EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 21.11.2018
COM(2018) 758 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE

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

Waarschuwingsmechanismeverslag 2019

(opgesteld overeenkomstig artikelen 3 en 4 van Verordening (EU) nr. 1176/2011 betreffende de preventie en de correctie van macro-economische onevenwichtigheden)

{SWD(2018) 466 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 vlotte werking van de economieën van de lidstaten en van de economie van de EU hinderen en die de goede werking van de economische en monetaire unie in gevaar kunnen brengen.

In het verslag wordt gebruikgemaakt van een scorebord van geselecteerde indicatoren, gecompleteerd met een ruimere reeks aanvullende indicatoren en extra 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 met betrekking tot het AMR die met het Europees Parlement en binnen de Raad en de Eurogroep worden gevoerd, zal de Commissie IDR's 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 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. De diepgaande evaluaties zullen naar verwachting in februari 2019 worden gepubliceerd, voordat het pakket met CSR's in het kader van het Europees semester wordt bekendgemaakt.

1. SAMENVATTING

Voorliggend verslag markeert het begin van de achtste ronde van de procedure inzake macro-economische onevenwichtigheden (MIP).[1] Met deze procedure wordt beoogd de onevenwichtigheden te detecteren die een vlotte werking van de economieën van de lidstaten in de weg staan, en tevens de aanzet tot passende beleidsreacties te geven. 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 groeianalyse, 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 als geheel voor de komende jaren uiteengezet.

In het verslag wordt aangegeven voor welke lidstaten een IDR nodig is zodat kan worden nagegaan of zij kampen met onevenwichtigheden die beleidsoptreden vereisen.[2] Het AMR is een doorlichtingsinstrument voor het opsporen van economische onevenwichtigheden dat bij het begin van

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

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

elke jaarlijkse cyclus van de coördinatie van het economisch beleid wordt gepubliceerd. Het is met name gebaseerd op een economische interpretatie van een scorebord van indicatoren met indicatieve drempels, gecompleteerd met een reeks aanvullende indicatoren. Het AMR omvat ook een analyse van de implicaties voor de eurozone van de onevenwichtigheden van lidstaten en een onderzoek naar de mate waarin een gecoördineerde aanpak van de beleidsreacties nodig is in het licht van de onderlinge afhankelijkheden binnen de eurozone.[3] In dit verband vormt de analyse in voorliggend verslag een aanvulling op 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-beoordeling vindt plaats tegen de achtergrond van economische groei die ondanks enige vertraging nog steeds een brede basis heeft. In de economische najaarsprognoses 2018 van de Europese Commissie wordt de reële bbp-groei voor zowel de EU als de eurozone geraamd op 2,1% in 2018 en 1,9% in 2019, een lichte vertraging ten opzichte van de groei van 2,4% in 2017. In alle EU-lidstaten wordt een positieve groei verwacht. Verwacht wordt dat de werkgelegenheidsomstandigheden verder zullen verbeteren en zich geleidelijk zullen vertalen in een meer duurzame loongroei, die de consumptie zal ondersteunen en op termijn kerninflatiedynamiek in de buurt van de inflatiedoelstelling van de monetaire autoriteiten zal ondersteunen; verwacht wordt dat de groei van de investeringen robuust zal blijven, ondanks een lichte vertraging. Er zijn daarentegen aanwijzingen dat de bijdrage van de netto-uitvoer aan de groei afneemt bij de toegenomen onzekerheid over het handelspolitieke klimaat en de ontwikkeling van de recente appreciatie van de euro. Al met al blijven de groeivooruitzichten verankerd in gezonde fundamentals, met inbegrip van algemeen sterke arbeidsmarkten, ondersteunende kredietomstandigheden, verbeterde balansen en winsten van banken en niet-financiële vennootschappen, maar zal de groei naar verwachting vertragen wanneer de cyclus in de belangrijkste mondiale zones tot wasdom komt[4].

De correctie van macro-economische onevenwichtigheden in de EU vordert als gevolg van een versterking van de nominale bbp-groei, maar de middellangetermijnvooruitzichten zijn onduidelijk als gevolg van de toegenomen onzekerheid. De economische expansie en de inflatiepercentages, die geleidelijk de doelstelling naderen, dragen bij tot de daling van de schuldquotes. De standen van private en overheidsschuld blijven echter op een historisch hoog niveau en er zijn nog steeds haarden van kwetsbaarheden op de balansen in de financiële sector. Nu de inflatie geleidelijk de doelstelling van de ECB nadert, zou er meer reden zijn om het monetaire beleid te normaliseren, hetgeen implicaties zou hebben voor de kosten van leenvermogen, de activaprijzen en

[3] In het verslag van 22 juni 2015 '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".

[4] Zie bv. ECB, Economic Bulletin, 5/2018.

de balansen. Tegen die achtergrond zou een aantal factoren kunnen leiden tot een omslag in de risicoattitudes, met vertrouwenseffecten voor lidstaten met verslechterde vooruitzichten voor de publieke financiën of de financiële sector, of die onderhevig zijn aan negatieve outputschokken (onder meer in verband met de implicaties van de uittreding van het Verenigd Koninkrijk uit de EU). Een aantal neerwaartse risico's zijn het gevolg van het klimaat buiten de EU, met name in verband met de concretisering van protectionistische handelspolitieke maatregelen, de implicaties van geopolitieke spanningen, met name voor de energieprijzen, het aflopen van de Amerikaanse begrotingsexpansie in een context van monetaire verkrapping, en de implicaties voor de kapitaalstromen en wisselkoersen van de asynchrone normalisatie van het monetaire beleid in de verschillende zones van de wereldeconomie[5]. Door de wisselwerking tussen die bronnen van risico's verandert de balans van risico's in negatieve zin en worden de vooruitzichten steeds onzekerder, in een context waarin de mogelijkheid om schokken op te vangen via private en publieke besparingen in een relevant aantal lidstaten beperkt is.

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

- **De herbalancering van de posities op de lopende rekening dient voort te gaan.** In de meeste lidstaten zijn de grote tekorten op de lopende rekening gecorrigeerd, maar in enkele gevallen zijn prudentere externe posities vereist om de standen van netto buitenlandse passiva in een passend tempo verder naar beneden te kunnen brengen. De daling van enkele van de grootste overschotten op de lopende rekening is pas onlangs zichtbaar geworden en blijft bescheiden. In een aantal lidstaten worden de cijfers van de lopende rekening in toenemende mate beïnvloed door grensoverschrijdende transacties die verband houden met activiteiten van multinationale ondernemingen en internationaal georiënteerde dienstensectoren die zowel de handels- als de inkomenssaldi beïnvloeden.

- **De posities van de externe standen blijven onevenwichtig en de aanpassing vindt geleidelijk plaats.** De grote negatieve netto internationale investeringsposities (NIIP) in lidstaten met een groot tekort op de lopende rekening in het verleden worden gecorrigeerd als gevolg van de posities van de externe stromen die vrijwel in evenwicht zijn of een overschot vertonen, en de zich herstellende nominale groei van het bbp, die moet worden volgehouden om de passiva tot een prudenter niveau te doen dalen. De NIIP in landen met een groot overschot blijft groeien.

- **De omstandigheden inzake kostenconcurrentievermogen worden voor een aantal lidstaten minder gunstig en zijn over het geheel genomen minder ondersteunend voor een meer symmetrische herbalancering.** Sinds 2016 nemen de arbeidskosten per eenheid product (ULC - unit labour costs) in een meerderheid van lidstaten sneller toe, en vooral in een aantal EU-landen in Midden- en Oost-Europa versnelden deze sterk als gevolg van aanbodbottlenecks. Na de crisis is het kostenconcurrentievermogen sneller toegenomen in de nettodebiteurlanden dan in de nettocrediteurlanden van de eurozone. Meer recentelijk is het voordeel van nettodebiteurlanden in termen van dynamiek van het kostenconcurrentievermogen echter in vergelijkende termen gedaald als gevolg van de

[5] Zie ook International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 2018.

verkrapping van de arbeidsmarkten en een gedaald tempo van productiviteitsverbeteringen, terwijl krappe arbeidsmarkten in de nettocrediteurlanden zich tot dusver niet vertaald hebben in significante loonsversnellingen. Deze recente ontwikkelingen op het gebied van kostenconcurrentievermogen komen niet volledig tot uiting in een overeenkomstige verslechtering van het prijsconcurrentievermogen, mogelijk als gevolg van een compenserend effect van lagere prijs-kostenmarges. Dit effect zou een van de redenen kunnen zijn waarom er op het eerste gezicht geen bewijs is dat de verliezen aan kostenconcurrentievermogen reeds gedaald zijn als gevolg van de groei van exportmarktaandeel, maar de effecten zouden zichtbaar kunnen worden als dergelijke trends aanhouden.

- **De deleveraging in de private sector is aan de gang, in toenemende mate als gevolg van het herstel van de nominale groei.** De private schuldquotes dalen in een groter aantal lidstaten dan een jaar geleden. Dit is het gevolg van een hogere nominale bbp-groei, aangezien de actieve deleveraging, d.w.z. de deleveraging als gevolg van krimpende schuldniveaus in nominale termen, slechts in enkele landen plaatsvindt en in een getemperd tempo. De actieve deleveraging blijft meestal beperkt tot de bedrijfssector, aangezien de huishoudens weer dynamischer zijn gaan lenen. Het tempo van de deleveraging blijft hoger in de bedrijfssector dan in de huishoudelijke sector, ook omdat de schuldstanden in de bedrijfssector hoger zijn en de impact van de nominale bbp-groei op de schuldquote daardoor groter is.

- **In landen met een hoog niveau van publieke schuld is de deleveraging door de overheid pas onlangs van start gegaan en verloopt deze in een laag tempo**. Hoewel de overheidsschuldquote door het herstel van de nominale groei en de lagere rentebetalingen in de meeste lidstaten een neerwaartse trend heeft ingezet, wordt in een groeiend aantal landen een procyclisch expansief begrotingsbeleid gevoerd, met implicaties voor de ruimte voor het opvangen van schokken als het minder goed gaat.

- **De omstandigheden in de banksector in de EU verbeteren, maar in sommige lidstaten blijven lage rentabiliteitsniveaus en hoge standen van niet-renderende leningen (NPL - non-performing loan) aanhouden.** De rentabiliteit is verbeterd, vooral in de landen waar de banksector wordt gekenmerkt door een zwakke rentabiliteit. De NPL-ratio's zijn verder gedaald, met name in de lidstaten waar hun stand het hoogst is. De kapitalisatieratio's zijn in een meerderheid van de landen verder verbeterd. De waarderingen van het kapitaal van banken zijn tot begin 2018 gestegen, waarna zij neerwaarts zijn gecorrigeerd.

- **De groei van de huizenprijzen is in een toenemend aantal lidstaten versneld en positief geworden, en meer landen vertonen mogelijke tekenen van overwaardering.** Tegelijkertijd is de groei van de huizenprijzen de laatste tijd gematigder geworden in de landen waar het bewijs van overwaardering het grootst is. Er worden daarentegen sterke versnellingen vastgesteld, vooral in landen waarvoor momenteel geen of weinig bewijs van overwaardering bestaat.

- **De arbeidsmarkten blijven verbeteren en de lonen groeien weer geleidelijk.** De werkloosheidspercentages dalen verder, ook voor jongeren en langdurig werklozen, maar de werkloosheid blijft in sommige lidstaten hoog en de arbeidsmarktparticipatie laag, hoewel deze vaak toeneemt. De sociale problemen nemen af ondanks de erfenis van aanhoudende

werkloosheid en lage inkomens in een aantal landen.[6]. De loongroei in de eurozone blijft achter bij wat op basis van historische gegevens bij de huidige werkloosheidsniveaus zou worden verwacht. De lonen in de EU-landen herstellen zich momenteel geleidelijk met gedifferentieerde snelheden, die over het algemeen de omvang van de arbeidsmarktkrapte en knelpunten in het arbeidsaanbod in sommige landen weerspiegelen.

De herbalancering van de eurozone verdient nog steeds zorgvuldige aandacht. Het overschot op de lopende rekening van de eurozone heeft zich in 2016 gestabiliseerd en is daarna over het algemeen constant gebleven. Het niveau ervan is het hoogste ter wereld en ligt boven de niveaus die consistent zijn met de economische fundamentals. In het licht van de onderlinge verwevenheid binnen de eurozone en de overloopeffecten is een passende combinatie van beleidsmaatregelen in alle landen van de eurozone nodig om het herstel van de groei duurzaam te maken en verenigbaar met de macro-economische stabiliteit. In nettodebiteurlanden vereist het doen dalen van de hoge standen van buitenlandse en binnenlandse schuld het aanhouden van prudente saldi op de lopende rekening en het waarborgen van een passend tempo van schuldreductie zonder dat een en ander ten koste gaat van de doelstelling om het groeipotentieel te verhogen en met het oog op het voorkomen van het risico van procyclische verkrapping als het minder goed gaat. In nettocrediteurlanden zou het aanpakken van aanhoudende grote overschotten door middel van beleid dat investeringen stimuleert en looninertie overwint, bijdragen tot de ondersteuning van het groeipotentieel, en de groeivooruitzichten minder afhankelijk maken van de buitenlandse vraag. In kader 2 wordt uitgebreider ingegaan op de eurozone-dimensie van onevenwichtigheden.

Over het algemeen blijven de risico's in verband met de bestaande onevenwichtigheden als gevolg van de economische expansie afnemen, maar blijven de kwetsbaarheden in verband met standonevenwichtigheden bestaan en zijn er tekenen zichtbaar van mogelijke niet-duurzame trends. De potentiële risicobronnen zijn over het algemeen dezelfde als die welke in het AMR 2018 zijn geïdentificeerd. Er blijven grote overschotten bestaan, terwijl de ontwikkelingen op het gebied van het concurrentievermogen minder ondersteunend zijn geworden voor de herbalancering. De deleveraging in de private sector heeft geprofiteerd van de economische expansie, maar blijft ongelijk, met hoge schuldstanden die niet in een toereikend tempo worden gecorrigeerd. Meer fundamenteel rijst met de dalende actieve deleveraging door de private en met name de publieke sector de vraag of de deleveraging in toenemende mate kan steunen op potentiële bbp-groei in de toekomst. Een dergelijke uitdaging onderstreept de noodzaak om het hervormingsproces dat in de afgelopen jaren in een aantal EU-landen op gang is gebracht, voort te zetten en het beleid en de hervormingen ter verhoging van het groeipotentieel hoog op de agenda te houden[7]. In het licht van de steeds onzekerder vooruitzichten voor de middellange termijn zijn de deleveraginginspanningen door de private en publieke sector in de huidige tijden van verdere economische expansie van cruciaal belang, ook om ruimte te creëren voor het opvangen van negatieve outputschokken zodra de economische omstandigheden minder ondersteunend worden en de risico's zich materialiseren. Tegelijkertijd zijn er in een aantal landen tekenen van mogelijke oververhitting aanwezig, voornamelijk in verband met

[6] Zie kader 3 voor een overzicht van de belangrijkste recente werkgelegenheids- en sociale ontwikkelingen in de EU.

[7] Zie ook Europese Commissie, Jaarlijkse groeianalyse 2019.

snelgroeiende ULC die een verminderd kostenconcurrentievermogen impliceren, en een dynamische groei van de huizenprijzen vanaf reeds relatief hoge niveaus. In het licht van de correctie van de meeste stroomonevenwichtigheden en de geleidelijke vermindering van de ernst van de standonevenwichtigheden, en mogelijke tekenen van oververhitting in een aantal landen, wordt bij het MIP-toezicht geleidelijk meer aandacht besteed aan het monitoren van mogelijk onhoudbare trends en het voorkomen van configuraties van risico's die zich op middellange termijn zouden kunnen uitkristalliseren.

Voor een aantal lidstaten die in het AMR worden genoemd, zullen in de IDR's meer gedetailleerde en omvattende analyses worden opgenomen. Zoals in de recente jaarlijkse cycli het geval was, zullen de diepgaande evaluaties worden verwerkt in de landverslagen, waarin de diensten van de Commissie een analyse opmaken van de economische en sociale uitdagingen in de EU-lidstaten. Voor de opstelling van de diepgaande evaluaties 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 zullen de basis vormen voor de identificatie van onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden in lidstaten en voor mogelijke actualiseringen in de landspecifieke aanbevelingen aan de lidstaten.[8] 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 het 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 tegelijkertijd de balans op te maken van het gevoerde correctiebeleid. De voorbereiding van IDR's is dan ook gepland voor de 11 lidstaten waarvoor in het licht van de bevindingen van de jaargang 2018 van de IDR's onevenwichtigheden zijn vastgesteld.[9] Het gaat om **Bulgarije, Kroatië, Cyprus, Frankrijk, Duitsland, Ierland, Italië, Nederland, Portugal, Spanje** en **Zweden**.

Er zullen ook IDR's worden opgesteld voor Griekenland, dat voor het eerst onder MIP-toezicht staat, en voor Roemenië. In het licht van de AMR-analyse zal een IDR worden uitgebracht voor **Griekenland,** dat voorheen was uitgesloten van het MIP-toezicht omdat het tot augustus 2018 onder een macro-economisch aanpassingsprogramma in de context van financiële bijstand viel[10]. De AMR-

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

[9] Zie 'Europees semester 2018: beoordeling van structurele hervormingen, preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden, en resultaten van diepgaande evaluaties ingevolge Verordening (EU) nr. 1176/2011' - COM(2018) 120 final/2 van 7.3.2018.

[10] Lidstaten die onder macro-economische aanpassingsprogramma's in verband met financiële bijstand vallen, zijn vrijgesteld van toezicht op grond van het MIP (artikel 11 van Verordening (EU) nr. 472/2013 van het Europees Parlement en van de Raad van 21 mei 2013 betreffende de versterking van het economische en budgettaire toezicht op lidstaten in de eurozone die ernstige moeilijkheden ondervinden of dreigen te ondervinden ten aanzien van hun financiële stabiliteit).

beoordeling wijst niet op significante extra risico's in vergelijking met de risico's die in de laatste beschikbare IDR's zijn vastgesteld voor een aantal lidstaten die de afgelopen jaren het MIP-toezicht hebben verlaten, namelijk Slovenië (dat in 2018 geen onevenwichtigheden vertoonde), Finland (exit in 2017), België en Hongarije (exit in 2016). Ook in Oostenrijk zijn de omstandigheden niet significant veranderd sinds de beoordeling in de IDR 2016 waarbij geen onevenwichtigheden werden vastgesteld. Estland werd in 2016 eveneens geanalyseerd in een IDR, waarbij geen onevenwichtigheden werden vastgesteld. Ondanks het feit dat sedertdien de ULC sterk zijn gegroeid, waren er geen significante implicaties voor het externe saldo en zijn er geen dwingende argumenten om voor Estland een nieuwe IDR op te stellen, hoewel in het komende landverslag nauwlettende monitoring nodig is. Het lijkt daarentegen gerechtvaardigd dat een IDR wordt uitgebracht met een analyse van de situatie in **Roemenië** om de ontwikkeling en mogelijke heropleving van risicovolle ontwikkelingen die al in eerdere IDR's (in 2015 en 2016) zijn vastgesteld, met name in verband met het concurrentievermogen en het externe saldo, te beoordelen. Nadere analyse in de landverslagen lijkt gerechtvaardigd voor risico's in verband met de ontwikkelingen van de huizenmarkt in een aantal lidstaten (Oostenrijk, België, Tsjechië, Denemarken, Hongarije, Luxemburg en het Verenigd Koninkrijk) en in verband met ontwikkelingen op het gebied van concurrentievermogen (Tsjechië, Estland, Hongarije, Letland en Litouwen)[11]. Al met al wordt in het AMR derhalve gevraagd IDR's op te stellen voor 13 lidstaten tegenover 12 in de vorige cyclus.

Kader 1: **Bijstellingen van de aanvullende indicatoren van het MIP-scorebord**

Aan het MIP-scorebord wordt een reeks aanvullende indicatoren toegevoegd. Zoals vastgesteld in de MIP-verordening (Verordening (EU) nr. 1176/2011) worden bij de economische interpretatie van het scorebord niet alleen de kernscorebordindicatoren gebruikt, maar ook extra relevante indicatoren en informatie. Sinds het begin van het MIP-toezicht wordt de economische interpretatie van de kernindicatoren aangevuld met een reeks aanvullende indicatoren. Anders dan voor de kernindicatoren zijn er geen drempels voor aanvullende indicatoren (zie tabel 2.1).

De MIP-verordening schrijft voor dat de Commissie het MIP-scorebord regelmatig evalueert en zo nodig herziet. Het scorebord is sinds het begin van de MIP een aantal keer bijgesteld. In 2012 is een kernindicator voor de financiële sector toegevoegd (de totale passiva van de financiële sector). In 2013 is de definitie van een aantal kernvariabelen van het scorebord bijgesteld (reële effectieve wisselkoers, schuld van de private sector en kredietstroom) en zijn enkele aanvullende indicatoren toegevoegd (waaronder een reeks sociale en werkgelegenheidsindicatoren). In 2015 werden de kernindicatoren inzake werkgelegenheid toegevoegd. Over het geheel genomen werd er doelgericht en mondjesmaat gewijzigd.

Met dit AMR worden enkele bijstellingen van de aanvullende indicatoren doorgevoerd om verbeteringen in de beschikbare statistieken te benutten en de relevantie van de indicatoren te verzekeren. Deze jongste bijstellingen van de reeks aanvullende indicatoren zijn bedoeld om te profiteren van verbeterde betalingsbalansstatistieken en gegevens over de banksector (met name over niet-renderende leningen) en dragen ertoe bij dat het scorebord indicatoren weerspiegelt die reeds op

[11] In november 2016 heeft het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) landspecifieke waarschuwingen afgegeven met betrekking tot de kwetsbaarheden op middellange termijn in de sector van het niet-zakelijk onroerend goed voor acht EU-lidstaten: Oostenrijk, België, Denemarken, Finland, Luxemburg, Nederland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk.

grote schaal bij de AMR- en IDR-analyse worden gebruikt. Zoals bij eerdere bijstellingen van het scorebord zijn het Europees Parlement en de Raad (met inbegrip van zijn comités van deskundigen) naar behoren geraadpleegd en is het ESRB op de hoogte gebracht. Deze bijstellingen kunnen als volgt worden samengevat[12]:

- De *Netto externe schuld (NED)* wordt vervangen door de *NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico* (NENDI) zodat externe standen (zowel activa als passiva) met debiteurenrisico breder vertegenwoordigd zijn. Voor de nieuwe indicator wordt gebruik gemaakt van de bijgestelde methodologie voor betalingsbalansstatistieken (van BPM5 naar BPM6), waardoor een fijnere uitsplitsing van buitenlandse activa en passiva mogelijk is. In vergelijking met de NED is de NENDI: i) exclusief netto bedrijfsinterne schuld in verband met buitenlandse directe investeringen, die in sommige gevallen een groot deel van de grensoverschrijdende schuld uitmaakt zonder solvabiliteitsproblemen te vertegenwoordigen; ii) inclusief aandelen in beleggingsmaatschappijen, die soms een zeer grote post vormen en meestal worden gedekt door obligaties; en iii) inclusief netto financiële derivaten. Vanuit een ander perspectief gezien is de NENDI een subset van de NIIP exclusief deelnemingengerelateerde componenten, namelijk deelnemingen en gewone aandelen in verband met buitenlandse directe investeringen, en bedrijfsinterne grensoverschrijdende schuld in verband met buitenlandse directe investeringen.
- De indicator van *de niet-geconsolideerde hefboom van de financiële sector* die afkomstig is uit de nationale rekeningen wordt vervangen door *de geconsolideerde bankenhefboom, binnenlandse en buitenlandse entiteiten* die afkomstig is uit de geconsolideerde bankgegevens van de ECB, die duidelijker economisch te interpreteren is, vergelijking van landen mogelijk maakt en consequent gebaseerd is op boekwaarden, ook al heeft hij uitsluitend op de banksector betrekking.
- Er worden twee indicatoren toegevoegd die regelmatig worden gebruikt bij de MIP-analyse: allereerst *de schuld van de huishoudens (geconsolideerd)* ter aanvulling van de kernindicator voor de schuld van de private sector; en, in de tweede plaats, *de bruto niet-renderende leningen*, waarmee aanvullende informatie wordt verkregen voor de beoordeling van de schuld van de private sector. Die kon worden toegevoegd dankzij het feit dat grensoverschrijdend vergelijkbare gegevens in de geconsolideerde bankstatistieken van de ECB vanaf 2015 beschikbaar kwamen.
- Om het scorebord relevant en beperkt te houden, blijft het totale aantal indicatoren ongewijzigd op 28. Twee eerder opgenomen aanvullende indicatoren vervallen: i) de mutatie over tien jaar in nominale ULC (aangezien deze overlapt met gegevens over de mutatie over drie jaar in de ULC bij de kernindicatoren en over de mutatie over tien jaar in de ULC met betrekking tot de eurozone, eveneens één van de aanvullende indicatoren); ii) de niet-geconsolideerde schuld van de private sector (die is vervangen door de kernindicator voor de geconsolideerde schuld van de private sector).

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

[12] Voor meer informatie over de statistische definities van de nieuwe indicatoren, zie European Commission, "Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", Technical note; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

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 een reeks van 14 indicatoren met indicatieve drempels voor een aantal terreinen, waaronder externe posities, concurrentievermogen, schuldpositie van de private sector, woningmarkt, banksector en werkgelegenheid. Het steunt op actuele gegevens van goede statistische kwaliteit waarmee stabiliteit en grensoverschrijdende consistentie tussen landen kunnen worden verzekerd. Het scorebord dat voor voorliggend verslag is gebruikt, geeft dus gegevens weer tot en met 2017. Overeenkomstig de MIP-verordening (Verordening (EU) nr. 1176/2011) worden scorebordwaarden niet mechanisch gelezen bij de beoordelingen in de AMR, maar worden zij economisch geïnterpreteerd waardoor een beter inzicht in de algemene economische context mogelijk wordt en rekening wordt gehouden met landspecifieke overwegingen.[13] Een reeks aanvullende indicatoren vervolledigt de interpretatie van het scorebord. Bij de AMR-beoordeling wordt ook rekening gehouden met recentere gegevens en extra informatie, inzichten uit beoordelingskaders, bevindingen in bestaande IDR's en relevante analyses, en de najaarsprognoses 2018 van de diensten van de Commissie.

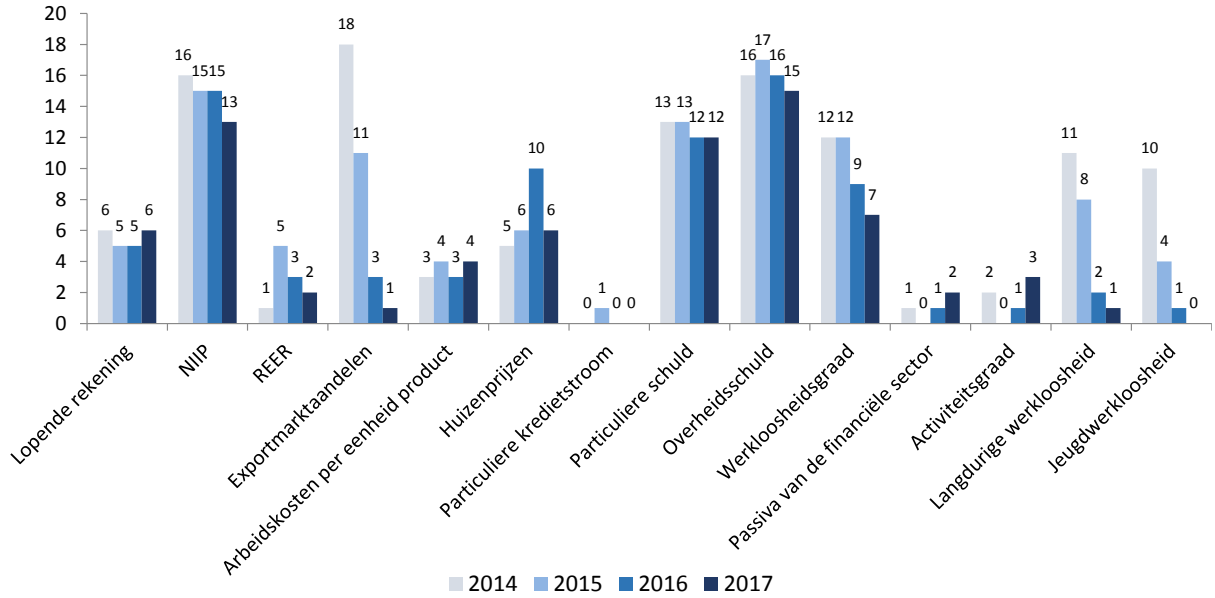
Uit de variabelen van het scorebord voor 2017 blijken aanhoudende standonevenwichtigheden, die echter geleidelijk afnemen. Op het vlak van overheidsschuld, netto internationale investeringposities en private schuld worden de drempels van het AMR-scorebord nog steeds frequent overschreden (grafiek 1).[14] Het aantal lidstaten met resultaten boven de drempels voor deze drie indicatoren ligt marginaal onder de frequentie van de vorige scorebordjaargangen en bevestigt dat deze standonevenwichtigheden van langdurige aard zijn en dat er slechts geleidelijk een aanpassing plaatsvindt. In de meerderheid van de gevallen houden de saldi op de lopende rekening boven de drempel verband met aanhoudend grote overschotten; de toename van de frequentie van de waarden boven de drempel in 2017 is toe te schrijven aan een groter aantal grote tekorten. Het aan de gang zijnde herstel van de werkgelegenheid komt tot uitdrukking in een verdere daling van het aantal EU-landen met resultaten die boven de werkloosheidsdrempel liggen, en talrijker zijn de dalingen die betrekking hebben op de indicatoren voor jeugdwerkloosheid en langdurige werkloosheid in het licht van hun gebruikelijke grotere gevoeligheid voor de situatie op de arbeidsmarkt. Ondanks het wijdverbreide en krachtige herstel van de huizenprijzen in heel Europa laat het scorebord zien dat er minder lidstaten zijn die de drempels voor de groei van de huizenprijzen overschrijden, aangezien sommige landen met meetwaarden die iets boven de drempels liggen, er inmiddels onder zijn gezakt. Het aantal landen met een groei van de ULC boven de drempels is over het algemeen stabiel gebleven, terwijl een kleiner aantal landen de drempels voor de reële effectieve wisselkoers overschrijdt, en

[13] 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.

[14] 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 1, is de lezing van de ontwikkeling van de gegevens van het scorebord gebaseerd op de gegevens die beschikbaar zijn op het moment van elke AMR. De afsluitingsdatum voor de gegevens voor de AMR 2019 was 24 oktober 2018.

alleen in gevallen waarin de reële wisselkoers onder de lagere drempels daalt. Het aantal lidstaten die een verlies aan exportmarktaandeel boven de drempels vertonen, is verder gedaald.

Grafiek 1: Aantal landen die scorebordvariabelen boven de drempel vertonen



Bron: Eurostat.
Noot: Het aantal landen met scorebordvariabelen die de drempel overschrijden, is gebaseerd op de jaargang van het scorebord dat samen met het desbetreffende AMR is gepubliceerd. Eventuele ex-post bijstellingen van de gegevens kunnen resulteren in een verschil van het aantal waarden dat de drempels overschrijdt 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 meeste EU-landen hebben nog steeds een lopende rekening in evenwicht of met een overschot en de grote overschotten op de lopende rekening in sommige landen houden aan en dalen in het beste geval marginaal. Over het algemeen zijn de recente wijzigingen in de saldi op de lopende rekening relatief beperkt gebleven (Grafiek 3). De meeste grote en onhoudbare tekorten op de lopende rekening waren al in de eerste jaren van het decennium gecorrigeerd en omgezet in overschotten of evenwichtsposities, die in de afgelopen jaren zijn behouden en vaak marginaal zijn toegenomen. De grote overschotten in de nettocrediteurlanden zijn over het algemeen weinig veranderd of zelfs toegenomen. De saldi op de lopende rekening worden slechts in beperkte mate door cyclische factoren aangejaagd: het verschil tussen de feitelijke en de conjunctuurgezuiverde lopende rekeningen is over het algemeen klein en neemt af tegen een achtergrond van afnemende outputkloven (grafiek 2)[15]. Voor de meeste EU-landen overschrijden de recente resultaten van de lopende rekening hetgeen op basis

[15] Conjunctuurgezuiverde saldi op de lopende rekening ondervinden het effect van de cyclus door te corrigeren voor de binnenlandse outputkloof 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.

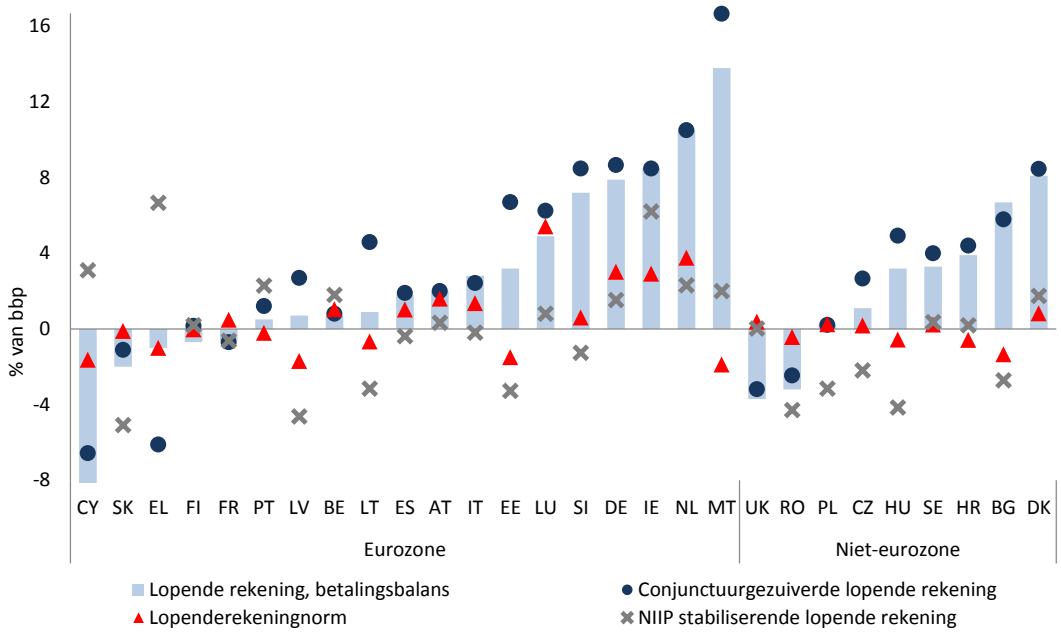
van de fundamentals (bv. vergrijzing en inkomen per capita) kon worden verwacht.[16] In sommige gevallen bestaat echter het risico dat de recente resultaten nog steeds onvoldoende zijn om de stand van netto buitenlandse passiva in een passend tempo te doen dalen. Over het algemeen evenwichtige posities op de lopende rekening in 2017 waren minder dan voorheen te danken aan de conjuncturele omstandigheden, aangezien de negatieve outputkloven in de lidstaten kleiner worden of positief worden. Aangejaagd door de stijgende olieprijzen weken de ontwikkelingen in het energiesaldo bijna overal, maar vaak slechts licht, van het totale saldo af (zie tabel 2.1 in de bijlage voor gegevens over het energiesaldo).

- **Cyprus is de lidstaat die het grootste tekort op de lopende rekening boven de MIP-drempel** vertoont (gebaseerd op het gemiddelde van de 3 jaar tot 2017). De jaarlijkse gegevens zijn de laatste jaren alleen voor Cyprus verslechterd. De resultaten liggen **onder hetgeen de fundamentals aangeven en hetgeen vereist is om de NIIP in een passend tempo te verbeteren**, en de verslechtering van de lopende rekening in 2017 kan niet worden verklaard door de impact van de cyclus. Buiten de eurozone ligt de lopende rekening van het Verenigd Koninkrijk eveneens onder de drempel van het MIP-scorebord.
- In 2017 hadden slechts **vijf andere lidstaten een tekort op de lopende rekening**: Finland, Frankrijk, Griekenland, Roemenië en Slowakije, waarbij alleen de laatste twee een tekort slechter dan 1% van het bbp vertoonden. Het **tekort op de lopende rekening van Roemenië vertoonde in 2017 een verslechtering** tot onder het niveau van de fundamentals. **Griekenland onderscheidt zich door de grote bijdrage van de negatieve outputkloof** aan het lage nominale tekort op de lopende rekening; gecorrigeerd voor de cyclus, komt de lopende rekening uit onder het niveau dat vereist is om de NIIP in hoog tempo te doen dalen en onder de lopenderekeningnorm.
- **Landen met een ruim negatieve NIIP** zoals Portugal en Spanje hadden resultaten voor de lopende rekening die lagen boven hetgeen op basis van de fundamentals te verwachten was, maar in het geval van Portugal niet volstonden om een verbetering van de NIIP in een passend tempo te waarborgen. Kroatië heeft een overschot bekendgemaakt dat bevorderlijk is voor een daling van de NIIP in een bevredigend tempo. Ierland vertoonde in 2017 een groot overschot op de lopende rekening na een tekort in 2016, dit na recente substantiële neerwaartse retrospectieve bijstellingen. Bij Ierland zijn de cijfers voor de lopende rekening duidelijk beïnvloed door grensoverschrijdende transacties die verband houden met de activiteiten van multinationale ondernemingen.

[16] 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. De methodologie is verwant aan S. Phillips et al. (2013), "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IMF Working Paper, 13/272. 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 op fundamentals gebaseerde lopende rekening die in deze AMR wordt gebruikt.

- **Vier EU-landen overschrijden momenteel de drempel van het MIP-scorebord als gevolg van overschotten**. Denemarken, Duitsland en Nederland vertonen al enkele jaren waarden boven de drempels, en Malta meer recentelijk. In 2017 daalde het Duitse overschot met 0,5% van het bbp, terwijl het overschot in Nederland met 2,5% van het bbp toenam. In al deze vier gevallen liggen deze resultaten voor de overschotten altijd ten minste 5 ppt. van het bbp **ruim boven hetgeen kan worden verklaard door de fundamentals**. De dynamiek van het overschot in Nederland en Malta werd in belangrijke mate aangejaagd door grensoverschrijdende transacties die verband hielden met de activiteiten van multinationale ondernemingen en van internationaal georiënteerde dienstensectoren die zowel de handels- als de inkomenssaldi beïnvloeden. Een aantal andere landen heeft al enkele jaren een overschot op de lopende rekening, weliswaar onder de drempels, wat ook het geval is voor grote landen van de eurozone, met name Italië (zie ook kader 2 voor meer over het overschot op de lopende rekening van de eurozone).

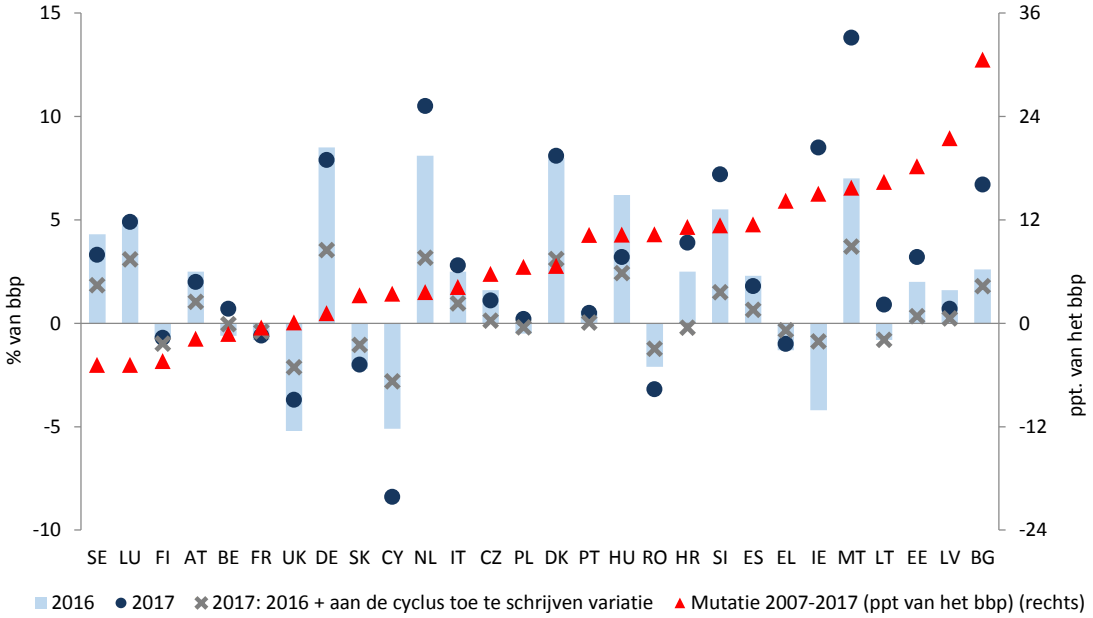
Grafiek 2: Saldi op de lopende rekening en benchmarks in 2017



Bron: Eurostat (BPM6-gegevens), berekeningen van de diensten van de Commissie.
Noot: De landen zijn gerangschikt volgens het saldo op de lopende rekening in 2017. *Conjunctuurgezuiverde saldi op de lopende rekening*: zie voetnoot 15. *Lopenderekeningnormen*: zie voetnoot 16. Onder de *benchmark voor de lopende rekening die de NIIP stabiliseert* wordt verstaan de lopende rekening die vereist is om de NIIP in de komende 10 jaar op het huidige niveau te stabiliseren of, als de actuele NIIP onder de landspecifieke prudentiële drempels ligt, de lopende rekening die vereist is om in de komende 10 jaar de prudentiële drempel voor de NIIP te bereiken.[17]

[17] Voor de methodologieën voor benchmarks voor de lopende rekening, zie L. Coutinho et al. (2018); voor landspecifieke prudentiële drempels voor de NIIP, zie voetnoot **Error! Bookmark not defined.**.

Grafiek 3: Ontwikkeling van de saldi op de lopende rekening



Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie.
Noot: Landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van variatie van NIIP-quote tussen 2007 en 2017. 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; zie voetnoot 15.

De netto internationale investeringsposities (NIIP's) zijn in bijna alle lidstaten verder verbeterd, maar in een aantal lidstaten blijven de zeer negatieve posities een punt van zorg. De NIIP-standen zijn voor veel EU-lidstaten nog steeds ruim negatief (Grafiek 4). In een meerderheid van EU-landen die een negatieve NIIP vertonen, is de stand van buitenlandse passiva groter dan de NIIP die op basis van economische fundamentals te rechtvaardigen zou zijn, terwijl deze slechts in een minderheid van de gevallen onder de prudentiële drempels lijkt te liggen.[18] In sommige landen is de stand van de buitenlandse passiva groot, ook wanneer deze wordt berekend exclusief minder risicovolle financiële instrumenten (NENDI). De verbeteringen in de NIIP's hebben zich in 2017 voortgezet dankzij de resultaten van de lopende rekening, die vaak positief waren, en dankzij het herstel van de nominale bbp-groei (grafiek 5). De verbeteringen waren meestal iets gematigder dan in eerdere jaren, waarbij de waarderingseffecten vaak minder bijdroegen tot de verbetering van de NIIP of zelfs marginaal afweken van de NIIP. Het teken en de sterkte van de NIIP-variaties hadden geen sterk verband met de beginniveaus van de NIIP, maar in de meerderheid van de gevallen hebben de nettodebiteurlanden hun meetwaarden in 2017 verbeterd of gestabiliseerd.

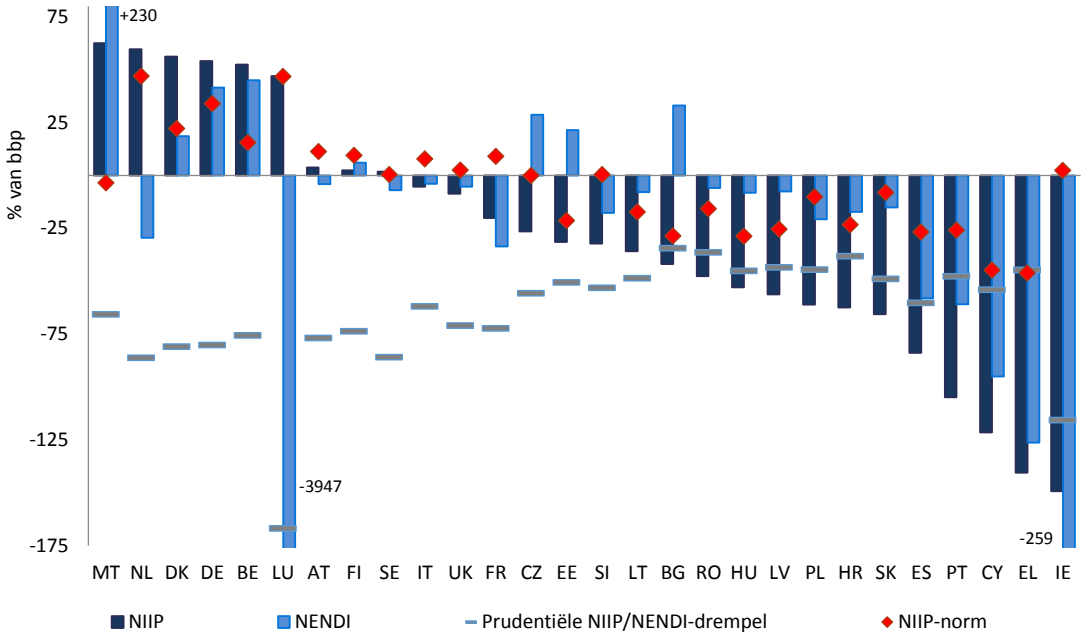
[18] NIIP's in overeenstemming met de fundamentals worden verkregen als de cumulatie in de tijd van lopenderekeningnormen (zie ook voetnoot **Error! Bookmark not defined.**). De prudentiële drempels voor de NIIP worden bepaald aan de hand van de maximalisering van de signaalsterkte bij het voorspellen van een betalingsbalanscrisis, 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, "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper, te verschijnen.

- In 2017 **vertoonde bijna de helft van de lidstaten een NIIP die slechter was dan de scoreborddrempel** van -35% van het bbp. Sommige lidstaten (Cyprus, Griekenland, Ierland en Portugal) bleven de -100% van het bbp en Spanje de -80% van het bbp overschrijden; Bulgarije, Kroatië, Hongarije, Letland, Litouwen, Polen, Roemenië en Slowakije bleven eveneens onder de grens van -35% van het bbp.
- In landen met **een ruim negatieve NIIP** liggen de meetwaarden over het algemeen **onder landspecifieke benchmarks,** zowel de NIIP-normen als de prudentiële drempels voor de NIIP. Dit is het geval in Ierland, Griekenland, Cyprus, Portugal en ook Spanje. Griekenland vertoonde een marginale verslechtering van de NIIP en Portugal maakte ongewijzigde meetwaarden bekend, waarbij in beide gevallen waarderingseffecten de NIIP in 2017 iets temperden; alle andere lidstaten verbeterden hun resultaten. Deze meest negatieve NIIP's worden gekenmerkt door een **sterke incidentie van nettoschuldpassiva**[19]. De cijfers voor Cyprus en Ierland moeten ook worden bekeken in het licht van de relevantie voor hen van de activiteiten van multinationale ondernemingen en van internationaal georiënteerde dienstensectoren; en in Griekenland in het licht van de grote externe publieke schuld tegen zeer gereduceerde tarieven.
- In landen met **een tussentijdse negatieve NIIP**, die echter onder de scoreborddrempel van -35% van het bbp bleef, **ligt de NIIP vaak onder de norm en in sommige gevallen iets onder de prudentiële drempels**. In deze landen hebben de deelnemingen een grote weerslag op de negatieve NIIP, inclusief in het licht van de standen van de inkomende netto BDI. In landen met **een gematigde positie van de externe standen** ligt de NIIP vaak boven de respectieve normen, behalve in Frankrijk en Slovenië, waar deze onder de normen ligt.
- In de meeste landen met **hoge en positieve NIIP-standen** liggen de NIIP's boven de norm en zijn ze in 2017 toegenomen als gevolg van grote overschotten op de lopende rekening. In Nederland en Denemarken daalde de NIIP marginaal als gevolg van negatieve waarderingseffecten. Voor Malta en Nederland bedroeg de NIIP eind 2017 ongeveer 60% van het bbp, voor België, Denemarken en Duitsland meer dan 50%[20].

[19] Zoals weerspiegeld door de NENDI-variabele, d.w.z. de NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico. Positief is dat de verbeteringen in de NIIP in deze landen in 2017 vooral aangejaagd werden door verbeteringen in de NENDI.

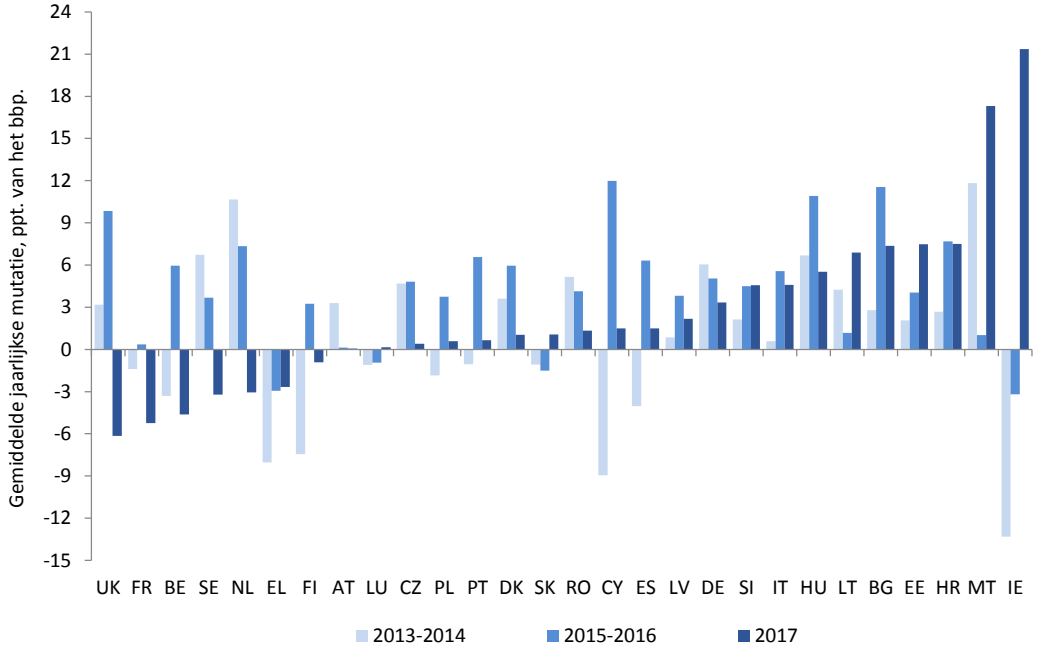
[20] De relevantie van de NENDI varieert aanzienlijk binnen deze groep landen, hetgeen eveneens een afspiegeling is van de relevantie van hun financiële centra, zoals het geval is bij Luxemburg en Malta, of van de externe schuldpassiva van banken en hoofdkantoren van multinationals, zoals het geval is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

Grafiek 4: Netto internationale investeringsposities (NIIP's) en benchmarks in 2017



Bron: Eurostat (BPM6 en ESR10), berekeningen van de diensten van de Commissie.
Noot: Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van NIIP-quote in 2017. De NENDI is de NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico, zie kader 1 voor meer informatie. Voor de begrippen NIIP-norm en prudentiële drempels voor de NIIP, zie voetnoot 18.

Grafiek 5: Dynamiek van de netto internationale investeringsposities (NIIP's)



Bron: Eurostat
Noot: Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van variatie van NIIP-quote in 2017.

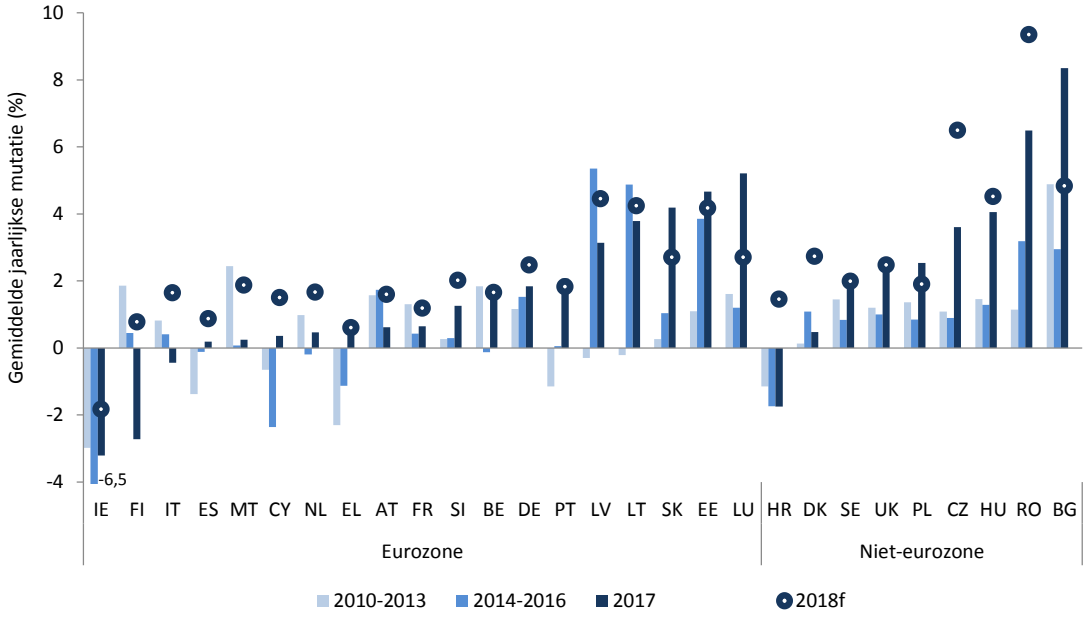
De ontwikkelingen op het gebied van kostenconcurrentievermogen zijn minder ondersteunend geworden voor herbalancering. De patronen van de ULC na de crisis werden gekenmerkt door een relatief getemperde dynamiek in landen waar de vraag na het wegwerken van de grote tekorten op de lopende rekening is gekrompen. De groei van de ULC begon zich te herstellen met het economisch herstel, maar bleef ondanks de verkrapping van de arbeidsmarkt relatief getemperd. Een aantal Centraal- en Oost-Europese landen vertoonden een uitgesproken versnelling van de ULC: sinds 2012 Bulgarije en Estland, 2013 Letland en Litouwen, 2016 Tsjechië, Hongarije en Roemenië. De ULC zijn in 2017 in de meeste lidstaten verder versneld als gevolg van de consolidatie van de economische expansie, zonder dat echter daarbij de arbeidskosten in grote nettocrediteurlanden significant zijn aangetrokken. De in 2016 ingezette tendens naar een patroon van ontwikkelingen voor kostenconcurrentievermogen dat minder ondersteunend lijkt voor een herbalancering, blijft dus bevestigd (zie ook kader 2).

- **De ULC zijn in de meeste lidstaten versneld**. De groei van de ULC in de afgelopen jaren was bijzonder sterk in Bulgarije, Estland, Letland en Litouwen (grafiek 6**)**; voor al deze landen is de drempel van het scorebord overschreden. In 2017 waren de versnellingen voor ULC uit eerdere jaren duidelijk merkbaar in Bulgarije en Roemenië en, in mindere mate, ook in Tsjechië, Luxemburg en Slowakije. Ramingen voor 2018 wijzen op scenario's waarin de dynamiek voor ULC in veel van deze landen aanhoudt: in Tsjechië, Hongarije, Letland, Litouwen en Roemenië versnelt hij meer uitgesproken, in Bulgarije vertraagt hij weliswaar, maar blijft hij toch hoog.
- **Het grensoverschrijdende patroon van de groei voor ULC geeft over het algemeen verschillen in arbeidsmarktkrapte weer.** De landen waar de ULC het snelst zijn gegroeid, zijn over het algemeen de landen met een lagere werkloosheidsgraad (grafiek 8). Landen die de afgelopen jaren een snelle groei van het bbp hebben laten zien, met name de Baltische staten en een aantal Oost-Europese landen, vertonen zowel lage als matige werkloosheid en hoge groeipercentages voor ULC, terwijl de dynamiek van de arbeidskosten in landen met een hogere werkloosheid over het algemeen beperkter is. Een dergelijke relatie wordt verwacht op basis van de dynamiek van de Phillips-curve , maar is slechts in beperkte mate het geval, nu sommige landen, met name de Baltische staten, Bulgarije, Tsjechië, Hongarije of Roemenië groeipercentages voor ULC vertonen die veel hoger liggen dan de relatie zou impliceren. Tegelijk vertonen andere landen (bv. Kroatië, Finland en Ierland) een lagere groei voor ULC dan verwacht. In de eerste groep kan een sterke loongroei ook verband houden met tekorten aan arbeidskrachten als gevolg van emigratie, tekorten aan vaardigheden, vaardighedenmismatch[21].
- **Nominale loongroei leverde de grootste bijdrage aan de groei voor ULC in 2017**. In de meeste lidstaten werd de grootste bijdrage aan de groei voor ULC geleverd door de nominale loongroei en speelde arbeidsproductiviteit een relatief kleinere rol. Arbeidsproductiviteit droeg, zowel door kapitaalverdieping als door TFP-groei, over het algemeen bij tot een vertraging van de groei voor ULC, terwijl een daling van het aantal gewerkte uren vaak een dalende productiviteit impliceerde (grafiek 7).

[21] Zie bijvoorbeeld Europese Commissie (2018), "Labour markets and wage developments in Europe", Annual review 2018, en Z. Darvas and I. Gonçalves Raposo (2018), "The ever-rising labour shortages in Europe", Bruegel Blog Post, 25 januari 2018.

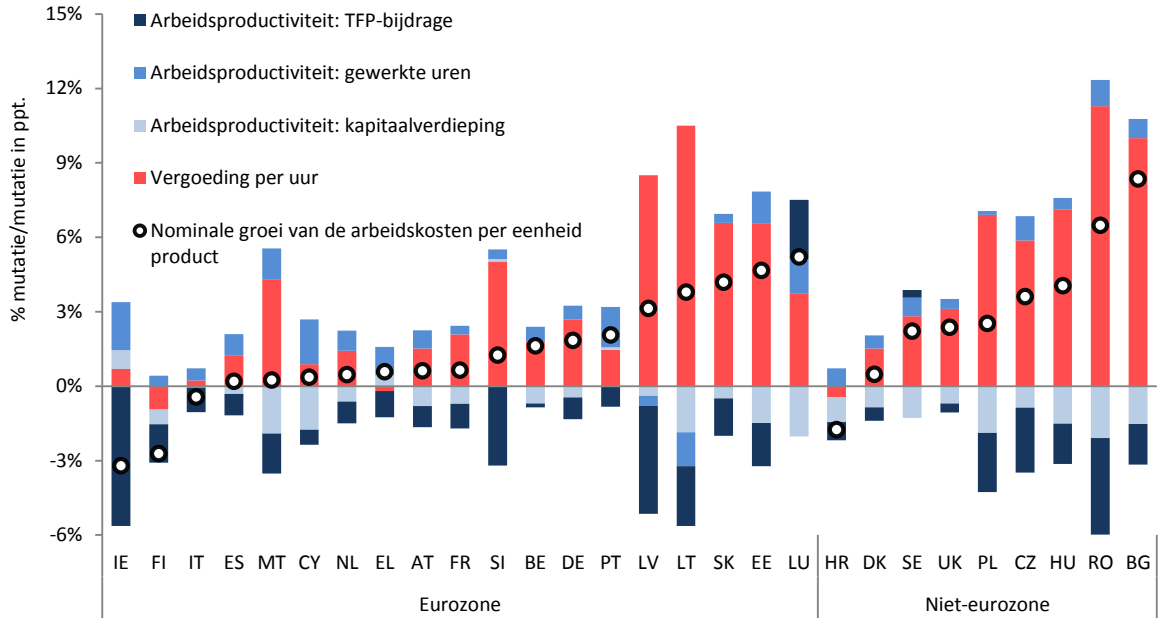
- **De patronen van de groei voor ULC koppelen zich steeds meer los van externe herbalanceringsbehoeften.** Terwijl de werkloosheidsgraad in de crisisperiode meestal hoger was in nettodebiteurlanden met een omkerende lopende rekening en daaruit voortvloeiende vraagkrimp, convergeert de werkloosheidsgraad sinds het begin van het economisch herstel, hetgeen impliceert dat de patronen van de groei voor ULC, die over het algemeen de verschillen in krapte op de arbeidsmarkt weergeeft, zich in toenemende mate van externe herbalanceringsbehoeften loskoppelen. In 2017, en op de een of andere manier het patroon bevestigend dat reeds in 2016 werd gezien, vertoonden sommige nettodebiteurlanden opnieuw een groei voor ULC na jaren van daling of stagnatie, waarbij de versnellingen in Cyprus, Griekenland en Portugal opvallender waren. Tegelijkertijd hebben de aanhoudend krappe arbeidsmarkten in de nettocrediteurlanden zich tot dusver niet vertaald in significante loonsversnellingen.

Grafiek 6: Groei van de ULC in de jongste jaren



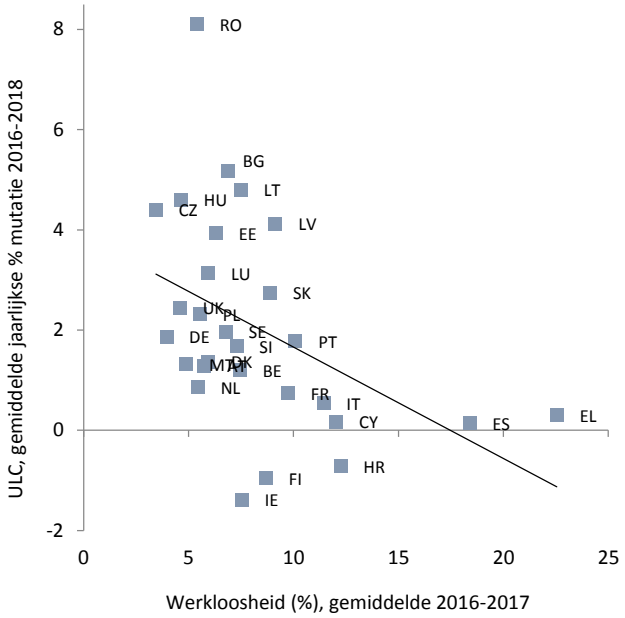
Bron: AMECO; de gegevens over 2018 komen uit de economische najaarsprognoses 2018 van de Europese Commissie.
Noot: De landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van groei van ULC in 2017.

Grafiek 7: Groei van de ULC en de aanjagers daarvan, 2017



Bron: AMECO en berekeningen van de diensten van de Commissie.
Noot: De landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van groei van ULC in 2017. 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 8: Groei van de ULC en werkloosheid



Bron: AMECO

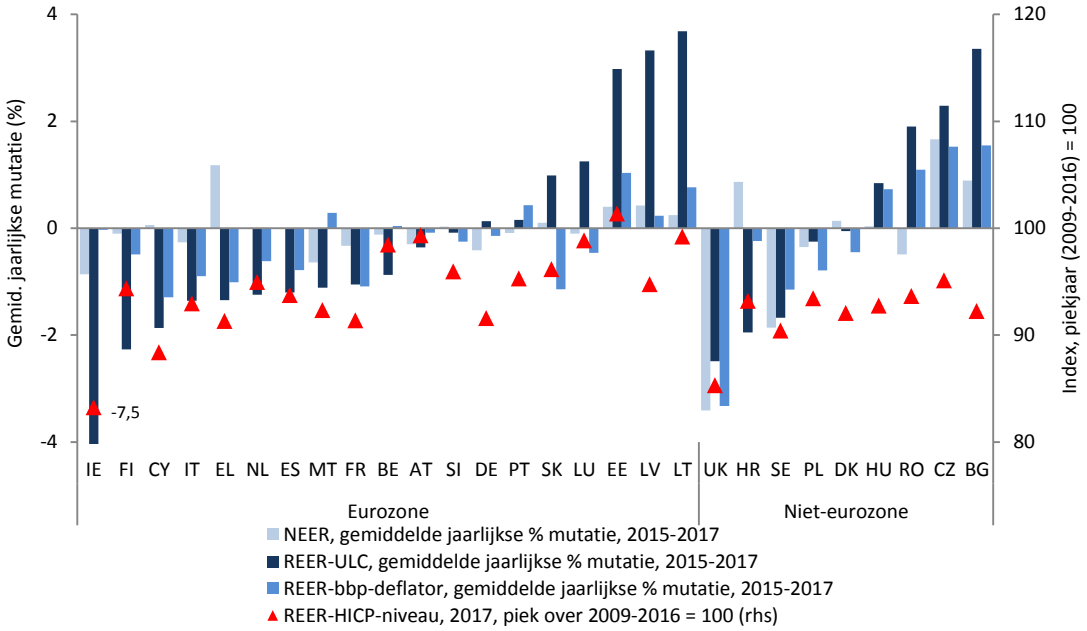
De ontwikkelingen van het prijsconcurrentievermogen, gemeten aan de hand van reële effectieve wisselkoersen (REER's), weerspiegelen slechts gedeeltelijk de mutaties in het kostenconcurrentievermogen op basis van ULC. Verschillen in de groei voor ULC hebben zich vertaald in stijgingen en dalingen van het kostenconcurrentievermogen voor de EU-lidstaten bij meting aan de hand van op ULC gebaseerde REER's, waarbij rekening wordt gehouden met zowel mutaties in de groei voor ULC ten opzichte van concurrenten op binnenlandse en derde markten als met ontwikkelingen in nominale wisselkoersen (grafiek 9).

- In de afgelopen jaren vertoonde **een meerderheid van de lidstaten van de eurozone een daling van de op ULC gebaseerde REER**, hetgeen betekent dat relatieve dalingen van de arbeidskosten volstonden om de appreciatie van de euro sinds 2016 in effectieve termen te compenseren. **Enkele landen van de eurozone**, en **met name de Baltische staten, vertoonden daarentegen echter een verlies aan kostenconcurrentievermogen** gemeten aan de hand van de op ULC gebaseerde REER. Bij de landen buiten de eurozone hielden de mutaties in de op ULC gebaseerde REER meestal verband met nominale wisselkoersschommelingen, zoals gemeten aan de hand van nominale effectieve wisselkoersen (NEER's). Depreciaties impliceerden een verbetering van het concurrentievermogen in Polen, Roemenië, Zweden en het Verenigd Koninkrijk; appreciaties hadden vooral implicaties voor Bulgarije en Tsjechië. De jongste jaren was de stijging van het kostenconcurrentievermogen, gemeten aan de hand van mutaties in de op ULC gebaseerde REER, over het algemeen groter in nettodebiteurlanden. Het bewijs is in overeenstemming met het hierboven geëvalueerde bewijs met betrekking tot de dynamiek van de ULC.
- **De dynamiek van het prijsconcurrentievermogen**, gemeten aan de hand van de op de bbp-deflator gebaseerde REER, **was beperkter dan de dynamiek van het kostenconcurrentievermogen**, gemeten volgens de op ULC gebaseerde REER. Dit houdt in dat een deel van de variatie in de ULC van invloed was op de prijs-kostenmarges en niet in de prijzen doorwerkte (grafiek 9). Bewijs voor **een zeer sterke krimp van de marges was er in de landen met een groot verlies aan kostenconcurrentievermogen**, met name de Baltische landen, Bulgarije en Roemenië[22].
- In een aantal landen kwam de zeer gematigde of **negatieve inflatie van de consumentenprijzen** tot uiting in een sterke **verbetering van het concurrentievermogen**, zoals gemeten aan de hand van de op het HICP gebaseerde REER. Twee landen, Cyprus en Ierland, zaten in 2017 zelfs onder de onderste scoreborddrempel. In de meeste landen is de **huidige positie van het concurrentievermogen gunstiger dan vóór de crisis, aangezien de op de HICP gebaseerde REER** onder de positie van de vorige pieken ligt. De reële depreciatie viel in de meeste gevallen 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

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

economie, waardoor het potentieel voor exportgeleide groeidynamiek toenam. In enkele landen, met name Oostenrijk, Estland en Litouwen, liggen de huidige op de HICP gebaseerde REER-cijfers dichtbij of boven een eerdere piek.

Grafiek 9: Nominale en reële effectieve wisselkoersen (NEER en REER)



Bron: AMECO

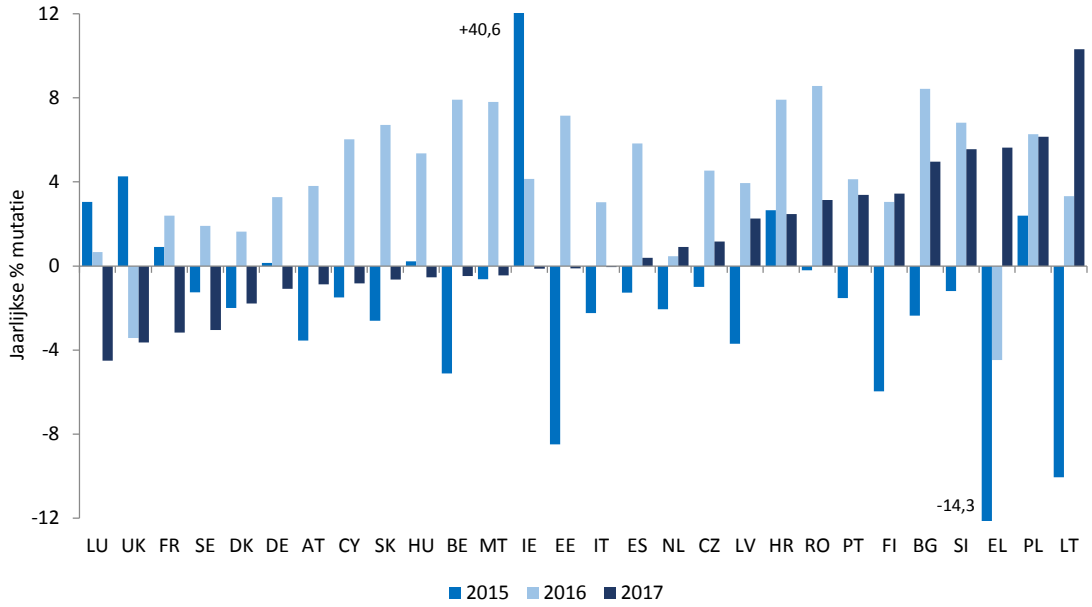
Noot: Landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van gemiddelde jaarlijkse variatie van de reële effectieve wisselkoers (REER) op basis van de groei van de ULC tussen 2015 en 2017. De REER's op basis van ULC en van de bbp-deflator en de nominale effectieve wisselkoers (NEER) worden berekend ten opzichte van 37 handelspartners; de op de HICP gebaseerde REER wordt berekend ten opzichte van 42 handelspartners zoals in het AMR-scorebord.

De meerderheid van EU-lidstaten vertoont een toename van het exportmarktaandeel, maar dit wordt kleiner. De gecumuleerde mutatie in exportmarktaandeel over 5 jaar in 2017 is in de meeste EU-lidstaten positief, en slechts in één land (Griekenland) lag de daling van de exportmarktaandelen boven de scoreborddrempel. Uit recentere gegevens blijkt een gedifferentieerd beeld, waarbij de stijgingen in 2017 nog steeds overheersen, maar gematigder worden tegen de achtergrond van de appreciatie van de euro en een minder ondersteunende grondstoffenprijzendynamiek. Tegelijk herstelde de exportactiviteit van de EU-landen zich voort in 2017, maar kwam de exportgroei van andere economieën dicht in de buurt van die van de EU in 2017 en versnelde deze ten opzichte van de voorgaande jaren[23].

- De algemene positieve trend van de exportmarktaandelen voor de EU in het verleden werd in de hand gewerkt door een na inzinking herstellende exportvraag binnen de EU en stijgingen van het concurrentievermogen zoals hierboven geëvalueerd. **De stijging van de marktaandelen was over het algemeen meer uitgesproken in de nettodebiteurlanden en in de landen van Midden- en sommige landen van Oost-Europa**, hetgeen betekent dat een sterkere toename van het concurrentievermogen in deze landen zich meestal eveneens vertaalde in een voordeel in termen van exportpenetratie.
- Uit recentere gegevens over de jaarlijkse mutaties in marktaandelen blijkt dat deze in 2016 stegen en dat de resultaten voor 2017 over het algemeen gematigder waren (grafiek 10). **In 2017 zijn de stijgingen in bijna alle EU-lidstaten gematigder geworden**, terwijl Griekenland en Litouwen sterkere stijgingen vertoonden, een afspiegeling van een ommekeer van eerdere grote verliezen.

[23] Zie de najaarsprognoses 2018 van de Europese Commissie; en IMF (2018), World Economic Outlook, October 2018. Zie ook tabel 2.1 in de bijlage voor exportprestatie t.o.v. ontwikkelde economieën.

Grafiek 10: Mutatie in exportmarktaandelen, jongste jaren



Bron: Eurostat, berekeningen van de diensten van de Commissie.
Noot: Landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van jaarlijkse variatie van exportmarktaandelen in 2017.

Kader 2: De eurozone-dimensie van macro-economische onevenwichtigheden

De lopende rekening van de eurozone heeft zich op zeer hoge niveaus gestabiliseerd. Het saldo op de lopende rekening van de eurozone is na de crisis van 2008 en tot 2016 zichtbaar toegenomen. Sindsdien is de waarde ervan gestabiliseerd op ongeveer 3,2 % van het bbp in 2016 en 2017, dit op basis van betalingsbalansstatistieken[24]. Het overschot op de lopende rekening van de eurozone blijft het grootste ter wereld en ligt naar schatting boven de waarde die op basis van de economische fundamentals zou worden verwacht (ongeveer 1,5% van het bbp van de eurozone)[25]. Bij ongewijzigd beleid zal het overschot op de lopende rekening van de eurozone volgens de najaarsprognoses 2018 van de Europese Commissie tegen 2020 naar verwachting iets teruglopen[26]. Factoren die zouden kunnen bijdragen tot een daling van het overschot zijn onder meer een relatieve verzwakking van de conjuncturele omstandigheden in andere zones van de wereldeconomie, de ontwikkeling van de gevolgen van het restrictieve handelsbeleid en van de recente effectieve reële appreciatie van de euro, een mogelijke verdere appreciatie van de euro (onder meer in verband met de opwaartse marktdruk als gevolg van het aanhoudende grote externe overschot), of de voortzetting van de huidige trend naar hogere olieprijzen.

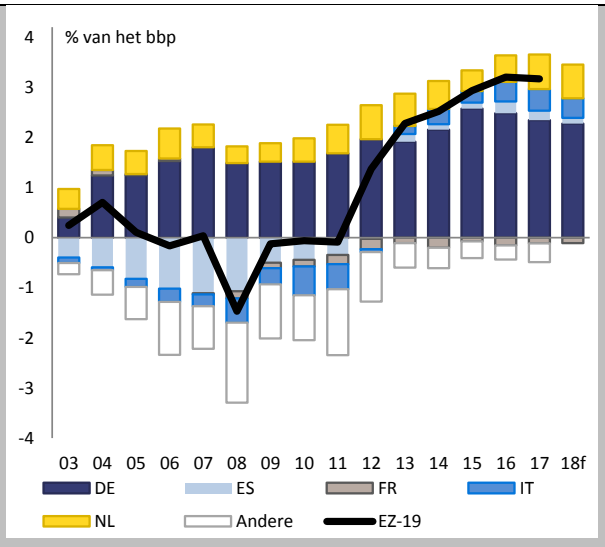
Grafiek B.1: Ontwikkeling van de lopende rekening van de eurozone: uitsplitsing naar land

Grafiek B.2: Ontwikkeling van de lopende rekening van de eurozone: uitsplitsing naar posten

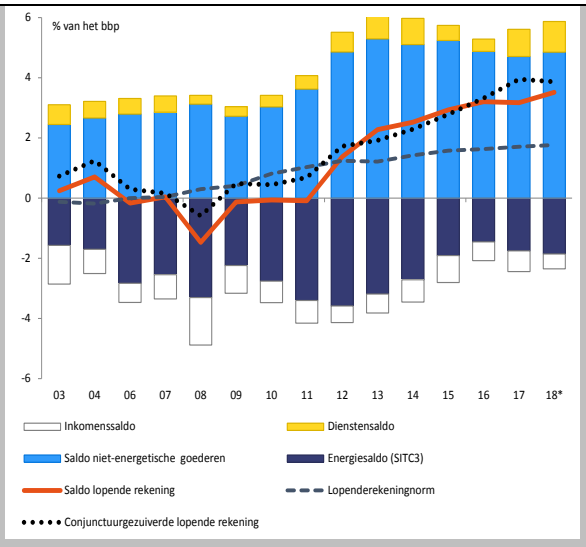
[24] De cijfers van de lopende rekening van de eurozone op basis van betalingsbalansgegevens zijn onlangs licht naar beneden bijgesteld en vertonen momenteel een overschot dat voor 2015 en 2016 ongeveer 0,3 respectievelijk 0,1 ppt. van het bbp lager ligt in vergelijking met de cijfers die een jaar geleden beschikbaar waren. Het saldo op de lopende rekening van het eurozoneaggregaat ten opzichte van het buitenland bedroeg 3,2% van het bbp in zowel 2016 als 2017, volgens cijfers van zowel de betalingsbalans als de nationale rekeningen. Toch bedragen de lopende rekeningen van de lidstaten van de eurozone samen 3,5% en 4% van het bbp van de eurozone voor 2016 respectievelijk 2017. De verschillen tussen het eurozoneaggregaat en de som van de saldi van de lopende rekeningen van de lidstaten zijn toe te schrijven aan aanpassingen voor asymmetrieën in de gerapporteerde gegevens van de lidstaten.

[25] Voor de methodologie voor de berekening van de saldi op de lopende rekening in overeenstemming met de fundamentals (lopenderekeningnorm), zie voetnoot **Error! Bookmark not defined.** en de verwijzingen daarin. Volgens het IMF (External Sector Report 2018) zou de lopenderekeningnorm van de eurozone ongeveer 1,5% van het bbp bedragen.

[26] Prognose op basis van de cijfers van de nationale rekeningen.



Bron: AMECO, betalingsbalanscijfers.



Bron: Eurostat, betalingsbalanscijfers.
Noot: "18*" heeft betrekking op de gegevens over het voortschrijdend gemiddelde over de vier kwartalen tot 2018-KW2.

De opbouw van het overschot van de eurozone weerspiegelt de correctie van de lopende rekeningen die voorheen een tekort vertoonden, in combinatie met het aanhouden van grote overschotten De positie van de lopende rekening van de eurozone was vóór 2008 over het algemeen in evenwicht, vertoonde in dat jaar een tekort tegen de achtergrond van een sterke daling van de mondiale exportvraag, en is na de financiële crisis van 2008 omgeslagen in een overschot, voornamelijk in het licht van de scherpe correctie van grote tekorten na een omslag in de private grensoverschrijdende financiële stromen (grafiek B.1). Het overschot nam na 2011 verder toe met de uitbreiding van de schuldencrisis naar Spanje en Italië en de daaruit voortvloeiende inkrimping van de binnenlandse vraag, waardoor het saldo op de lopende rekening van deze landen is omgeslagen in een overschot. Sinds 2011 is ook het grote overschot op de lopende rekening van Duitsland geleidelijk toegenomen. Momenteel is het overschot op de lopende rekening van de eurozone vooral het resultaat van grote overschotten voor Duitsland en Nederland, waarvan de gecombineerde externe posities het grootste deel van het eurozoneoverschot uitmaken (grafiek B.1). Sinds 2016 houdt de geleidelijke daling van het overschot op de Duitse lopende rekening verband met de stabilisatie van het overschot van de eurozone.

De recente ontwikkeling van de lopende rekening van de eurozone hield voornamelijk verband met het energie-, inkomens- en dienstensaldo. Het saldo van de niet-energetische goederen vertoonde een verbetering in de nasleep van de financiële crisis, hetgeen een afspiegeling was van de relatief zwakke conjuncturele positie van de eurozone in vergelijking met andere zones in de wereld, en verantwoordelijk was voor het grootste deel van de verbetering van de lopende rekening (grafiek B.2). Consistent hiermee liet het conjunctuurgezuiverde saldo op de lopende rekening van de eurozone over dezelfde periode een lichtere verbetering zien. Vanaf 2013 heeft het overschot van het goederensaldo zich in het licht van het herstel van de eurozoneoutput gestabiliseerd en is het slechts

zeer gematigd beginnen te krimpen bij een robuuste prestatie van de export in waarde en volume in vergelijking met andere ontwikkelde economieën[27]. Het gedrag van het energiesaldo na de crisis werd voornamelijk aangejaagd door schommelingen in de olieprijzen. Na een sterke daling in 2008 herstelden de olieprijzen zich tussen 2009 en 2011 en daalden ze opnieuw tussen 2014 en 2016 en ondersteunden daarbij de variaties in de tegengestelde richting van het energiesaldo van de eurozone. Het herstel van de olieprijzen, dat medio 2016 is ingezet, ligt aan de basis van de verslechtering van het energiesaldo sedertdien[28]. De negatieve bijdrage van het energiesaldo aan het overschot van de eurozone sinds 2016 werd gecompenseerd door een verbetering van het dienstensaldo. Het inkomenssaldo blijft, ondanks de verbetering van het kapitaalinkomenssaldo in verband met een positieve en groeiende NIIP op het geaggregeerde eurozoneniveau, negatief en is in 2017 verslechterd in het licht van de dynamiek van het nettobedrijfsinkomen.

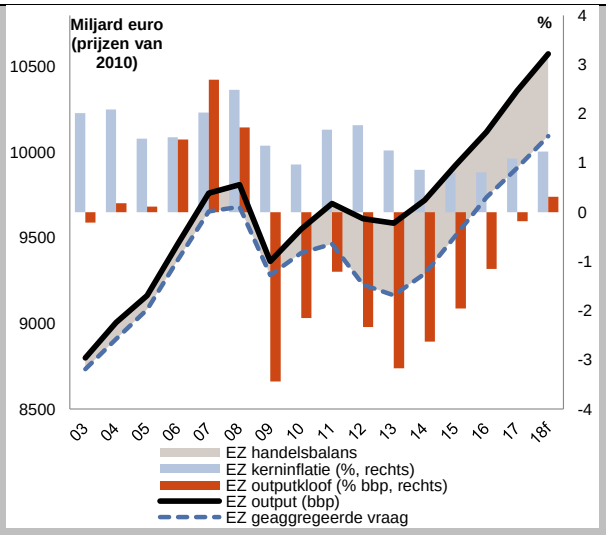
De dynamiek van het eurozoneoverschot houdt verband met een binnenlandse vraag die achterblijft bij die van de economische activiteit, en een aanhoudende exportvraag die bouwt op een ondersteunende mondiale vraag naar Europese goederen en diensten en op een verbeterde concurrentiepositie. Het verschil tussen geaggregeerde inkomens en bestedingen, dat overeenkomt met de netto-uitvoer, is sinds de financiële crisis van 2008 tot 2016 groter geworden (zie grafiek B.3). Bij het uitbreken van de crisis weerspiegelde de getemperde vraagdynamiek een grootschalig proces van deleveraging door de private sector, met name in nettodebiteurlanden die te maken hebben met plotselinge onderbrekingen op de lopende rekening, terwijl het toegenomen vorderingentekort van de overheidssector de impact van de crisis op de inkomens hielp op te vangen (grafiek B.4). Na de verergering van de schuldencrisis in de eurozone in 2011 is ook in de overheidssector een begin gemaakt met deleveraging, die sindsdien de grootste bijdrage heeft geleverd aan de stijging van de totale vorderingenoverschotpositie van de eurozone. De vorderingenoverschotcijfers voor de sector huishoudens zijn momenteel twee keer zo hoog als vóór de crisis en niet-financiële vennootschappen, die normaal gesproken vorderingentekortbehoeften vertonen, vertonen sinds 2013 een positieve vorderingenoverschotpositie. Het vorderingenoverschot van de overheid blijft negatief en heeft pas onlangs niveaus bereikt die consistent zijn met dalende overheidsschuldratio's in de meeste landen van de eurozone. Ondanks actieve deleveraging impliceerde de aanhoudende stagnatie van het nominale bbp na de crisis dat de schuldquotes in een aantal landen van de eurozone historisch hoog bleven voor huishoudens, bedrijven en overheden. Deleveraging vindt momenteel plaats onder gunstige economische omstandigheden.

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

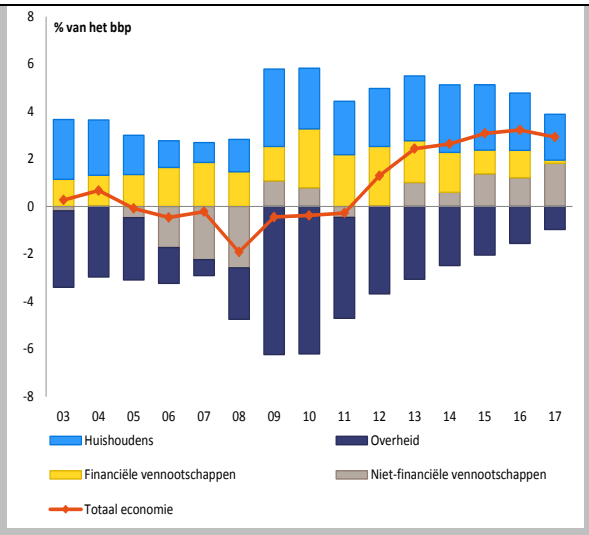
Grafiek B.4: Vorderingenoverschot c.q. -tekort per sector in de eurozone

[27] Zie ook ECB, Economic Bulletin 05/2018, Box 2.

[28] Bij de beoordeling van de vooruitzichten voor het energiesaldo moet ook rekening worden gehouden met de geleidelijke structurele verbetering van het energiesaldo van de eurozone voor een bepaald niveau van olieprijzen in verband met het gedaalde gewicht van energie-intensieve activiteiten en de gestegen energie-efficiëntie van productieprocessen. Zie bv. IAE (2018), "Energy Efficiency 2017", International Energy Agency.



Bron: AMECO



Bron: Eurostat

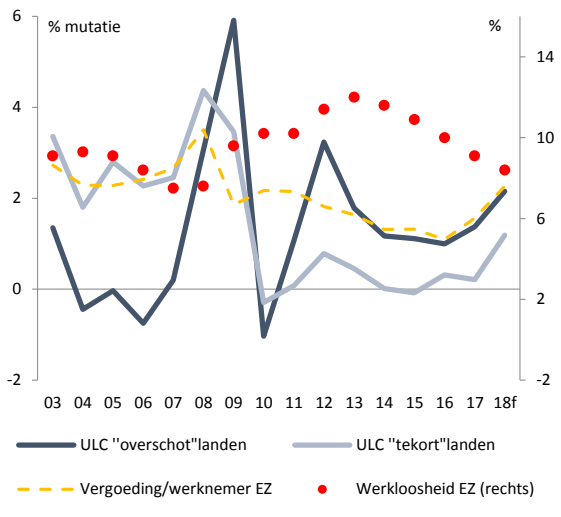
Uitdagingen blijven verband houden met aanhoudende standonevenwichtigheden, de duurzaamheid van de actuele economische expansie en de beperkte ruimte voor het opvangen van negatieve schokken in landen met een hoge schuld. Na bijna een decennium van zwakke dynamiek herstelt de binnenlandse vraag in de eurozone zich, wordt de outputkloof positief en zal de inflatie naar verwachting geleidelijk het streefcijfer van de monetaire autoriteiten bereiken (grafiek B.3). De aan de gang zijnde expansie ondersteunt de correctie van de standonevenwichtigheden, maar er doemen nog een aantal uitdagingen op. In de eerste plaats is er onzekerheid over de houdbaarheid van de huidige expansie, omdat de omstandigheden voor een duurzame groei niet altijd aanwezig zijn, met name in verband met hardnekkige investeringskloven, ontoereikende randvoorwaarden om de productiviteitsgroei te stimuleren, en onbenut menselijkkapitaalpotentieel[29]. In de tweede plaats is de herbalancering binnen de eurozone nog steeds onvolledig. Landen met grote tekorten in het verleden worden nog steeds gekenmerkt door een grote negatieve netto internationale investeringspositie in combinatie met hoge standen van private of overheidsschulden die kwetsbaarheden vertegenwoordigen. Bovendien zijn dezelfde landen die onder de hoge schuldenlast gebukt gaan over het algemeen ook de landen met relatief minder ruimte om op potentiële outputgroei te rekenen voor een daling van de schuldratio's, hetgeen betekent dat de ruimte voor private en publieke besparingen om negatieve outputschokken op te vangen waarschijnlijk beperkt zal zijn (grafiek B.6).

Symmetrische herbalancering in de eurozone zou bijdragen tot het herstel van duurzame groei en tegelijkertijd zorgen voor macro-economische stabiliteit in de toekomst. Er is een passende combinatie van beleidsmaatregelen nodig om ervoor te zorgen dat de groei in de toekomst duurzaam is en verenigbaar is met de macro-economische stabiliteit. In nettodebiteurlanden vereist het doen dalen van de hoge standen van buitenlandse en binnenlandse schuld het aanhouden van prudente saldi op de lopende rekening en het waarborgen van een passend tempo van schuldreductie met behoud van de

[29] Zie Europese Commissie, Jaarlijkse groeianalyse 2019, en B. Pierluigi and D. Sondermann (2018), "Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?" ECB Occasional Paper 211/2018.

doelstelling om het groeipotentieel te verhogen door middel van passende investeringen en hervormingen en het risico te vermijden van procyclische verkrapping wanneer het slecht gaat. Verbetering van de productiviteitsvooruitzichten is met name nodig in nettodebiteurlanden, zowel voor de houdbaarheid van de schuldstanden als om de ontwikkelingen op het gebied van relatief concurrentievermogen meer ondersteunend te maken voor een herbalancering, in een context waarin de stijgingen van het relatieve concurrentievermogen van nettodebiteurlanden die in 2012 begonnen onlangs zijn afgenomen (grafiek B.5). Daarentegen zou een beleid ter bevordering van investeringen en het wegwerken van looninertie bijdragen tot het aanpakken van aanhoudende grote overschotten in nettocrediteurlanden en tegelijkertijd bijdragen tot de ondersteuning van het groeipotentieel en zou het de groeivooruitzichten minder afhankelijk maken van de buitenlandse vraag.

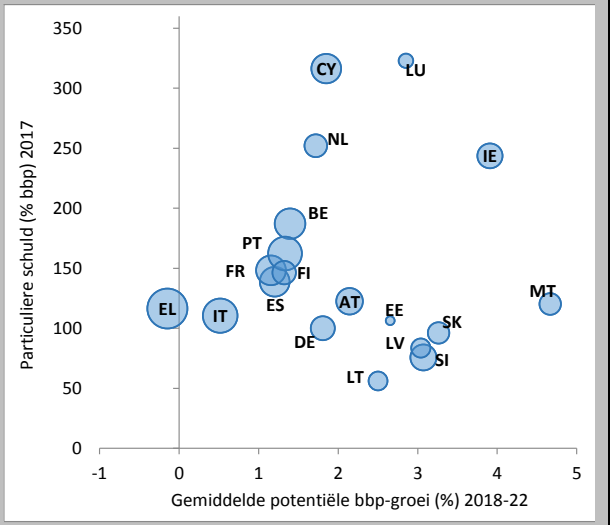
Grafiek B.5: Herbalancering binnen de EZ (werkloosheidsgraad, loongroei en groei van de ULC)



Bron: AMECO

Noot: "Overschotlanden" zijn onder meer Oostenrijk, België, Finland, Duitsland, Luxemburg en Nederland; alle andere huidige leden van de eurozone worden beschouwd als "tekortlanden".

Grafiek B.6: Schuld- en potentiële groeivooruitzichten in de landen van de eurozone



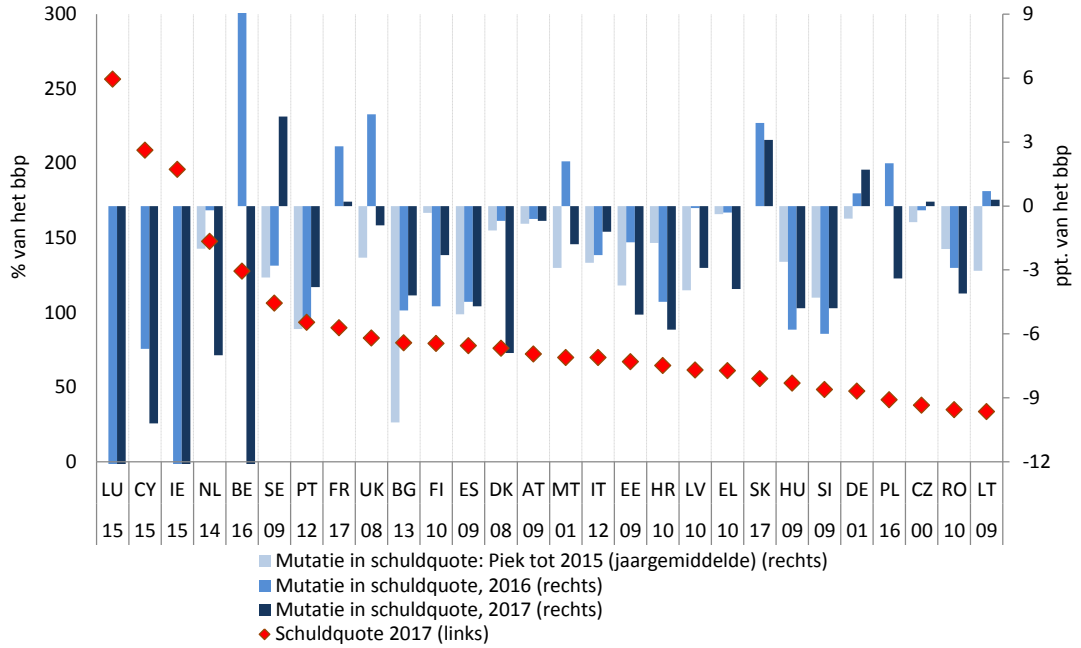
Bron: AMECO

Noot: de omvang van de zeepbellen vertegenwoordigt de waarde van de overheidsschuld (% bbp) in 2017

De schuldratio's van de private sector dalen geleidelijk, maar blijven in een aantal lidstaten hoog. Twaalf lidstaten overschreden in 2017 de drempels van het scorebord voor de schuldpositie van de private sector. Het gaat om dezelfde groep landen als in het AMR van vorig jaar. De private schuldratio's zijn het hoogst in Cyprus, Ierland, Luxemburg en Nederland, hoewel hun cijfers worden beïnvloed door grensoverschrijdende transacties die verband houden met de activiteiten van multinationale ondernemingen. Bijzonder hoge niveaus van private schuld vertonen ook België, Denemarken, Portugal, Zweden en het Verenigd Koninkrijk, met standen van private schuld van meer dan 160% van het bbp. De relatieve bijdrage van huishoudens en niet-financiële bedrijven aan de hoge private schuldniveaus verschilt van lidstaat tot lidstaat. Bij België, Ierland en Luxemburg zijn de hoge algemene private schuldratio's vooral te verklaren door de schuldenlast van niet-financiële vennootschappen. In Denemarken en het Verenigd Koninkrijk daarentegen is de huishoudelijke sector de aanjager van de hoge standen van private schuld. Cyprus, Nederland, Zweden en Portugal hebben relatief hoge schuldniveaus in de sectoren ondernemingen en huishoudens. Verschillen in de stand van private 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.[30].

[30] Met deze factoren wordt rekening gehouden in landspecifieke benchmarks die door de Europese Commissie zijn ontwikkeld in samenwerking met de EPC LIME Working Group (European Commission, "Benchmarks for the assessment of private debt", Note for the Economic Policy Committee, ARES (2017) 4970814). Een eerste benchmark maakt het mogelijk om de private schuld te toetsen aan waarden die kunnen worden verklaard op basis van economische fundamentals. Een tweede benchmark bestaat uit prudentiële drempels die gebaseerd zijn op het maximaliseren van de signaalsterkte bij het voorspellen van bankcrises en waarin landspecifieke informatie over bankkapitalisatie, overheidsschuld en het niveau van economische ontwikkeling is opgenomen. In de meeste EU-lidstaten liggen de private schuldquotes boven de drempel van het AMR-scorebord ook boven de beide landspecifieke benchmarks.

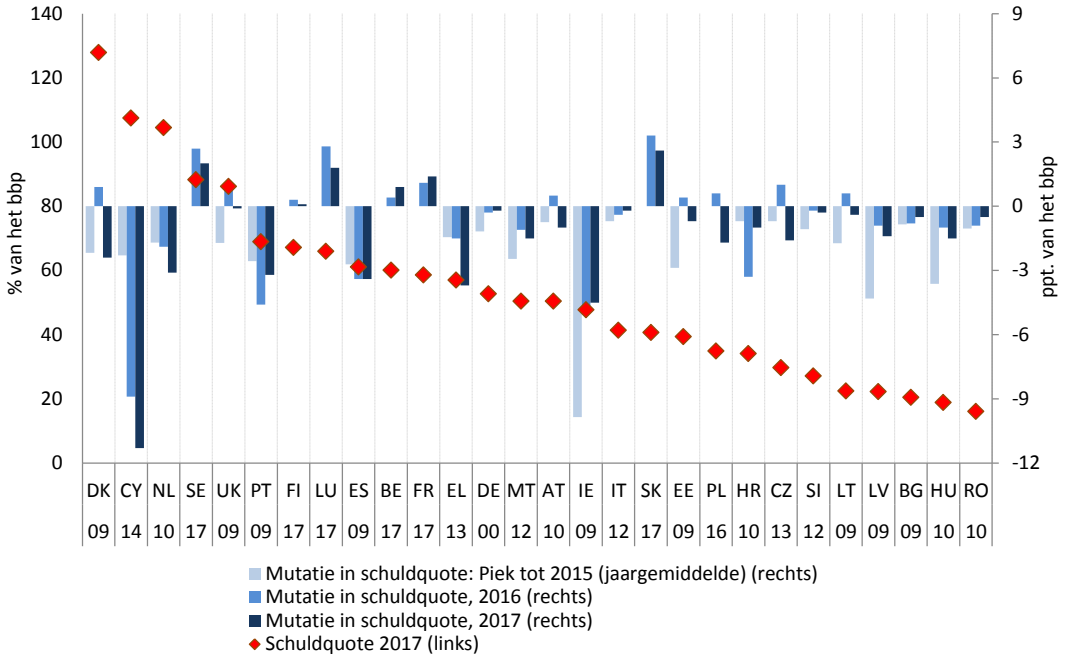
Grafiek 11: Tempo van deleveraging door niet-financiële vennootschappen



Bron: Geconsolideerde jaarlijkse sectorale rekeningen van Eurostat, berekeningen van de Commissie.

Noot: Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van schuldquote in 2017. De nummers onder de landcodes vermelden het piekjaar. Voor Kroatië en Ierland (2001) en Cyprus (2006) is de stijging tot de piek berekend op basis van een ander startjaar dan 2000. Waarnemingen voor LU, IE, BE en BE zijn ingekort overeenkomstig de schaal.

Grafiek 12: Tempo van deleveraging door huishoudens

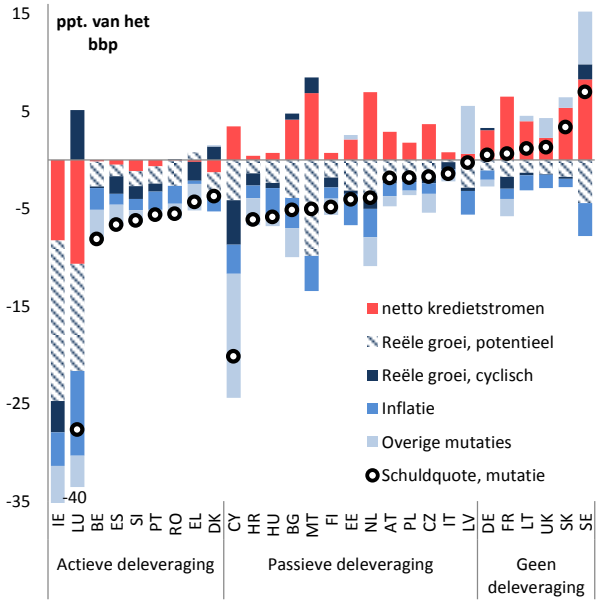


Bron: Geconsolideerde jaarlijkse sectorale rekeningen van Eurostat, berekeningen van de Commissie.
Noot: Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van schuldquote in 2017. De nummers onder de landcodes vermelden het piekjaar. Voor Kroatië en Ierland (2001) is de stijging tot de piek berekend op basis van een ander startjaar dan 2000.

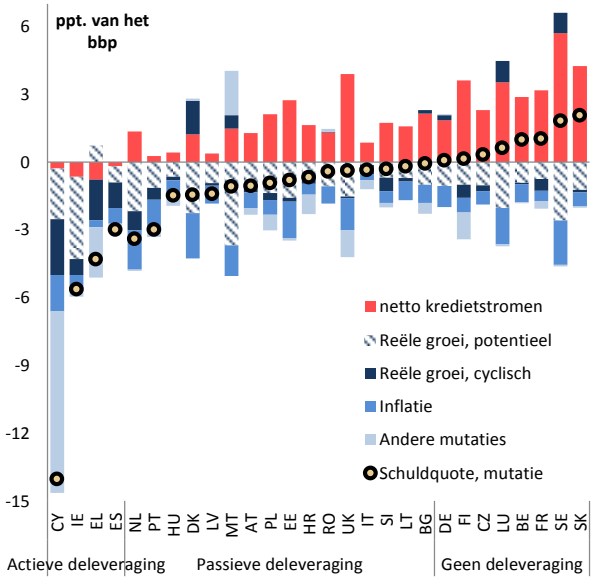
De private schuldquotes nemen af van de piek in de meeste lidstaten, in een tempo dat niet altijd in overeenstemming is met de deleveragingbehoeften. Deleveraging is eerst bij de niet-financiële vennootschappen begonnen en is sneller verlopen dan in de huishoudelijke sector, zowel vanwege de meer negatieve netto kredietstromen in de bedrijfssector als vanwege een sterker effect van de nominale groei bij de vermindering van de schuldquotes gezien de grotere omvang van de standen van bedrijfsschuld in vergelijking met de huishoudens.

- In een aantal landen (Kroatië, Denemarken, Estland, Hongarije, Italië, Letland, Litouwen, Portugal, Roemenië, Slovenië, Spanje, Zweden en het Verenigd Koninkrijk) zijn de **niet-financiële vennootschappen** erin geslaagd ten minste de helft van de tussen 2000 en het piekjaar van hun schuld geaccumuleerde schuldquote terug te dringen. Het tempo van de deleveraging was echter niet altijd in overeenstemming met de deleveragingbehoeften, aangezien in vier landen met enkele van de hoogste bedrijfsschuldratio's (Luxemburg, Ierland, Cyprus, Nederland en België) de deleveraging door bedrijven bescheiden was in verhouding tot de schuldstanden, terwijl in Frankrijk de schuldniveaus van niet-financiële vennootschappen zijn blijven stijgen (grafiek 11).
- De hefboomratio's van **de huishoudens** zijn in de voorbije twee jaar afgenomen in de drie lidstaten waar huishoudens de grootste schuldenlast hebben (Denemarken, Cyprus en Nederland). Dit is ook het geval in andere landen met een hoge schuldenlast zoals Portugal, Spanje en Griekenland (grafiek 12). Huishoudens deleveragen niet langer in het Verenigd Koninkrijk en de relatief hoge schuldratio's in Finland en Zweden bleven verder groeien.

Grafiek 13: Uitsplitsing van mutatie in schuldquote van niet-financiële vennootschappen (2018, eerste kwartaal)



Grafiek 14: Uitsplitsing van mutatie in schuldquote van huishoudens (2018, eerste kwartaal)



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 netto kredietstromen), wat gewoonlijk leidt tot een nominale krimp van de balans van de sector. Passieve deleveraging vindt daarentegen plaats wanneer positieve netto kredietstromen worden gecompenseerd door een hogere nominale bbp-groei die de schuldquote doet dalen.

Deleveraging steunt in toenemende mate op hogere nominale bbp-groeipercentages. De kredietstromen van de private sector herstellen zich, maar blijven gematigd, en in geen enkele lidstaat is de drempel van het scorebord in 2017 overschreden. Door de nominale bbp-groei is de druk om actief te deleveragen gedaald, hetgeen ertoe heeft geleid dat minder landen negatieve kredietstromen naar bedrijven of huishoudens en gemiddeld negatieve stromen met een lagere absolute waarde vertonen (grafieken 13 en 14). Bovendien zijn sommige landen die voorheen niet deleverageden "passief" gaan deleveragen, d.w.z. alleen omdat de nominale bbp-groei de schuldquotes doet dalen en omdat nettokredietstromen de schuld doen toenemen. Dit is het geval voor Italië, Oostenrijk en Tsjechië wat de niet-financiële vennootschappen betreft, en Oostenrijk, Estland en Polen wat de huishoudelijke sector betreft. Zoals blijkt uit de grafieken 13 en 14, worden de recente nominale groeipercentages voor een groot deel geacht cyclisch van aard te zijn (bv. in Cyprus, Griekenland, Spanje, Portugal en Kroatië). In de toekomst zullen de vooruitzichten voor verdere passieve

deleveraging in toenemende mate afhangen van groeipotentieel, aangezien de cyclische groei zal gaan afnemen nu de outputkloven voor een groeiend aantal landen positief worden.

De omstandigheden in de banksector in de EU verbeteren, maar in sommige landen blijven lage rentabiliteitsniveaus en hoge standen van NPL's aanhouden. Dit is met name het geval in Griekenland, Cyprus, Italië en Portugal (grafieken 15 en 16). Positief is dat het herstel van de winstgevendheid van de banksector in 2017 bijzonder sterk was in deze landen en dat de NPL's vaak vrij fors zijn gedaald.

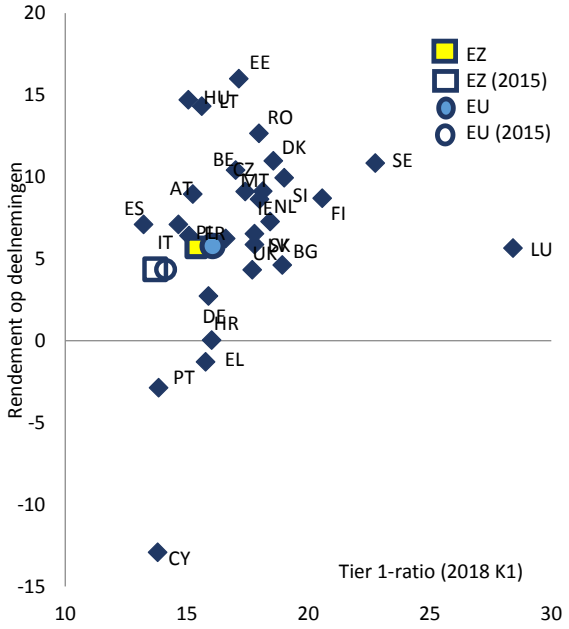
- **De groei van de passiva van de financiële sector is in 2017 in de meeste EU-landen vertraagd** en blijft in alle lidstaten op twee na ruim binnen de scoreborddrempel.[31] De kredietstromen van banken zijn in 2017 na het vorige herstel gematigder geworden, waarbij de groei van de bankkredieten voor de huishoudelijke sector sterker bleef dan voor de niet-financiële vennootschappen.
- **De meeste lidstaten hebben het afgelopen jaar verdere verbeteringen in de rentabiliteit van de banken en de kapitaalratio's** laten zien. De waarderingen van het kapitaal van banken zijn tot begin 2018 gestegen en daarna heeft een neerwaartse correctie plaatsgevonden, waarbij de eerdere stijging ervan gedeeltelijk werd tenietgedaan deels in verband met de afvlakking van de yieldcurves en de daarmee samenhangende krimp van de rentemarges. Sommige lidstaten worden geconfronteerd met een combinatie van lage winstgevendheid, lage kapitaalratio's in verhouding tot andere landen en een hoog aantal oninbare leningen.
- **De standen van NPL's blijven in een aantal lidstaten hoog.** De NPL-ratio in 2017 is met name hoog in Griekenland en Cyprus, waar NPL's respectievelijk 45% en 30% van de totale leningen uitmaken, en in Italië, Portugal, Bulgarije, Ierland en Kroatië, waar de standen van NPL's dicht bij 10% van de totale leningen blijven[32]. Na over de periode na de crisis te zijn gegroeid, zijn de NPL's met verschillende snelheden gaan dalen in de EU. **Uit de jongste cijfers blijkt dat verdere vooruitgang is geboekt op het gebied van de daling van NPL's**, met

[31] Tsjechië en Slowakije zijn de uitzonderingen. Bij de eerstgenoemde is de snelle groei van de passiva van de financiële sector in 2017 grotendeels toe te schrijven aan financiële transacties voorafgaand aan het einde van de wisselkoersverbintenis en weerspiegelt deze dus niet de binnenlandse kredietverleningsactiviteit. In Slowakije was de stijging voornamelijk te verklaren door een stijging van de passiva van de centrale bank aan niet-euro ingezetenen. Dit had verband kunnen houden met de reservebeheersdiensten die door de Nationale Bank van Slowakije worden aangeboden, die geen onmiddellijke impact hebben op de binnenlandse economie.

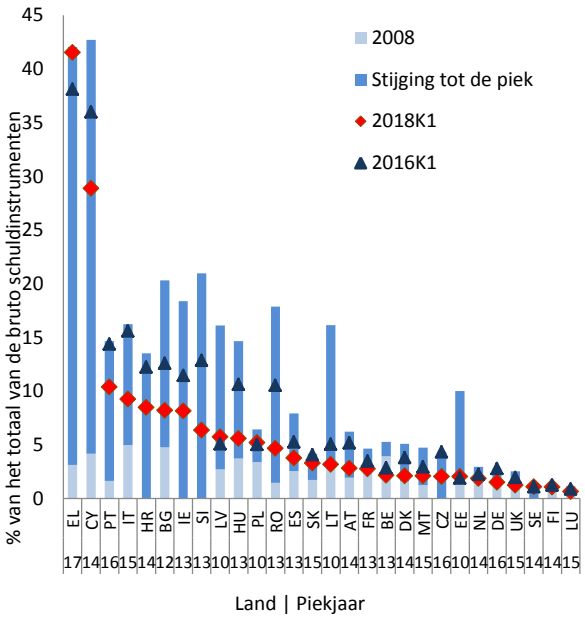
[32] NPL's in de reeks aanvullende scorebordindicatoren wordt gedefinieerd als totale bruto NPL's en voorschotten als percentage van de totale bruto leningen en voorschotten (brutoboekwaarde), voor de rapporterende sector "binnenlandse bankgroepen en zelfstandige banken, dochterondernemingen onder buitenlandse zeggenschap en bijkantoren onder buitenlandse zeggenschap, alle instellingen". De waarden zijn opgenomen in tabel 2.1.

inbegrip van de landen met een hoog aandeel NPL's (behalve Griekenland), met name in Portugal en Italië (figuur 16)[33].

Grafiek 15: Winstgevendheid van de banken en kapitaalratio's



Grafiek 16: Niet-renderende schuldinstrumenten



Bronnen: ECB, berekeningen van de diensten van de Commissie.
Noten: Gegevens over bruto niet-renderende schuldinstrumenten voor 2008 zijn niet beschikbaar voor CZ, HR, SE en SI.

De huizenprijzen zijn in 2017 in bijna alle EU-landen blijven stijgen, maar de groeipercentages van de huizenprijzen lijken te matigen op plaatsen waar de tekenen van overwaarderingen het sterkst zijn. Ondanks verdere aanhoudende groei van de huizenprijzen in de EU blijkt uit de gegevens over 2017 dat er minder landen zijn waar de groei van de huizenprijzen boven de scoreborddrempel ligt in vergelijking met 2016. In 2017 vertoonden slechts zes landen (Bulgarije, Tsjechië, Ierland, Ierland, Nederland, Portugal en Slovenië) waarden boven de drempel, terwijl in het AMR 2018 op basis van gegevens over 2016 in tien landen gevallen boven de drempel werden vastgesteld. Deze wijzigingen weerspiegelen gemiddelde tot matige vertragingen ten opzichte van waarden boven de drempel en versnellingen in enkele landen. Alleen Griekenland en Italië vertoonden in 2017 een

[33] Geharmoniseerde NPL-ratio's zijn pas sinds 2014 beschikbaar. In grafiek 17 is 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. Het maximale verschil tussen de twee ratio's bedraagt momenteel 4 ppt. (voor Griekenland), terwijl het voor de meeste lidstaten minder dan 1 ppt. bedraagt.

negatieve reële groei van de huizenprijzen. Uit recentere gegevens blijkt dat de groeipercentages in de eerste helft van 2018 ten opzichte van een jaar eerder in Hongarije, Ierland, Letland, Nederland, Portugal, Slowakije en Slovenië boven de drempel van 6% van het scorebord lagen.

- Door de verdere aanhoudende reële huizenprijzengroei zijn in een aantal landen, namelijk Oostenrijk, België, Tsjechië, Duitsland, Luxemburg, Malta en Zweden, **de huizenprijzen weer op of boven de maxima van vóór de crisis gekomen**. Door de reële groei van de huizenprijzen boven die van de inkomens en andere relevante variabelen die normaal de huizenprijzen bepalen, zullen de huizenprijzen **mogelijk overwaardering gaan vertonen in een toenemend aantal landen** (grafiek 17).[34]

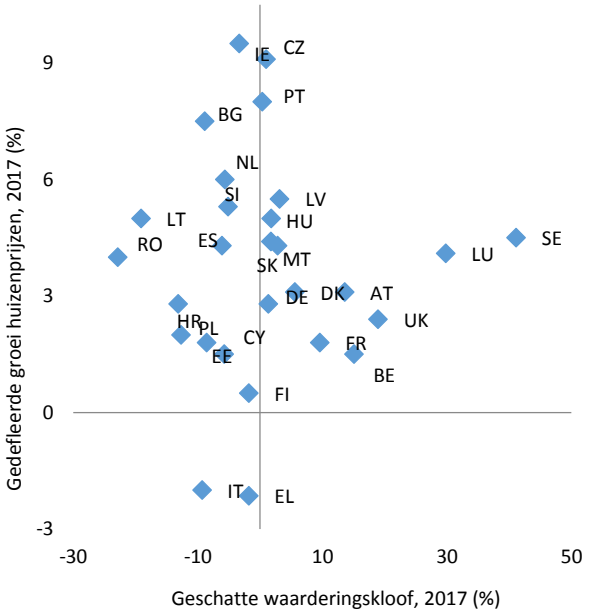
- **Versnellingen** van de reële huizenprijzen in 2017 vonden vooral plaats **in landen met negatieve of licht positieve waarderingskloven** (grafiek 18). Er zijn daarentegen wel **vertragingen** vastgesteld **in landen met sterkere aanwijzingen van overwaardering**, onder meer in het licht van betaalbaarheidsbeperkingen, de uitvoering van macroprudentieel beleid en het mechanische effect op de reële groei van de huizenprijzen in verband met het aantrekken van de inflatiegraden (bv. in Oostenrijk, Luxemburg en het Verenigd Koninkrijk). Momenteel wordt de sterkste groei van de huizenprijzen vastgesteld in landen met matige overwaardering of geen tekenen van overwaardering. Uit kwartaalgegevens, ook voor begin 2018, blijken versnellingen in Estland, Kroatië, Hongarije, Polen, Portugal, Slovenië en Slowakije. Vertragingen zijn vooral waargenomen in Bulgarije, Tsjechië, Roemenië en Zweden, waar de groei van de huizenprijzen in de eerste helft van 2018 op jaarbasis negatief is geworden[35]. Ierland, Portugal en Slovenië vertoonden in de eerste helft van 2018 een tweecijferige groei ten opzichte van één jaar eerder.

- In een aantal landen, waaronder Denemarken, Luxemburg, Zweden en het Verenigd Koninkrijk, bestaan **overgewaardeerde huizenprijzen naast hoge schulden van huishoudens**. Nederland wordt gekenmerkt door een zeer hoge schuld van de huishoudens. De hypotheekstand groeide in 2017 bijzonder snel (meer dan 5% dan het voorgaande jaar) in Oostenrijk, België, Bulgarije, Tsjechië, Estland, Frankrijk, Litouwen, Luxemburg, Malta, Polen Roemenië en Slowakije.

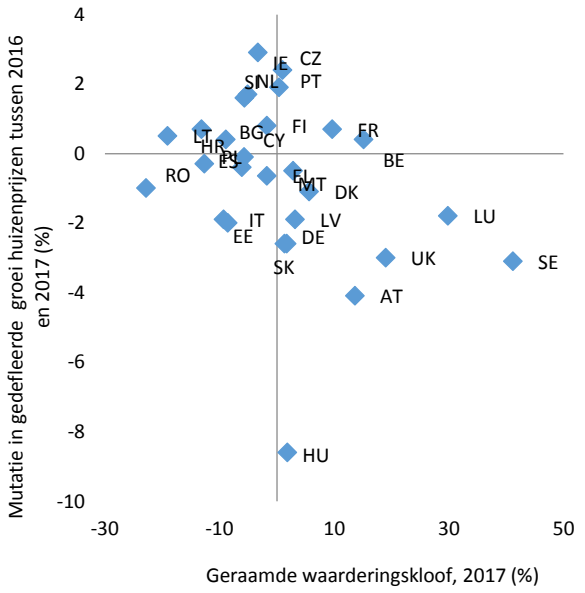
[34] De analyse van de prijswaarderingen is gebaseerd op een gemiddelde van drie maatstaven: i) de betaalbaarheidskloof (afwijking van prijzen/inkomens ten opzichte van het langetermijngemiddelde ervan); ii) de dividendkloof (afwijking van de prijzen/huren ten opzichte van het langetermijngemiddelde ervan); en iii) schattingen van afwijkingen van de huizenprijzen van evenwichtswaarden die gerechtvaardigd zijn door huizenvraag en aanbodfundamentals. Zie N. Philiponnet and A. Turrini (2017), "Assessing House Price Developments in the EU", European Commission Discussion Paper 048, May 2017. Een alternatieve indicator op basis van huizenprijzenniveaus/ beschikbaar inkomen van huishoudens per capita duidt op mogelijke overwaarderingen in Kroatië, Cyprus en Estland, terwijl aanwijzingen van overwaardering minder duidelijk zijn voor Denemarken, Tsjechië en Letland (zie Europese Commissie, Europese economische prognoses - winter 2016, European Economy, Institutional Paper no. 20, 2016 (box 1.4)).

[35] De gerapporteerde landen zijn die met een reële groei van de huizenprijzen in de eerste helft van 2018 die ten minste 2 ppt boven of onder het jaarlijkse groeipercentage liggen.

Grafiek 17: Wijzigingen in huizenprijzen en waarderingskloven in 2017



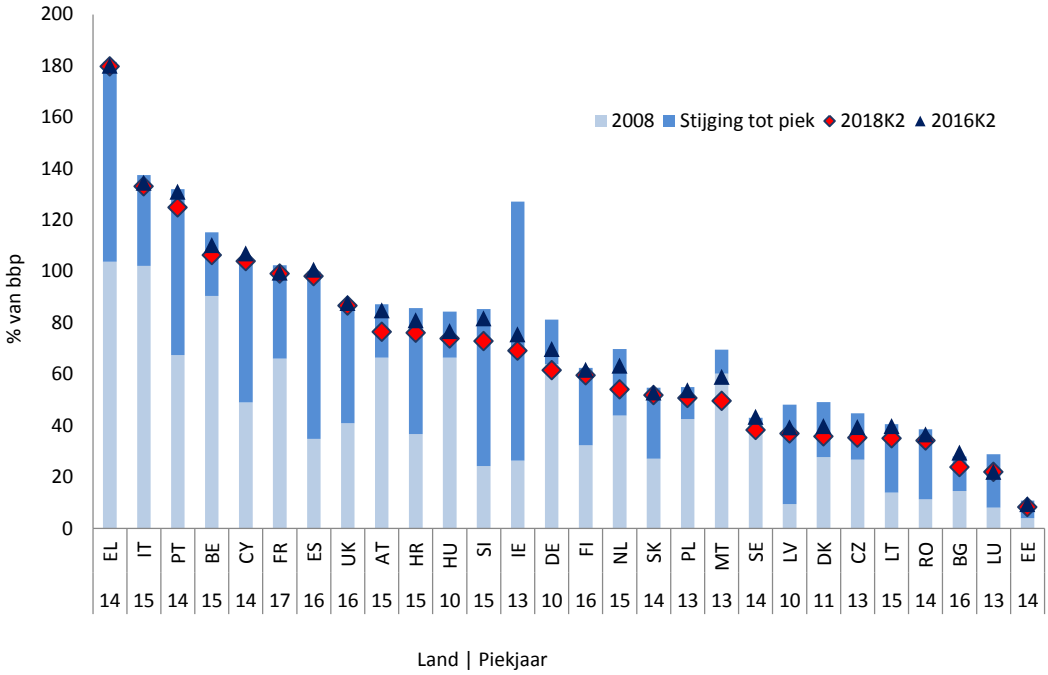
Grafiek 18: Waarderingskloven en mutaties in de prijsgroei tussen 2016 en 2017



Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie.
Noot: De overwaarderingskloof werd 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 34.

De overheidsschuldratio's in de EU groeiden niet meer, maar de schuldniveaus blijven in veel landen hoog. In 2017 overschreden de scorebordwaarden in 15 lidstaten de drempelwaarde. België, Griekenland, Italië en Portugal vertonen een schuldniveau van meer dan 100% van het bbp en de financieringskosten van Italië zijn in 2018 significant gestegen. Voor acht landen (België, Cyprus, Finland, Frankrijk, Ierland, Portugal, Spanje en het Verenigd Koninkrijk) gaat de overheidsschuld van meer dan 60% van het bbp samen met een schuldenlast van de private sector boven de respectieve drempel. De overheidsschuldquotes zijn over het algemeen aan een neerwaarts traject begonnen (grafiek 19). In landen met een hoog niveau van publieke schuld is de deleveraging echter pas onlangs van start gegaan en verloopt deze in een laag tempo. Van alle EU-landen wordt verwacht dat de schuldratio's in 2019 alleen in Litouwen en Roemenië zullen stijgen. Over het algemeen vindt de deleveraging door de overheidssector plaats in het licht van de geleidelijke verbetering van de begrotingssituaties over de jongste jaren, een voortgezette nominale bbp-groei en gedaalde rentebetalingen. Verwacht wordt echter dat een groeiend aantal landen een procyclisch expansief begrotingsbeleid zal voeren dat mogelijk ten koste gaat van de in de toekomst beschikbare ruimte om negatieve outputschokken op te vangen.

Grafiek 19: Overheidsschuld



Bron: Eurostat

Kader 3: **Werkgelegenheid en sociale ontwikkelingen**

De arbeidsmarkten in de EU zijn in 2017 en de eerste helft van 2018 verder verbeterd, waarbij de verschillen in de EU zijn afgenomen ten opzichte van de hoge niveaus. De werkgelegenheid is verder gegroeid en heeft in de EU als geheel een nieuw hoogtepunt bereikt wat betreft het aantal personen met een baan. De werkloosheid is in alle EU-landen gedaald, ook al blijft deze in een aantal landen hoog. Het herstel heeft bijgedragen tot een daling van sommige armoede-indicatoren , maar de sociale situatie blijft in sommige lidstaten een zorg. Sinds 2008 is het relatieve armoederisico in de EU toegenomen, maar de ernstige materiële deprivatie is afgenomen, vooral in Oost-Europese lidstaten met een hoog beginniveau.

In 2017 daalde de *werkloosheidsgraad* in alle lidstaten. De verbeteringen waren het sterkst in landen met enkele van de hoogste werkloosheidsniveaus (dalingen van 2 ppt. of meer in Kroatië, Griekenland, Portugal en Spanje). Niettemin hebben zeven lidstaten (Griekenland, Spanje, Kroatië, Cyprus, Italië, Italië, Portugal en Frankrijk) de voorbije drie jaar de drempel van de MIP-scorebordindicator van gemiddeld 10% overschreden; De werkloosheidspercentages in 2017 waren in ongeveer twee derde van de lidstaten nog steeds hoger dan in 2008. In de hele EU en in de eurozone lag de werkloosheidsgraad ongeveer 3 ppt. onder de in 2013 bereikte pieken, maar was deze nog steeds ½ en 1½ ppt hoger dan in 2008. De werkloosheidsgraad bleef in de eerste helft van 2018 gestaag dalen tot respectievelijk 6,9% en 8,3% in de EU en de eurozone in het tweede kwartaal van 2018.

***De werkgelegenheidsgraad* is in bijna alle lidstaten gestegen, waarmee de positieve ontwikkelingen van de jongste jaren worden voortgezet.** De werkgelegenheidsgraad (20-64 jaar) bereikte in 2017 72,1 % voor de EU in haar geheel, waarbij de piek van 70,3% van vóór de crisis in 2008 werd overschreden. De werkgelegenheidsgraad bleef toenemen in het tweede kwartaal van 2018 tot een recordniveau van 73,2 %.

De ***activiteitsgraad* bleef bijna overal in de EU stijgen.** Slechts drie landen vertoonden de afgelopen drie jaar een dalende activiteitsgraad: Spanje (-0,3 ppt.), Cyprus (-0,4) en Luxemburg (-0,6). In de drie gevallen ligt de daling boven de scoreborddrempel van -0,2. Geaggregeerd bedroeg de activiteitsgraad voor de EU en de eurozone in 2017 respectievelijk 73,3% en 73,1%, d.w.z. 2½ en 2 ppt. boven de niveaus van 2008. Die stijgende trend was grotendeels toe te schrijven aan stijgende arbeidsmarktparticipatie van oudere werknemers en vrouwen.

De langdurige en jeugdwerkloosheid blijven in verschillende EU-landen hoog, maar zijn sterker verbeterd dan de rest van de arbeidsmarkt. *De langdurige werkloosheid* is in 2017 in alle lidstaten gedaald. Slechts twee landen vertoonden graden die hoger zijn dan drie jaar eerder: in Oostenrijk bedroeg de langdurige werkloosheid 1,8% (0,3 ppt. hoger dan in 2014), terwijl deze in Finland 2,1% bedroeg (een stijging van 0,2 ppt. sinds 2014). Geen van deze stijgingen overschrijdt de scorebordendrempel van 0,5 ppt. De hoogste langdurige werkloosheid vertoonden Griekenland (15,6%), Spanje (7,7%), Italië (6,5%) en Slowakije (5,1%). De *jeugdwerkloosheidsgraad* is in alle EU-landen in de drie jaar tot 2017 gedaald. Dalingen van 10 ppt. of meer over dezelfde periode vertoonden Bulgarije, Kroatië, Cyprus, Portugal, Slowakije en Spanje. De jeugdwerkloosheidsgraad ligt echter nog steeds boven 30% in Griekenland, Italië en Spanje, terwijl het aandeel jongeren dat geen baan heeft noch onderwijs of een opleiding volgt, in Bulgarije, Kroatië, Cyprus, Griekenland, Italië en Roemenië nog steeds hoger is dan 15%.

De, weliswaar verbeterende, sociale situatie is nog steeds een bron van zorg in verschillende EU-

landen, zoals blijkt uit de standaardmaatstaven voor armoede en deprivatie. Het aandeel mensen die met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd (AROPE) is in de EU van 2016 tot 2017 met één ppt. gedaald tot 22,5%.[36]. Dit is ongeveer één ppt. lager dan het percentage dat bij het begin van de crisis werd genoteerd en ongeveer twee ppt. onder de piek van 2013. De meeste landen vertoonden een daling in 2017. Stijgingen, weliswaar vanaf relatief lage niveaus, vertoonden Oostenrijk, Denemarken, Luxemburg en Nederland. Het niveau van het AROPE-percentage varieerde aanzienlijk van 38,9% in Bulgarije, gevolgd door Roemenië, Griekenland en Litouwen, tot ongeveer 12% in Tsjechië, gevolgd door Finland, Slowakije en Nederland. Deze algemene ontwikkelingen op het gebied van armoede en sociale uitsluiting weerspiegelen verschillende ontwikkelingen van de verschillende componenten ervan. Het aandeel mensen die met armoede worden bedreigd (AROP) is in sommige lidstaten gestegen, terwijl het in andere lidstaten is gedaald in de afgelopen jaren: de grootste stijgingen over een periode van drie jaar vertoonden Litouwen (3,8 ppt.) en Luxemburg (2,3), terwijl Griekenland (1,9) en Polen (2,0) een significante daling vertoonden. Over een periode van drie jaar (en ook in 2017) is de ernstige materiële deprivatie daarentegen afgenomen in de meeste EU-lidstaten; zij is over een periode van drie jaar meer dan 5 ppt. gedaald in Hongarije, Letland, Malta en Roemenië. Tot slot, terwijl het herstel in de meeste landen een daling van het aandeel mensen (onder de 60) dat in huishoudens met een zeer lage arbeidsintensiteit woont, met zich meebracht, is dit percentage in Finland en Litouwen in de drie jaar tot 2017 toegenomen; de armoede onder werkenden heeft zich de afgelopen twee jaar gestabiliseerd op een piek van 9,6% voor de EU als geheel.

[36] 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. Op het moment van schrijven zijn gegevens over 2017 beschikbaar voor alle landen behalve Ierland en het Verenigd Koninkrijk.

3. SAMENVATTING VAN DE VOORNAAMSTE PROBLEMEN IN DE LIDSTATEN EN GEVOLGEN DAARVAN VOOR HET TOEZICHT

Over het algemeen blijven er risico's bestaan in een aantal lidstaten en in verschillende combinaties. De weerslag die de problemen hebben op de macro-economische stabiliteit, varieert sterk in intensiteit tussen de lidstaten naargelang van de aard en de omvang van de kwetsbare punten en de risicotrends alsmede van de manier waarop deze in elkaar grijpen en onderling samenhangen. De voornaamste risicobronnen vertonen een samenhang die in een aantal typologieën kunnen worden samengevat:

- Een aantal lidstaten heeft voornamelijk te maken met *meervoudige en onderling verbonden kwetsbaarheden met betrekking tot standen*. Dit geldt gewoonlijk voor 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 voortdurende problemen voor de financiële sector. Deze landen zien zich nog steeds genoodzaakt een antwoord te bieden op de verplichting om hun schulden substantieel af te bouwen in een context van beperkte budgettaire ruimte, hoge (maar dalende) werkloosheid en bescheiden potentiële groei.
    - 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 is de hoge schuldenlast van ondernemingen verbonden met aanhoudende problemen van de financiële sector. In deze landen zijn de standonevenwichtigheden aan het afnemen dankzij de economische expansie, die in sommige landen gepaard gaat met een heroplevende kostendruk op de woningprijzen (met name in Ierland en in steeds sterkere mate ook Portugal) en met achterblijvende winst aan kostenconcurrentievermogen (sterke stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product met name in Bulgarije).
- In enkele lidstaten houden de kwetsbaarheden voornamelijk verband met *grote volumes overheidsschuld* gekoppeld 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, recentelijk weliswaar snel dalende, hoeveelheden niet-renderende leningen. België en Frankrijk hebben ook af te rekenen met hoge overheidsschulden en potentiële groeiproblemen, ook in een context van beperkt concurrentievermogen, maar deze landen worden niet geconfronteerd met soortgelijke potentiële risico's voor de overheidsschuld of ten gevolge van kwetsbare banken. In Frankrijk is zich een in vergelijking hoge schuldenlast van ondernemingen aan het vormen. In België is de betrekkelijk hoge schuldenlast van de huishoudens gekoppeld aan mogelijk overgewaardeerde huizenprijzen.
- Sommige lidstaten worden gekenmerkt door *grote en aanhoudende overschotten op de lopende rekening* die ook in uiteenlopende mate een weerspiegeling vormen van getemperde particuliere consumptie en investeringen, meer dan op basis van de economische fundamentals

gerechtvaardigd zou zijn. Dit geldt met name voor Duitsland en Nederland. In het geval van Duitsland wordt dit gecombineerd met de afbouw van de schuldenlast in alle sectoren van de economie, ook al zijn de schuldniveaus in vergelijking niet hoog. In Nederland is een groot overschot gekoppeld aan een hoge schuld van de huishoudens en een sterke groei van de huizenprijzen. De grote en aanhoudende overschotten kunnen gemiste kansen voor groei en binnenlandse investeringen inhouden waarvan de gevolgen voelbaar zijn in de rest van de eurozone, in een context waarin de inflatie nog steeds onder de doelstelling blijft en tegen een externe achtergrond die steeds onzekerder wordt en waarvan mogelijk minder steun kan worden verwacht.

- 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 Oostenrijk, Denemarken, Luxemburg, Nederland en het Verenigd Koninkrijk is er sprake van een aanhoudende stijging van de huizenprijzen in een context van mogelijke overwaarderingskloven en hoge schuldniveaus van de huishoudens, maar uit recente gegevens blijkt dat de huizenprijzen minder snel aan het stijgen zijn. In een aantal landen zijn er voor de sterke groei van de huizenprijzen minder duidelijke tekenen van overwaardering en een beheerste schuldpositie van de huishoudens (bijvoorbeeld Tsjechië, Hongarije en Letland).
    - In Tsjechië, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen en Roemenië blijven de arbeidskosten per eenheid product stijgen tegen een vrij hoog tempo, terwijl het prijsconcurrentievermogen langzaam daalt. In het geval van Roemenië wordt een versnelde toename van de arbeidskosten per eenheid product opgetekend tegen de achtergrond van een verslechterende balans van de lopende rekening en een procyclisch budgettair beleid dat de mogelijke oververhittingstendensen nog zou kunnen aanscherpen.

De komende diepgaande evaluaties zullen helpen deze problemen nader te onderzoeken en de beleidskoers te bepalen.

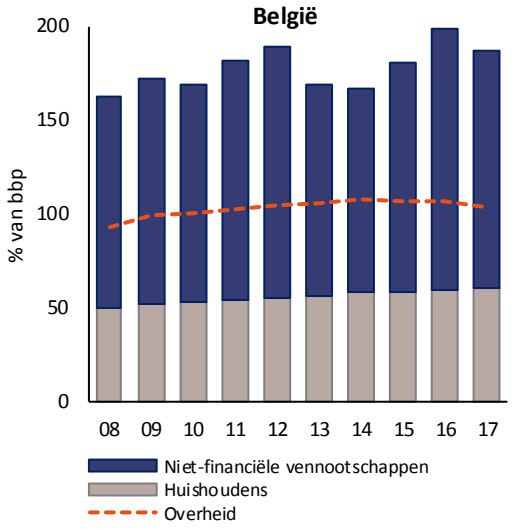
Over het geheel genomen zijn diepgaande evaluaties gerechtvaardigd voor 13 lidstaten: Bulgarije, Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje en Zweden. Voor elf deze lidstaten werd in de vorige jaarlijkse MIP-cyclus een diepgaande evaluatie verricht. Volgens een vaste praktijk zal een nieuwe diepgaande evaluatie worden opgesteld om na te gaan of de geconstateerde onevenwichtigheden nog verergeren dan wel gecorrigeerd worden. Het is dan de bedoeling de bestaande beoordeling te actualiseren. De betrokken lidstaten zijn Bulgarije, Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Spanje en Zweden. Ook voor Griekenland zal een diepgaande evaluatie worden opgesteld om mogelijke onevenwichtigheden na te gaan die zouden voortkomen uit een aantal bronnen, met name kwetsbaarheden op het gebied van standen. Griekenland was voorheen van het MIP-toezicht uitgesloten omdat het land tot augustus 2018 in het kader van de financiële bijstand onder een macro-economisch aanpassingsprogramma viel. De beoordeling in het WMV wijst niet op significante bijkomende risico's in vergelijking met die welke in de laatst beschikbare diepgaande evaluaties zijn geconstateerd voor een aantal lidstaten waarvoor het MIP-toezicht de afgelopen jaren werd opgeheven (Slovenië in 2018, Finland in 2017, België en Hongarije in 2016) of waarvoor een diepgaande evaluatie werd opgesteld zonder dat onevenwichtigheden werden geconstateerd (Oostenrijk en Estland

in 2016). Het lijkt daarentegen gerechtvaardigd een diepgaande evaluatie te verrichten voor Roemenië om de ontwikkelingen te beoordelen en na te gaan of er opnieuw sprake kan zijn van risicovolle ontwikkelingen zoals vastgesteld in vroegere evaluaties, met name wat het concurrentievermogen en de externe balans betreft.

4. 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 particuliere schuld en de overheidsschuld.

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

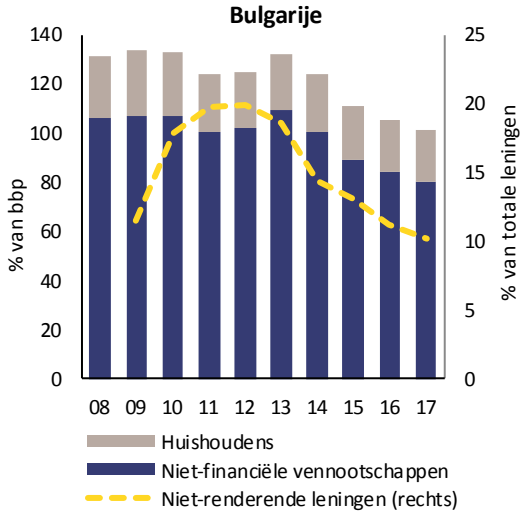


Bron: Eurostat

De houdbaarheid van de externe positie wordt ondersteund door een verbeterende lopende rekening en een gunstige netto internationale investeringspositie. Na enkele jaren van loonmatiging is de groei van de arbeidskosten per eenheid product toegenomen maar blijft deze onder controle. In 2017 werd een beperkte inkrimping van het exportmarktaandeel vastgesteld. De particuliere schuld is relatief hoog, met name voor niet-financiële vennootschappen, hoewel de schuldcijfers opgeblazen zijn door grootschalige grensoverschrijdende kredietverlening binnen groepen. De risico's met betrekking tot de schuld van de huishoudens vinden hun oorsprong hoofdzakelijk in de woningmarkt waar de groei van de reële huizenprijzen de afgelopen jaren matig is geweest ook al heeft er geen correctie plaatsgevonden voor de snelle stijging van vóór 2008. De overheidsschuld is gestabiliseerd en is licht gedaald ten opzichte van de piek in 2014. Het hoge niveau van overheidsschuld blijft echter een belangrijke uitdaging voor de houdbaarheid op lange termijn van de publieke financiën. De situatie op de arbeidsmarkt is verbeterd en de werkloosheid blijft dalen, ook voor langdurig werklozen en jongeren. De arbeidsparticipatie blijft laag in vergelijking met andere EU-landen en contrasteert met het hoge en stijgende percentage vacatures.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er vooral problemen zijn in verband met zowel de overheids- als de particuliere schulden, hoewel de risico's beperkt lijken. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

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



Bron: Eurostat en ECB

Bulgarije*:* In maart 2018 werd geconstateerd dat Bulgarije met *onevenwichtigheden* werd geconfronteerd, 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 liggen drie indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale

investeringspositie (NIIP), de nominale arbeidskosten per eenheid product en de reële groei van de huizenprijzen.

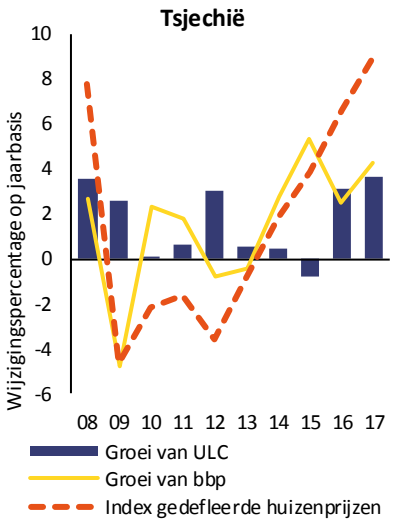
Het overschot op de lopende rekening is in 2017 verder toegenomen, hoewel de negatieve NIIP, die hoofdzakelijk buitenlandse directe investeringen weergeeft, verder is verbeterd. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is in 2017 opmerkelijk gestegen, maar de reële effectieve wisselkoers bleef grotendeels stabiel en er was sprake van enige winst aan exportmarktaandeel. De hoge schuldenlast van de ondernemingen blijft verontrustend hoewel de schuldgraad de laatste jaren geleidelijk is gedaald, hetgeen voor een deel te danken is aan de robuuste groei van het nominale bbp. De kredietstromen zijn weer aan het aantrekken, waardoor de schuldafbouw zal vertragen, maar dit zou ook hogere particuliere investeringen en een sterkere potentiële groei kunnen bevorderen. Het percentage niet-renderende leningen is weliswaar aan het dalen maar blijft hoog, vooral voor het bedrijfsleven. Hoewel er vooruitgang is geboekt om het toezicht in de financiële sector te verbeteren na de doorlichting van de kwaliteit van de activa in 2016, blijft een aantal pijnpunten aandacht vragen, waaronder transacties tussen gelieerde partijen en blootstellingen aan moeilijk te waarderen activa. De reële huizenprijzen zijn snel gestegen en ook de bouw- en hypothecaire kredieten zijn toegenomen. In dit stadium zijn er nog geen tekenen van overwaardering maar de huidige dynamiek op de woningmarkt verdient verdere aandacht. In deze context van gunstige conjuncturele ontwikkelingen is de werkloosheid verder afgenomen, met name voor jongeren en langdurig werklozen, en is de participatiegraad verbeterd.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met resterende zwakke plekken van de financiële sector en de schulden van de ondernemingen. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van een onevenwichtigheid in februari 2018, verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Tsjechië Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Tsjechië *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overschrijden een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de groei van de reële huizenprijzen en de totale passiva van de financiële sector.

Het saldo op de lopende rekening vertoont een trend naar verbetering en gaf in 2017 een klein overschot te zien. Het beëindigen van de verbintenis inzake de wisselkoers in april 2017 werd gevolgd door een waardestijging van de reële effectieve wisselkoers, terwijl de netto internationale investeringspositie bleef aansterken weliswaar in een lager tempo dan in de voorgaande jaren. De nominale arbeidskosten per eenheid product zijn gestegen ten gevolge van de sterke groei van de lonen, en deze stijging zal naar verwachting verder versnellen rekening houdend met de krapper wordende arbeidsmarkt. Ondanks de waardestijging van de reële effectieve wisselkoers is er toch nog sprake van enige winst in de exportmarktaandelen voor de voorbije jaren. De toename

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



Bron: Diensten van de Commissie

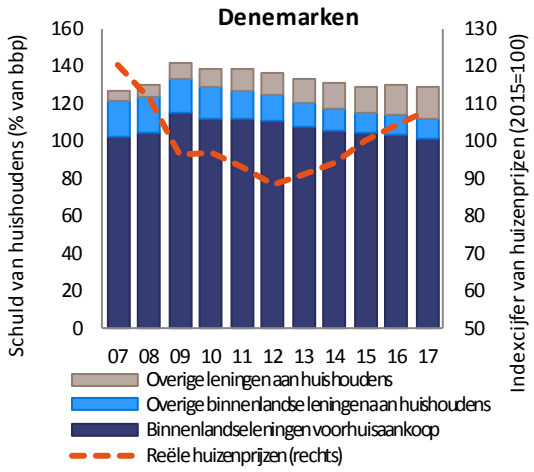
van de huizenprijzen en van de hypothecaire kredieten is verder versneld en moet nauwlettend worden gevolgd. De schuld van de particuliere sector is echter matig zoals ook de schuldenlast van de huishoudens die stabiel blijft. De overheidsschuld is laag en blijft verder verkleinen dankzij het begrotingsoverschot van de overheid. De passiva van de financiële sector zijn in 2017 aanzienlijk aangegroeid tot boven de indicatieve drempel. Dit was voornamelijk te wijten aan de aankoop van in Tsjechische kroon luidende deposito's door niet-ingezetenen voordat de verbintenis inzake de wisselkoers werd beëindigd. Het werkloosheidscijfer is verder gedaald en de arbeidsmarkt is bijzonder krap.

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 in dit stadium beperkt blijken. Bijgevolg acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in het kader 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. De opeenvolgende overschotten hebben geleid tot een ruim positieve netto internationale investeringspositie, die positieve netto primaire inkomsten genereert, hetgeen het positieve saldo op de lopende rekening versterkt. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is beperkt zelfs indien de krapper wordende arbeidsmarkt druk uitoefent op de lonen en de productiviteit een zwakke dynamiek vertoont. De groei van het exportmarktaandeel is in grote lijnen stabiel. Terwijl de huizenprijzen op nationaal niveau vertragen, zijn zij sneller blijven groeien in de voornaamste stedelijke gebieden. Deze ontwikkelingen moeten van nabij worden gevolgd. De schuld van de huishoudens in percentage van het bbp is het hoogste van de EU en neemt slechts langzaam af terwijl de kredietgroei beperkt blijft. De huishoudens zijn steeds meer aan het sparen in het kader van het streven naar schuldafbouw en er zijn macroprudentiële maatregelen genomen om riskante kredietverlening te beperken. De schuldenlast van ondernemingen daarentegen blijft matig. De arbeidsmarkt blijft verbeteren, de groei van de werkgelegenheid is solide en er is een steeds grotere schaarste aan arbeidskrachten.

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

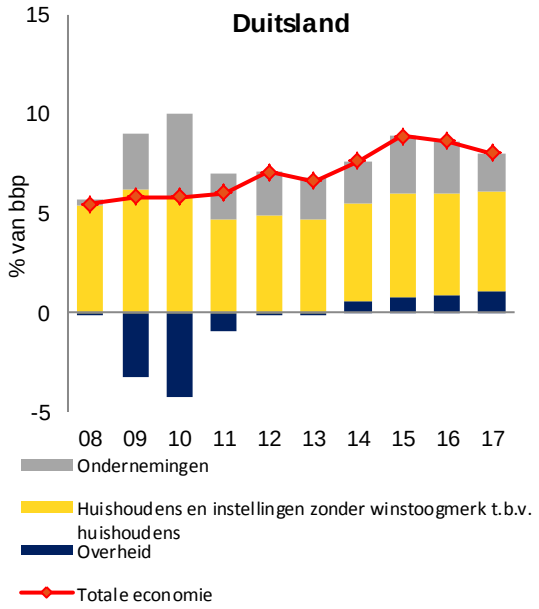


Bron: Eurostat en ECB

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de lopende rekening, de particuliere schuld en 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 maart 2018 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 blijft een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk het saldo op de lopende rekening en de overheidsschuld.

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



Bron: Eurostat

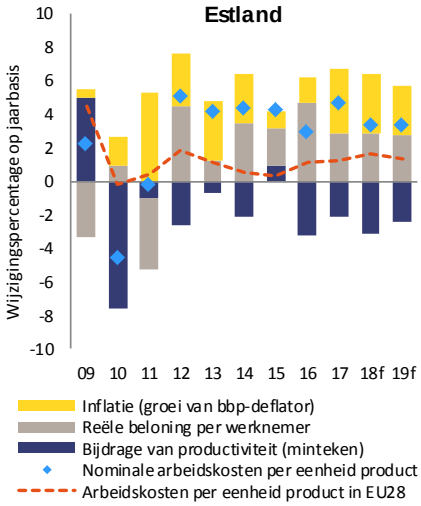
De lopende rekening blijft zeer grote overschotten vertonen maar het overschot voor het jaar 2017 is lichtjes afgenomen. Bij een gestage groei van de binnenlandse vraag zal het overschot op de lopende rekening naar verwachting verder afnemen maar op een hoog niveau blijven, en leiden tot verdere stijgingen van de netto internationale investeringspositie. De groei van de arbeidskosten per eenheid product blijft matig. De uitvoer groeide verder in 2017 maar er was sprake van een licht verlies van exportmarktaandelen. De schuldenafbouw van de particuliere sector gaat voort ook al is de schuld van deze sector beperkt. Tegelijkertijd nemen de investeringen in ondernemingen toe in verhouding tot het bbp. Ook de investeringen in woningbouw nemen toe maar blijven achter ten opzichte van de behoeften inzake huisvesting in stedelijke gebieden. De groei van 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 kredietgroei is geleidelijk aan het aantrekken. De spaarquote van de huishoudens blijft op een hoog niveau ondanks matige loonstijgingen en robuuste particuliere consumptie, hetgeen een uiting is van een hogere instroom van winstuitkeringen van ondernemingen. De overheidsschuld is blijven dalen en zal tegen 2019 naar verwachting onder de drempel van 60 % van het bbp duiken terwijl de overheidsinvesteringen een aanzienlijke achterstand blijven vertonen. De algemene werkloosheid, de jeugdwerkloosheid en de langdurige werkloosheid zijn verder afgenomen en blijven zeer laag.

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 en slechts 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 in maart 2018 van een onevenwichtigheid, verder na te gaan of de onevenwichtigheden 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 de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product boven de indicatieve drempel.

Het overschot op de lopende rekening is in 2017 verder toegenomen en de internationale netto-investeringspositie is verbeterd tot op een niveau onder de drempelwaarde. De nominale arbeidskosten per eenheid product blijven stijgen in een hoog tempo dat de inflatie en de forse loonstijgingen weerspiegelt. De dynamiek van de productiviteit is gematigd gebleven en weegt enigszins op de indicatoren van het kostenconcurrentievermogen. De reële effectieve wisselkoers is blijven stijgen terwijl de exportmarktaandelen stabiel zijn gebleven. De stijging van de reële huizenprijzen is de afgelopen jaren dynamisch geweest maar is vertraagd tot op een matig niveau in 2017. De afbouw van de particuliere schulden loopt verder en het niveau van de overheidsschuld is zeer laag. De arbeidsmarkt begint krap te worden maar de inkomende migratie heeft het tekort aan arbeidskrachten enigszins verlicht.

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

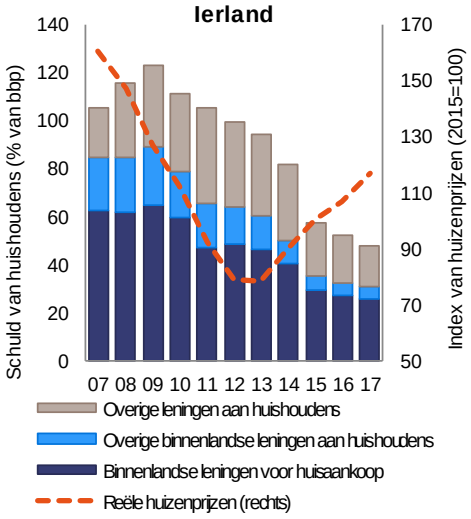


Bron: Diensten van de Commissie

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de nominale arbeidskosten per eenheid product, 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 maart 2018 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 blijft een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de reële effectieve wisselkoers (REER), de particuliere schuld, de overheidsschuld en de jaarlijks verandering in reële huizenprijzen.

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



Bron: Eurostat, diensten van de Commissie en ECB

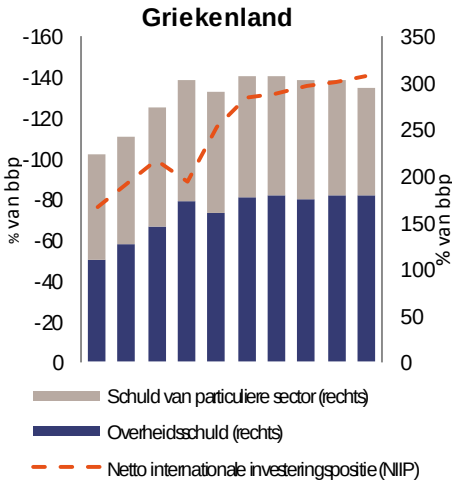
De lopende rekening vertoonde in 2017 een groot overschot in vergelijking met het aanzienlijke tekort in 2016 en de overschotten in de voorgaande jaren. Deze ontwikkelingen in het saldo op de lopende rekening waren de afgelopen jaren onder meer het gevolg van volatiliteit in de invoer van intellectuele eigendom en productie op contractbasis (“contract

manufacturing"). [37] De NIIP is verder verbeterd maar blijft zeer negatief, hetgeen in sterke mate te wijten is aan de activiteit van multinationale ondernemingen die beperkte banden hebben met de binnenlandse economie. De sterke productiviteitsgroei, die ook opgedreven is door de activiteiten van multinationale ondernemingen, heeft de afgelopen jaar bijgedragen tot een betere concurrentiepositie. De particuliere schuld blijft 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. De situatie van binnenlandse niet-financiële vennootschappen is moeilijker te interpreteren gezien het gewicht van multinationals in de totale schuld van ondernemingen. De groei van de huizenprijzen is zeer dynamisch geweest sinds 2014, vooral ten gevolge van beperkingen aan de aanbodzijde, en dient nauwgezet te worden gevolgd. Als gevolg van de sterke economische groei is de schuldquote van de overheid aan het dalen maar deze blijft hoog. Het aandeel niet-renderende leningen is de voorbije jaren afgenomen, maar blijft nog groot. Hoewel banken goed gekapitaliseerd zijn, is de hoeveelheid voorzieningen afgenomen. Hun winstgevendheid blijft nog beperkt maar verbetert geleidelijk. Het werkloosheidspercentage is gedaald tot onder de MIP-drempel in 2017 en de langdurige en jeugdwerkloosheid blijven teruglopen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de externe positie en de stand van de particuliere en publieke schuld alsook met de snelle groei van de huizenprijzen en het relatief grote aandeel van niet-renderende leningen. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in maart 2018, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Griekenland: Vanaf 2010 tot kort geleden viel Griekenland onder programma's voor financiële bijstand. Het toezicht op onevenwichtigheden en de corrigerende maatregelen maakten daarom deel uit van deze programma's en niet van de MIP. De jongste jaren heeft Griekenland grote stappen ondernomen om zijn stroomonevenwichtigheden te verminderen en de daaraan verbonden risico's te beheren, maar de standonevenwichtigheden uit het verleden zullen naar verwachting blijven bestaan. Dit komt tot uiting in het geactualiseerde scorebord waar een aantal indicatoren onder de indicatieve drempel ligt, namelijk de internationale netto-investeringspositie (NIIP), het verlies aan exportmarktaandeel, de overheidsschuld en het werkloosheidspercentage.

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



Bron: Eurostat

Terwijl de particuliere sector een positieve NIIP

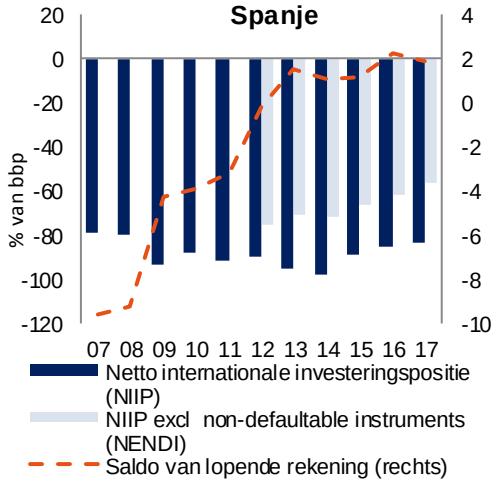
[37] "Contract manufacturing" is een proces waarin een gevestigde multinationale onderneming contracten met buitenlandse ondernemingen sluit om voor haar rekening goederen te produceren. Aangezien de gevestigde onderneming deze goederen bezit, wordt de verkoop ervan geboekt als uitvoer van het land van vestiging ook al circuleren deze goederen niet in de nationale economie.

vertoont, leidt de hoge externe schuldenlast van de overheid over het geheel tot een zwaar negatieve NIIP. Hoewel een groot gedeelte van de externe publieke schuld verleend is tegen uiterst gunstige tarieven, zullen de recente verbeteringen in de lopende rekening moeten worden volgehouden in een context van toenemende binnenlandse vraag, wil de NIIP op lange termijn houdbaar blijven. De laatste vijf jaar zijn aanzienlijke verliezen aan exportmarktaandelen waargenomen maar de trend lijkt in 2017 te zijn gekeerd. De schuldquote van de overheid, die zeer hoog is, zal naar verwachting echter afnemen en de houdbaarheid daarvan wordt bevestigd door het akkoord van de Eurogroep van juni 2018. De huizenprijzen zijn in 2017 blijven dalen in reële termen maar zijn begin 2018 gestabiliseerd. De kredietgroei blijft negatief aangezien de afbouw van particuliere schulden voortgaat. Het hoge niveau van niet-renderende leningen belemmert het herstel van een gezonde kredietstroom naar de economie, hetgeen vereist is om de potentiële groei op middellange termijn te ondersteunen. De werkloosheid, met name de langdurige en jeugdwerkloosheid, neemt af maar blijft hoog.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de hoge publieke en externe schuld, de lage spaartegoeden en de grote hoeveelheden niet-renderende leningen, dit allemaal in een context van hoge werkloosheid, lage productiviteitsgroei en moeizame investeringen. Derhalve acht de Commissie het nuttig tot een verdere diepgaande analyse van de risico's over te gaan om uit te maken of er van een onevenwichtigheid sprake is.

Spanje: In maart 2018 heeft de Commissie geconcludeerd dat Spanje met *macro-economische onevenwichtigheden* werd geconfronteerd. Het ging met name om hoge externe en interne schulden van zowel de particuliere als de overheidssector in een context van hoge werkloosheid. In het geactualiseerde scorebord overschrijdt een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de schuldpositie van de particuliere en de overheidssector, het werkloosheidscijfer en de groei van de activiteitsgraad.

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



Bron: Diensten van de Commissie

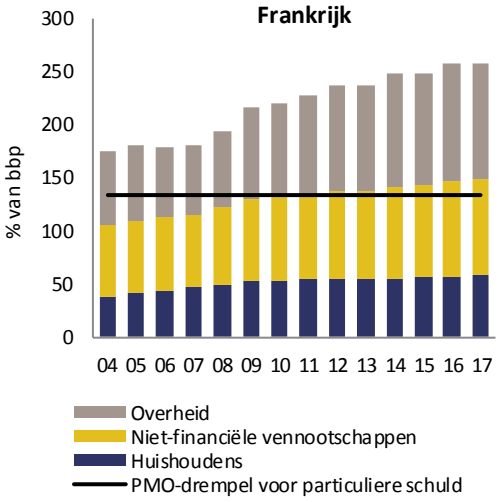
Er is verdere gewerkt aan het herstel van het externe evenwicht maar dat verloopt vrij langzaam, en de NIIP is verbeterd maar blijft zeer hoog. De nominale arbeidskosten per eenheid product zijn stabiel gebleven in een context van matige loongroei en lage productiviteitsgroei. De groei van de exportmarkt is over het jaar matig gebleven ondanks de lichte waardestijging van de reële effectieve wisselkoers in 2017. De schuldenlast van de particuliere sector is in 2017 blijven dalen, vooral voor ondernemingen, maar het blijft noodzakelijk deze schulden af te bouwen. Verder komt de nieuwe kredietstroom weer op gang, hetgeen de opleving van de investeringen zal ondersteunen. Wat de huishoudens betreft, wordt het tempo van de schuldenafbouw vertraagd door een sterke opleving van het consumentenkrediet. De huizenprijzen zijn de voorbije jaren hersteld terwijl ze voorheen ondergewaardeerd waren. De jongste jaren is de sterke economische heropleving de voornaamste aandrijver geweest in het terugdringen van het overheidstekort maar de aanhoudende tekorten betekenen dat de schuldquote slechts langzaam naar beneden gaat. De

werkloosheid is snel gedaald maar blijft zeer hoog, vooral onder jongeren. Tegelijkertijd brengt de lage productiviteitsgroei mee dat de concurrentiepositie afhankelijk wordt van kostenvoordelen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de externe houdbaarheid, de particuliere en de publieke schuld en de aanpassing van de arbeidsmarkt tegen een achtergrond van zwakke productiviteitsgroei. Derhalve acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling in maart 2018 van onevenwichtigheden en de grensoverschrijdende relevantie ervan, verder te onderzoeken of de onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Frankrijk: In maart 2018 heeft de Commissie geconcludeerd dat Frankrijk *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met een hoge publieke schuld en een laag concurrentievermogen in een context van lage productiviteitsgroei. In het geactualiseerde scorebord liggen de indicatoren inzake de schuld van de overheid en de particuliere sector alsmede de werkloosheid op of boven de indicatieve drempel.

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



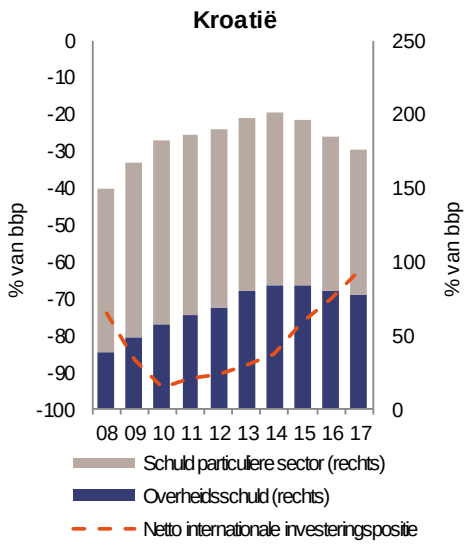
Bron: Eurostat

Het tekort op de lopende rekening was in 2017 vrijwel stabiel terwijl de netto internationale investeringspositie verslechterde. Ondanks een aantrekkende groei van de uitvoer waren er enige beperkte verliezen in exportmarktaandelen, terwijl de reële effectieve wisselkoers stabiliseerde. Dankzij een matiging in de loonontwikkeling bleef de groei van de arbeidskosten per eenheid product beperkt. De dynamiek van de productiviteit kwam echter niet op gang. De zwakke punten ten gevolge van de hoge en nog steeds stijgende overheidsschuld blijven grote zorgen baren. De combinatie van hoge overheids- en particuliere schulden vormt nog een bijkomend pijnpunt. De schuld van de particuliere sector is relatief hoog, in het bijzonder voor niet-financiële ondernemingen, terwijl de kredietgroei lichtjes aantrekt. De reële huizenprijzen zijn matig gestegen. De situatie op de arbeidsmarkt verbetert en de werkloosheidsindicator ligt opnieuw onder de drempel.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met een hoge schuldenlast en een zwak concurrentievermogen tegen een achtergrond van lage productiviteitsgroei. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van een onevenwichtigheid in maart 2018, verder te onderzoeken of deze aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

Kroatië: In maart 2018 heeft de Commissie geconcludeerd dat Kroatië, in een context van lage potentiële groei, *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, die verband hielden met hoge niveaus van overheidsschuld, particuliere schuld en buitenlandse schuld, een schuldenlast die grotendeels in vreemde valuta luidt. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de overheidsschuld en de werkloosheidsgraad.

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

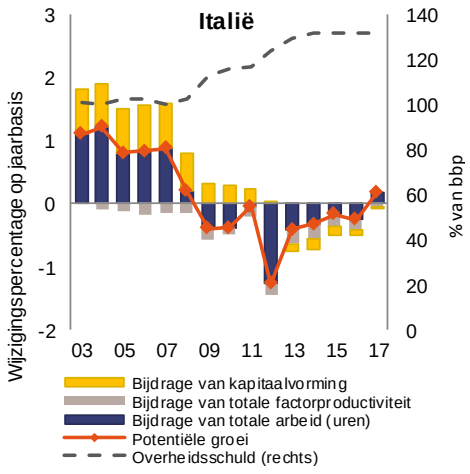


Bron: Eurostat

Het groeiende overschot op de lopende rekening maakt dat de negatieve NIIP, die in ruime mate de buitenlandse directe investeringen weerspiegelt, verbetert. Deze overschrijdt echter nog steeds de drempel en is blootgesteld aan aanhoudende valutarisico's. De negatieve groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product wijst op verdere winst in het kostenconcurrentievermogen hoewel de reële effectieve wisselkoers stabiel is gebleven. Ten gevolge daarvan heeft Kroatië in 2017 nog marktaandeel gewonnen maar in een lage tempo dan in de voorbije jaren. De schuld van de particuliere sector is blijven dalen ondanks een herstel van de kredietstromen in 2017. Het terugdringen van niet-renderende leningen in de banksector is vertraagd en een aanzienlijk deel van de leningen aan niet-financiële vennootschappen blijft problematisch. De schuldquote van de overheid is in 2017 verder gedaald, onder meer dankzij een verbetering van het overheidssaldo. De werkloosheid is blijven dalen. De participatie op de arbeidsmarkt is echter nog steeds zeer laag en blijft wegen op de potentiële groei, in combinatie met de trage ontwikkeling van de productiviteit. De risico's met betrekking tot de grootste werkgever van het land, namelijk Agrokor, zijn verminderd nadat de schuldeisers een plan voor herstructurering van de schuld aanvaardden.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er nog steeds sprake is van hoge maar verminderende schuldniveaus en blootstelling aan valutarisico's in alle sectoren van de economie en dat een verhoging van de potentiële groei belangrijk is om te komen tot een houdbare correctie. Derhalve acht de Commissie het nuttig, mede rekening houdend met de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in maart 2018, de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

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



Bron: Diensten van de Commissie

Italië: In maart 2018 heeft de Commissie geconcludeerd dat Italië in een context van hoge percentages niet-renderende leningen en werkloosheid *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met de risico's van de hoge publieke schuld en een

aanhoudend zwakke dynamiek in de productiviteit. Op het geactualiseerde scorebord liggen twee indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de overheidsschuld en de werkloosheidsgraad.

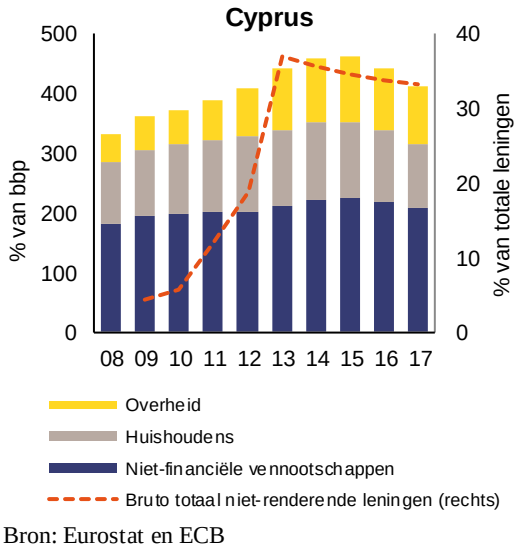
De externe positie is relatief sterk met overschotten op de lopende rekening en een verbetering van de netto internationale investeringspositie. De schuldquote van de overheid is in 2017 op een zeer hoog niveau gestabiliseerd maar de begrotingsplannen van de regering, het zwakker dan verwachte herstel en de hogere financieringskosten belemmeren de toekomstige vermindering van de schuldquote. Tegelijkertijd wegen de zwakke productiviteitsgroei en een krimpende beroepsbevolking op de potentiële groei van Italië. De lage productiviteitsgroei vindt zijn oorzaak in reeds lang bestaande structurele zwakheden, waaronder een bedrijfsklimaat dat minder gunstig is dan in vergelijkbare landen, financiële beperkingen, een gebrek aan hooggeschoolde werknemers en laag niveau van investeringen in immateriële activa. In het herstel van de balans van banken is vooruitgang geboekt en de Italiaanse banksector is in 2017 opnieuw winstgevend geworden. Er blijven echter zwakke punten, vooral voor kleine en middelgrote banken, die nog steeds grote hoeveelheden niet-renderende leningen uit het verleden moeten torsen en meer dan grote banken blootgesteld zijn aan risico's met betrekking tot overheidsfinanciën. De marktomstandigheden op de arbeidsmarkt verbeteren geleidelijk, maar met name onder jongeren en langdurig werklozen blijft de werkloosheid hoog, ver boven het niveau van vóór de crisis. De algemene participatiegraad stijgt maar blijft onder het gemiddelde van de eurozone. Ten gevolge van het aan de gang zijnde herstel is de achteruitgang in Italiës macro-economische variabelen tot stilstand gekomen maar de onevenwichtigheden blijven aanzienlijk en worden slechts geleidelijk afgebouwd. De vertraagde groei van het reële bbp en de opnieuw opstekende spanningen op de markt van de overheidsobligaties zouden de tot dusver geboekte vooruitgang kunnen ondermijnen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met het niveau van de overheidsschuld in een context van sterkere marktvolatiliteit en hoge werkloosheid. De dynamiek van de productiviteit blijft zwak tegen een achtergrond van vernieuwde bezorgdheid over de terugkoppeling tussen banken en overheidsschulden. Derhalve acht de Commissie het nuttig, mede rekening houdend met de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in maart 2018, de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang te volgen die geboekt wordt bij het ongedaan maken van buitensporige onevenwichtigheden.

Cyprus: In maart 2018 heeft de Commissie geconcludeerd dat Cyprus *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond. Het ging daarbij met name om de hoge stand van de particuliere, publieke en externe schuld en het hoge percentage niet-renderende leningen in het bankwezen. Op het geactualiseerde scorebord blijft een aantal indicatoren in 2017 boven de indicatieve drempel, namelijk de lopende rekening, de netto internationale investeringspositie (NIIP), de reële effectieve wisselkoers (REER), de particuliere schuld en de overheidsschuld, de werkloosheidsgraad en de verandering in de arbeidsparticipatie.

Het tekort op de lopende rekening is in 2017 toegenomen tegen de achtergrond van een krachtig groeiende invoer en een sterk negatieve NIIP. De aanpassing van het kostenconcurrentievermogen is vertraagd terwijl de arbeidskosten per eenheid product marginaal groeiden en de reële effectieve wisselkoers stabiel bleef. Het niveau van de particuliere schuldenlast behoort tot de hoogste

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



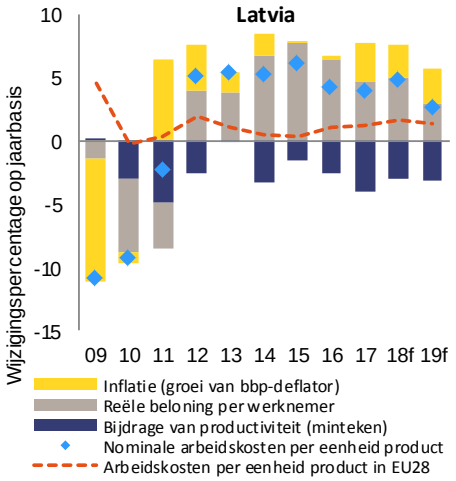
Bron: Eurostat en ECB

van de EU, zowel voor huishoudens als voor bedrijven, terwijl de schuldenafbouw traag verloopt. Met name de spaarquote van de huishoudens is negatief. De neerwaartse aanpassing van de reële huizenprijzen is door een dal gegaan en de huizenprijzen zijn aan een matige stijging begonnen. Het zeer hoge niveau van de niet-renderende leningen belemmert de kredietstroom naar de economie, hetgeen vereist is om de potentiële groei op middellange termijn te ondersteunen. De schuldquote van de overheid blijft zeer hoog. De werkloosheid loopt snel terug maar blijft nog hoog, met name de jeugdwerkloosheid. De laatste drie jaar is de langdurige en jongerenwerkloosheid aan het verbeteren.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de externe houdbaarheid, de schuld van de particuliere en de overheidssector, de kwetsbaarheid van de financiële sector en de aanpassing van de arbeidsmarkt. Derhalve acht de Commissie het nuttig, mede rekening houdend met de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in maart 2018, de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang te volgen bij het ongedaan maken van buitensporige onevenwichtigheden.

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

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



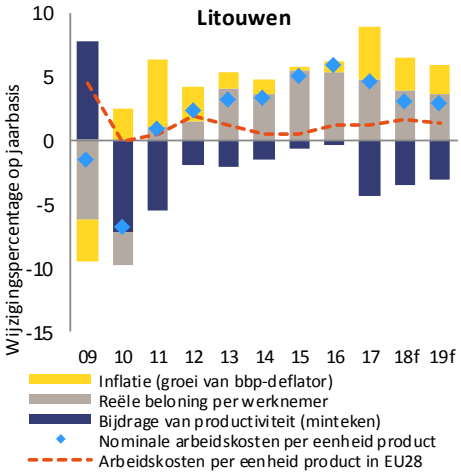
Bron: Diensten van de Commissie

De lopende rekening is min of meer in evenwicht en de negatieve NIIP, die grotendeels bestaat uit directe buitenlandse investeringen, is verbeterd vanwege de sterke groei van het nominale bbp, maar blijft boven de drempelwaarde. De arbeidskosten per eenheid product zijn een aantal jaar in vergelijking sterk blijven groeien en weerspiegelen de sterke loonstijgingen en een krappe arbeidsmarkt. Zodoende is de indicator sinds 2014 boven de drempel van het scorebord gebleven. De gevolgen voor het externe prijzenconcurrentievermogen en de uitvoerprestaties zijn tot nu toe beperkt gebleven omdat ze opgevangen werden door bescheiden winstmarges. Voor de toekomst wordt verwacht dat de loongroei sterk zal blijven vanwege de steeds krapper wordende arbeidsmarkt. Samen bekeken vormen deze ontwikkelingen een risico voor het concurrentievermogen van het land en voor de groeivooruitzichten op middellange termijn. De groei van de reële huizenprijzen blijft dynamisch. Terwijl de huizenprijzen in 2017 minder snel stegen dan in 2016, zijn ze opnieuw omhooggegaan in het eerste halfjaar van 2018. De kredietgroei is in het algemeen gematigd gebleven. De overheidsschuld en de particuliere schulden zijn relatief laag.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met betrekking tot de dynamiek in de arbeidsmarkt en het externe concurrentievermogen, hoewel de risico's in dit stadium beperkt lijken. Bijgevolg acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in het kader van de MIP.

Litouwen: Tijdens vorige MIP-ronden werden in Litouwen *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren, namelijk de negatieve netto internationale investeringspositie (NIIP) en de arbeidskosten per eenheid product, boven de indicatieve drempels.

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



Bron: Diensten van de Commissie

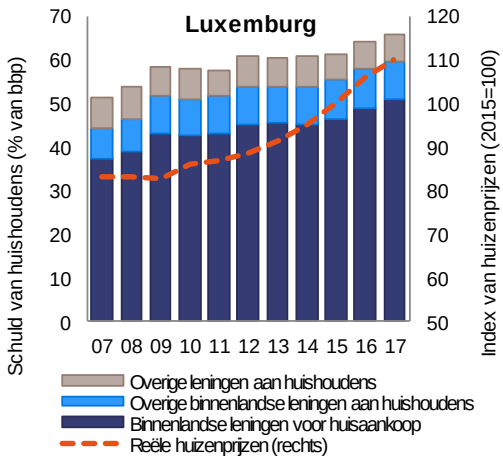
De lopende rekening is min of meer in evenwicht en de negatieve NIIP, die grotendeels uit directe buitenlandse investeringen bestaat, is verbeterd vanwege de sterke groei van het nominale bbp, maar blijft lichtjes boven de drempelwaarde. In vergelijking is de groei van de arbeidskosten per eenheid product al jaren hoog en de indicator ligt sinds 2015 boven de drempelwaarde van het scorebord, aangedreven door de hoge loongroei, die een weerspiegeling is van de krapte op de arbeidsmarkt, en naast andere factoren, door de sterke stijging van het minimumloon sinds 2016. De weerslag van de stijgende arbeidskosten op het externe concurrentievermogen en de uitvoerprestaties is tot nu toe beperkt gebleven omdat deze opgevangen werden door lage winstmarges, hetgeen op zich mogelijk niet houdbaar is op lange termijn. Voor de toekomst wordt verwacht dat de loongroei sterk zal blijven vanwege de dalende werkloosheid en de steeds krapper wordende arbeidsmarkt. Samen bekeken kunnen deze ontwikkelingen wegen op het concurrentievermogen van het land en op de groeivooruitzichten op middellange termijn. De stijging van de huizenprijzen is de laatste jaren dynamisch geweest. Hoewel deze geleidelijk stijgen, vallen ze nog steeds onder de drempel. De kredietgroei is opnieuw op gang gekomen. De niveaus van de publieke en particuliere schuld blijven relatief laag en stabiel.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met betrekking tot de dynamiek van de arbeidskosten per eenheid product en het externe concurrentievermogen, hoewel de risico's in dit stadium beperkt lijken. Bijgevolg acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in het kader van de MIP.

Luxemburg: Tijdens de vorige MIP-ronde zijn in Luxemburg *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de schuldenlast van de particuliere sector alsmede de verandering in de activiteitsgraad en de langdurige werkloosheid.

De externe positie vertoont nog steeds een stabiel overschot op de lopende rekening en een positieve en constante NIIP. De positie van het land als internationaal financieel centrum heeft echter een grotere impact op de cijfers dan de activiteiten van de binnenlandse economie. De gecumuleerde winst aan exportmarktaandelen is stabiel

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



Bron: Eurostat en ECB

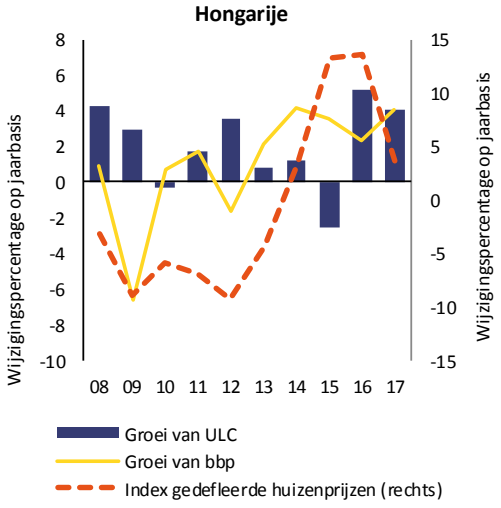
geworden. Recentelijk zijn echter enige marktverliezen opgetekend, deels in de hand gewerkt door het verslechterende kostenconcurrentievermogen, dat op zijn beurt aangetast is door de sterkere groei van de arbeidskosten per eenheid product en de stijging van de invoerprijzen. De laatste tien jaar zijn de reële huizenprijzen in een vrij hoog tempo aan het stijgen, hetgeen in het algemeen een nauwlettend toezicht op de situatie blijft rechtvaardigen. De stijging van de huizenprijzen vindt plaats tegen de achtergrond van een dynamische arbeidsmarkt gecombineerd met omvangrijke nettomigratie en gunstige financieringsvoorwaarden. Het aanbod is anderzijds vrij beperkt en ontoereikend om de sterke vraag op te vangen. Vanwege de constant stijgende huizenprijzen worden huizen steeds minder betaalbaar. De schuldenlast van de ondernemingen is zeer hoog maar houdt voornamelijk verband met grensoverschrijdende intragroepsleningen. De schuldenlast van de huishoudens, meestal in de vorm van hypotheken, is gestaag blijven stijgen en weerspiegelt het dynamisme van de vastgoedmarkt en de gunstige kredietvoorwaarden. Hoewel lagere rentevoeten en langere hypotheken geleid hebben tot een verlichting van de financiële druk voor de huishoudens en de meeste nieuwe hypotheken tegen vaste rentevoeten worden gesloten, blijft een groot deel van de huishoudens met schulden blootgesteld aan rentestijgingen. De risico's voor de financiële stabiliteit van het land zijn echter beperkt door de sterkte van het bankwezen. De overheidsschuld blijft zeer laag. Ondanks de recente vertraging van de economie wordt de arbeidsmarkt steeds krapper en daalt de werkloosheid verder.

Over het geheel genomen komt uit de economische analyse vooral een aantal beperkte risico's naar voren met betrekking tot de voortdurend stijgende huizenprijzen en de schulden van huishoudens. 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 in Hongarije *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord liggen enkele indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP) en de overheidsschuld.

Het overschot op de lopende rekening van de afgelopen jaren heeft geleid tot een snelle en continue verbetering in de negatieve NIIP, die ook in ruime mate de buitenlandse directe investeringen weerspiegelt. De exportmarktaandelen zijn in 2017 gestegen, hetgeen onder meer het effect is van de groeiende auto-industrie. De nominale arbeidskosten per eenheid product zijn aanzienlijk gestegen in een steeds krapper wordende arbeidsmarkt. De stijgingen van de administratieve loonkosten, bovenop de stijgingen van de arbeidskost, zijn gedeeltelijk gecompenseerd door een verlaging van de socialezekerheidsbijdragen van de werkgevers. De kredietstromen naar de particuliere sector zijn positief geworden terwijl de hoeveelheid uitstaande kredieten van de particuliere sector in 2017 is blijven dalen. De groei van de reële huizenprijzen is matig geworden na de aanzienlijke stijgingen van de voorgaande jaren. Niettemin moeten de hoge waardeschattingen in

Grafiek A17: ***Bbp, arbeidsproductiviteit per eenheid product. (ULC) en huizenprijzen***



Bron: Diensten van de Commissie

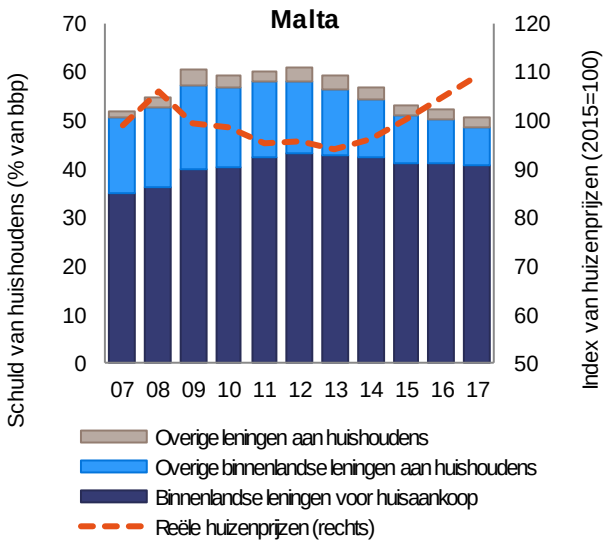
bepaalde regio's en de snelle uitbreiding van de hypotheekverlening aandachtig worden gevolgd. Het aan de gang zijnde herstel in de vastgoedmarkt kan bijdragen tot een verdere vermindering van het aantal niet-renderende leningen, dat nog steeds hoog is. De winstgevendheid en de schokbestendigheid van de banksector zijn verbeterd. Ondanks de gunstige economische conjunctuur is de overheidsschuld slechts geleidelijk afgenomen als gevolg van een procyclisch begrotingsbeleid. De werkloosheid is gedaald tot een historisch laag niveau en de krapper wordende arbeidsmarkt heeft bijgedragen tot een snelle groei van de lonen, die nog steeds boven de productiviteitswinsten uitstijgt.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de huizenmarkt en de krapper wordende arbeidsmarkt, hoewel de risico's beperkt lijken. De Commissie zal in dit stadium niet overgaan 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 het saldo van de lopende rekening boven de indicatieve drempel.

Het hoge overschot op de lopende rekening is in 2017 verder toegenomen en heeft een zeer hoog niveau bereikt, dat samenvalt met een sterke verbetering van de reeds positieve netto internationale investeringspositie. De externe positie vormt echter de weerslag van schommelingen in het internationaal georiënteerde bedrijfsleven meer dan van binnenlandse ontwikkelingen. De ontwikkelingen in het kostenconcurrentievermogen en de reële effectieve wisselkoers zijn betrekkelijk gunstig geweest terwijl matige loonontwikkelingen, gecombineerd met een vrij sterke groei van de arbeidsproductiviteit, gezorgd hebben voor een beperkte groei van de arbeidskosten per eenheid product. De schuldquote van de particuliere sector is in 2017 aanzienlijk gedaald steunende op een sterke groei van het nominale bbp. Terwijl de schuldenlast van de ondernemingen hoog blijft, is de groei van de kredietverlening aan huishoudens aan het verzwakken. De trend van de overheidsschuldquote is sterk neerwaarts gericht. De reële huizenprijzen zijn in 2017 gestegen, hetgeen verdere monitoring rechtvaardigt. De sterke economische activiteit en de beperkte mogelijkheden om particuliere spaartegoeden te beleggen hebben met name geleid tot hernieuwde interesse in de woningmarkt. De kwaliteit van de activa in de binnenlandse banksector verbetert en de beschikbare kapitaalbuffers blijken te volstaan om onmiddellijke risico's op te vangen die zich kunnen voordoen op de woningmarkt of zouden voortvloeien uit de perceptie van het institutionele kader. De arbeidsmarkt blijft puike prestaties leveren, met een sterke groei van de werkgelegenheid samen met een lage en verder afnemende werkloosheid.

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

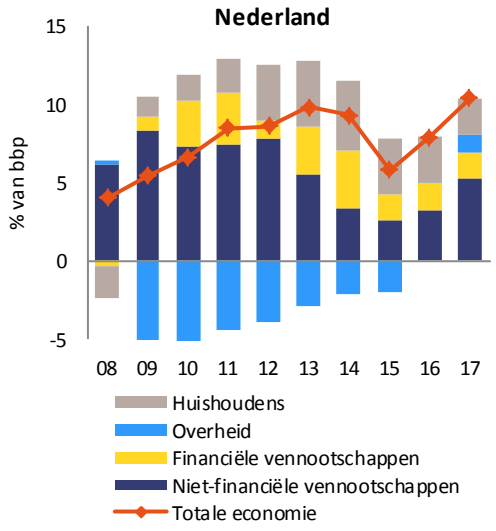


Bron: Eurostat en ECB

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met betrekking tot de externe positie en de woningmarkten tegen een achtergrond van robuuste economische groei met in dit stadium weliswaar beperkte risico's. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de MIP.

Nederland: In maart 2018 heeft de Commissie geconcludeerd dat Nederland *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met de hoge 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 driejaarlijkse gemiddelde saldo van 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

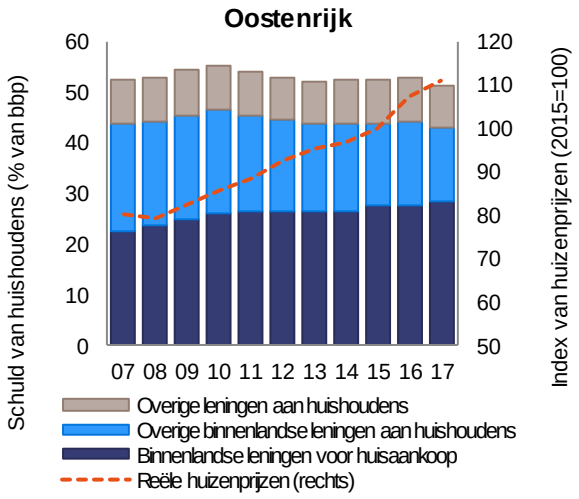
Het overschot op de lopende rekening blijft bijzonder hoog en is in 2017 verder toegenomen terwijl de positieve netto internationale investeringspositie licht gedaald is. Terwijl alle sectoren nettobesparingen opleveren, werd de stijging van het overschot op de lopende rekening in 2017 voornamelijk aangedreven door niet-financiële vennootschappen met een spaaroverschot dat verband houdt met een betrekkelijk hoge winstgevendheid van de ondernemingen en een in vergelijking lage investeringsquote. De arbeidskosten per eenheid product zijn gematigd met een loongroei die overeenstemt met de ontwikkeling van de productiviteit. De particuliere schuld ligt hoog maar de schuld van de ondernemingen is ook te verklaren door de intragroepsschulden van multinationale ondernemingen. De schulden van de huishoudens zijn hoog en worden gevoed door een genereuze fiscale behandeling van vastgoed voor woningbezitters en door gunstige hypotheektarieven. Terwijl de schuld van huishoudens als percentage van het bbp een dalende trend vertoont, is de nominale schuld opnieuw aan het stijgen. Op de woningmarkt zet het herstel zich krachtig voort terwijl de huizenprijzen in 2017 sneller stegen, ook rekening houdende met het feit dat de huurmarkt niet optimaal functioneert. De arbeidsmarkt wordt steeds krapper en de werkloosheid is laag en valt verder terug.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de hoge schuldenlast van huishoudens en het hoge binnenlandse spaaroverschot. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van een onevenwichtigheid in maart 2018, verder te onderzoeken of deze aanhoudt dan wel ongedaan wordt gemaakt.

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

Het overschot op de lopende rekening is in 2017 stabiel gebleven op een matig niveau, met een licht positieve netto internationale investeringspositie. De exportmarktaandelen zijn stabiel gebleven. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is laag ondersteund door een stijging van de arbeidsproductiviteit in combinatie met een beperkte loongroei. De reële huizenprijzen lieten nog steeds een groeiende trend zien maar vertraagden in 2017 in vergelijking met 2016. Hoewel verdere monitoring van deze ontwikkelingen noodzakelijk is, blijkt de stijging van de prijzen niet aangedreven door kredietverstrekking en is weinig versnelling van de kredietgroei merkbaar. Voorts zijn de schuldquotes van zowel ondernemingen als huishoudens langzaam aan het dalen. Ook de overheidsschuld volgt zijn neerwaarts pad en is in 2017 afgenomen 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.

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



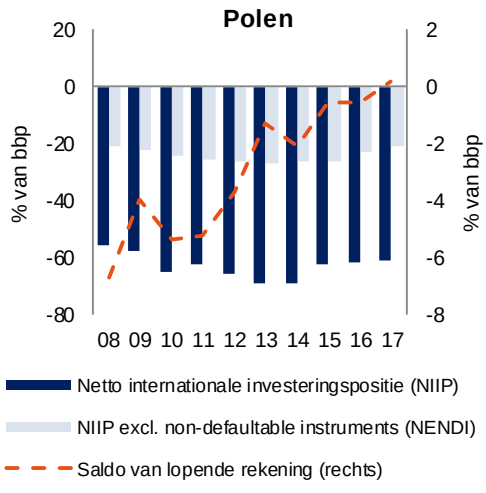
Bron: Eurostat en ECB

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 noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in het kader 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 van de lopende rekening is in 2017 verbeterd tot een min of meer evenwichtige situatie terwijl de negatieve NIIP stabiel is gebleven. De externe zwakke punten blijven beperkt aangezien de buitenlandse directe investeringen een groot deel van de buitenlandse passiva uitmaken. De toename van de exportmarktaandelen was in 2017 opnieuw aanzienlijk. Terwijl de productiviteit aanzienlijk is toegenomen en de lonen sterk zijn gestegen, is de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product beperkt gebleven. De schuldquote van de particuliere sector is in

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



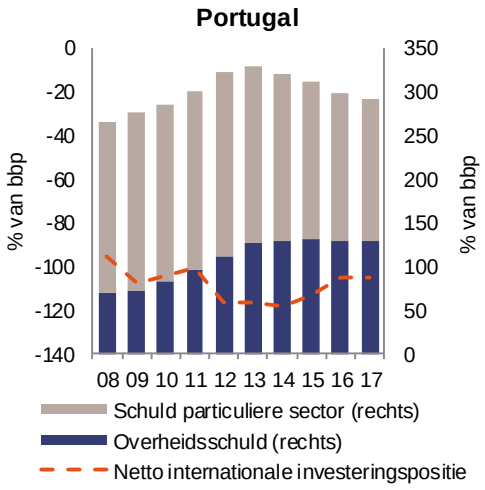
Bron: Diensten van de Commissie

2017 gedaald, hetgeen een weerslag is van de sterke bbp-groei en de waardevermeerdering van de zloty ten opzichte van de valuta's waarin een deel van de uitstaande schuld is uitgedrukt. De overheidsschuld als percentage van het bbp is verder afgenomen, komende van een reeds betrekkelijk laag niveau, en dit ten gevolge van de snelle nominale economische groei, het lagere nominale tekort en de waardevermeerdering van de zloty. De risico's in de banksector zijn beperkt gebleven. In de arbeidsmarkt zijn aanhoudend sterke prestaties opgetekend, hetgeen geleid heeft tot een daling van de werkloosheid tot een zeer laag niveau.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de netto internationale investeringspositie, maar de risico's lijken beperkt. Derhalve acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een diepgaande analyse te verrichten in het kader van de MIP.

Portugal: In maart 2018 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, de werkloosheid en de reële huizenprijzen.

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



Bron: Eurostat

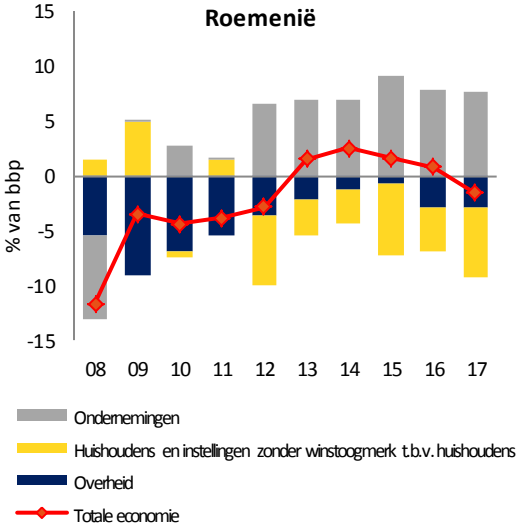
De positie van de lopende rekening is stabiel en vertoont een klein overschot, terwijl de NIIP sterk negatief blijft en het tempo van de aanpassing volgens de verwachtingen zeer traag zal blijven. Het prijsconcurrentievermogen is in 2017 licht verslechterd en de reële effectieve wisselkoers is marginaal in waarde gestegen. De nominale arbeidskosten per eenheid product zijn matig gestegen terwijl de groei van de arbeidsproductiviteit in 2017 negatief was. Deze ontwikkelingen stemmen in grote lijnen overeen met die van de handelspartners en in de exportmarktaandelen is winst opgetekend. De afbouw van de particuliere schulden gaat voort en de kredietgroei blijft zwak. De overheidsschuld is nog steeds zeer hoog maar zou volgens de verwachtingen gestaag afnemen. De banken hebben hun balans en netto-inkomen aanzienlijk versterkt maar er blijven zwakke punten bestaan aangezien de stand van niet-renderende leningen nog steeds hoog is ondanks recente dalingen. De huizenprijzen blijven een sterke groei vertonen, weliswaar in een situatie waarin voorheen sprake was van een sterke onderwaardering en de hoeveelheid hypotheekleningen overwegend stabiel blijft. Onder de gunstige invloed van de positieve economische conjunctuur heeft de arbeidsmarkt de jongste jaren een breedschalige aanpassing ondergaan en is de werkloosheid aanzienlijk teruggelopen.

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 passiva, de publieke en de particuliere schuld, de kwetsbaarheden van de banksector en de zwakke productiviteitsgroei. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van een onevenwichtigheid in maart 2018, verder te onderzoeken of deze aanhoudt dan wel ongedaan wordt maakt.

Roemenië: Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Roemenië *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overschrijdt één indicator de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie.

Het tekort op de lopende rekening is in 2017 verder verslechterd als gevolg van de snel oplopende invoer, vooral van consumptiegoederen. Ondanks het toenemende tekort op de lopende rekening is de NIIP, die grotendeels bestaat uit buitenlandse directe investeringen, verder verbeterd vanwege de sterke groei van het nominale bbp. De uitvoer heeft in 2017 goed gepresteerd en Roemenië heeft verdere exportmarktaandelen verworven. De arbeidskosten per eenheid product zijn in 2017 echter zeer sterk gestegen ten gevolge van de hogere loongroei, vooral in de overheidssector. Terwijl Roemenië tot dusver puike uitvoerprestaties heeft geleverd, blijkt uit gegevens van het verleden dat de groei van de overheidslonen mogelijk kan overslaan naar de particuliere sector, hetgeen in de toekomst verliezen aan kostenconcurrentievermogen zou kunnen teweegbrengen. De groei van de reële huizenprijzen is in 2017 iets teruggelopen en blijft matig. De banksector blijft goed gekapitaliseerd en liquide. De groei van de kredietverlening aan de particuliere sector is enigszins hersteld, maar blijft bescheiden. De werkloosheidsgraad is in 2017 verder gedaald en weerspiegelt een krapper wordende arbeidsmarkt, terwijl de activiteitsgraad enigszins is verbeterd. Gelet op de sterke groei van het nominale bbp zijn zowel de particuliere als de overheidsschuld procentueel gedaald ten opzichte van het bbp. In beide gevallen blijft de schuld relatief laag. Het begrotingsbeleid zou op middellange termijn echter expansief blijven ondanks de gunstige economische omstandigheden, hetgeen een negatief effect zou kunnen hebben op de ontwikkelingen in de overheidsschuld en de lopende rekening. Zowel het verslechterende handelstekort als de snel oplopende arbeidskosten per eenheid product hebben te maken met de volgehouden procyclische begrotingskoers van de regering, die een reeds sterk groeiende economie heeft gestimuleerd door middel van herhaalde belastingverlagingen en loonsverhogingen in de overheidssector. Frequente en onvoorspelbare veranderingen in de wetgeving dragen bovendien bij tot onzekerheid in het ondernemingsklimaat, met negatieve repercussies voor zakelijke beslissingen en investeringen, en dit kan invloed hebben op de aantrekkelijkheid van het land voor buitenlandse investeerders.

Grafiek A23: ***Vorderingenoverschot c.q. -tekort per sector***



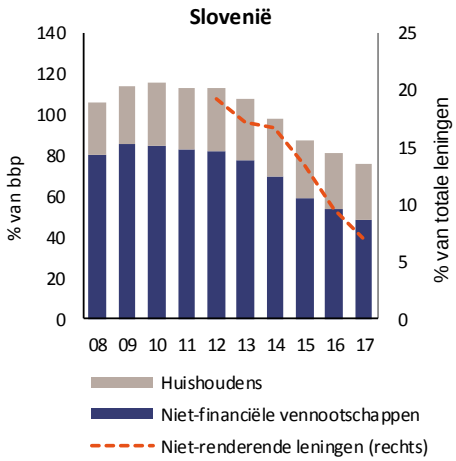
Bron: Diensten van de Commissie.

Uit de economische analyse blijkt dat de kwetsbaarheden zijn toegenomen, met name wat de externe positie en het concurrentievermogen betreft. Derhalve acht de Commissie het nuttig tot een verdere diepgaande analyse van de gelopen risico's over te gaan om te beoordelen of er sprake is van onevenwichtigheden.

Slovenië: In maart 2018 heeft de Commissie geconcludeerd dat Slovenië *niet langer macro-economische onevenwichtigheden ondervond*. Op het geactualiseerde scorebord liggen de overheidsschuld en de groei van de reële huizenprijzen boven de indicatieve drempel.

Het grote overschot op de lopende rekening is in 2017 verder toegenomen dankzij de sterke groei van de uitvoer. De negatieve NIIP is aanzienlijk verbeterd en ligt niet langer boven de drempel. De exportmarktaandelen zijn gestegen terwijl de groei van de arbeidskosten per eenheid product beperkt bleef en de reële effectieve wisselkoers is gedaald. De particuliere schuld is verder afgenomen, gedreven door de ondernemingen, terwijl de kredietverlening aan de particuliere sector weer positief is geworden. De investeringen zijn sterk aan het verbeteren maar blijven nog onder de historische gemiddelden. De huizenprijzen zijn iets sneller gestegen dan in de vorige jaren maar de investeringen in woningbouw zijn stabiel en de groei van de hypothecaire kredieten blijft beperkt. De overheidsschuld blijft hoog maar is afgenomen sinds de piek van 2015. De verwachte kosten van de vergrijzing blijven risico's inhouden voor de houdbaarheid van de begroting op middellange en lange termijn. De banksector heeft zich gestabiliseerd, de schuldenlast is dalend en het nog steeds vrij hoge aandeel van niet-renderende leningen blijft een neerwaartse trend vertonen met verdere dalingen in het vooruitzicht. De arbeidsmarkt vertoont verdere beterschap en de activiteitsgraad stijgt terwijl de werkloosheid afneemt. De arbeidsproductiviteit is in 2017 ook licht aangetrokken.

Grafiek A24: ***Particuliere schuld en niet-renderende leningen***



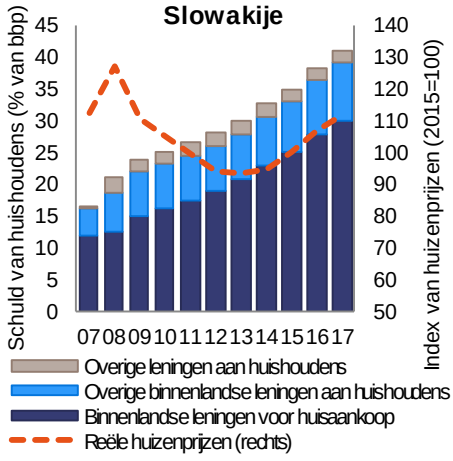
Bron: Eurostat en ECB

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn die voornamelijk verband houden met de houdbaarheid van de begroting op lange termijn. Bijgevolg acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in het kader van de MIP.

Slowakije: Tijdens de vorige MIP-ronde werden in Slowakije *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord overschrijden de netto internationale investeringspositie (NIIP) en de totale passiva van de financiële sector de indicatieve drempel.

Het tekort op de lopende rekening is in 2017 verder toegenomen maar blijft al bij al bescheiden. De NIIP is duidelijk negatief ook al is recentelijk enige beterschap te merken, terwijl de risico's beperkt zijn aangezien een groot deel van de buitenlandse passiva betrekking hebben op buitenlandse directe investeringen, vooral in de groeiende auto-industrie en in de financiële sector. De exportmarktaandelen en de reële effectieve wisselkoers zijn in grote lijnen stabiel gebleven. De nominale arbeidskosten per eenheid product zijn gestegen, aangejaagd door een krachtige groei van de lonen tegen de achtergrond van een krapper

Grafiek A25: ***Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



Bron: Eurostat en ECB

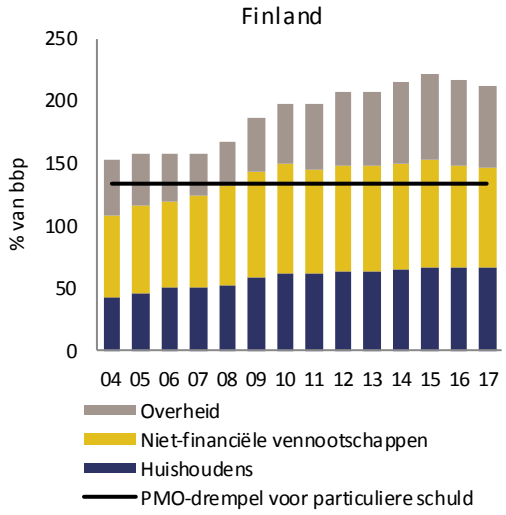
wordende arbeidsmarkt. De groei van de huizenprijzen blijft sterk in 2017 maar heeft vaart verminderd ten opzichte van 2016 en is juist onder de drempelwaarde uitgekomen. De groei van de kredietverlening aan de particuliere sector is enigszins afgenomen, terwijl de particuliere schuldquote in het algemeen is blijven toenemen. De banksector, die grotendeels in buitenlandse handen is, is voldoende gekapitaliseerd. Verdere dalingen van de werkloosheid, zowel voor de totale als de langdurige werkloosheid, gingen gepaard met stijgingen van de participatiegraad.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met externe aspecten, de huizenmarkt en de kredietgroei, hoewel de risico's tot dusver beperkt lijken. 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 ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld.

Het saldo op de lopende rekening is in 2017 lichtjes negatief gebleven na verschillende jaren van tekorten, terwijl de netto internationale investeringspositie licht positief is. De exportmarktaandelen hebben zich voor het tweede jaar op rij hersteld terwijl de indicator voor kostenconcurrentievermogen verbeterde nu de arbeidskosten per eenheid product terugvielen en de reële effectieve wisselkoers daalde. In 2018 en 2019 zal de groei van de uitvoer waarschijnlijk nog steeds uitstijgen boven de groei van de invoer. Toch zullen de indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen naar verwachting stabiliseren aangezien de positieve effecten van het pact voor het concurrentievermogen voor een deel wegebben. De schuldquotes van de overheid en de particuliere sector zijn in 2017 verder gedaald, hetgeen wijst op een sterk herstel van de output. Door de gunstige kredietvoorwaarden, de lage rentetarieven en de verbeterde economische vooruitzichten is de groei van de particuliere kredieten echter versneld, hetgeen een domper op de schuldafbouw kan zetten terwijl de particuliere schuld nog steeds hoog blijft. De schulden van de huishoudens zijn hoog en de spaarquote ligt op een historisch laag peil. De financiële sector blijft goed gekapitaliseerd, waardoor de risico's voor de financiële stabiliteit beperkt blijven, terwijl de relatief stabiele huizenprijzen beperkte risico's inhouden voor de schulden van de huishoudens. De overheidsschuld daalt, hetgeen het groeibevorderende economisch klimaat weerspiegelt. De werkgelegenheid blijft toenemen en de werkloosheid valt verder terug ten gevolge van de hogere economische activiteit.

Grafiek A26: ***Schuld in economische sectoren***

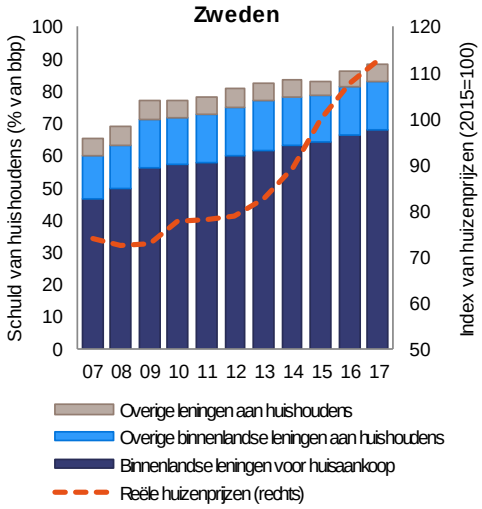


Bron: Eurostat

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de schuld van de particuliere sector, maar de risico's blijven beperkt. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in het kader van de MIP.

Zweden: In maart 2018 heeft de Commissie geconcludeerd dat Zweden *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 de schuld van de particuliere sector boven de indicatieve drempel.

*Grafiek A27: S**chuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



Bron: Eurostat en ECB

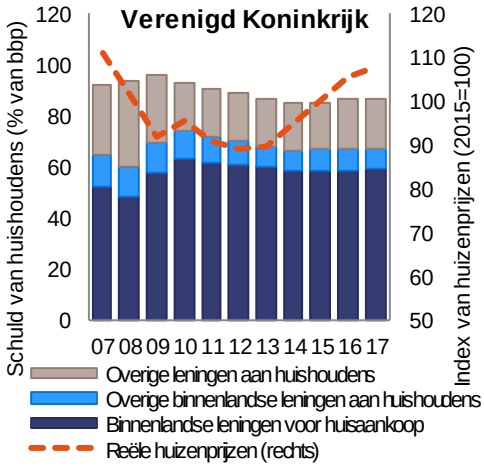
Het overschot op de lopende rekening blijft matig en is in 2017 verkleind. De NIIP is lichtjes teruggevallen en is nu nagenoeg in evenwicht. De verliezen aan exportmarktaandeel zijn afgenomen en de indicator ligt nu iets onder de drempelwaarde. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is beperkt gebleven en de reële effectieve wisselkoers is gedaald. De schulden van de huishoudens liggen hoog en zijn voortdurend gestegen sinds 2008, en opnieuw in 2017. Deze stijging ging gepaard met een stijging van de huizenprijzen, hetgeen risico's voor de macro-economische stabiliteit meebrengt. In het najaar van 2017 zijn de huizenprijzen gemiddeld enigszins gedaald maar zij blijven over het algemeen zeer hoog. De huizenprijzen en de schulden van de huishoudens worden opgedreven door een gunstige fiscale behandeling van het huizenbezit, lage hypotheekrentevoeten en specifieke kenmerken van de hypotheekmarkt. De risico's in het bankwezen blijken beperkt, aangezien de kwaliteit van de activa en de winstgevendheid hoog blijven en de financiën van de huishoudens doorgaans sterk zijn. De arbeidsmarkt wordt krapper en de werkloosheid valt verder terug.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de hoge particuliere schuld en de woningsector. Bijgevolg acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van een onevenwichtigheid in maart 2018, verder na te gaan of de onevenwichtigheden 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 ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk het tekort op de lopende rekening, de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld.

De lopende rekening is in 2017 lichtjes geslonken, vooral door de verbetering van het saldo van het primaire inkomen, maar het grote tekort en de daaraan verbonden omvangrijke externe financieringsbehoeften blijven bestaan. De waardevermindering van het pond sterling heeft de licht negatieve netto internationale investeringspositie ondersteund en gezorgd voor een beter prijsconcurrentievermogen in een context van

*Grafiek A28: **Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen***



Bron: Eurostat en ECB

matige groei van de arbeidskosten per eenheid product. De netto handelsrespons op het zwakkere pond sterling is tot dusver echter teleurstellend geweest. Na een aantal jaren geleidelijke schuldafbouw is de schuldquote van de particuliere sector uitgebodemd. Met name de schuld van de huishoudens blijft hoog en rechtvaardigt nog altijd nauwlettende monitoring. De groei van de reële huizenprijzen is vertraagd en de kosten voor huisvesting zijn gestabiliseerd, weliswaar op een hoog niveau. De overheidsschuld is hoog en over het algemeen stabiel. De sterke groei van de werkgelegenheid bleef gepaard gaan met een lage en dalende werkloosheid, hoewel de arbeidsproductiviteit zwak blijft.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er een aantal problemen zijn met betrekking tot de particuliere schuld, de huizenmarkt en de externe zijde van de economie. 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 noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in het kader van de MIP.

Tabel 1.1: PMO-scorebord 2017

Jaar 2017	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden						Werkgelegenheidsindicatoren[1]		
	Saldo lopende rekening in % van het bbp (3-jaarsgemiddelde)	**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 huizenprijzen (2015=100)** (verandering over 1 jaar)	**Kredietstroom particuliere sector, geconsolideerd** (% van het bbp)	**Schuld particuliere sector, geconsolideerd** (% van het bbp)	**Bruto overheids-schuld** (% van het bbp)	**Werkloosheid** (3-jaarsgemiddelde)	**Totale passiva van financiële sector, niet-geconsolideerd** (1-jaarsgemiddelde)	**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	52,6	0,9	3,9	1,1	1,5p	-1,5	187,0	103,4	-7,8b	0,7	0,3b	-0,8b	-3,9b
BG	3,1	-42,8	-3,3	19,4	13,6p	6,2	6,2	100,1	25,6	7,7	1,1	2,3	-3,5	-10,9
CZ	1,0	-26,5	5,4	8,2	5,9	9,1p	4,1	67,4	34,7	4,0	22,9	2,4	-1,7	-8,0
DK	8,1	56,3	-2,1	0,5	3,0	3,2	-1,4	204,0	36,1	6,0	4,1	0,7b	-0,4b	-1,6
DE	8,4	54,0	-2,5	6,5	5,1	2,9	4,9	100,1	63,9	4,2	4,0	0,5	-0,6	-0,9
EE	2,3	-31,4	2,9	2,6	12,4	1,8	3,6	106,4	8,7	6,3	9,7	3,6	-1,4	-2,9
IE	2,9	-149,3	-6,2	64,4	-17,2	9,5p	-7,5	243,6	68,4	8,4	4,3	0,9	-3,6	-9,0
EL	-0,8	-142,5	-2,8	-10,0	-1,0p	-2,2e	-0,8p	116,4p	176,1	23,3	-12,9	0,9	-3,9	-8,8
ES	1,8	-83,8	-2,5	9,8	0.0p	4,5	0.2p	138,8p	98,1	19,6	4,0	-0,3	-5,2	-14,6
FR	-0,6	-20,1	-2,9	2,7	1,3p	1,8	7.0p	148,2p	98,5	10,0	4,3	0,5	-0,3	-1,9
HR	3,6	-62,4	0,0	20,0	-4,3d	2,8	1,2	98,4	77,5	13,5	3,9	0,3	-5,5	-17,7
IT	2,3	-5,3	-3,1	2,0	1,1	-2,0p	2,1	110,5	131,2	11,6	4,3	1,5	-1,2	-8,0
CY	-5,0	-121,5	-6,6	6,9	-2,7p	1,3p	8,7p	316,3p	96,1	13,0	-2,3	-0,4	-3,2	-11,3
LV	0,6	-56,3	1,7	7,8	14,7	5,5	0,3	83,5	40,0	9,4	6,1	2,4	-1,3	-2,6
LT	-0,7	-35,9	2,3	9,7	16,0	5,4	3,7	56,1	39,4	8,0	14,0	2,2	-2,1	-6,0
LU	5,0	47,0	-0,9	25,2	7,1	4,1	-15,5	322,9	23,0	6,1	-1,7	-0,6	0,5	-6,9
HU	4,0	-52,9	0,1	11,3	6,7	3,3	0,9	71,4	73,3	5,4	-8,0	4,2	-2,0	-9,7
MT	8,4	62,6	-2,3	11,2	1,7	4,1p	2,9	120,2	50,9	5,2	4,7	4,4	-1,1	-1,2
NL	8,3	59,7	-1,6	1,2	-0,2p	6,0	3.0p	252,1p	57,0	5,9	2,0p	0,7	-1,0	-3,8
AT	2,1	3,7	0,3	2,3	3,7	3,5	4,3	122,5	78,3	5,7	1,8	1,0	0,3	-0,5
PL	-0,3	-61,2	-3,4	28,4	4,5p	1,7	2,7	76,4	50,6	6,2	6,3	1,7	-2,3	-9,1
PT	0,4	-104,9	-0,7	14,6	3,5p	7,9	1,3p	162,2p	124,8	10,9	1,8	1,5	-3,9	-10,9
RO	-2,2	-47,7	-5,5	37,0	11,9p	4,0	1,7p	50,8p	35,1	5,9	8,1	1,6	-0,8	-5,7
SI	5,7	-32,3	-2,0	18,6	3,4	6,2	0,8	75,6	74,1	7,9	5,1	3,3	-2,2	-9,0
SK	-2,0	-65,6	-1,9	6,7	6,9	4,4	5,9	96,1	50,9	9,8	17,9	1,8	-4,2	-10,8
FI	-0,7	2,4	-2,6	-4,3	-2,5	0,5	8,2	146,4	61,3	8,9	-3,8	1,3	0,2	-0,4
SE	4,0	1,8	-5,4	-4,3	3,7	4,6	13,1	194,4	40,8	7,0	6,8	1,0	-0,2	-5,1
UK	-4,6	-8,6	-10,7	-1,0	5,4	2,4	8,4	169,0	87,4	4,8	-1,6	0,9	-1,1	-4,9

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, participatiegraad, werkloosheidspercentage langdurige werkloosheid en jongerenwerkloosheid: BE: Herziening in de onderzoeksmethodologie; IE: invoering van de nieuwe Labour Force Survey ter vervanging van de Quarterly National Household Survey als gegevensbron; DK: verbetering van de gegevensverzameling, invoering van computerondersteunde webinterviews.

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, 2017

Jaar 2017	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)	Netto internationale investeringspositie, met uitsluiting van non-defaultable instrumenten	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	1,7	23,5	:	0,8	45,0	-7,8	199,9	-2,5	2,8	-0,8	1,0	-0,3	0,3	2,7p	1,4	8,2	5,9	60,1	13,2p
BG	3,8	18,5	0,8p	7,7	33,1	3,8	88,4	-4,2	-3,0	14,0	5,7	0,5	2,0p	10,2p	50,9	19,5	2,9	20,4	7,7p
CZ	4,3	24,7	1.8p	2,0	28,8	4,3	78,3	-2,6	5,8	3,3	3,1	1,4	2,7	2,8p	1,0	24,4p	3,9	29,7	12,4p
DK	2,3	20,5	:	8,1	18,6	0,6	54,3	-0,1	-0,5	-4,0	2,9	-0,9	0,7	2,5p	-0,2	17,7	4,6	128,0	16,4p
DE	2,2	20,3	3,0e	7,9	41,5	2,1	42,1	-1,8	0,3	1,7	5,9	-0,7	0,7	1,8p	8,4	16,0	6,1	52,7	14,1p
EE	4,9	24,4	:	4,2	21,5	5,9	95,5	-0,6	2,5	-2,0	4,2	-1,8	2,1	1,9p	22,5	18,1	4,3	39,4	6,8p
IE	7,2	23,5	1,1	-1,1	-259,1	0,3	435,6	-1,2	-2,1	57,0	-0,1	2,5	4,2	9,9p	-39,2	32,8p	2,0	47,7	6.6p
EL	1,5p	12,9p	1,1p	-0,5	-126,4	1,8	17,6	-1,8p	-1,7	-14,1	7,4p	1,5p	0,0p	45,0p	-12,9	-8,3e	0.6p	57,0	8,8p
ES	3,0p	20,5p	:	2,1	-58,1	0,6	58,6	-1,8p	-1,0	4,8	0,8p	-0,1p	0,4p	4,4p	-11,1	15,1	5,2p	61,1	13.5p
FR	2,2p	22,5p	:	-0,5	-33,5	1,9	46,5	-1,7p	-0,5	-1,9	5,0p	-0,8p	1,1p	3,1p	-0,2	2,6	6,2p	58,6	15,2p
HR	2,9	20,1	:	4,5	-17,3	3,6	58,7	-2,9	0,7	14,6	2,5	1,1	0,7d	8,8p	-15,0	1,7	:	34,1	7,4p
IT	1,6	17,6	:	2,7	-3,9	0,5	26,1	-1,9	-0,6	-2,6	7,6	0,4	0,4	11,2p	-0,3	-4,6	4,4	41,3	12,2p
CY	4,2p	20,9p	:	-7,9	-95,1	50,0	1017,8	-4,2p	-3,7	2,1	0,9p	0,7p	0,4p	30,7p	-8,9	1,0p	5,7p	107,5	12,1p
LV	4,6	20,9	0,5p	1,5	-7,6	3,8	59,0	-3,0	0,9	2,9	3,4	0,9	4,7	5,6p	7,7	14,0	1,9	22,2	8,9p
LT	4,1	19,2	0,9	2,1	-7,9	2,4	40,9	-3,0	1,5	4,8	5,9	8,3	4,7	3,2p	8,9	19,0	2,7	22,4	10,7p
LU	1,5	18,9	:	4,5	-3947,3	-264,1	8263,3	-2,8	0,1	19,5	-0,1	-7,2	-1,8	0,7p	14,9	18,0	3,2	65,9	13,2p
HU	4,1	22,2	1,4	4,2	-8,1	-9,3	211,0	-3,8	0,7	6,3	3,3	-0,6	2,1	8.4p	6,3	35,8	2,8	18,8	9,7p
MT	6,7	21,1	0,6	14,3	229,6	27,3	1627,0	-8,9	1,4	6,2	2,7	-1,5	1,4	3,1p	4,8	17,5p	4,8	50,4	13,5p
NL	2,9p	20,5p	:	10,4	-29,5	39,4	615,5	-0,8p	-0,5	-3,3	1,7p	0,0p	0,7p	2,1p	-2,5	17,0	4,4p	104,5p	16,7p
AT	2,6	23,6	3,2p	1,9	-4,1	3,7	66,7	-2,1	2,1	-2,3	1,9	-0,6	0,8	3.5p	5,7	19,9	4,4	50,4	11,6p
PL	4,8	17,7	1,0	1,4	-20,7	2,0	49,7	-2,0	-3,0	22,7	6,1	4,2	3,4p	6,6p	1,7	7,4	2,8	34,9	8,8p
PT	2,8p	16,6p	1,3p	1,4	-60,9	4,6	79,6	-2,1p	0,9	9,5	7,3p	2,5p	-0,5p	13,3p	-8,2	20,6	2,8p	68,9	10,6p
RO	7,3p	22,6p	:	-2,0	-5,8	2,8	44,5	-1,3p	-5,0	30,9	3,6p	4,4p	4,3p	6,6p	32,8	15,6	:	16,1	9,6p
SI	4,9	18,5	:	6,4	-17,7	2,2	37,3	-2,6	-1,4	13,3	3,6	5,4	1,9	9,2p	1,1	12,5	2,1	27,1	8,0p
SK	3,2	21,4	0,9	-1,1	-15,1	6,3	72,4	-3,5	-1,5	1,9	-1,6	0,6	1,0	3,7p	2,0	19,0	2,7	40,6	9,3p
FI	2,8	22,1	2,8	-0,6	6,1	5,8	55,0	-1,6	-1,0	-8,6	5,5	2,2	1,6	1,2p	5,4	2,0	6,4	67,1	18,9p
SE	2,1	25,0	3,3	3,2	-7,0	5,8	4,2	-0,9	-3,9	-8,6	1,2	-2,1	-0,2	1,3p	5,6	30,7	5,7	88,2	16,5p
UK	1,7	17,2	1,7p	-3,8	-5,3	2,5	76,5	-0,6	-6,7	-5,4	5,3	0,4	0,7	1,5p	5,0	18,5	4,0	86,2	15,0p

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 2018, en de gegevens werden geëxtraheerd op 24 oktober 2018. 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, 2017

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 bevolking tussen 0-59 jaar	
					%	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	68,0b	3,5b	19,3b	9.3b	-2,7b	20,3	-0,9	15,9	0,4	5,1	-0,8	13,5	-1,1
BG	1,8p	71,3	3,4	12,9	15,3	-4,9	38,9	-1,2b	23,4	1,6	30,0	-3,1	11,1	-1,0
CZ	1,6	75,9	1,0	7,9	6,3	-1,8	12,2	-2,6	9,1	-0,6	3,7	-3,0	5,5	-2,1
DK	1,6	78,8b	1,3b	11,0	7,0b	1,2b	17,2	-0,7	12,4	0,3	3,1	-0,1	10,0	-2,2
DE	1,4	78,2	1,6	6,8	6,3	-0,1	19,0	-1,6	16,1	-0,6	3,4	-1,6	8,7	-1,3
EE	2,7	78,8	1,9	12,1	9,4	-2,3	23,4	-2,6b	21,0	-0,8	4,1	-2,1	5,8	-1,8b
IE	2,9	72,7	3,0	14,4	10,9b	-4,4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1,5p	68,3	15,6	43,6	15,3	-3,8	34,8	-1,2	20,2	-1,9	21,1	-0,4	15,6	-1,6
ES	2,6p	73,9	7,7	38,6	13,3	-3,8b	26,6	-2,6	21,6	-0,6	5,1	-2,0	12,8	-4,3
FR	1,1p	71,5	4,2	22,3	11,5	0,3b	17,1	-1,4	13,3	0,0	4,1	-0,7	8,1	-1,5
HR	2,2d	66,4	4,6	27,2	15,4	-3,9	26,4	-2,9	20,0	0,6	10,3	-3,6	12,2	-2,5
IT	1,2	65,4	6,5	34,7	20,1	-2,0	28,9	0,6	20,3	0,9	10,1	-1,5	11,8	-0,3
CY	3,9p	73,9	4,5	24,7	16,1	-0,9	25,2	-2,2	15,7	1,3	11,5	-3,8	9,4	-0,3
LV	0,0	77,0	3,3	17,0	10,3	-1,7	28,2	-4,5	22,1	0,9	11,3	-7,9	7,8	-1,8
LT	-0,5	75,9	2,7	13,3	9,1	-0,8	29,6	2,3	22,9	3,8	12,4	-1,2	9,7	0,9
LU	3,4	70,2	2,1	15,4	5,9	-0,4	21,5	2,5	18,7	2,3	1,2	-0,2	6,9	0,8
HU	2,0	71,2	1,7	10,7	11,0	-2,6	25,6	-6,2	13,4	-1,6	14,5	-9,5	6,6	-6,2
MT	5,2	72,2	1,6	11,3	8.6b	-1,7b	19,2	-4,6	16,8	0,9	3,3	-6,9	6,7	-3,1
NL	2,2p	79,7	1,9	8,9	4,0	-1,5	17,0	0,5	13,2	1,6	2,6	-0,6	9,5	-0,7
AT	1,7	76,4	1,8	9,8	6,5	-1,2	18,1	-1,1	14,4	0,3	3,7	-0,3	8,3	-0,8
PL	1,4p	69,6	1,5	14,8	9,5	-2,5	19,5	-5,2	15,0	-2,0	5,9	-4,5	5,7	-1,6
PT	3,3p	74,7	4,5	23,8	9,3	-3,0	23,3	-4,2	18,3	-1,2	6,9	-3,7	8,0	-4,2
RO	2,8p	67,3	2,0	18,3	15,2	-1,8	35,7	-4,6	23,6	-1,5	19,7	-6,2	6,9	-0,3
SI	2,9	74,2	3,1	11,2	6,5	-2,9	17,1	-3,3	13,3	-1,2	4,6	-2,0	6,2	-2,5
SK	2,2	72,1	5,1	18,9	12,1	-0,7	16,3	-2,1	12,4	-0,2	7,0	-2,9	5,4	-1,7
FI	1,2	76,7	2,1	20,1	9,4	-0,8	15,7	-1,6	11,5	-1,3	2,1	-0,7	10,7	0,7
SE	2,3	82,5	1,2	17,8	6,2	-1,0	17,7	-0,5	15,8	0,2	1,1	0,1	8,8	-0,2
UK	1,0	77,6	1,1	12,1	10,3	-1,6	:	:	:	:	4,9p	-2,5p	:	:

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

1) De officiële afsluitdatum voor indiening van gegevens voor mensen die kans lopen op armoede of sociale uitsluiting is 30 november 2018, en de gegevens werden geëxtraheerd op 24 oktober 2018. 2) Nominale arbeidskosten per eenheid product voor HR
d: voor werkgelegenheidsgegevens worden nationale begrippen gebruikt i.pv. binnenlandse. 3) Indicatoren van Labour Force Survey voor IE: invoering van de nieuwe Labour Force Survey ter vervanging van de Quarterly National Household Survey als gegevensbron.
Bron: Europese Commissie, Eurostat.