. De huishoudens zijn meer gaan sparen als gevolg van de noodzaak tot schuldafbouw en macroprudentiële beleidsmaatregelen om het aangaan van risicovolle leningen te beperken. Tegelijkertijd wordt het opbouwen van schulden nog steeds in de hand gewerkt door lage financieringskosten en een gunstige fiscale behandeling. Over het geheel genomen blijft de schuldenlast van de huishoudens als percentage van het bbp de hoogste in de EU, ondanks een langzaam dalende trend. De schuldenlast van ondernemingen daarentegen is gematigd. De reële huizenprijzen nemen in een gestaag maar traag tempo toe, terwijl de waarderingsindicatoren wijzen op een zekere overwaardering. De arbeidsmarkt blijft verbeteren en de werkgelegenheidsgroei blijft solide. Tekorten aan arbeidskrachten zijn wijdverbreid, al zijn ze onlangs verminderd, waardoor de opwaartse druk op de lonen afneemt.

Grafiek A4: ***Schuld van huishoudens en indexcijfer van huizenprijzen***



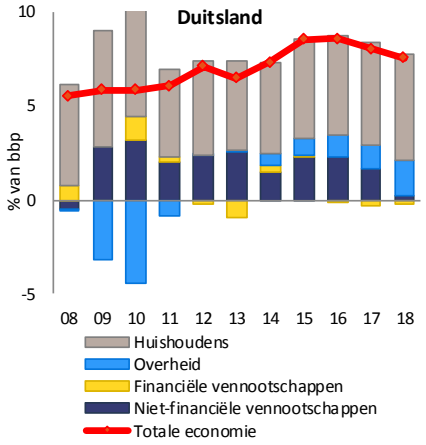
Bron: Eurostat en ECB

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met het externe overschot en de hoge schuldenlast van de huishoudens inclusief de woningsector, maar de risico's lijken beperkt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Duitsland: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Duitsland *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond die met name betrekking hadden op het grote overschot op de lopende rekening dat een uiting was van getemperde investeringen ten opzichte van de spaarquote in de particuliere en de openbare sector. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk het saldo op de lopende rekening, de reële effectieve wisselkoers en de overheidsschuld.

De lopende rekening blijft een zeer groot overschot vertonen, dat in 2018 evenwel enigszins is afgenomen. Aangezien de buitenlandse handel is verzwakt, is er een verschuiving naar een meer door binnenlandse vraag aangedreven groei. Het overschot op de lopende rekening zal naar verwachting dan ook verder afnemen maar op een hoog niveau blijven, en leiden tot verdere stijgingen van de toch al grote netto internationale investeringspositie. De zwakte van de productiviteitsgroei heeft bijgedragen aan de stijging van de arbeidskosten per eenheid product, en de reële effectieve wisselkoers bleef stijgen. De groei van de nominale beloning is mede als gevolg van eenmalige beleidseffecten en tegen de achtergrond van een krappe arbeidsmarkt toegenomen en zal naar verwachting op korte termijn afzwakken. De groei van de uitvoer is in 2018 aanzienlijk vertraagd, wat gepaard ging met beperkte verliezen aan exportmarktaandeel op jaarbasis. De reële huizenprijzen en de bouwkosten zijn gestegen en verdienen aandacht, ook wat de regionale verschillen in prijzen en de beschikbaarheid van woningen betreft. De investeringen in woningbouw nemen toe, maar blijven achter bij de woningbehoefte in stedelijke gebieden. De kredietgroei is geleidelijk aan het aantrekken. De overheidsschuld is blijven dalen en zal tegen 2019 naar verwachting onder de drempel van 60 % van het bbp duiken. Tegelijkertijd blijven de overheidsinvesteringen een aanzienlijke achterstand vertonen, hoewel de investeringen al een paar jaar toenemen. Al met al is de werkloosheid, inclusief jeugdwerkloosheid en langdurige werkloosheid, op een historisch gezien zeer laag peil, ook al zijn verdere verbeteringen van de arbeidsmarktsituatie tot stilstand gekomen.

Grafiek A5: ***Vorderingenoverschot c.q. –tekort per sector***



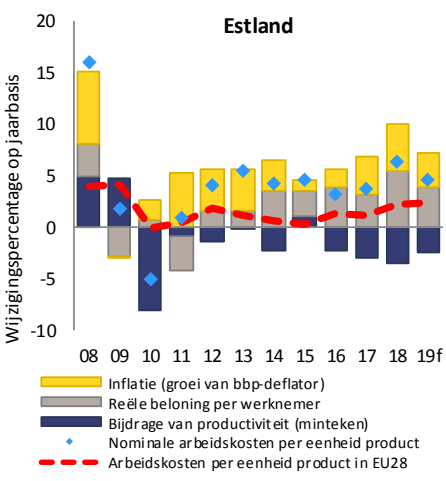
Bron: Eurostat

Over het geheel genomen blijken uit de economische analyse problemen in verband met de aanhoudende overschotten van spaartegoeden ten opzichte van investeringen, hetgeen tot uiting komt in het hoge maar geleidelijk afnemende overschot op de lopende rekening en erop wijst dat het evenwicht verder moet worden hersteld. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Estland: Tijdens de vorige MIP-ronde zijn in Estland *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren, namelijk de reële effectieve wisselkoers en de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product, boven de indicatieve drempel.

Het saldo op de lopende rekening vertoont een stabiel overschot terwijl de negatieve netto internationale investeringspositie verbeterde. De stijging van de reële effectieve wisselkoers versnelde in 2018, waardoor de indicator de drempel overschreed. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is ook verder versneld door de binnenlandse prijs- en loondruk, met name in de overheidssector, die het gevolg is van de krappe arbeidsmarkt. Er

Grafiek A6: ***Uitsplitsing van arbeidskosten per eenheid product***



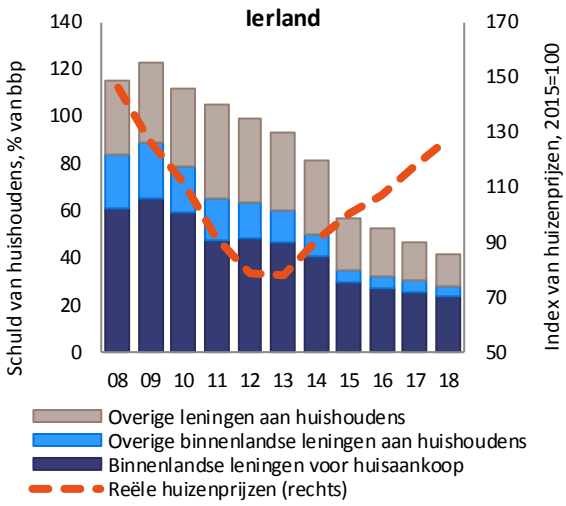
Bron: Diensten van de Commissie

was sprake van kleine cumulatieve winst aan exportmarktaandeel. De lenings- en schuldniveaus van de publieke en de private sector zijn relatief laag. De schuld van de private sector daalt bovendien voortdurend als gevolg van de resterende schuldafbouwdynamiek. De stijging van de reële huizenprijzen is vertraagd tot een gematigd niveau. De krappe arbeidsmarkt komt tot uiting in een relatief lage werkloosheid en een zeer hoge participatiegraad uit EU-perspectief.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de nominale arbeidskosten per eenheid product en de reële effectieve wisselkoers, maar de risico's lijken beperkt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Ierland: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Ierland *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met kwetsbaarheden als gevolg van een hoge stand van de publieke en particuliere schuld en de netto externe passiva. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de particuliere schuld, de publieke schuld en de groei van de reële huizenprijzen.

Grafiek A7: ***Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



Bron: Eurostat en ECB

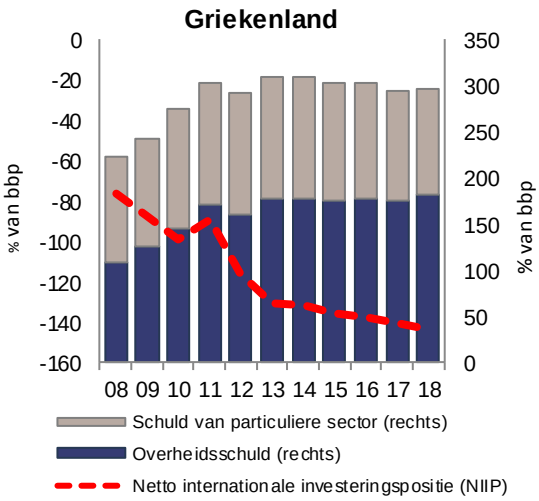
De lopende rekening ging van een min of meer evenwichtige positie in 2017 naar een groot overschot in 2018. Deze grote verschuiving wordt voornamelijk veroorzaakt door de activiteiten van multinationale ondernemingen. Een gewijzigde maatstaf voor het saldo op de lopende rekening, die de binnenlandse economische activiteit beter weergeeft, wijst op een kleiner overschot in 2018. De NIIP blijft sterk negatief, hetgeen ook te wijten is aan de activiteiten van multinationale ondernemingen en een groot financieel offshorecentrum met beperkte banden met de binnenlandse economie. Als gevolg van de sterke economische groei is de schuldquote van de overheid aan het dalen maar het schuldniveau blijft hoog. De particuliere schuld is nog steeds zeer hoog hoewel de daling verder doorzet. De huishoudens hebben hun schulden verder afgebouwd en de Ierse banken hebben hun blootstellingen aan binnenlandse ondernemingen beperkt, hetgeen wijst op een gestage schuldenafbouw door ondernemingen. Hoewel de reële huizenprijzen in 2018 bleven stijgen, vertraagde de stijging in de loop van het jaar aanzienlijk. De betaalbaarheid van woningen blijft echter een punt van zorg. Het percentage niet-renderende leningen is de afgelopen jaren gestaag gedaald en de banken zijn goed gekapitaliseerd, maar het niveau van de voorzieningen is relatief laag. De winstgevendheid van de banken blijft nog beperkt maar verbetert geleidelijk. De werkloosheid blijft dalen en nadert de niveaus van voor de crisis.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de volatiliteit van de externe positie en de stand van de particuliere en publieke schuld, alsook de woningmarkt. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Griekenland: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Griekenland *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond. Het ging daarbij met name om een hoge schuldenlast van de overheid, een negatieve externe positie en een hoog aandeel niet-renderende leningen tegen een achtergrond van hoge, maar afnemende werkloosheid en lage potentiële groei. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de bruto-overheidsschuld en de werkloosheid.

De zwaar negatieve externe activapositie bestaat grotendeels uit nettoschuldpassiva, met name externe overheidsschuld, die voornamelijk in handen is van institutionele crediteuren en buitengewoon gunstige voorwaarden heeft. Een gematigde nominale bbp-groei en een negatief saldo op de lopende rekening dat in 2018 is toegenomen, verhinderen dat het grote volume externe nettoverplichtingen sneller wordt aangepast. De nominale arbeidskosten per eenheid product vertoonden in 2018 een positieve groei in de context van een vlakke groei van de arbeidsproductiviteit. Loonstijgingen leidden tot een verdere stijging van de reële effectieve wisselkoers, terwijl er in 2018 voor het tweede jaar op rij sprake was van winst aan exportmarktaandelen. De overheidsschuld is zeer hoog, hoewel zij de komende jaren naar verwachting geleidelijk zal afnemen terwijl de houdbaarheid ervan wordt ondersteund door de schuldverlichtingsmaatregelen waarover in 2018 door de Europese partners overeenstemming werd bereikt. De reële huizenprijzen begonnen in 2018 aan te trekken na een decennium van prijsdalingen. De groei van de kredietverlening aan de particuliere sector is negatief en de schuldafbouw gaat door, terwijl het grote volume niet-renderende leningen langzaam krimpt. De werkloosheid neemt af maar blijft zeer hoog, met name de langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid.

Grafiek A8: ***NIIP, particuliere schuld en overheidsschuld***

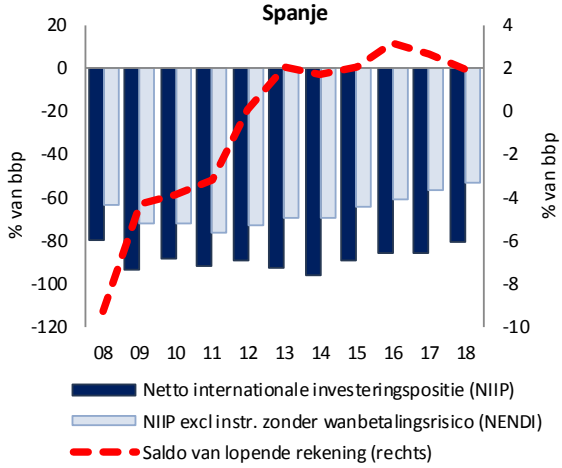


Bron: Eurostat

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de hoge publieke schuld, de negatieve internationale investeringspositie en het grote volume niet-renderende leningen, dit allemaal in een context van hoge werkloosheid, lage productiviteitsgroei en moeizame investeringen. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van buitensporige onevenwichtigheden in februari, de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

Spanje: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Spanje *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond. Het ging daarbij om hoge externe en interne schulden van zowel de particuliere als de overheidssector in een context van

Grafiek A9: ***NIIP en saldo lopende rekening***



Bron: Diensten van de Commissie

hoge werkloosheid. Op het geactualiseerde scorebord overschrijdt een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (NIIP), de schuldquote van de overheid, de particuliere schuld, de werkloosheid en de afname van de participatiegraad.

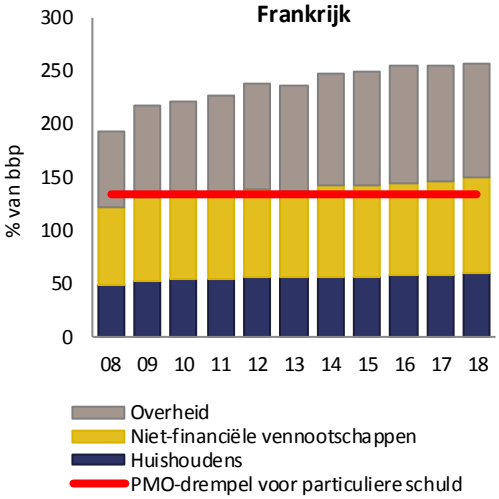
De lopende rekening blijft een overschot vertonen, al is het in 2018 kleiner geworden. De negatieve NIIP is verbeterd maar blijft zeer hoog. De nominale arbeidskosten per eenheid product stegen marginaal in de context van een productiviteitsgroei van bijna nul. Sinds de crises is de verbetering van het concurrentievermogen voornamelijk toe te schrijven aan de relatieve verbetering van het kostenconcurrentievermogen. De uitvoer is ondanks enige verzwakking in 2018, ten dele als gevolg van factoren van voorbijgaande aard, matig gestegen, en de exportmarktaandelen zijn ruwweg stabiel gebleven. De schuld van de particuliere sector is in heel 2018 blijven dalen, maar verdere afbouw blijft nodig. De schuld van de ondernemingen als percentage van het bbp bleef afnemen, maar de afname is vertraagd als gevolg van een licht positieve groei van nieuw krediet. Voor huishoudens is de schuld als percentage van het bbp blijven afnemen, al is de groei van de kredietverlening in 2018 positief geworden. De reële huizenprijzen zijn blijven stijgen en aan de onderwaardering lijkt een einde te komen. De laatste jaren is een sterke economische heropleving de belangrijkste aandrijver geweest in het terugdringen van het overheidstekort, maar de aanhoudende tekorten betekenen dat de nog steeds hoge schuldquote slechts langzaam naar beneden gaat. De werkloosheid is weliswaar snel gedaald, maar nog steeds heel hoog en boven het niveau van vóór de crisis, vooral onder jongeren en ongeschoolden.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de houdbaarheid van de externe positie en de particuliere en de publieke schuld tegen een achtergrond van hoge werkloosheid en zwakke productiviteitsgroei. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Frankrijk: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Frankrijk in een context van lage productiviteitsgroei *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met een hoge publieke schuld en een zwakke dynamiek van het concurrentievermogen. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de overheidsschuld en de schuldenlast van de particuliere sector.

De lopende rekening vertoont een beperkt en stabiel tekort, terwijl de netto internationale investeringspositie licht negatief is. De exportmarktaandelen zijn in 2018 stabiel gebleven, zowel op jaarbasis als op basis van de vijfjaarsindicator. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is beperkt en ligt onder het gemiddelde van de eurozone, hoewel de groei van de arbeidsproductiviteit laag is. De overheidsschuld is in 2018 gestabiliseerd op een hoger niveau dan ooit, wat bevestigt dat de begrotingsruimte om op toekomstige schokken te reageren, beperkt is. De particuliere kredietstromen bleven relatief dynamisch zodat de hoge schuld van de particuliere sector als percentage van het bbp iets is toegenomen. De schuld van niet-financiële vennootschappen lag boven het niveau dat op grond van de fundamentals mocht worden verwacht, terwijl de

Grafiek A10: ***Schuld in economische sectoren***



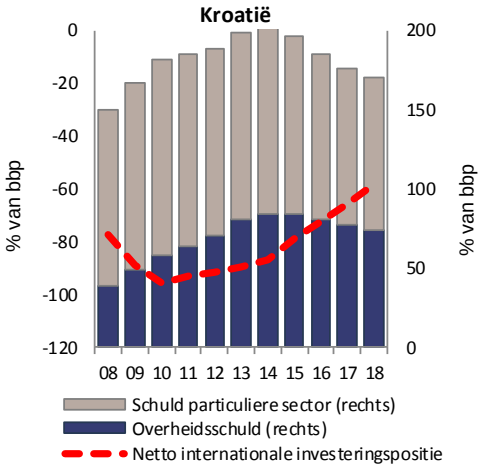
Bron: Eurostat

schuldenlast van de huishoudens beperkter was. De reële huizenprijzen zijn de laatste jaren in een gematigd maar gestaag tempo gestegen, en er blijven tekenen van potentiële overwaardering. De banksector lijkt veerkrachtig, maar de combinatie van hoge publieke en private schuldquotes kan risico's meebrengen. Bovendien kunnen de geldende lage rentevoeten de winstgevendheid van banken aantasten. De werkloosheid is verder gedaald en ligt nu onder de drempelwaarde. De langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid zijn verder verbeterd.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de hoge schuldenlast en een zwak, maar stabiel concurrentievermogen tegen de achtergrond van lage productiviteitsgroei. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Kroatië: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Kroatië, in een context van lage potentiële groei, *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, die verband hielden met hoge niveaus van publieke, particuliere en externe schuld. In het geactualiseerde scorebord overschrijdt een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (NIIP), de publieke schuld, de werkloosheid en de afname van de activiteitsgraad.

Grafiek A11: ***NIIP, particuliere schuld en overheidsschuld***



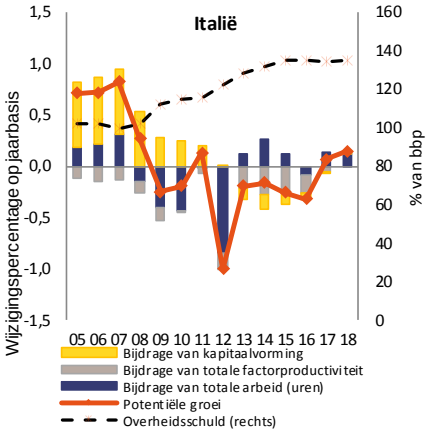
Bron: Eurostat

De negatieve NIIP is aanzienlijk teruggelopen in overeenstemming met voortdurende overschotten op de lopende rekening, maar blijft omvangrijk. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is in 2018 positief geworden terwijl de groei van de arbeidsproductiviteit zeer laag was. Sinds 2013 is sprake van voortdurende winst aan exportmarktaandelen, maar deze winst neemt af. De overheidsschuld is hoog maar vertoont een dalende tendens, gesteund door kleine begrotingsoverschotten. De schuld van de huishoudens en de ondernemingen blijft dalen, maar is nog steeds relatief hoog. Over het algemeen luidt een aanzienlijk deel van de schuld in vreemde valuta, wat wisselkoersrisico's meebrengt. Hoewel getemperde kredietgroei bijdraagt aan de afbouw van de particuliere schuldenlast, baart het toegenomen gebruik van persoonlijke leningen door huishoudens zorgen. Tegelijkertijd gaat de financiële sector gebukt onder een groot, zij het afnemend volume niet-renderende leningen en enige blootstelling aan vreemde valuta's. De werkloosheid daalt snel maar blijft relatief hoog. De participatiegraad is aanhoudend laag, terwijl de bevolking in de werkende leeftijd afneemt. Dit belemmert de potentiële groei, wat nog wordt verergerd door een productiviteitsgroei die, zeker voor een inhaaleconomie, laag is.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met het grote volume externe verplichtingen, de publieke en de private schuld en de grote hoeveelheid niet-renderende leningen tegen een achtergrond van hoge werkloosheid en lage productiviteitsgroei. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Italië: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Italië in een context van nog steeds hoge percentages niet-renderende leningen en hoge werkloosheid *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met de risico's van de zeer hoge publieke schuld en een aanhoudend zwakke productiviteitsgroei. Op het geactualiseerde scorebord liggen de overheidsschuld en de werkloosheid nog steeds boven de indicatieve drempel.

Grafiek A12: ***Potentiële groei en overheidsschuld***



Bron: Diensten van de Commissie

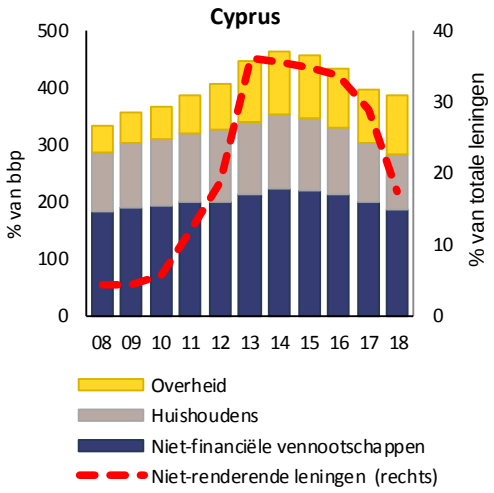
De externe positie is stabiel, aangezien de netto internationale investeringspositie vrijwel in evenwicht is en de lopende rekening een overschot vertoont. Het overschot op de lopende rekening houdt ten dele verband met de zwakke binnenlandse vraag en de lage loongroei. De stagnerende productiviteitsgroei doet afbreuk aan het niet-kostengerelateerde concurrentievermogen en de potentiële bbp-groei, die op hun beurt de afbouw van de publieke schuld belemmeren. De lage productiviteitsgroei is te wijten aan lage investerings- en innovatieniveaus, een ongunstig ondernemingsklimaat, financieringsbeperkingen, een gebrek aan vakmensen en sectorale verschuivingen. De stijging van de arbeidskosten per eenheid product is beperkt en de exportmarktaandelen zijn ruwweg stabiel. De schuldquote van de overheid is in 2018 gestegen en dreigt in 2019 verder te stijgen als gevolg van de zwakke economische vooruitzichten en een verslechterend primair saldo. Positief is dat de rendementen op overheidsobligaties aanzienlijk zijn gedaald. Bij het herstel van de bankbalansen is aanzienlijke vooruitgang geboekt aangezien de hoeveelheid niet-renderende leningen is teruggelopen, maar er blijft sprake van zwakke kredietverlening aan niet-financiële vennootschappen. Er blijven zwakke punten in de financiële sector, met name voor kleine en middelgrote banken, die nog steeds grote hoeveelheden niet-renderende leningen uit het verleden moeten torsen en meer dan grote banken zijn blootgesteld aan risico's met betrekking tot overheidsfinanciën. De werkloosheid en de werkgelegenheid hebben zich gunstig ontwikkeld. De werkloosheid blijft echter hoog, met name onder jongeren, en er is een groot aantal langdurig werklozen, terwijl de arbeidsmarktparticipatie vooral van vrouwen laag blijft, wat risico's voor de toekomstige inzetbaarheid en de groei meebrengt.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met het hoge niveau van de publieke schuld, een zwakke productiviteitsgroei en arbeidsmarktsituatie en zwakke punten in de banksector, die bijdragen tot lage potentiële groei die op zijn beurt de afbouw van de publieke schuld belemmert. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van buitensporige onevenwichtigheden in februari, de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

Cyprus: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Cyprus *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond. Het ging daarbij met name om een zeer hoog aandeel niet-renderende leningen, de hoge stand van de particuliere, publieke en externe schuld tegen een achtergrond van nog steeds relatief hoge werkloosheid en zwakke potentiële groei. Op het geactualiseerde scorebord blijft een aantal indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, namelijk het saldo op de lopende rekening, de internationale netto-investeringspositie (NIIP), de particuliere schuld, de overheidsschuld en de werkloosheid.

Het tekort op de lopende rekening is in 2018 nogal negatief gebleven, wat het gevolg is van een sterke binnenlandse vraag en negatieve besparingen van huishoudens. De dynamiek van de lopende rekening is niet bevorderlijk voor een prudente netto internationale investeringspositie, zelfs wanneer rekening wordt gehouden met de aanwezigheid van special purpose entity's. De stijging van de arbeidskosten per eenheid product is beperkt terwijl de exportmarktaandelen stabiel zijn in 2018. De particuliere schuld behoort tot de hoogste in de EU voor zowel huishoudens als ondernemingen, en de kredietstromen blijven positief. Het percentage niet-renderende leningen in de banksector is in 2018 aanzienlijk gedaald, maar blijft zeer hoog. De overheidssteun bij de verkoop van de Cyprus Cooperative Bank had in 2018 een eenmalig verhogend effect op de publieke schuld. Vooruitkijkend zal de publieke schuld naar verwachting weer een neerwaartse tendens gaan vertonen als gevolg van aanhoudende ondersteunende begrotingsprestaties. De werkloosheid daalt en zal dat naar verwachting blijven doen gedurende sterke economische groei.

Grafiek A13: ***Schuld en niet-renderende leningen***



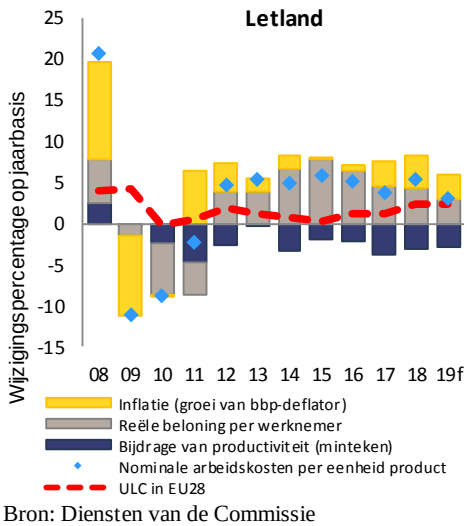
Bron: Eurostat en ECB

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de houdbaarheid van de externe schuld, de publieke en de particuliere schuld en zwakke punten in de financiële sector. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van buitensporige onevenwichtigheden in februari, de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

Letland: Tijdens de vorige MIP-ronde zijn in Letland *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de stijging van de arbeidskosten per eenheid product en de groei van de reële huizenprijzen.

De lopende rekening verslechterde in 2018 tot een klein tekort maar de negatieve NIIP, die voornamelijk het gevolg was van de overheidsschuld en BDI, bleef relatief snel verbeteren. De indicatoren van het kostenconcurrentievermogen lijken te verzwakken terwijl de reële effectieve wisselkoers steeg en de arbeidskosten per eenheid product, aangedreven door de gestage loongroei, relatief sterk bleven toenemen. De druk op de lonen zal naar verwachting aanhouden als gevolg van de afnemende beroepsbevolking. Ondertussen is de groei van het exportmarktaandeel afgezwakt, maar de cumulatieve winst blijft positief. De groei van de reële huizenprijzen is dynamisch en is in

Grafiek A14: ***Uitsplitsing van arbeidskosten per eenheid product***



Bron: Diensten van de Commissie

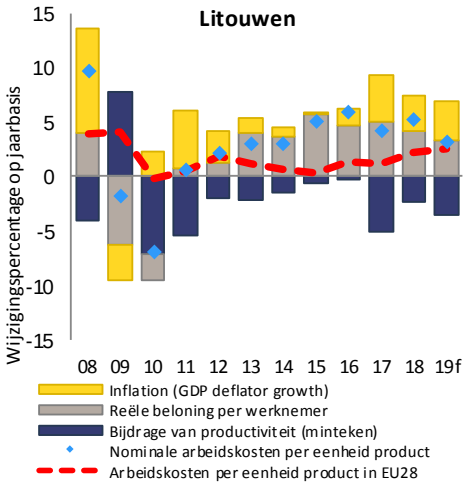
2018 enigszins versneld, zodat de prijzendruk op de huizenmarkt in het oog moet worden gehouden, ook zal zijn er nog geen duidelijke tekenen van overwaardering. De afbouw van de particuliere schuld gaat door en de kredietgroei blijft getemperd, terwijl de publieke schuld laag is en licht afneemt. Wat de arbeidsmarkt betreft: de werkloosheid daalt verder en de participatiegraad is blijven stijgen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met betrekking tot het onder druk staande arbeidsaanbod en het kostenconcurrentievermogen, maar de risico's lijken beperkt. De Commissie zal in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Litouwen: Tijdens de vorige MIP-ronde werden er in Litouwen *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren, namelijk de reële wisselkoers en de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product, boven de indicatieve drempel.

De lopende rekening is grosso modo in evenwicht terwijl de NIIP, voornamelijk als gevolg van overheidsschuld en BDI, verder is verbeterd en nu onder de drempelwaarde ligt. De arbeidskosten per eenheid product zijn in een relatief snel tempo blijven groeien, aangedreven door hoge loongroei als gevolg van een krappe arbeidsmarkt en enkele wijzigingen in de regelgeving, waaronder een betrekkelijk snelle verhoging van de minimumlonen sinds 2016. Voorts is de reële effectieve wisselkoers in 2018 relatief sterk gestegen tot boven de drempelwaarde. De risico's voor de toekomst lijken echter beperkt omdat de nominale loongroei afzwakt terwijl de productiviteitsgroei gezond blijft. De winst aan exportmarktaandelen heeft zich in een stevig tempo voortgezet. De publieke en private schuldniveaus blijven relatief laag en stabiel met positieve kredietgroei. De stijging van de reële huizenprijzen was onmiskenbaar maar blijft binnen de scoreborddrempel. De werkloosheid blijft laag.

Grafiek A15: ***Uitsplitsing van arbeidskosten per eenheid product***



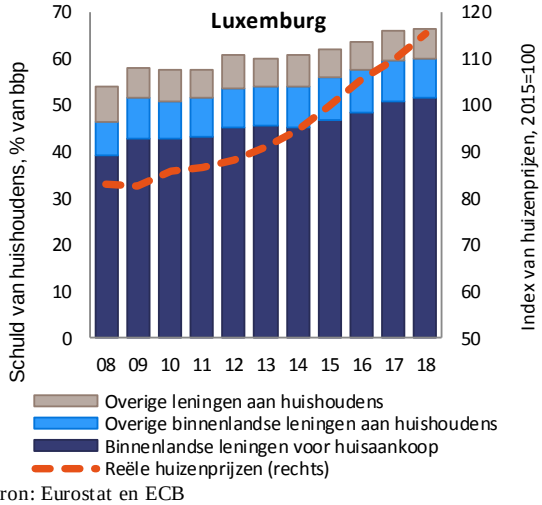
Bron: Diensten van de Commissie

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met betrekking tot het kostenconcurrentievermogen, maar de risico's lijken momenteel beperkt. De Commissie zal in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Luxemburg: Tijdens de vorige MIP-ronde zijn in Luxemburg geen *macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt de schuld van de particuliere sector boven de indicatieve drempel.

De externe positie wordt gekenmerkt door ongeveer stabiele overschotten op de lopende rekening en een positieve netto internationale investeringspositie. De cumulatieve winst aan exportmarktaandeel is

Grafiek A16: ***Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



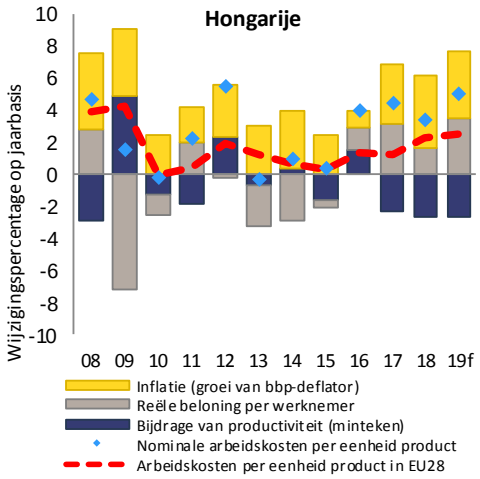
Bron: Eurostat en ECB

teruggelopen terwijl de arbeidskosten per eenheid product vrij sterk zijn gestegen. De reële huizenprijzen stijgen al sinds vele jaren aan een stuk relatief snel, wat nauwlettend in het oog moet worden gehouden. De stijging van de huizenprijzen wordt ondersteund door de dynamische arbeidsmarkt in combinatie met omvangrijke nettomigratie en gunstige financieringsvoorwaarden, terwijl het aanbod vrij beperkt is gebleven. De hoge schuldenlast van de ondernemingen houdt met name verband met grensoverschrijdende intragroepsleningen. De schuldenlast van de huishoudens, die voornamelijk uit hypotheekschulden bestaat, heeft een relatief hoog niveau bereikt als gevolg van de stijging van de huizenprijzen. De risico's voor de financiële stabiliteit worden beperkt door de degelijkheid van de banksector. Bovendien is de arbeidsmarkt robuust: er worden veel banen gecreëerd en de werkloosheid stabiliseert zich op een betrekkelijk laag niveau. De publieke schuld blijft zeer laag.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de stijgende huizenprijzen en schuld van de huishoudens, hoewel de risico's in dit stadium beperkt lijken. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Hongarije: Tijdens de vorige MIP-ronde werden voor Hongarije geen *macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de stijging van de arbeidskosten per eenheid product, de groei van de reële huizenprijzen en de overheidsschuld.

Grafiek A17: ***Uitsplitsing van arbeidskosten per eenheid product***



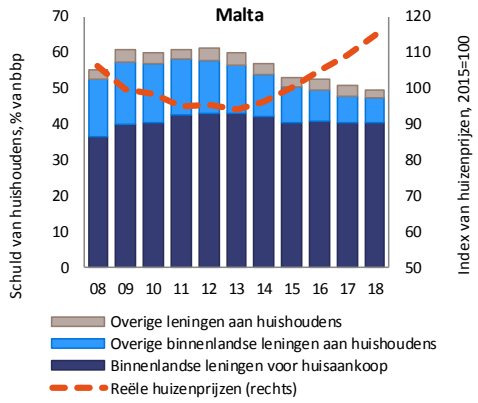
Bron: Diensten van de Commissie

De negatieve NIIP laat een aanhoudende verbetering zien, maar het overschot op de lopende rekening brokkelt af als gevolg van de sterke groei van de invoer. Risico's in verband met de druk van de binnenlandse vraag vergen aandacht. De stijging van de arbeidskosten per eenheid product is zeer dynamisch, aangezien de productiviteitsgroei achterblijft bij de aanzienlijke loonstijgingen, aangedreven door de krappe arbeidsmarkt en administratieve maatregelen. De stijging van de reële effectieve wisselkoers is tot dusver getemperd door een geleidelijke nominale depreciatie van de valuta. Tijdelijke verstoringen in de auto-industrie en haar waardeketen hebben de laatste jaren de toename van het exportmarktaandeel echter belemmerd, en de grote rol van deze sector kan op langere termijn een risico vormen. De reële huizenprijzen blijven snel stijgen. Het volume nieuwe leningen neemt toe, maar de particuliere schuld als percentage van het bbp blijft afnemen wegens de geleidelijke aflossing van eerdere leningen. De overheidsschuld neemt slechts langzaam af als gevolg van het procyclische begrotingsbeleid van de laatste jaren. De werkloosheid is in 2018 verder gedaald, aangezien de arbeidsmarkt krap blijft.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de arbeidskosten per eenheid product, de huizenmarkt en mogelijke risico's als gevolg van de blootstelling aan de auto-industrie. De kortetermijnrisico's lijken echter beperkt. Bijgevolg zal de Commissie de situatie blijven monitoren, maar zij acht het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Malta: Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Malta *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt de indicator van het overschot op de lopende rekening boven de indicatieve drempel.

Grafiek A18: ***Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



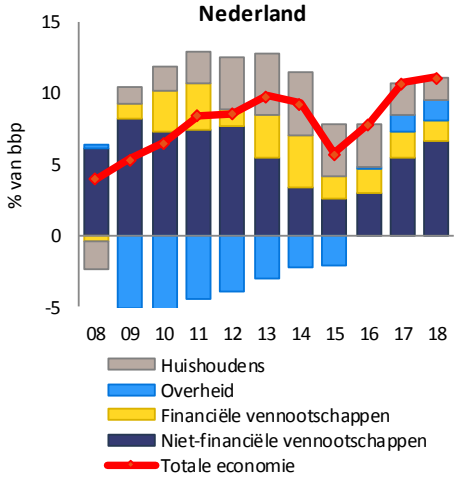
Bron: Eurostat en ECB

Het overschot op de lopende rekening bleef in 2018 zeer hoog, op een vergelijkbaar niveau als in 2017. De netto internationale investeringspositie is marginaal afgenomen, maar blijft zeer positief als gevolg van de aanwezigheid van internationaal georiënteerde financiële ondernemingen en online gamingactiviteiten. Gematigde loonontwikkelingen zijn de belangrijkste oorzaak van de aanhoudend geringe stijging van de nominale arbeidskosten per eenheid product. De reële effectieve wisselkoers is iets gestegen. De schuld van de particuliere sector is in 2018 blijven afnemen, voornamelijk ondersteund door een krachtige nominale bbp-groei. Terwijl de kredietstroom naar de niet-financiële sector toeneemt, was de kredietverlening aan huishoudens tot 2018 ruwweg stabiel. De schuldquote van de overheid bleef afnemen. De gestage stijging van de huizenprijzen is in 2018 iets versneld, maar er zijn nog geen duidelijke tekenen van overwaardering. De passiva van de financiële sector zijn in 2018 afgenomen en er zijn geen duidelijke tekenen van kwetsbaarheid in de banksector gezien de bestaande kapitaalbuffers. De arbeidsmarkt blijft goed presteren, met dalende werkloosheid, inclusief langdurige werkloosheid, en een stijgende participatiegraad.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er sprake is van een zeer hoog saldo op de lopende rekening en een relatief dynamische stijging van de huizenprijzen, terwijl de risico's in dit stadium beperkt lijken. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Nederland: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Nederland *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met de grote hoeveelheid particuliere schulden en het grote overschot op de lopende rekening. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk het saldo op de lopende rekening, de schuld van de particuliere sector en de groei van de reële huizenprijzen.

Grafiek A19: ***Vorderingenoverschot c.q. –tekort per sector***



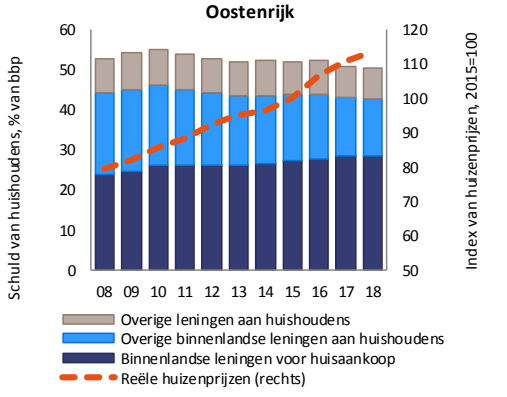
Bron: Eurostat

Het overschot op de lopende rekening is bijzonder hoog en blijft duidelijk boven de scoreborddrempel. Alle economische sectoren – huishoudens, overheid en bedrijfsleven – dragen aan het overschot bij. De toename in de afgelopen jaren werd voornamelijk aangedreven door niet-financiële vennootschappen met een spaaroverschot dat verband houdt met een betrekkelijk hoge winstgevendheid en een in vergelijking lage binnenlandse investeringsquote. De stijging van de arbeidskosten per eenheid product is beperkt aangezien de loongroei is aangetrokken maar gematigd blijft, terwijl de productiviteitsgroei tot stilstand is gekomen. De particuliere schuld als percentage van het bbp blijft geleidelijk afnemen, maar ligt nog steeds ruim boven de scoreborddrempel. Het hoge schuldniveau van de ondernemingen wordt hoofdzakelijk veroorzaakt door intragroepsschulden van multinationals. Met name de schuld van de huishoudens is zeer hoog, voornamelijk in verband met een gunstige fiscale behandeling van hypotheken voor eigen woningen en een suboptimaal functionerende huurmarkt. Terwijl de schuld van de huishoudens als percentage van het bbp een dalende trend vertoont, is de nominale schuld in 2018 blijven stijgen aangezien het sterke herstel van de huizenmarkt in een nog sneller tempo heeft doorgezet. Als gevolg daarvan is de groei van de reële huizenprijzen in 2018 toegenomen tot een niveau boven de scoreborddrempel. De schuldquote van de overheid is relatief laag en daalt. De werkloosheid is ook afgenomen en de werkgelegenheid is sterk toegenomen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de hoge schuldenlast van de huishoudens, die op zijn beurt weer verband houdt met de huizenmarkt, en het grote binnenlandse spaaroverschot. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Oostenrijk: Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Oostenrijk *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt de overheidsschuldindicator boven de indicatieve drempel.

Grafiek A20: ***Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



Bron: Eurostat en ECB

Het overschot op de lopende rekening bleef in 2018 gematigd en ruwweg stabiel, en de netto internationale investeringspositie bleef marginaal positief. Er was sprake van enige winst aan exportmarktaandeel. De arbeidskosten per eenheid product namen toe, aangezien de lonen sterker

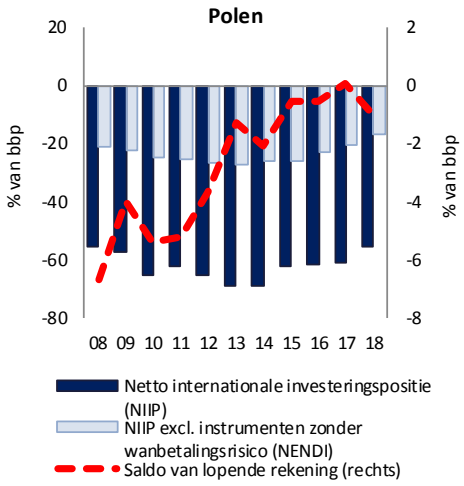
stegen dan de arbeidsproductiviteit, maar over het geheel genomen bleven zij relatief beperkt. De reële huizenprijzen lieten nog steeds een stijgende trend zien, maar de groei vertraagde verder. Hoewel verdere monitoring nodig is, blijkt de stijging van de prijzen niet aangedreven door kredietverstrekking. Voorts blijven de schuldquotes van zowel ondernemingen als huishoudens dalen. Ook de overheidsschuld volgt zijn neerwaarts pad ten gevolge van de sterke economische groei en de voortgaande afwikkeling van activa van genationaliseerde financiële instellingen. De situatie in de banksector is verder verbeterd, hetgeen ook verband houdt met het herstel in de buurlanden. In deze gunstige economische omstandigheden met een sterke groei van de werkgelegenheid is het werkloosheidspercentage merkbaar afgenomen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met betrekking tot de woningsector, maar de risico's lijken beperkt. Bijgevolg acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Polen: Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Polen *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt de netto internationale investeringspositie (NIIP) boven de indicatieve drempel.

Het saldo op de lopende rekening ging van een klein overschot in 2017 naar een licht tekort in 2018, terwijl de negatieve NIIP merkbaar afnam, maar wel boven de drempelwaarde bleef. De externe zwakke punten blijven beperkt, aangezien de buitenlandse directe investeringen een groot deel van de buitenlandse passiva uitmaken. In 2018 werd verdere winst aan exportmarktaandeel genoteerd. De nominale arbeidskosten per eenheid product stegen in een bescheiden tempo, aangezien robuuste loonstijgingen werden gecompenseerd door een sterke productiviteitsgroei. De stijging van de huizenprijzen is in 2018 versneld, maar onder de drempel gebleven, al ligt zij daar nu dichtbij. De schuld van de particuliere sector als percentage van het bbp is in 2018 ruwweg stabiel. De overheidsschuld als percentage van het bbp is van een al betrekkelijk laag niveau verder afgenomen als gevolg van een snelle nominale bbp-groei en een laag nominaal tekort. De banksector is relatief goed gekapitaliseerd, liquide en winstgevend, hoewel de afnemende maar nog steeds hoge stand van de in vreemde valuta luidende leningen een kwetsbaar punt blijft. De gunstige arbeidsmarktsituatie hield aan, wat een verdere daling van de werkloosheid tot een zeer laag niveau tot gevolg had.

Grafiek 21: ***NIIP en saldo lopende rekening***

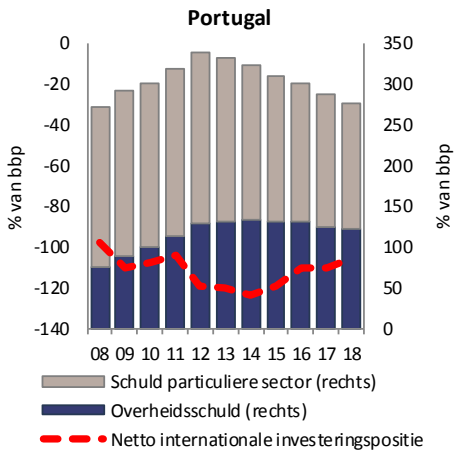


Bron: Diensten van de Commissie

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de netto internationale investeringspositie, maar de risico's zijn beperkt. De Commissie acht het in dit stadium dan ook niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Portugal: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Portugal *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond. Het ging daarbij met name om de hoge stand van de netto externe passiva, de publieke en de particuliere schuld en een hoog aandeel niet-renderende leningen tegen een achtergrond van lage productiviteitsgroei. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de overheidsschuld, de particuliere schuld en de groei van de reële huizenprijzen.

Grafiek A22: ***NIIP, particuliere schuld en overheidsschuld***



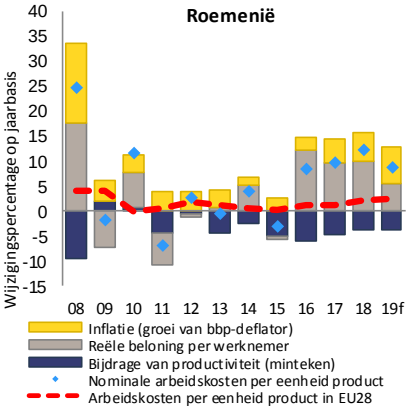
Bron: Eurostat

De externe positie is kwetsbaar, aangezien de NIIP sterk negatief en het tempo van de aanpassing zeer traag is, terwijl het saldo op de lopende rekening is verslechterd. Het prijsconcurrentievermogen is de afgelopen jaren iets verslechterd als gevolg van de stijging van de arbeidskosten per eenheid product, terwijl de exporteurs winst aan marktaandelen blijven boeken, zij het in een trager tempo. De arbeidsproductiviteit blijft laag en zal in de komende jaren naar verwachting slechts marginaal verbeteren, wat het inhalen van verder gevorderde economieën van de eurozone bemoeilijkt. De afbouw van de schuldenlast van de particuliere sector gaat voort, hoewel het schuldniveau van zowel de ondernemingen als de huishoudens relatief hoog is. De overheidsschuld, die nog steeds zeer hoog is, zal naar verwachting een geleidelijke neerwaartse trend blijven vertonen. De banksector wordt veerkrachtiger, hoewel de hoeveelheid niet-renderende leningen een punt van zorg blijft, ongeacht de aanzienlijke afname ervan in 2017 en 2018. De huizenprijzen blijven sterk stijgen en de stijging is nog versneld, met name in marktsegmenten die te maken hebben met toerismegerelateerde activiteiten. De hypotheekstand is echter ruwweg stabiel en de bouwactiviteiten gaan geleidelijk in de pas lopen met de vraag. De arbeidsmarkt is verder verbeterd en de werkloosheid ligt nu onder de drempel.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met onevenwichtigheden in standvariabelen, met name met betrekking tot de externe, de publieke en de particuliere schuld, de zwakke punten in de banksector en de zwakke productiviteitsgroei. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Roemenië: In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Roemenië *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name een risico van verliezen aan kostenconcurrentievermogen, een voortdurende verslechtering van de externe positie en risico's voor de financiële stabiliteit. Op het geactualiseerde scorebord liggen twee indicatoren, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP) en de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product, boven de drempel.

Grafiek A23: ***Uitsplitsing van arbeidskosten per eenheid product***



Bron: Diensten van de Commissie

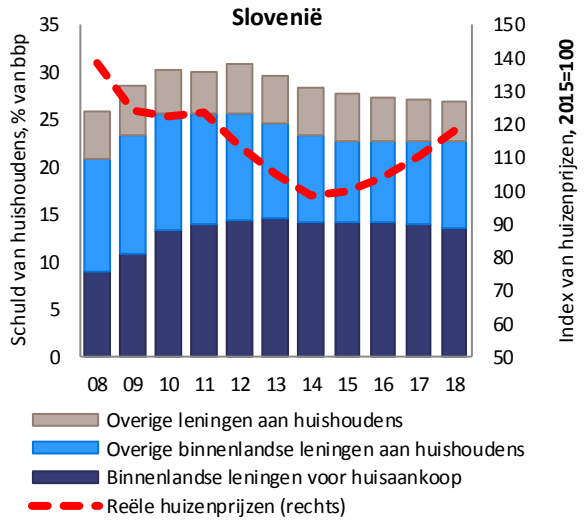
Het grote tekort op de lopende rekening bleef in 2018 toenemen als gevolg van hoge invoergroei en afnemende uitvoergroei. De negatieve NIIP, die voornamelijk uit

BDI bestaat, is in 2018 verbeterd als gevolg van een sterke nominale bbp-groei. De export deed het in 2018 nog steeds goed, met verdere winst aan exportmarktaandelen. De stijging van de arbeidskosten per eenheid product is in 2018 in een stroomversnelling terechtgekomen als gevolg van de sterke loongroei, met name in de publieke sector. Uit gegevens van het verleden blijkt dat de groei van de overheidslonen waarschijnlijk zal overslaan naar de particuliere sector, wat verliezen aan kostenconcurrentievermogen zou kunnen meebrengen. De particuliere schuld is laag en bleef afnemen, terwijl de groei van de kredietverlening aan de particuliere sector gematigd is. Het ondernemingsklimaat heeft te kampen met frequente en onvoorspelbare veranderingen in de wetgeving die vaak zonder effectbeoordeling of raadpleging van belanghebbenden worden aangenomen. De overheidsschuld als percentage van het bbp is relatief laag maar neemt niet langer af. De groei van de reële huizenprijzen is in 2018 verder vertraagd en gematigd gebleven. De banken zijn goed gekapitaliseerd en liquide. De risico's voor de financiële stabiliteit als gevolg van wetgeving uit het verleden lijken te zijn afgenomen, hoewel de instabiliteit van beleid en wetgeving een punt van zorg blijft. De dalende werkloosheid in 2018 weerspiegelt de verdere verkrapping van de arbeidsmarkt. De participatiegraad bleef verbeteren, al lag hij nog op een zeer laag niveau.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de sterk stijgende arbeidskosten per eenheid product en de verslechterende externe positie. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Slovenië: Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Slovenië *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de schuld van de publieke sector en de groei van de huizenprijzen.

Grafiek A24: ***Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



Bron: Eurostat en ECB

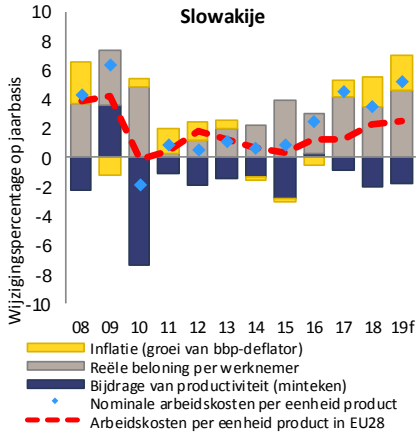
De lopende rekening blijft een sterk overschot vertonen, wat ertoe bijdraagt dat de negatieve netto internationale investeringspositie verder terugloopt. De loonstijgingen zijn relatief laag en de arbeidsproductiviteit is verbeterd, wat heeft geleid tot een beperkte stijging van de arbeidskosten per eenheid product. De winst aan exportmarktaandelen heeft zich voortgezet. De schuldenlast van de particuliere sector is relatief laag en daalt. De kredietgroei van de particuliere sector is in 2017 positief geworden maar blijft gematigd. De investeringen liggen onder het EU-gemiddelde, met name in de woningbouw. De stijging van de huizenprijzen blijft hoog gezien de aanbodkrapte, die in het oog moet worden gehouden. Hoewel de schuldquote van de overheid hoog is, vertoont zij een duidelijk dalende tendens. De houdbaarheid van de begroting op middellange en lange termijn komt echter onder druk te staan door de verwachte kosten van de vergrijzing. De banksector is stabiel en het aandeel niet-renderende leningen blijft een dalende tendens vertonen. Wat de arbeidsmarkt betreft: de werkloosheid blijft dalen en de participatiegraad is hoger dan ooit.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de houdbaarheid van de begroting en de groei van de huizenprijzen, hoewel de risico's in dit stadium beperkt lijken. Bijgevolg acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Slowakije: Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Slowakije *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP) en de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product, boven de indicatieve drempel.

Het tekort op de lopende rekening is in 2018 iets toegenomen maar blijft bescheiden. De NIIP is sterk negatief maar stabiel, terwijl de risico's beperkt zijn gezien het grote volume inkomende BDI, dat afkomstig is uit de expanderende auto-industrie en de financiële sector. Tijdelijke verstoringen in de auto-industrie en de grote rol van deze sector kunnen echter op langere termijn een risico vormen. Er was sprake van enige winst aan exportmarktaandelen en de reële effectieve wisselkoers is iets gestegen na jaren van matiging. De stijging van de nominale arbeidskosten per eenheid product versnelde duidelijk als gevolg van sterke loongroei tegen de achtergrond van een krappe arbeidsmarkt en aanzienlijke tekorten aan arbeidskrachten, en ligt nu boven de drempel.

Grafiek A25: ***Uitsplitsing van arbeidskosten per eenheid product***



Bron: Diensten van de Commissie

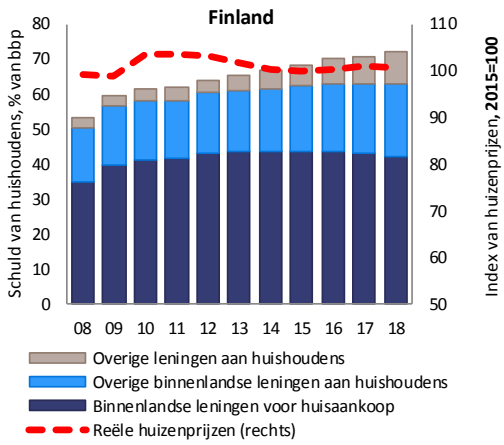
De huizenprijzen stegen in 2018 aanmerkelijk, hoewel nog niet duidelijk sprake is van overwaardering. De levendige huizenmarkt heeft ertoe bijgedragen dat de schuld van de huishoudens verder is gestegen, al was het aanvangsniveau relatief laag. De banksector, die grotendeels in buitenlandse handen is, is goed gekapitaliseerd. Een verdere daling van de totale en de langdurige werkloosheid ging vergezeld van een stijging van de participatiegraad.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er potentiële problemen zijn in verband met de houdbaarheid van de externe positie, de binnenlandse loondruk en mogelijke risico's als gevolg van de blootstelling aan de auto-industrie. De kortetermijnrisico's lijken echter beperkt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Finland: Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Finland *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord overschrijdt een aantal indicatoren de indicatieve drempel, namelijk de schuld van de particuliere sector en de verandering in de totale passiva van de financiële sector.

Het tekort op de lopende rekening is in 2018 toegenomen aangezien de handelsbalans weer negatief werd terwijl de netto internationale investeringspositie in evenwicht is. De

Grafiek A26: ***Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



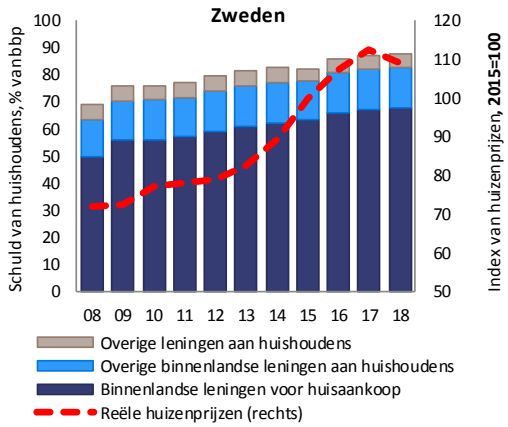
Bron: Eurostat en ECB

exportmarktaandelen hebben zich voor het derde jaar op rij hersteld, waardoor de cumulatieve verliezen zijn gereduceerd. De arbeidskosten per eenheid product vertoonden in 2018 positieve groei en de reële effectieve wisselkoers is iets gestegen, maar de ontwikkelingen zijn over het geheel genomen gematigd. De overheidsschuld is verder gedaald, aangezien het bbp sneller is gestegen dan de schuld, en ligt nu onder de drempel. De particuliere schuld blijft hoog maar neemt langzaam af. De gunstige kredietvoorwaarden en de lage rentetarieven zorgden voor verdere ondersteuning van de groei van de particuliere kredieten, hoewel de kredietgroei in 2018 is afgenomen. De schuld van de huishoudens als percentage van het bbp is relatief hoog en blijft licht stijgen. De reële huizenprijzen waren in 2018 stabiel. De gematigde hypotheekgroei en het afnemende aantal nieuwe bouwvergunningen beperken de risico's voor de houdbaarheid van de schuldenlast van de huishoudens. De financiële sector is goed gekapitaliseerd, wat de risico's voor de financiële stabiliteit beperkt. De grote toename van de totale activa en passiva van de banksector eind 2018 is het gevolg van het feit dat een bank haar hoofdzetel van Zweden naar Finland heeft verplaatst. Zowel de werkgelegenheid als de werkloosheid zijn in 2018 sterk verbeterd, maar de verdere verbetering zal waarschijnlijk langzamer verlopen. De langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid zijn in 2018 gedaald.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er uitdagingen zijn in verband met de schuldenlast van de particuliere sector, maar de risico's zijn beperkt. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Zweden In februari 2019 heeft de Commissie geconcludeerd dat Zweden *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met de overwaardering van de huizenprijzen, in combinatie met een aanhoudende stijging van de schuld van huishoudens. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de drempel, namelijk de schuld van de particuliere sector en de exportmarktaandelen.

Grafiek A27: ***Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



Bron: Eurostat en ECB

De trend van een kleiner wordend overschot op de lopende rekening zette zich in 2018 voort, terwijl de NIIP toenam en nu duidelijk positief is. De verliezen aan exportmarktaandeel namen in 2018 toe en de indicator ligt nu boven de drempel. De stijging van de nominale arbeidskosten per eenheid product is versneld, terwijl de reële effectieve wisselkoers is gedaald als gevolg van de depreciatie van de kroon. De schuldenlast van de particuliere sector is hoog, waarbij de hypotheekgerelateerde schulden van de huishoudens de belangrijkste factor zijn. In 2018 is de schuldenlast van de huishoudens iets verder gestegen. De huizenprijzen daalden eind 2017 maar bleven in 2018 stabiel, wat in 2018 in totaal negatieve groei op jaarbasis impliceert, en zij liggen over het geheel genomen zeer hoog, met aanwijzingen van overwaardering. De huizenprijzen en de schuldenlast van de huishoudens brengen risico's voor de macrostabiliteit mee en worden opgestuwd door de gunstige fiscale behandeling van woningbezit, zeer lage hypotheekrentevoeten en specifieke kenmerken van de hypotheekmarkt alsook beperkingen aan de aanbodzijde, wat risico's voor de macro-economische stabiliteit inhoudt. De risico's in de banksector blijken beperkt, aangezien de kwaliteit van de activa en de winstgevendheid hoog blijven en de financiën van de huishoudens doorgaans sterk zijn, terwijl het macroprudentiële beleid is

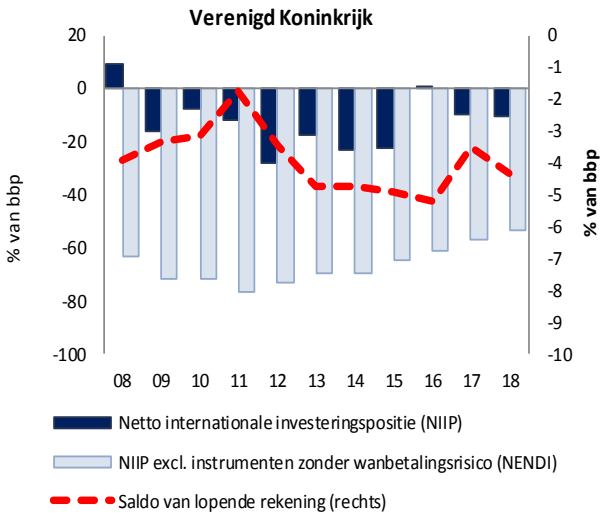
aangescherpt. In 2018 is de arbeidsmarkt verder verbeterd en de werkloosheid gedaald, maar de recente ontwikkelingen laten een verzwakking zien.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de hoge particuliere schuld en de huizensector. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Verenigd Koninkrijk: Tijdens de vorige MIP-ronde werden in het Verenigd Koninkrijk *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het tekort op de lopende rekening, de reële effectieve wisselkoers, de schuldpositie van de particuliere sector en de overheidsschuld.

Het reeds hoge tekort op de lopende rekening is in 2018 groter geworden, wat aanleiding geeft tot omvangrijke externe financieringsbehoeften. Een groot tekort in het goederenverkeer en kleinere tekorten in kapitaaloverdrachten en investeringsinkomsten werden slechts gedeeltelijk gecompenseerd door een overschot in het dienstenverkeer. Ondanks aanhoudende externe tekorten is de netto internationale investeringspositie bijna in evenwicht, mede dankzij de depreciatie van het Britse pond in 2016. De netto handelsrespons op de dalende reële effectieve wisselkoers en het daarmee gepaard gaande betere prijsconcurrentievermogen is echter teleurstellend geweest en er waren recente verliezen aan exportmarktaandeel. De schuldenlast van de particuliere sector als percentage van het bbp is op hoog niveau afgevlakt na een periode van gematigde schuldafbouw na de crisis. Met name de schuld van de huishoudens blijft hoog en rechtvaardigt nog altijd nauwlettende monitoring. De reële huizenprijzen zijn afgevlakt, maar wel op hoog niveau. De overheidsschuld is hoog en ruwweg stabiel. Een sterke groei van de werkgelegenheid bleef gepaard gaan met lage werkloosheid, maar de investeringen en de arbeidsproductiviteit zijn zwak.

Grafiek 28: ***NIIP en saldo lopende rekening***



Bron: Diensten van de Commissie

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er enkele problemen zijn met betrekking tot de externe zijde van de economie en de particuliere schuld. Deze problemen lijken op korte termijn beperkte risico's voor de stabiliteit in te houden. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Tabel 1.1: PMO-scorebord 2018

Jaar 2018	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden						Werkgelegenheidsindicatoren[1]		
	Saldo lopende rekening in % van het bbp (3-jaars-gemiddelde)	Netto internationale investerings-positie (% van het bbp)	Reële effectieve wisselkoers -42 handelspartners, HICP-deflator (verandering over 3 jaar)	Exportmarkt-aandeel - % van mondiale export (verandering over 5 jaar)	Indexcijfer nominale arbeidskos-ten per e.p. (2010=100) (verandering over 3 jaar)	Indexcijfer gedefleerde huizen-prijzen (2015=100) (verande-ring over 1 jaar)	Krediet-stroom particuliere sector, geconsoli-deerd (% van het bbp)	Schuld particuliere sector, geconsoli-deerd (% van het bbp)	Bruto overheids-schuld (% van het bbp)	Werkloosheid (3-jaars-gemiddelde)	Totale passiva van financiële sector, niet-geconsoli-deerd (1-jaars-gemiddelde)	Participatie-graad - % van totale bevolking van 15-64 jaar (verandering over 3 jaar, in pp)	Langdurige werkloosheid van beroepsbevol-king van 15-74 jaar (verandering over 3 jaar, in pp)	Jeugdwerkloos-heid - % van beroepsbevol-king van 15-24 jaar (verandering over 3 jaar, in pp)
Drempels	-4/6%	-35%	±5% (EZ) ±11 % (niet-EZ)	-6 %	9 % (EZ) 12 % (niet-EZ)	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	2,0	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

Vermelde cijfers zijn de cijfers die op of boven de drempel liggen. Afkortingen: b: Onderbreking in reeks. d: Definitie verschilt. e: Geschat. p: Voorlopig.

1) Voor de werkgelegenheidsindicatoren, zie bladzijde 2 van het waarschuwingsmechanismeverslag 2016. 2) Indexcijfer huizenprijzen e = bron NCB voor EL. 3) Voor nominale arbeidskosten per e.p. HR d: voor werkgelegenheidsgegevens worden nationale begrippen gebruikt i.p.v.. binnenlandse. 4) Werkloosheidspercentage BE: Herziening in de onderzoeksmethodologie. 5) In de totale passiva van de financiële sector voor SK zijn de derivaten geraamd. Bron: Europese Commissie, Eurostat en directoraat-generaal Economische en Financiële Zaken (voor reële effectieve wisselkoers) en gegevens van het Internationaal Monetair Fonds, WEO (voor de mondiale exportvolumes voor goederen en diensten).

Tabel 2.1: Aanvullende indicatoren, 2018

Jaar 2018	Reëel bbp (verandering over 1 jaar)	Bruto-investeringen in vaste activa (% van bbp)	Bruto-investeringen in vaste activa voor O&O (% van bbp)	Lopende plus kapitaalrekening (in financieringsoverschot/-tekort) (% van het bbp)	Netto internationale investeringspositie, met uitsluiting van instrumenten zonder wanbetalingsrisico (% of GDP)	Buitenlandse directe investeringen in rapporterende economie - stromen	Buitenlandse directe investeringen in rapporterende economie - standen	Netto handelssaldo van energieproducten (% van het bbp)	Reële effectieve wisselkoers - Handelspartners van EZ (verandering over 3 jaar)	Exportprestaties t.o.v. geavanceerde economieën (5-jaarsgemiddelde)	Ruilvoet (verandering over 5 jaar)	Exportmarktaandeel in volume (verandering over 1 jaar)	Arbeidsproductiviteit (verandering over 1 jaar)	Bruto niet-renderende leningen van binnen- en buitenlandse entiteiten (% van brutoleningen)	Prestaties arbeidskosten per e.p. t.o.v. EZ (verandering over 10 jaar)	Indexcijfer huizenprijzen (2015=100) - nominaal (verandering over 3 jaar)	Woningbouw (% van het bbp)	Schuld huishoudens, geconsolideerd (incl. NPISH, % van het bbp)	Leverage banken, geconsolideerd, binnen- en buitenlandse entiteiten (totaal activa/ totaal eigenvermogen)
BE	1,5	23,8	n.b.	-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	n.b.	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	n.b.	-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	n.b.	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	n.b.	34,2	7,5p
IT	0,8	17,7	n.b.	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	n.b.	-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	n.b.	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	n.b.	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	n.b.	-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	n.b.	-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

Afkortingen: d: Definitie verschilt. e: Geschat. p: Voorlopig.

1) De officiële afsluitdatum voor indiening van gegevens voor de bruto-investeringen in vaste activa voor O&O is 31 oktober 2019, en de gegevens werden geëxtraheerd op 25 oktober 2019. 2) Indexcijfer huizenprijzen e = bron NCB voor EL. 3) Arbeidsproductiviteit voor HR d: voor werkgelegenheidsgegevens worden nationale begrippen gebruikt i.p.v.. binnenlandse.

Bron: Europese Commissie, Eurostat en directoraat-generaal Economische en Financiële Zaken (voor reële effectieve wisselkoers), Europese Centrale Bank (voor bruto niet-renderende leningen van binnen- en buitenlandse entiteiten en voor geconsolideerde leverage van banken, binnen- en buitenlandse entiteiten) en gegevens van Internationaal Monetair Fonds, WEO (voor mondiale exportvolumes voor goederen en diensten).

Tabel 2.1 (vervolg): Aanvullende indicatoren, 2018

Jaar 2017	Werkgelegenheid (verandering over 1 jaar)	Participatiegraad - % van totale bevolking van 15-64 jaar (%)	Langdurige werkloosheid van beroepsbevolking van 15-74 jaar (%)	Jeugdwerkloosheid - % van beroepsbevolking van 15-24 jaar (%)	Jongeren die niet werken en geen onderwijs of opleiding volgen - % van totale bevolking van 15-64 jaar		Mensen die kans lopen op armoede of sociale uitsluiting - % van totale bevolking		Mensen die met armoede worden bedreigd - na sociale overdrachten - % van totale bevolking		Mensen die met ernstige materiële deprivatie kampen - % van totale bevolking		Mensen in huishoudens met zeer lage arbeidsintensiteit - % van totale	
					%	verandering over 3 jaar, in pp	%	verandering over 3 jaar, in pp	%	verandering over 3 jaar, in pp	%	verandering over 3 jaar, in pp	%	verandering over 3 jaar, in pp
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	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.
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	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.
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	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	4,6p	-1,5p	n.b.	n.b.

Afkortingen: b: Onderbreking in reeks. d: Definitie verschilt. p: Voorlopig.

1) Werkgelegenheid voor HR, d: voor werkgelegenheidsgegevens worden nationale begrippen gebruikt i.p.v. binnenlandse. 2) Jongeren die niet werken en geen onderwijs of opleiding volgen voor PL: wijzigingen in de wegingsprocedure. 3) De officiële afsluitdatum voor indiening van gegevens voor de indicatoren van de inkomens en levensomstandigheden (EU-SILC) is 30 november 2019 , en de gegevens werden geëxtraheerd op 25 oktober 2019.

Bron: Europese Commissie, Eurostat.