EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 18.11.2020
COM(2020) 745 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE

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

Waarschuwingsmechanismeverslag 2021

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

{SWD(2020) 275 final}

Dit waarschuwingsmechanismeverslag markeert het begin van de tiende ronde van de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden (PMO). Met de procedure wordt beoogd onevenwichtigheden te detecteren, te voorkomen en te corrigeren die de goede werking van de economieën van de lidstaten, van de economische en monetaire unie of van de Unie als geheel hinderen, en een aanzet te geven tot passende beleidsreacties. De implementatie van de PMO 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 (artikelen 1 en 2 van Verordening (EU) nr. 1176/2011). [1]

De toezichtcyclus van het Europees Semester van dit jaar, inclusief de uitvoering van de PMO, wordt aangepast in het licht van de oprichting van de faciliteit voor herstel en veerkracht. In de jaarlijkse strategie voor duurzame groei, die medio september 2020 is aangenomen, is de balans opgemaakt van de economische en sociale situatie in Europa en zijn ook strategische richtsnoeren gegeven voor de uitvoering van de faciliteit voor herstel en veerkracht.

De analyse in het waarschuwingsmechanismeverslag is gebaseerd op een economische interpretatie van een scorebord van geselecteerde indicatoren, gecompleteerd met een ruimere reeks aanvullende indicatoren, analytische instrumenten, beoordelingskaders en bijkomende relevante informatie, waaronder recent gepubliceerde gegevens en prognoses. Het waarschuwingsmechanismeverslag van dit jaar bevat een versterkte toekomstgerichte beoordeling van de risico's voor de macro-economische stabiliteit en voor de ontwikkeling van macro-economische onevenwichtigheden. Het waarschuwingsmechanismeverslag analyseert ook welke implicaties de macro-economische onevenwichtigheden van de lidstaten hebben voor de eurozone in haar geheel.

In het waarschuwingsmechanismeverslag wordt aangegeven voor welke lidstaten een diepgaande evaluatie nodig is zodat kan worden nagegaan of zij kampen met onevenwichtigheden die beleidsoptreden vereisen (artikel 5 van Verordening (EU) nr. 1176/2011). Rekening houdend met besprekingen over het waarschuwingsmechanismeverslag met het Europees Parlement en binnen de Raad en de Eurogroep, zal de Commissie dan diepgaande evaluaties voor de betrokken lidstaten opstellen. De diepgaande evaluaties zullen in het voorjaar van 2021 worden gepubliceerd en zullen de basis vormen voor de beoordeling door de Commissie van het bestaan en de ernst van macro-economische onevenwichtigheden, en voor de vaststelling van leemten in het beleid.

1. SAMENVATTING

Dit waarschuwingsmechanismeverslag wordt opgesteld tegen de achtergrond van de COVID-19-crisis. Gezien de snelle en duidelijke verandering van de economische omstandigheden die de COVID-

[1] Het Verenigd Koninkrijk heeft de Unie op 31 januari 2020 verlaten op basis van het akkoord inzake de terugtrekking van het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland uit de Europese Unie en de Europese Gemeenschap voor Atoomenergie ("het terugtrekkingsakkoord", PB C 384 I van 12.11.2019, blz. 1), en de EU-wetgeving blijft gedurende de overgangsperiode, die eindigt op 31 december 2020, gelden voor en in het Verenigd Koninkrijk.

19-crisis heeft veroorzaakt, bevat de economische interpretatie van dit verslag een versterkte toekomstgerichte beoordeling van de risico's voor de macro-economische stabiliteit en voor de ontwikkeling van macro-economische onevenwichtigheden. Daartoe moet verder worden gekeken dan de definitieve jaarlijkse gegevens van het scorebord van het waarschuwingsmechanismeverslag, die dit jaar betrekking hebben op de periode tot en met 2019. In het verslag van dit jaar wordt dus in vergelijking met voorgaande jaren meer gebruikgemaakt van prognoses en hoogfrequente gegevens om de mogelijke gevolgen van de COVID-19-crisis te meten[2].

De huidige toezichtcyclus van het Europees Semester wordt tijdelijk aangepast om een consistente en doeltreffende uitvoering van de faciliteit voor herstel en veerkracht te garanderen, en dit zal ook gevolgen hebben voor de uitvoering van de PMO. De jaarlijkse strategie voor duurzame groei voor 2021, die half september werd goedgekeurd, gaf de aanzet tot de cyclus van het Europees semester van dit jaar en bevatte strategische richtsnoeren voor de uitvoering van de faciliteit voor herstel en veerkracht[3]. De faciliteit voor herstel en veerkracht voorziet erin dat de lidstaten plannen voor herstel en veerkracht goedkeuren waarin hervormingen en investeringen worden beschreven die belangrijke economische uitdagingen aanpakken en die zijn afgestemd op de prioriteiten van de EU, waaronder de landspecifieke aanbevelingen (LSA's) die de afgelopen jaren, en met name tijdens de semestercycli 2019 en 2020, tot de lidstaten zijn gericht. De faciliteit voor herstel en veerkracht biedt dus een gelegenheid voor de lidstaten om hervormingen en investeringen uit te voeren die stroken met de PMO-gerelateerde aanbevelingen en die de onderliggende en al lang bestaande structurele oorzaken van macro-economische onevenwichtigheden aanpakken. Specifieke monitoring van beleidsreacties op bestaande macro-economische onevenwichtigheden vindt niet plaats in het najaar van 2020, maar in plaats daarvan zal monitoring plaatsvinden in de context van de beoordeling van de plannen voor herstel en veerkracht[4]. De volgende reeks diepgaande evaluaties zal in het voorjaar van 2021 worden gepubliceerd, samen met de beoordeling van de stabiliteits- en convergentieprogramma's, en zal de ernst en de ontwikkeling van reeds vastgestelde onevenwichtigheden onder de loep nemen en de risico's van het ontstaan van nieuwe onevenwichtigheden onderzoeken[5].

Tot de COVID-19-uitbraak waren de meeste bestaande macro-economische onevenwichtigheden dankzij gunstige macro-economische omstandigheden een proces van correctie aan het ondergaan. *Stroomonevenwichtigheden*, zoals buitensporig grote tekorten op de lopende rekening of een krachtige kredietgroei, zijn in de jaren na de financiële crisis van 2008 gecorrigeerd in het kader van een brede schuldafbouw in de particuliere sector. De economische expansie die in 2013 begon, ondersteunde de correctie van *voorraadonevenwichtigheden*, die later begon en langzamer vorderde,

---

[2] In Verordening (EU) nr. 1176/2011 is uitdrukkelijk vermeld dat bij de analyse in het waarschuwingsmechanismeverslag andere relevante informatie mag worden betrokken (artikel 3, lid 2). De scorebordgegevens zijn opgenomen in de tabellen 1 en 2 aan het eind van dit verslag. Dit verslag gaat vergezeld van een statistische bijlage.

[3] COM(2020) 575 final, Jaarlijkse strategie voor duurzame groei voor 2021, te vinden op: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/nl/IP_20_1658

[4] Voor lidstaten met vastgestelde onevenwichtigheden is specifieke monitoring een gericht toezicht op de beleidsvooruitgang om onevenwichtigheden aan te pakken, in aanvulling op het toezicht dat tijdens de cyclus van het Europees Semester plaatsvindt. In voorgaande jaren vond de specifieke monitoring in de herfst plaats.

[5] Voor lidstaten waar in februari onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn geconstateerd, bevatten de landspecifieke opmerkingen in het waarschuwingsmechanismeverslag van dit jaar (deel 5) ook een samenvatting van de laatste PMO-relevante LSA's en de door die landen genomen maatregelen om ze uit te voeren.

door de aanzet te geven tot de verlaging van particuliere, publieke en externe schuldquoten en door de bankbalansen te versterken. Tegelijkertijd heeft de economische expansie de afgelopen jaren een aantal oververhittingsrisico's meegebracht, voornamelijk wat betreft de dynamiek van de huizenprijzen en de ontwikkelingen in het kostenconcurrentievermogen, vooral in landen waar de economische groei krachtig was.

Een aantal bestaande macro-economische onevenwichtigheden wordt verergerd door de COVID-19-crisis, en er kunnen nieuwe risico's opdoemen. Met name de overheids- en particuliere schuldquoten stijgen. In de toekomst komt de schuldaflossing in de particuliere sector wellicht in het gedrang, gezien de gematigde economische bedrijvigheid, faillissementen en een zwakke arbeidsmarkt. Dergelijke schuldproblemen zouden negatieve gevolgen hebben voor de balansen van banken en hun winstgevendheid verder aantasten. Tegelijkertijd wordt verwacht dat de te snel stijgende arbeidskosten en huizenprijzen die het recente verleden kenmerkten, zullen afzwakken, maar er kan bezorgdheid ontstaan als dit zou omslaan in buitensporige neerwaartse correcties, met name van de huizenprijzen in lidstaten waar de schuld van de huishoudens al hoog is.

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

- **In de meeste lidstaten van de EU zullen de ontwikkelingen op de lopende rekening na de COVID-19-crisis waarschijnlijk niet ingrijpend zijn.** In de meeste landen blijft het tekort op de lopende rekening gematigd. Er blijft sprake van enkele grote overschotten op de lopende rekening, maar deze nemen de laatste jaren af. De lopende rekeningen zullen naar verwachting relatief weinig bewegen met de COVID-19-crisis. Dit is in sterk contrast met de ontwikkelingen tijdens de wereldwijde financiële crisis, toen de tekorten in de EU-landen aanzienlijk waren en de crisis heeft geleid tot het afbouwen ervan. De stabiliteit van de cijfers van de lopende rekening maskeert echter grote verschuivingen in de bijdrage van verschillende sectoren aan de algehele externe positie, aangezien grote stijgingen van het vorderingenoverschot van de particuliere sector worden gecompenseerd door een aanzienlijke verslechtering van het vorderingenoverschot van overheden als gevolg van hun inspanningen om de gevolgen van de crisis op te vangen.
- **Aan de verbeteringen in de netto internationale investeringspositie (NIIP) van de meeste lidstaten in de afgelopen jaren zal naar verwachting een einde komen.** Hoewel in een aantal lidstaten sprake blijft van een groot aantal externe onevenwichtigheden, is de NIIP in 2019 in de meeste EU-landen blijven verbeteren dankzij resultaten van de lopende rekening boven het niveau van stabilisatie van de NIIP, nominale bbp-groei en soms grote positieve waarderingseffecten. In de toekomst zal de verbetering van de NIIP-quote tot stilstand komen als gevolg van de grote krimp van het bbp in 2020 en de relatief stabiele resultaten van de lopende rekening.
- **Aan het begin van de COVID-19-crisis hebben zich in sommige lidstaten buiten de eurozone enige spanningen op het gebied van externe financiering voorgedaan.** Het kapitaalverkeer en de wisselkoersen van sommige lidstaten buiten de eurozone stonden gedurende een korte periode eind maart-april onder marktdruk door de toegenomen risicoaversie. Die druk is sindsdien afgenomen gezien de verbeterde resultaten op de financiële markten.
- **Vergeleken met de omvang van de recessie is de impact van de COVID-19-crisis op de arbeidsmarkt tot dusver relatief gering, mede dankzij beleidsmaatregelen zoals werktijdverkortingsregelingen, maar de werkloosheid zal naar verwachting stijgen.** De crisis heeft een einde gemaakt aan jaren van verbeterende arbeidsmarkten in de hele EU. Tot op heden heeft dit vooral geleid tot een daling van het gemiddelde aantal uren per werknemer, terwijl het aantal werklozen slechts licht is gestegen. Dit verschijnsel van hamsteren van arbeid, d.w.z.

bedrijven die hun werknemers aanhouden, dat veel economieën in de EU in 2020 kenmerkt, is grotendeels toe te schrijven aan door de overheid gesubsidieerde initiatieven om banen te behouden, met name tijdelijke werktijdverkortingsregelingen. Verwacht wordt echter dat de werkloosheid met enige vertraging zal stijgen, zoals doorgaans gebeurt na recessies. Met name in sterk door de pandemie getroffen sectoren dreigt een aanzienlijk banenverlies, wat afhankelijk zal zijn van zowel de duur van deze effecten als de kracht van de beleidsrespons.

- **De arbeidskosten per eenheid product zijn de afgelopen jaren in verschillende EU-landen sneller gestegen door loonstijgingen en zwakke productiviteitsgroei, maar zullen in de toekomst naar verwachting worden getemperd na een sterke stijging in 2020.** De afgelopen jaren is in verscheidene Midden- en Oost-Europese en Baltische landen door de robuuste economische groei een sterke dynamiek van de arbeidskosten per eenheid product opgetekend. De dalende arbeidsproductiviteit, als gevolg van de productiedaling in combinatie met het behoud van banen, zal er naar verwachting voor zorgen dat de arbeidskosten per eenheid product in 2020 stijgen, ondanks een duidelijke vertraging van de loongroei. In 2021 zal het herstel van de economische bedrijvigheid naar verwachting een opleving van de nominale productiviteit meebrengen, wat de stijging van de arbeidskosten per eenheid product in 2020 gedeeltelijk zou compenseren.

- **Verwacht wordt dat de schuld van de ondernemingen in 2020 over de hele linie aanzienlijk zal toenemen, met name als gevolg van liquiditeitsbehoeften.** Het aangaan van leningen voor de financiering van werkkapitaal nam door de COVID-19-uitbraak een hoge vlucht, en de kredietverlening aan niet-financiële vennootschappen is in de meeste landen toegenomen. Kredietgaranties hebben bedrijven geholpen om ter ondersteuning van hun activiteiten leningen aan te gaan en ook hun liquiditeitspositie te versterken. Ook moratoria op schuldaflossing droegen bij tot de stijging van de schuld. Stijgende schuldniveaus, in combinatie met de aanzienlijke daling van het bbp in 2020, zullen naar verwachting zorgen voor een sterke stijging van de schuldquoten, met name op de korte termijn. Op langere termijn zal de dynamiek van de schuldquoten waarschijnlijk verbeteren met het herstel, maar schuldaflossing kan moeilijk worden, vooral in sectoren die langduriger onder de pandemie te lijden hebben. Dit zou ook gevolgen hebben voor de balansen van kredietverstrekkers.

- **De dynamiek van de schuld van de huishoudens lijkt relatief beperkt.** Vóór de COVID-19-crisis begon de kredietverlening aan huishoudens in een aantal landen weer in een dynamisch tempo te groeien na jaren van schuldafbouw of gematigde dynamiek. De ontwikkeling van de schuld van de huishoudens lijkt in 2020 enigszins te vertragen. Dit gebeurt ondanks het effect van schuldmoratoria, die de liquiditeitsdruk van huishoudens met schulden hebben verlicht en het aflossingstempo hebben vertraagd. De schuldquoten van huishoudens stijgen in 2020 automatisch door de daling van het bbp. Tegelijkertijd zijn de besparingen van huishoudens gestegen door een scherpe daling van het verbruik. De verslechtering van de arbeidsmarkten werpt een schaduw over de aflossingsvooruitzichten voor huishoudens.

- **De groei van de huizenprijzen bleef tot in 2020 robuust, met in sommige landen versnellingen, maar een matiging en mogelijke neerwaartse correcties lijken waarschijnlijk.** In 2019 bleven de huizenprijzen snel stijgen, ook in een aantal landen met een risico op overwaardering. De impact van de crisis op de werkgelegenheidsvooruitzichten en de inkomens van huishoudens zal normaal gesproken tot uiting komen in een matiging van de dynamiek van de huizenprijzen. De laatste kwartaalgegevens wijzen al op een verzwakking van de huizenmarkt in meer dan de helft van de EU-landen. De prognoses voor de groei van de huizenprijzen wijzen op neerwaartse correcties in een grote meerderheid van de lidstaten in de periode 2020-2021.

- **De overheidsschuld, die de laatste jaren een dalende trend volgde dankzij een sterkere nominale bbp-groei, vertoont momenteel een snelle stijging in alle lidstaten, met name daar waar de COVID-19-crisis de grootste impact had.** De laatste jaren is de overheidsschuld in de meeste lidstaten blijven dalen, maar in enkele landen met hoge schuldenlast verminderden de schulden niet of slechts in beperkte mate. Tijdens de crisis hebben regeringen overal in de EU automatische stabilisatoren hun werk laten doen en directe budgettaire en liquiditeitssteun verleend om de gezondheidscrisis te beperken en de bezuinigingen in de particuliere sector te verzachten. De overheidsschuldquoten stijgen sterker in landen waar het schuldniveau vóór de crisis al het hoogst was, wat ook het feit weerspiegelt dat de recessie in die landen dieper is. Een uitzonderlijke versoepeling van het monetaire beleid en diverse initiatieven van de EU en de eurozone hebben de financieringskosten op historisch lage niveaus gehouden en het vertrouwen ondersteund. Hoewel sommige landen de hoge liquiditeit en de grote vraag van beleggers hebben gebruikt om de looptijdstructuur van hun overheidsschuld te verlengen, kan de structuur van de overheidsschuld voor andere landen risico's meebrengen, met name als gevolg van korte looptijden en een hoog percentage schuld dat in vreemde valuta luidt.

- **De omstandigheden in de banksector zijn de afgelopen jaren verbeterd, maar de COVID-19-schok zou de veerkracht van de bankensector op de proef kunnen stellen.** De omstandigheden in de banksector zijn sinds de wereldwijde financiële crisis aanzienlijk verbeterd, met sterkere kapitaalratio's en liquiditeitsbuffers dan tien jaar geleden. De sector blijft echter onder druk staan door lage winstgevendheid in een klimaat van lage rente en, in enkele landen, nog steeds betrekkelijk hoge percentages niet-renderende leningen. De ruime liquiditeit die door centrale banken is verstrekt, heeft bijgedragen tot het voorkomen van een kredietcrisis na de COVID-19-uitbraak, en de opschorting van dividenduitkeringen en enige tijdelijke versoepeling van de regels geven banken ook meer ademruimte. Verwacht wordt dat de crisis de kwaliteit van de activa en de winstgevendheidsvooruitzichten zal schaden. Wanneer ondernemingen en huishoudens steeds meer moeite hebben om schulden af te lossen, zou dat leiden tot meer niet-renderende leningen, vooral zodra de schuldmoratoria zijn verstreken. Neerwaartse correcties van de huizenprijzen kunnen gevolgen hebben voor onderpandtaxaties en dus voor de balansen van banken.

De COVID-19-schok verergert bestaande onevenwichtigheden in de eurozone en daarom moeten de steunmaatregelen van de EU zo goed mogelijk worden gebruikt. Volgens de economische najaarsprognoses 2020 van de Commissie worden de lidstaten die economisch het zwaarst door de COVID-19-crisis zijn getroffen als gevolg van de ernst van de pandemie of hun afhankelijkheid van zeer kwetsbare sectoren, gekenmerkt door relatief grote overheidsschulden en externe schulden. De COVID-19-crisis lijkt dus bestaande patronen in de eurozone ten aanzien van binnenlandse en buitenlandse schuldenlast te versterken. Een aantal zwaar door de COVID-19-crisis getroffen landen werd in het recente verleden gekenmerkt door zeer zwakke potentiële groei. De pandemie kan dus ook de economische verschillen verergeren. Daarnaast wordt, ondanks de sterke daling van de mondiale vraag, verwacht dat voor de eurozone als geheel een handelsoverschot blijft bestaan, waaruit blijkt dat er meer ruimte zou kunnen zijn om de binnenlandse vraag op geaggregeerd niveau van de eurozone te vergroten om het herstel te bevorderen en tegelijkertijd de inspanningen van de ECB om de inflatiedoelstelling te bereiken, te ondersteunen. Gezien de toenemende schuldenlast in alle lidstaten kunnen de faciliteit voor herstel en veerkracht en andere instrumenten voor financiële steun op het niveau van de eurozone en de EU, waaronder SURE, React-EU en een grotere flexibiliteit bij het gebruik van de resterende EU-middelen, de lidstaten helpen de voorwaarden te scheppen voor een duurzaam herstel en versterking van de veerkracht. Voor de toekomst is het belangrijk dat ondersteunende beleidsmaatregelen, hervormingen en investeringen in de eurozone zodanig worden

gecombineerd dat macro-economische onevenwichtigheden doeltreffend worden aangepakt, met name wanneer het gaat om buitensporige onevenwichtigheden.

Alles bij elkaar lijken de risico's door de COVID-19-crisis vooral te stijgen in landen waar al (buitensporige) onevenwichtigheden zijn vastgesteld. Tot op zekere hoogte is de COVID-19-crisis een terugval in de geleidelijke vermindering van de onevenwichtigheden in veel lidstaten, die voornamelijk werd aangedreven door de economische expansie vanaf 2013. Tegelijkertijd lijkt de al bestaande oververhitting in verband met de sterke groei van de huizenprijzen en de arbeidskosten per eenheid product nu een minder groot risico op middellange termijn. Mogelijk zal er zelfs sprake zijn van neerwaartse correcties. Hoewel de druk op de kapitaalstromen en de wisselkoersen in 2020 van korte duur bleek te zijn, zou het marktsentiment volatiel kunnen blijven. Het toezicht moet zich dan ook toespitsen op landen waar de risico's lijken toe te nemen. Daarbij gaat het voornamelijk om landen waar al onevenwichtigheden zijn geconstateerd. Voorts moeten ook de ontwikkelingen in andere lidstaten nauwlettend worden gevolgd, waaronder in enkele niet tot de eurozone behorende economieën waar de bezorgdheid over de houdbaarheid van de externe positie in het voorjaar tot uiting is gekomen in marktdruk, alsook in lidstaten met zeer hoge schuldniveaus.

De stijging van de particuliere en de overheidsschuldquote in 2020 noopt tot zorgvuldige monitoring, maar vergt in dit stadium geen nieuwe diepgaande evaluaties. De risico's op macro-economische onevenwichtigheden nemen toe, met name die in verband met stijgende schuldquoten en vooral in landen waar reeds onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld. De aanzienlijke stijgingen van de schuldquote in 2020 houden in hoge mate verband met het mechanische effect van tijdelijke maar grote recessies die de noemer van die quote verminderen. Deze stijging van de overheids- en de bedrijfsschulden houdt ook verband met de aanpassing aan de grote eenmalige COVID-19-schok en het resultaat van doelbewuste en tijdelijke beleidsinspanningen (ook gekoppeld aan maatregelen als bankgaranties en moratoria op terugbetaling) om de impact van de crisis op te vangen en een nog grotere weerslag van de pandemie op de economische activiteit, de inkomens en de macro-economische stabiliteit in de toekomst te voorkomen. Voorkomen dat de recessie steeds dieper en hardnekkiger wordt, is een noodzakelijke reactie om de schuldvooruitzichten te verbeteren, zelfs als dat tijdelijke schuldverhogingen meebrengt.

Er zullen diepgaande evaluaties worden opgesteld voor de lidstaten waarvoor reeds onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld. In overeenstemming met de gangbare prudentiële praktijk zullen diepgaande evaluaties worden verricht om te beoordelen of de bestaande onevenwichtigheden worden weggewerkt, voortduren of verergeren, en om tegelijkertijd de balans op te maken van het gevoerde correctiebeleid. Er zijn dan ook diepgaande evaluaties gepland voor de 12 lidstaten waarvoor op basis van de bevindingen van de diepgaande evaluaties van februari 2020 onevenwichtigheden en buitensporige onevenwichtigheden waren vastgesteld[6]. Voor negen lidstaten zijn momenteel onevenwichtigheden vastgesteld (**Duitsland, Frankrijk, Ierland, Kroatië, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje** en **Zweden**) terwijl voor **Cyprus, Griekenland** en **Italië** buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld.

[6] Zie "Europees semester 2020: beoordeling van structurele hervormingen, preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden, en resultaten van diepgaande evaluaties ingevolge Verordening (EU) nr. 1176/2011" - COM(2020) 150 final van 26.2.2020. Bulgarije was in februari ook onderworpen aan een diepgaande evaluatie, maar bleek niet langer onevenwichtigheden te ondervinden.

Dit waarschuwingsmechanismeverslag wijst op potentieel riskante ontwikkelingen in een aantal lidstaten waarvoor geen diepgaande evaluaties zullen worden verricht. Na de COVID-19-uitbraak hebben zich in sommige landen buiten de eurozone risico's voorgedaan in verband met externe financiering. Hongarije lijkt een geval te zijn waarin de wisselwerking tussen overheidsleningen en externe financiering monitoring vergt[7]. De overheidsschuld is gedeeltelijk gefinancierd in vreemde valuta, wat een weerspiegeling is van het open karakter van de economie en het feit dat een deel van de inkomsten van de overheidssector en de particuliere sector in vreemde valuta luidt. De overheidsschuld heeft echter een zeer korte looptijd en omvat relevante deelnemingen van de binnenlandse banksector, terwijl de officiële reserves begin 2020 dicht bij de prudentiële minima lagen. Hoewel de marktdruk sinds het voorjaar is afgenomen en er momenteel geen solide aanwijzingen zijn dat er risico's op onevenwichtigheden zijn, kunnen dergelijke risico's zich in de toekomst opnieuw voordoen, zodat zorgvuldige monitoring geboden is. De gevolgen van stijgende schuldquoten moeten ook worden gemonitord in een aantal lidstaten die momenteel niet onder PMO-toezicht staan. In België zal zowel de particuliere als de overheidsschuld naar verwachting stijgen tot boven de PMO-drempels. De lidstaten waar de particuliere schuld naar verwachting stijgt en boven de drempel uitkomt, zijn Denemarken, Finland en Luxemburg. Verwacht wordt dat de overheidsschuld in Oostenrijk en Slovenië verder zal toenemen tot meer dan 60 % van het bbp. Er bestaat grote onzekerheid over de mate waarin deze ontwikkelingen extra risico's voor de macro-economische stabiliteit meebrengen, met name omdat er ook rekening moet worden gehouden met de groeivooruitzichten op middellange en lange termijn, en hoe die door de COVID-19-crisis zullen worden beïnvloed. Daarom is het momenteel niet nodig om voor meer lidstaten een diepgaande evaluatie uit te voeren, ook al vergt de verwachte stijging van de schuldquoten zorgvuldige monitoring.

2. DE VERANDERENDE ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN: GEVOLGEN VOOR DE MACRO-ECONOMISCHE ONEVENWICHTIGHEDEN IN DE EUROZONE

De COVID-19-pandemie heeft gefungeerd als een eenmalige schok voor de economie. De uitbraak van de pandemie werd gevolgd door beperkende maatregelen om besmetting tegen te gaan vanaf maart 2020, die in mei geleidelijk werden versoepeld in de meeste lidstaten. De ingevoerde maatregelen waren grofweg evenredig aan de ernst van de noodsituatie op gezondheidsgebied, maar met relevante verschillen tussen de landen[8]. Als gevolg van de COVID-19-pandemie werd een enorme schok aan de vraagzijde met gevolgen voor de consumptie verergerd door aanbodbeperkingen tijdens lockdowns. De consumptiedynamiek blijft gematigd in vergelijking met pre-COVID-trends, met name voor dienstenactiviteiten waarbij menselijk contact moeilijker te vermijden is. De investeringen worden nog steeds gehinderd door aanzienlijke onzekerheid. Een verminderde inkomens- en werkgelegenheidsgroei en een gematigde dynamiek op de exportmarkt zullen de vraag blijven afremmen. De verstoring van sommige waardeketens en de maatregelen inzake afstand houden op de werkplek blijven het aanbod beïnvloeden, wat de productiviteit schaadt[9]. De EU en andere delen van de wereld zitten momenteel midden in een nieuwe uitbraak van de pandemie, over de ernst en de duur waarvan grote onzekerheid bestaat. Al met al gaan de economische najaarsprognoses 2020 van de Commissie uit van een daling

[7] De wisselwerking tussen de overheidsfinanciën en de externe sector moet ook worden geanalyseerd in de diepgaande evaluatie die voor Roemenië is gepland.

[8] Zie https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_en. Zie ook Internationaal Monetair Fonds, Fiscal Monitor, oktober 2020.

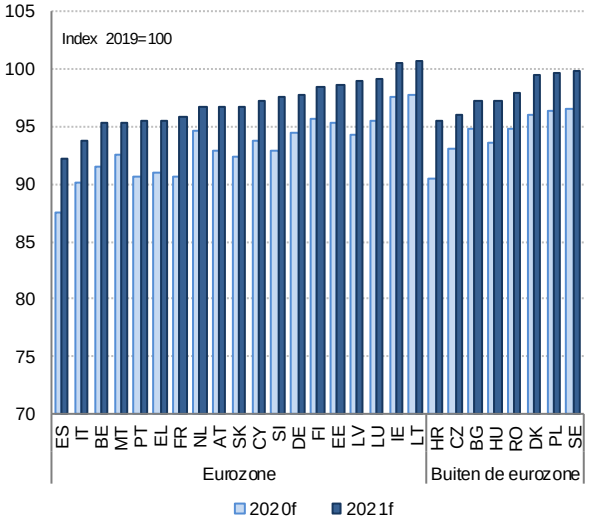
[9] Zie Internationaal Monetair Fonds, World Economic Outlook, hoofdstuk 2, oktober 2020;

van het bbp in 2020 met -7,8 % in de eurozone en -7,4 % in de EU. Ondanks het voor 2021 verwachte herstel zal het bbp naar verwachting onder de niveaus van 2019 van vóór de crisis blijven (grafiek 1)[10]. [11]

Uitzonderlijke beleidsreacties hebben de economische gevolgen van de COVID-19-crisis helpen opvangen. In de hele EU en in grote delen van de wereld werden vele beleidsmaatregelen genomen om te voorkomen dat de inkomens als gevolg van beperkende maatregelen instorten, en om het risico van groot banenverlies en vele faillissementen te verminderen. Regeringen hebben begrotingssteun verleend in de vorm van werktijdverkortingsregelingen en hogere inkomenssteun voor werklozen. Er werden moratoria op belastingbetaling en hypotheekaflossing ingesteld. Er werden garanties voor bankleningen verstrekt om kredietkrapte te voorkomen. De ECB heeft een breed scala aan ondersteunende maatregelen genomen om de financiële stabiliteit en de goede werking van de financiële markten te behouden, waaronder aanvullende liquiditeitsverschaffing voor banken, versoepeling van de onderpandvereisten en aanzienlijke extra aankopen van activa uit de publieke en de private sector in het kader van het programma voor de aankoop van activa en het pandemie-noodaankoopprogramma. Het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme heeft de regelgevingsvereisten voor banken op anticyclische wijze versoepeld. Het Europees stabiliteitsmechanisme heeft aan alle lidstaten van de eurozone crisisondersteuning bij een pandemie ter beschikking gesteld op basis van de kredietlijn tegen aangescherpte voorwaarden. De EU en haar lidstaten hebben drie vangnetten opgezet voor werknemers, bedrijven en overheden: een faciliteit voor tijdelijke steun om het risico op werkloosheid te beperken in een noodtoestand (SURE), het pan-Europees Garantiefonds van de Europese Investeringsbank en de crisisondersteuning bij een pandemie van het Europees stabiliteitsmechanisme. De Commissie heeft voorstellen gedaan voor nieuwe instrumenten ter bevordering van het herstel (Next Generation EU), waarover de Europese Raad in juli overeenstemming heeft bereikt, met name een grootschalige faciliteit voor herstel en veerkracht. Deze faciliteit verstrekt subsidies en leningen om hervormingen en investeringen te stimuleren teneinde het groeipotentieel te vergroten, de economische en sociale veerkracht te versterken en de groene en digitale transitie te vergemakkelijken, in overeenstemming met de doelstellingen van de Unie in dat verband. Er is een reeks andere beleidsmaatregelen genomen, waaronder een sneller en flexibeler gebruik van de resterende EU-middelen, de invoering van een tijdelijke kaderregeling voor staatssteun en het activeren van de algemene ontsnappingsclausule in het kader van het stabiliteits- en groeipact

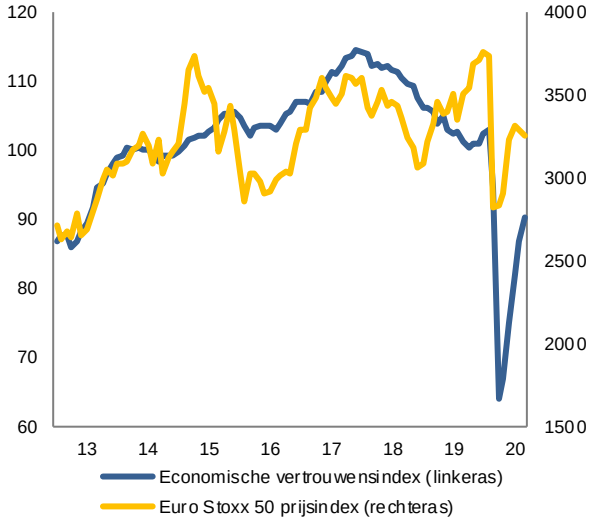
[10] Europese Commissie, European Economic Forecast, Autumn 2020, Institutional paper 136, november 2020.
[11] Het Verenigd Koninkrijk is niet opgenomen in de grafieken in de volgende delen, aangezien zij ten grondslag liggen aan de uitvoering van de PMO in 2021, die na het einde van de overgangsperiode plaatsvindt.

Grafiek 1: Bbp tegen constante prijzen in vergelijking met het niveau van vóór de crisis



Bron: Economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie

Grafiek 2: Economisch vertrouwen en beursindex, 2013-2020



Bron: Europese Commissie en ECB, verstrekt door DataStream

De COVID-19-uitbraak werd gevolgd door krachtige eerste reacties op de financiële markten. De financiële markten verwachtten een grote recessie kort na het uitbreken van de COVID-crisis. De effectenbeurzen kelderden tegen de achtergrond van bijgestelde winstverwachtingen van bedrijven. De obligatiemarkt weerspiegelde de dynamiek van een vlucht naar veiligheid, met stijgende risicopremies op overheidsobligaties die door beleggers als risicovoller worden gezien, en bedrijfsobligatiespreads die met name voor segmenten met een lage rating toenemen. De wisselkoersdynamiek weerspiegelde de druk op opkomende markten bij kapitaaluitstromen en belangrijke neerwaartse correcties in de olie- en grondstoffenprijzen. Ook de valuta's van enkele lidstaten buiten de eurozone hadden met enige neerwaartse druk te maken. Er werden ook met name spanningen geconstateerd in sommige valuta's en obligatierendementen van lidstaten buiten de eurozone die flexibele wisselkoersstelsels hanteren bij toenemende volatiliteit van de kapitaalstromen. [12]

De omstandigheden op de financiële markten zijn na de steunmaatregelen van de overheid aanzienlijk verbeterd, door loskoppeling van de vooruitzichten voor de reële economie. De aandelen- en obligatiemarkten herstelden zich bij dalende risicopremies. De valutamarkten en de grondstoffenmarkten stabiliseerden zich. De geaccumuleerde verliezen als gevolg van de COVID-19-uitbraak zijn aanzienlijk verminderd, en de marktvolatiliteit is beperkt. In een context van massale, tijdige en geloofwaardige interventies van de overheid lijken de financiële markten zich te hebben losgekoppeld van de vooruitzichten voor de reële economie, die nog steeds worden omgeven door aanzienlijke neerwaartse risico's (grafiek 2)[13].

[12] Zie ook ECB, Financial Stability Review, mei 2020, Bank voor Internationale Betalingen, Annual Economic Report, juni 2020; en Internationaal Monetair Fonds, Global Financial Stability Report, april 2020, bijgewerkt in juni 2020 en oktober 2020.

[13] De economische vertrouwensindex van de Commissie ligt, hoewel hij zich herstelt, nog steeds onder het gemiddelde sinds het herstel van 2013, terwijl de belangrijkste aandelenprijsindex in de eurozone zich heeft

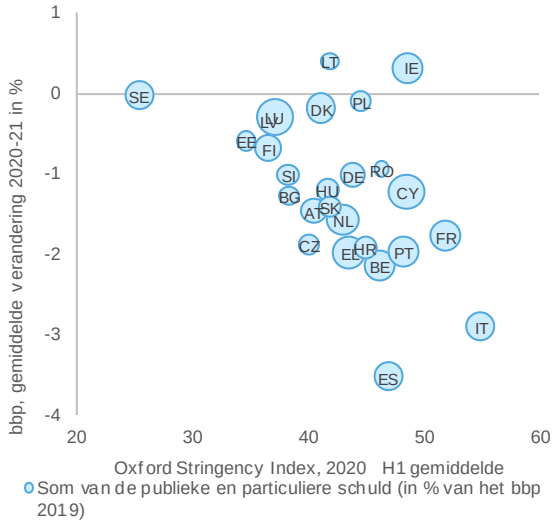
Er is een hoge mate van onzekerheid over de economische vooruitzichten in verband met de ontwikkeling van de pandemie, alsook over de beleidsreacties en de gedragsveranderingen van economische subjecten. De effecten van de recessies van het voorjaar van 2020 zijn nog niet volledig duidelijk wat betreft de gevolgen voor de werkgelegenheid, faillissementen en bankbalansen. De tweede uitbraak van de pandemie, die nu plaatsvindt, heeft gevolgen voor de groeivooruitzichten door de invoering van nieuwe inperkingsmaatregelen. Deze zullen naar verwachting op de korte termijn de economische activiteit en het vertrouwen drukken, met negatieve gevolgen voor de consumptie en de investeringen, zij het in mindere mate dan in het voorjaar, aangezien de aanpak nu gerichter is. De bbp-groei van de EU zal dan ook, na een sterke opleving in het derde kwartaal, in het vierde kwartaal van 2020 waarschijnlijk tot stilstand komen. Daarnaast kunnen spanningen op handelsgebied en geopolitieke spanningen opnieuw de kop opsteken. De ondersteunende houding van de budgettaire en monetaire autoriteiten is tot dusver door de financiële markten als geloofwaardig beoordeeld, en een voortijdige intrekking van beleidsmaatregelen zou een risico inhouden. Een herbeoordeling van risico's en mogelijke nieuwe perioden van financiële stress kunnen niet worden uitgesloten, vooral in landen met een hoge schuldenlast, zwakke externe posities en grote financieringsbehoeften waarin niet volledig in eigen land kan worden voorzien. Anderzijds zouden een snellere vooruitgang bij de beheersing van de pandemie en de uitvoering van ambitieus en gecoördineerd beleid binnen de EU een sneller herstel mogelijk kunnen maken.

De huidige economische ontwikkelingen hebben gevolgen voor de macro-economische onevenwichtigheden. De overheids- en particuliere schuldquoten stijgen in de meeste landen. Dit is te wijten aan de mechanische uitkomst van de recessies die de noemer van de schuldquote verminderen, en aan het feit dat de overheid en het bedrijfsleven meer lenen om de impact van de COVID-19-crisis op te vangen. Uiteindelijk vormen verslechterende vooruitzichten voor de overheidsschuld en de particuliere schuld een risico dat kan doorwerken op de balansen in de financiële sector, die ook rechtstreeks zouden worden beïnvloed door de COVID-19-schok in de vorm van verminderde winstgevendheid. Tegelijkertijd zullen de trends die in een aantal lidstaten werden waargenomen met betrekking tot het verslechterende kosten- en prijsconcurrentievermogen en de sterke groei van de huizenprijzen nu waarschijnlijk tot stilstand komen. Dit roept echter vragen op over de gevolgen van een omkering in die patronen. Met name zwakke of negatieve ontwikkelingen van het inkomen uit arbeid kunnen leiden tot een verminderde terugbetalingscapaciteit voor huishoudens, terwijl neerwaartse correcties voor de huizenprijzen, vooral wanneer die in landen met een hoge schuld van de huishoudens plaatsvinden en op ongeordende wijze verlopen, de bankbalansen kunnen beïnvloeden door lagere onderpandwaarden.

---

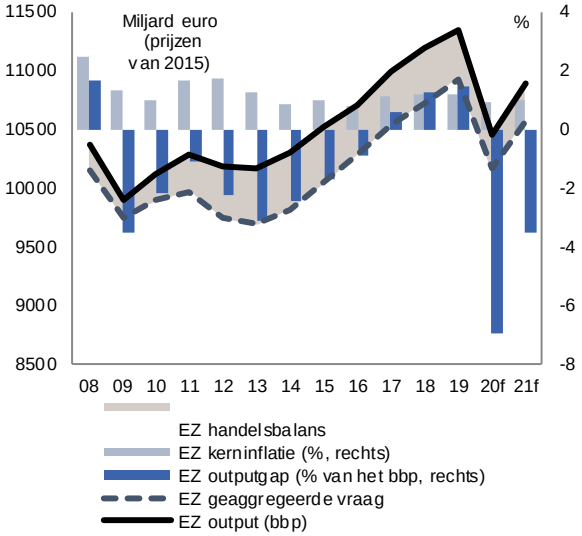
hersteld tot een niveau dat grotendeels overeenstemt met het gemiddelde voor dezelfde periode na 2013. Zie ook Internationaal Monetair Fonds, Global Financial Stability, bijgewerkt in juni 2020 en oktober 2020.

Grafiek 3: Recessies, Oxford Stringency Index en schulden vóór COVID-19



Bron: Eurostat, economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie en de pagina van de universiteit van Oxford waar de respons van de regering op COVID-19 kan worden gevolgd.

Grafiek 4: Output, binnenlandse vraag, netto-uitvoer en kerninflatie in de eurozone



Bron: Ameco en economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie.
Opmerking: hoewel het verschil tussen het bbp en de binnenlandse vraag per definitie gelijk zou moeten zijn aan de handelsbalans, zijn de gegevens onderling niet volledig afgestemd vanwege verschillen in de rapportage binnen de eurozone.

De COVID-19-schok lijkt de bestaande onevenwichtigheden in de eurozone te verergeren.[14] Hoewel het schuldniveau geen factor lijkt te zijn geweest die de recessies na de COVID-19-crisis aanzienlijk heeft verergerd, werd een meerderheid van de landen die het hardst door de COVID-19-pandemie werden getroffen en die inperkingsmaatregelen moesten nemen, gekenmerkt door relatief grote publieke of particuliere schulden (grafiek 3). [15] Dit betekent dat de schuldquote als gevolg van relatief sterke recessies toeneemt, vooral in landen waar de schuldenlast al betrekkelijk hoog was. [16] Sommige van de nettodebiteurlanden die door de pandemie zwaar werden getroffen, worden ook gekenmerkt door een relatief groot aandeel inkomsten uit toerisme (bv. Cyprus, Griekenland, Portugal,

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

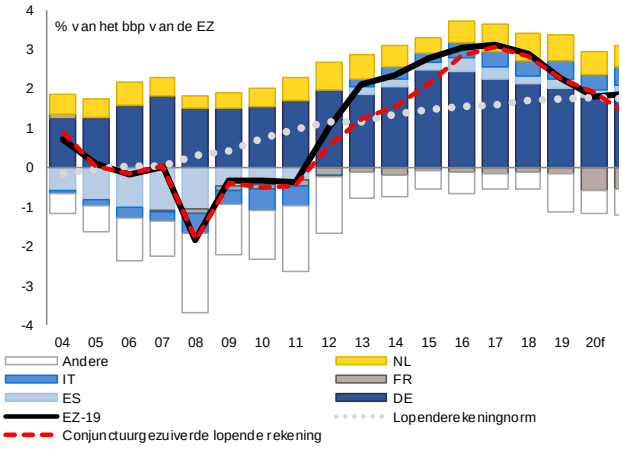
[15] De Oxford Stringency Index in grafiek 3 omvat acht inperkingsmaatregelen en één gezondheidscomponent. Zie T. Hale et al. (2020), "Variation in government responses to COVID-19". BSG, Working Paper 32 (versie 8.0), Blavatnik School of Government, University of Oxford, oktober.

[16] Rekening houdend met de strengheid van de lockdown, de kwaliteit van de instellingen en de afhankelijkheid van toerisme, lijkt de overheidsschuld geen beslissende factor voor de omvang van de recessie na COVID-19. Dit ondersteunt de opvatting dat interventies van monetaire autoriteiten ter ondersteuning van de obligatiemarkten doeltreffend waren om te voorkomen dat de spanningen op de obligatiemarkt de recessies verergerden. Zie A. Sapir, "Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?", Policy Contribution nr. 18, september 2020.

Spanje), die bijzonder gevoelig zijn voor de COVID-19-crisis, wat ook gevolgen heeft voor hun externe saldo. Kortom, de COVID-19-crisis lijkt bestaande patronen in de eurozone ten aanzien van economische verschillen en binnenlandse en buitenlandse schuldenlast te versterken.

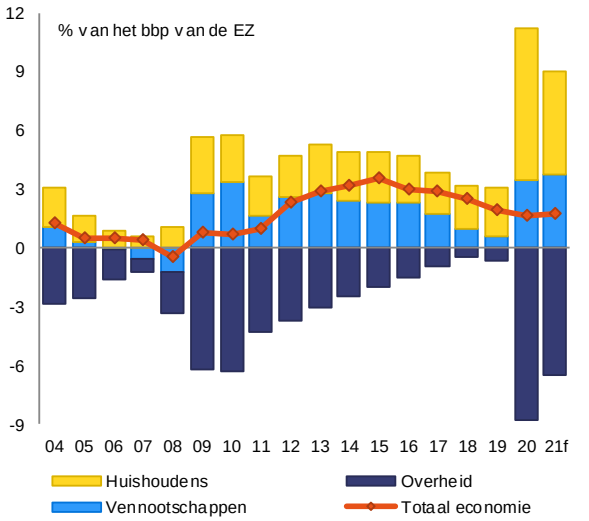
Gezien de enorme daling van de totale vraag zal er naar verwachting een einde komen aan de geleidelijke afname van het handelsoverschot van de eurozone. Het handelsoverschot van de eurozone neemt sinds 2017 af en zal naar verwachting in 2020 en 2021 ruwweg stabiel blijven. De daling van het bbp in 2020 en het herstel ervan in 2021 zullen naar verwachting grotendeels gelijklopen met de ontwikkeling van de binnenlandse vraag. Evenzo zal de dynamiek van de invoer in de eurozone nauw aansluiten bij die van de uitvoer. Naar verwachting zal het handelsoverschot op het niveau van de eurozone dus niet verder afnemen, tegen de achtergrond van een verslechtering van de outputgap in 2020, die volgens de prognose groter zal zijn dan die welke in 2009 na de financiële crisis werd waargenomen. Daarnaast zal de kerninflatie naar verwachting gematigd blijven (grafiek 4).

Grafiek 5: Ontwikkeling van de lopende rekening in de eurozone: uitsplitsing naar land



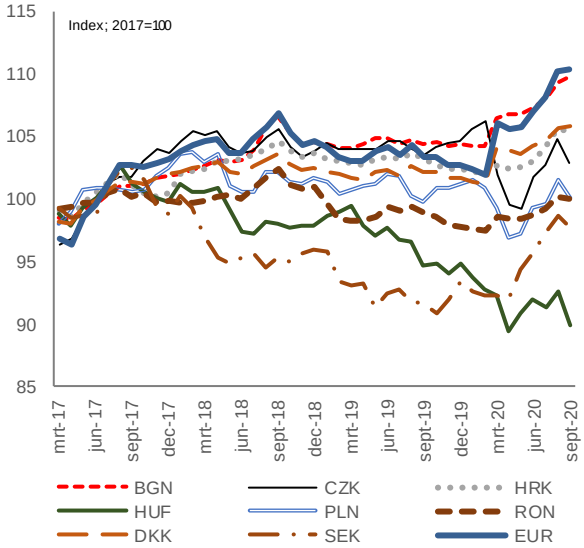
Bron: Eurostat (betalingsbalansstatistieken) en economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie.
Opmerking: De lopende rekening van de EZ19 voor 2020 en 2021 stemt overeen met het aangepaste cijfer van de najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie, dat rekening houdt met verschillen in rapportage door diverse nationale statistische autoriteiten binnen de eurozone (zie voetnoot 17).

Grafiek 6: Vorderingenoverschot c.q. -tekort in de eurozone



Bron: Ameco, Eurostat en economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie.
Opmerking: De cijfers voor de totale economie van de EZ19 voor 2020 en 2021 stemmen overeen met de aangepaste cijfers van de najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie. Voor eerdere jaren komen de cijfers voor de totale economie van de EZ19 overeen met het vorderingenoverschot/-tekort in de betalingsbalansgegevens van Eurostat. De gegevens over huishoudens en ondernemingen voor 2020 en 2021 worden berekend als de som van de EZ19-landen behalve Malta, waarvoor geen gegevens beschikbaar zijn.

Grafiek 7: Nominale effectieve wisselkoersen (NEER)



Bron: ECB

Het overschot op de lopende rekening van de eurozone als percentage van het bbp is sinds 2017 gedaald en zal in 2020 naar verwachting verder afnemen. De lopende rekening van de eurozone is tot 2017 gestegen bij wijdverbreide schuldafbouw, en sindsdien is er sprake van een daling. In 2019 wordt het saldo op de lopende rekening van de eurozone geraamd op 2,3 % van het bbp (grafiek 5).[17] Hoewel de daling van het overschot op de lopende rekening in 2017 en 2018 hoofdzakelijk verband hield met ontwikkelingen in de goederenbalans, met name als gevolg van handelspolitieke spanningen en een duurdere energierekening, was de daling in 2019 grotendeels toe te schrijven aan de dienstenbalans. Niettemin bleef het overschot op de lopende rekening van de eurozone in 2019 in nominale termen het grootste ter wereld. De waarde ervan lag, ook wanneer zij voor de conjunctuur wordt gecorrigeerd, licht boven een normraming voor de lopende rekening in overeenstemming met de economische fundamentals van 2 % van het bbp van de eurozone[18]. Bij ongewijzigd beleid zal het overschot op de lopende rekening van de eurozone volgens de najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie naar verwachting verder afnemen tot 1,8 % van het bbp in 2020, en licht stijgen tot 1,9 % van het bbp in 2021, waarmee het onder de huidige normraming voor de lopende rekening komt. De voorspelde afname van het overschot van de eurozone is deels het gevolg van een lagere energierekening; de aanzienlijke appreciatie van de euro die begin 2020 begon (grafiek 7), zou ook een daling van de lopende rekening in de toekomst meebrengen.

[17] De hier aangehaalde en gebruikte cijfers voor de lopende rekening van de eurozone hebben betrekking op het "aangepaste" saldo op de lopende rekening van de eurozone dat gerapporteerd wordt ten aanzien van de rest van de wereld (uit de statistieken met betrekking tot de betalingsbalans van de eurozone), hetgeen in overeenstemming is met het verslag over de lopende rekeningen van de lidstaten ten aanzien van partners buiten de eurozone (volgens het zogenoemde "communautair begrip"). Dit cijfer kan verschillen van de som van de nominale saldi op de lopende rekening van de lidstaten als gevolg van asymmetrieën van de saldi op de lopende rekening binnen de eurozone die door de verschillende nationale statistische instanties worden gerapporteerd.

[18] Volgens het IMF (External Sector Report 2020) zou de norm voor de lopende rekening van de eurozone op ongeveer 1,4 % van het bbp liggen.

De geografische uitsplitsing van het overschot op de lopende rekening van de eurozone blijft stabiel, terwijl zich belangrijke veranderingen voordoen wat betreft de bijdrage van de verschillende sectoren van de economie. Het overschot van de eurozone weerspiegelt nog steeds voornamelijk de grote, maar gestaag afnemende overschotten die opgetekend zijn in Duitsland en Nederland: samen waren deze externe saldi in 2019 goed voor 2,7 % van het bbp van de eurozone[19]. De saldi op de lopende rekening in de eurozone zullen naar verwachting ook in 2020 en 2021 een zekere stabiliteit tussen de landen laten zien (grafiek 5). De stabiliteit van de cijfers van de lopende rekening maskeert echter aanzienlijke verschuivingen in het vorderingenoverschot tussen sectoren van de economie, aangezien de grote stijging van het vorderingenoverschot van de particuliere sector vrijwel geheel wordt gecompenseerd door een verslechtering van het vorderingenoverschot van de overheidssector (grafiek 6). Dit patroon, dat voor de eurozone als geheel werd waargenomen, doet zich ook binnen landen voor. In 2020 houdt de forse toename van de besparingen door de sector huishoudens grotendeels verband met de lockdownmaatregelen en een gematigde dynamiek van het gebruik van diensten waarbij afstand houden slecht mogelijk is, alsook met preventieve besparingen vanwege de toegenomen onzekerheid. De plotse stijging van het vorderingenoverschot van ondernemingen houdt deels verband met een daling van de investeringen en deels met een toename van de besparingen uit voorzorg. De dalende overheidsontvangsten en de begrotingsmaatregelen die zijn genomen om de gevolgen van de COVID-19-pandemie voor de inkomens op te vangen, vertalen zich in een aanzienlijke verslechtering van het vorderingenoverschot van de overheidssector. Soortgelijke patronen, zij het minder uitgesproken, worden voor 2021 voorspeld.

Om de toenemende macro-economische risico's in de toekomst aan te pakken, moeten de steunmaatregelen van de EU doeltreffend worden uitgevoerd.

- De huidige crisis verschilt fundamenteel van de financiële crisis van 2008. Terwijl die laatste crisis grotendeels het gevolg was van het afbouwen van onhoudbare onevenwichtigheden (overmatige schuldenlast van de financiële sector, vastgoedbubbels, grote en groeiende externe tekorten en in goede tijden toenemende overheidsschulden), is de COVID-19-crisis het gevolg van economische schokken die zijn ontstaan door overheidsbeperkingen en veranderde gedragspatronen uit gezondheidsoverwegingen. Deze schokken vinden plaats in een context waarin de meeste externe posities dankzij de recente gunstige economische omstandigheden zijn omgeslagen naar een evenwicht of overschot, de schuldafbouw van de financiële sector in de laatste jaren heeft gezorgd voor solide kapitaalbuffers in de banksector, de schuldafbouw van de particuliere sector de particuliere schuldquote heeft teruggebracht tot een niveau dat ruim onder de pieken van vóór de financiële crisis van 2008 ligt, en de overheidsschuldquote in de meeste lidstaten van de eurozone aan een neerwaarts traject is begonnen.
- Voor de terugbetalingsvooruitzichten in de toekomst is het cruciaal dat voor economisch herstel wordt gezorgd en de economische fundamentals worden versterkt, wat gedurende heel 2021 ondersteunend beleid vergt. Een duurzaam herstel is van cruciaal belang voor de overheidssector, qua dynamiek van de overheidsontvangsten, voor de sector financiële en niet-financiële vennootschappen, waarbij de terugbetalingscapaciteit afhankelijk is van de winstgevendheid, en voor de huishoudens, waarbij de vooruitzichten voor de houdbaarheid van de hypotheekschuld afhankelijk zijn van de werkgelegenheids- en inkomensdynamiek.

[19] De som van de in Duitsland en Nederland opgetekende overschotten is hoger dan het overschot van de eurozone, aangezien sommige lidstaten in 2019 een tekort vertoonden; zie ook voetnoot 17.

- Een doeltreffend gebruik van de beschikbare instrumenten op het niveau van de eurozone en de EU, met een doeltreffende uitvoering van de noodzakelijke hervormingen en investeringen, zou helpen een duurzaam herstel te bevorderen en de veerkracht te versterken. Het is van cruciaal belang dat de EU-financiering volledig wordt gebruikt en naar de meest productieve bestemmingen gaat. Dat zou de economische impact van de middelen versterken en voorkomen dat dergelijke hogere uitgaven op korte termijn een buitensporige groei van niet-verhandelbare activiteiten en externe onevenwichtigheden veroorzaken in landen waar de instroom een groot deel van het bbp uitmaakt.
- Voor de toekomst is het belangrijk dat ondersteunende beleidsmaatregelen, hervormingen en investeringen in de eurozone zodanig worden gecombineerd dat macro-economische onevenwichtigheden, met name buitensporige, doeltreffend worden aangepakt.

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

Het waarschuwingsmechanismeverslag steunt op een economische interpretatie van het PMO-scorebord van indicatoren, dat een mechanisme biedt om voor de hand liggend bewijsmateriaal uit te filteren met betrekking tot mogelijke risico's en kwetsbaarheden. Het scorebord omvat 14 indicatoren met indicatieve drempels op de volgende terreinen: externe posities, concurrentievermogen, schuldpositie van de private en overheidssector, woningmarkt, banksector en werkgelegenheid. Het steunt op actuele gegevens van goede statistische kwaliteit waarmee de stabiliteit en de consistentie van de gegevens tussen landen kan worden verzekerd. Overeenkomstig de PMO-verordening (Verordening (EU) nr. 1176/2011) worden scorebordwaarden niet mechanisch gelezen bij de beoordelingen in het waarschuwingsmechanismeverslag maar worden zij economisch geïnterpreteerd, waardoor een beter inzicht in de algemene economische context mogelijk wordt en rekening wordt gehouden met landspecifieke overwegingen[20]. Een reeks van 28 aanvullende indicatoren vervolledigt de interpretatie van het scorebord.

In vergelijking met eerdere waarschuwingsmechanismeverslagen wordt in het verslag van dit jaar meer gebruikgemaakt van prognoses en hoogfrequente gegevens om ook de gevolgen van de COVID-19-crisis te meten te midden van grote onzekerheid. Die gevolgen kunnen niet uit het algemene scorebord van het waarschuwingsmechanismeverslag worden afgelezen, aangezien dat slechts gegevens tot en met 2019 weergeeft. De waarden van scorebordvariabelen en andere relevante variabelen voor de PMO-analyse voor 2020 en 2021 zijn derhalve geraamd aan de hand van prognosegegevens van de Commissie en actuele voorspellingen (nowcasts) op basis van gegevens voor minder dan een jaar (zie kader 1 voor details per scorebordvariabele). Hoewel een dergelijke exercitie noodzakelijk lijkt om de lopende ontwikkelingen te meten, moet ook worden herinnerd aan de aanzienlijke onzekerheid waarmee die prognoses gepaard gaan. Bij de beoordeling van het waarschuwingsmechanismeverslag wordt, net als in voorgaande jaren, ook rekening gehouden met inzichten uit beoordelingskaders, bevindingen in bestaande diepgaande evaluaties en relevante analyses. De analyse van de Commissie blijft onderworpen aan het beginsel van transparantie over de wijze van

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

analyseren en de gebruikte gegevens en het beginsel van voorzichtigheid ten aanzien van de conclusies gezien het voorbehoud over de gegevenskwaliteit.

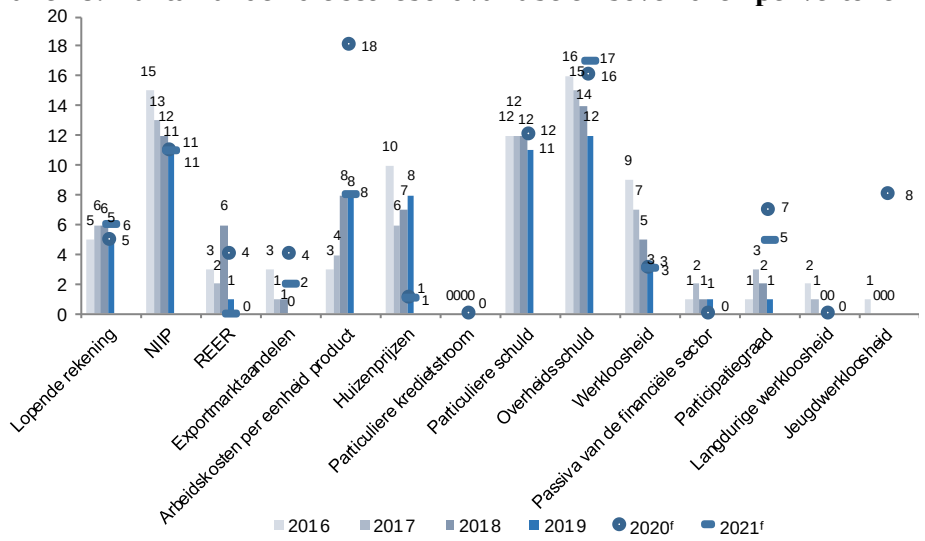
Uit de scorebordgegevens blijkt dat de recente correctie van de voorraadonevenwichtigheden tot stilstand zou komen, terwijl de oververhittingsrisico's van de afgelopen jaren naar verwachting zullen afkoelen door de crisis. De telling van waarden boven de drempels in het scorebord van het waarschuwingsmechanismeverslag in de loop der jaren laat de volgende patronen zien(grafiek 8).

- De economische expansie die in 2013 begon, heeft geholpen de particuliere en overheidsschuldquoten te verminderen, dankzij de gunstige noemereffecten. Dit komt tot uiting in het tot 2019 dalende aantal landen met een schuldquote boven de drempel. De COVID-19-crisis lijkt een einde te maken aan deze trend.

- Na de correctie van de grote tekorten op de lopende rekening van de jaren 2000, werd het afgelopen decennium gekenmerkt door het ontstaan van grote overschotten op de lopende rekening voor sommige economieën, die in de afgelopen jaren zijn afgenomen. De COVID-crisis zal de externe aanpassing naar verwachting niet fundamenteel veranderen, aangezien de impact ervan op de externe rekeningen beperkt zal zijn, met slechts marginale gevolgen voor het aantal landen die de drempels voor de saldi op de lopende rekening en de NIIP's overschrijden.

- Snel stijgende arbeidskosten per eenheid product en huizenprijzen hebben de laatste jaren geleid tot meer overschrijdingen van de betrokken drempels. Die oververhittingsdruk die zich in snelgroeiende landen manifesteert, zal naar verwachting geleidelijk verdwijnen door de COVID-crisis. Dat is het duidelijkst zichtbaar op het niveau van de huizenprijzen, die naar verwachting zullen afkoelen en in minder gevallen de drempel dreigen te overschrijden. De arbeidskosten per eenheid product kunnen ook afnemen, maar pas na een tijdelijke maar scherpe stijging in 2020, waarbij meer dan de helft van de lidstaten de drempel dreigt te overschrijden. Dit weerspiegelt het mechanische effect van een zichtbaar lagere productiviteit als gevolg van de sterk afgenomen activiteit en de minder getroffen werkgelegenheid. De reële effectieve wisselkoersen zullen naar verwachting de drempels overschrijden, grotendeels in het licht van de nominale wisselkoersontwikkelingen.

Grafiek 8: Aantal landen die scorebordvariabelen boven drempel vertonen



Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie (zie ook kader 1).
Opmerking: Het aantal landen met scorebordvariabelen die de drempel overschrijden, is gebaseerd op de jaargang van het scorebord die samen met het desbetreffende waarschuwingsmechanismeverslag is gepubliceerd. Eventuele bijstellingen achteraf van de gegevens kunnen resulteren in een verschil van het aantal waarden die de drempels overschrijden, berekend

door gebruik te maken van de recentste cijfers voor de scorebordvariabelen ten opzichte van het aantal dat in de bovenstaande grafiek wordt vermeld. Voor de gevolgde aanpak bij de prognoses van de scorebordindicatoren in de jaren 2020 en 2021, zie kader 1. Voor de volgende indicatoren worden alleen voor 2020 prognoses gegeven: particuliere kredietstroom, particuliere schuld, passiva van de financiële sector, langdurige werkloosheid, jeugdwerkloosheid.

Kader 1: Nowcasts van de kernscorebordindicatoren

Om de toekomstgerichte elementen in het scorebord beter te laten uitkomen, bouwt de analyse van het waarschuwingsmechanismeverslag waar mogelijk ook voort op prognoses en verwachtingen voor 2020 en 2021 en nowcasts voor het lopende jaar. Wanneer ze beschikbaar zijn, zijn dergelijke gegevens gebaseerd op de najaarsprognoses 2020 van de Commissie. Anders tonen de cijfers nowcasts op basis van vervangende indicatoren die door de diensten van de Commissie speciaal voor dit waarschuwingsmechanismeverslag zijn opgesteld.

De onderstaande tabel geeft een overzicht van de aannames die zijn gebruikt voor de prognoses en nowcasts van de kernscorebordindicatoren. De bbp-cijfers die in sommige quoten als noemer worden gebruikt, zijn afkomstig uit de najaarsprognoses van de Commissie.

In geval van meerjarige veranderingspercentages (zoals de verandering in het exportmarktaandeel over vijf jaar) zijn alleen de componenten 2020 en 2021 gebaseerd op prognoses, terwijl voor componenten voor 2019 of eerdere jaren gebruik wordt gemaakt van de Eurostat-gegevens die aan het PMO-scorebord ten grondslag liggen.

Tabel: Aanpak van prognoses en nowcasts voor kernindicatoren van het PMO-scorebord

Indicator	Aanpak	Gegevensbronnen
Saldo lopende rekening, % van het bbp (driejaarsgemiddelde)	Waarden van het saldo op de lopende rekening uit de najaarsprognoses van de Commissie (betalingsbalansconcept)	Ameco
Netto internationale investeringspositie (% van het bbp)	De najaarsprognoses van de Commissie voor het vorderingenoverschot/-tekort van de totale economie verschaffen de NIIP-verandering die transacties weerspiegelt; andere effecten (bv. waarderingsmutaties) worden tot het tweede kwartaal 2020 meegenomen en daarna geacht nul te zijn.	Ameco, Eurostat
Reële effectieve wisselkoers (REER) – 42 handelspartners, HICP-deflator (% verandering over drie jaar)	Waarden uit de najaarsprognoses van de Commissie	Ameco
Exportmarktaandeel – % van de werelduitvoer (% verandering over vijf jaar)	De cijfers zijn gebaseerd op de prognose van de Commissie van i) de nominale uitvoer van goederen en diensten voor EU-lidstaten (nationalerekeningenconcept) en ii) de uitvoer van goederen en diensten in volume voor de rest van de wereld, vertaald naar nominaal niveau door de prognoses van de Commissie voor de VS-invoerdeflator en de EUR/USD-wisselkoers	Ameco
Index van de nominale arbeidskosten per eenheid product, 2010=100 (% verandering over drie jaar)	Waarden uit de najaarsprognoses van de Commissie	Ameco
Huizenprijzenindex (2015=100), gedefleerd (% verandering in één jaar)	Modelmatige prognoses berekend op basis van een woningwaarderingsmodel dat met de lidstaten is gedeeld in het kader van de EPC LIME Working Group. De prognoses geven de verwachte procentuele veranderingen in de reële huizenprijzen weer op basis van de economische fundamentals (bevolking, prognose van het beschikbaar inkomen, woningvoorraad, langetermijnrente en de prijsdeflator van het gezinseindverbruik), alsook de foutencorrectieterm die de aanpassing van de prijzen aan de langetermijnrelatie met de fundamentals samenvat.	Eurostat, diensten van de Commissie

Kredietstromen van de particuliere sector, geconsolideerd (% van bbp)	Het cijfer voor 2020 is een benadering van de kredietstromen in de eerste drie kwartalen van 2020, waarbij geconsolideerde gegevens van de sectorale kwartaalrekeningen van de ECB zijn gebruikt voor de eerste twee kwartalen en benaderingen van enkele kredietstroomcomponenten uit het derde kwartaal. Deze laatste maken gebruik van kredietstromen aan de particuliere sector (ECB BSI MFI) om bankleningcomponenten voor het derde kwartaal 2020 te voorspellen, en nominale uitgifte van schuldbewijzen (ECB SEC) om de uitgifte van obligaties voor het derde kwartaal te voorspellen.	ECB (QSA, BSI, SEC)
Schuldenlast particuliere sector, geconsolideerd (% van bbp)	Het cijfer voor 2020 is een benadering van de schuld van de particuliere sector op basis van de situatie aan het eind van het derde kwartaal van 2020. Er zijn geconsolideerde gegevens van de sectorale kwartaalrekeningen van de ECB voor het tweede kwartaal van 2020 voor gebruikt. Dit cijfer wordt geëxtrapoleerd naar het derde kwartaal van 2020 aan de hand van bankleningcijfers (op basis van ECB BSI) en gegevens over obligatieverplichtingen (op basis van ECB SEC).	ECB (QSA, BSI, SEC)
Bruto-overheidsschuld (% van bbp)	Waarden uit de najaarsprognoses van de Commissie	Ameco
Werkloosheid (driejaarsgemiddelde)	Waarden uit de najaarsprognoses van de Commissie	Ameco
Totale passiva van financiële sector, niet geconsolideerd (% verandering in 1 jaar)	Het cijfer voor 2020 geeft de groei van de passiva (ECB MFI) weer tot september 2020.	ECB (BSI)
Participatiegraad – % van de totale bevolking in de leeftijdsgroep 15-64 jaar (verandering over drie jaar in procentpunt).	De veranderingspercentages voor 2020 en 2021 zijn gebaseerd op de najaarsprognose van de Commissie voor de verandering in de totale beroepsbevolking (alle leeftijden) minus de najaarsprognose van de Commissie voor de bevolkingsverandering (leeftijdsgroep 15-64 jaar).	Ameco
Langdurige werkloosheid – % van de beroepsbevolking in de leeftijdsgroep 15-74 jaar (verandering over drie jaar in procentpunt).	De nowcast voor 2020 is gebaseerd op de meest recente gegevens (eerste en tweede kwartaal van 2020, waarbij wordt uitgegaan van een constant percentage voor de rest van het jaar)	Eurostat (arbeidskrachtenenquête)
Jeugdwerkloosheid – % van de beroepsbevolking in de leeftijdsgroep 15-24 jaar (verandering over drie jaar in procentpunt).	De nowcast voor 2020 is gebaseerd op de meest recente gegevens (januari-september 2020, waarbij wordt uitgegaan van een constant percentage voor de rest van het jaar)	Eurostat (arbeidskrachtenenquête)

3.1 Externe sector en concurrentievermogen

De lopende rekeningen waren in 2019 al met al tamelijk stabiel. Na een algemene trend naar verzwakking van de posities op de lopende rekening in 2018 bij een dalende mondiale exportvraag en stijgende olieprijzen, lieten de veranderingen ten opzichte van 2018 op de lopende rekening in 2019 geen duidelijk patroon zien en bleven zij relatief beperkt (grafiek 10). In 2019 werden aanzienlijke verbeteringen waargenomen in Bulgarije, Denemarken en Litouwen, terwijl de lopende rekening van Cyprus dieper in de min kwam. Enkele grote overschotten namen enigszins af, waaronder in Duitsland en Nederland.

- **Twee lidstaten laten in 2019 tekorten op de lopende rekening optekenen die de onderdrempel van het scorebord overschrijden.** Het grote tekort van Cyprus is in 2019 verder verslechterd, en daardoor bleef het driejaarsgemiddelde onder de PMO-drempel, en onder de norm voor de lopende rekening en het niveau dat nodig is om de NIIP in de komende tien jaar tot

een prudent niveau terug te brengen[21]. Na een kleine verdere verslechtering van de lopende rekening van Roemenië bereikte het driejaarsgemiddelde in 2019 de PMO-drempel, wat ook duidelijk slechter is dan de desbetreffende norm.

- **In 2019 lagen in de meeste lidstaten de tekorten op de lopende rekening boven de landspecifieke benchmarks**, **met enkele opmerkelijke uitzonderingen** (grafiek 9).[22] De conjunctuurgezuiverde lopende rekeningen lagen meestal dicht bij of boven de nominale saldi, wat het negatieve effect van een afkoelende conjunctuur weerspiegelt.[23] De saldi op de lopende rekening van Cyprus en Roemenië liggen onder de door de fundamentals gerechtvaardigde norm voor de lopende rekening. De tekorten van Cyprus, Griekenland en Portugal liggen onder het niveau dat nodig is om de NIIP terug te brengen tot een prudent niveau[24].

- **Drie EU-landen registreren nog steeds overschotten op de lopende rekening die de bovendrempel van het PMO-scorebord en landspecifieke benchmarks overschrijden.** Dit is al bijna een decennium het geval voor Denemarken, Duitsland en Nederland. Terwijl het overschot van Denemarken in 2019 toenam, bleven de overschotten van Duitsland en Nederland geleidelijk afnemen. In Nederland werd het overschot op de lopende rekening ook opgedreven door activiteiten van multinationals die van invloed zijn op het handels- en het inkomenssaldo.

De prognoses wijzen ook in 2020 en 2021 op een zekere stabiliteit van de lopende rekening, maar met grote veranderingen voor wat betreft de bijdrage van de verschillende sectoren van de economie aan de externe positie. De COVID-19-crisis leidt tot een aanzienlijke daling van de uitvoer en de invoer, in ongeveer gelijke mate. Hoewel er niet veel beweging zit in het geaggregeerde vorderingenoverschot van de EU-landen, vinden er duidelijke veranderingen plaats met betrekking tot het vorderingenoverschot van de verschillende sectoren van de economie. In 2020 ondergingen de overheidsposities aanzienlijke dalingen als gevolg van de steunmaatregelen van overheden om de scherpe recessie op te vangen, die worden gecompenseerd door hogere nettobesparingen van huishoudens en vennootschappen (grafiek 11).

- **De lopenderekeningcijfers van sommige nettodebiteurlanden die sterk afhankelijk zijn van de uitvoer van toeristische diensten, zullen naar verwachting verslechteren.** Dit is met name het geval voor Kroatië, Cyprus, Griekenland en Malta.

---

[21] Voor de methoden voor landspecifieke prudentiële drempels voor de NIIP, zie voetnoot 25.

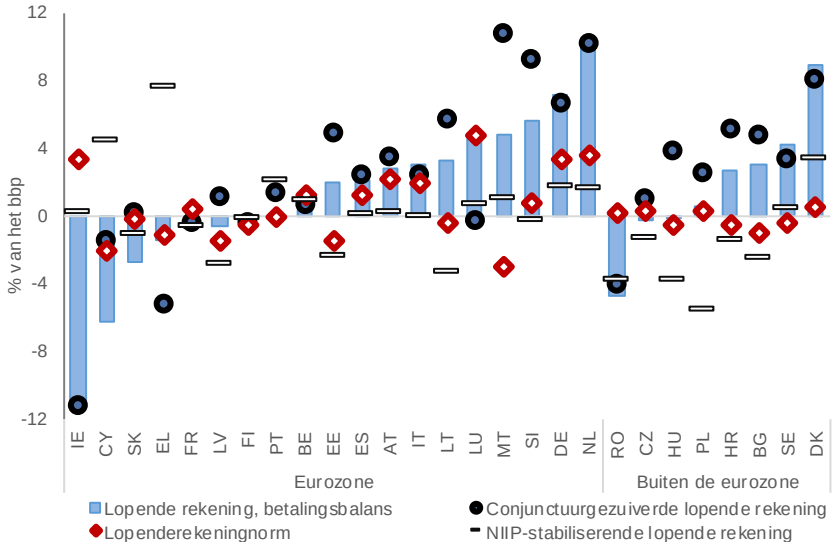
[22] Lopende rekeningen die overeenstemmen met de fundamentals ("lopenderekeningnormen") zijn afgeleid van regressies in gereduceerde vorm die de belangrijkste determinanten van de besparingen/investeringenbalans weergeven, waaronder determinanten van fundamentals, beleidsfactoren en mondiale financiële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

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

[24] Het grote tekort dat Ierland in 2019 heeft geboekt is toe te schrijven aan eenmalige effecten die verband houden met de activiteiten van multinationals. De kloof tussen de daadwerkelijke lopende rekeningen en die welke vereist zouden zijn om de NIIP te stabiliseren, is in hoofdzaak afhankelijk van de in aanmerking genomen tijdshorizon. De lopende rekening die bijvoorbeeld vereist is om de NIIP van Griekenland binnen een horizon van 20 jaar boven de prudentiële NIIP-drempel te stabiliseren, zou een overschot van 1,7 % van het bbp zijn, terwijl dat bij een horizon van 10 jaar 7,7 % van het bbp zou zijn.

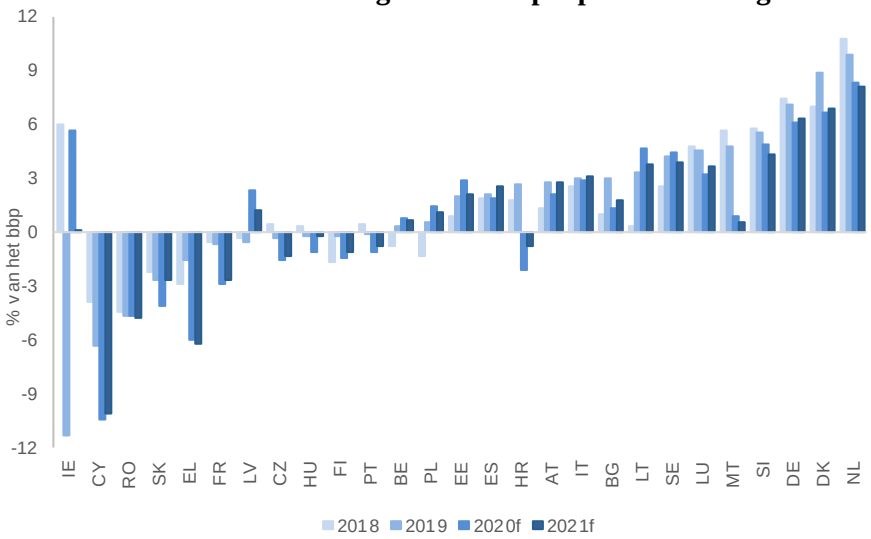
- **Grote overschotten zouden in 2020 dalen**, met aanzienlijke afnames in Duitsland en Nederland over 2020 en 2021 samen.

Grafiek 9: Saldi op lopende rekening en benchmarks in 2019



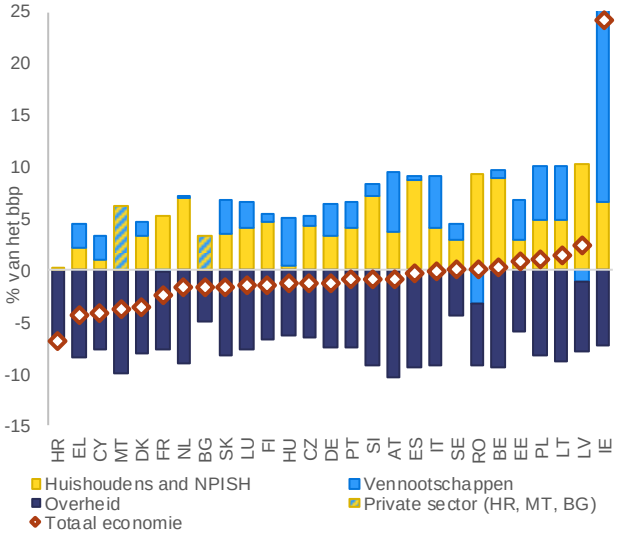
Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie.
Opmerking: De landen zijn gerangschikt volgens het saldo op de lopende rekening in 2019. Conjunctuurgezuiverde saldi op de lopende rekening: zie voetnoot 23. Lopenderekeningnormen: zie voetnoot 22. Onder de benchmark voor de lopende rekening 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.

Grafiek 10: Ontwikkeling van saldi op lopende rekening



Bron: Eurostat, economische najaarsprognose 2020 van de Europese Commissie en berekeningen van de diensten van de Commissie.
Opmerking: De landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van het saldo op de lopende rekening in 2019.

Grafiek 11: Verandering in vorderingenoverschot/tekort per sector tussen 2019 en 2020



Bron: Ameco en economische najaarsprognose 2020 van de Europese Commissie
Opmerking: Een deel van de verandering in het vorderingenoverschot van de bedrijfssector in Ierland valt buiten de schaal in bovenstaande grafiek.

De NIIP's zijn in de meeste lidstaten blijven verbeteren, maar er blijven grote hoeveelheden externe passiva bestaan, en de crisis zou sommige van deze lasten zwaarder kunnen maken. De NIIP is in 2019 in de meeste EU-landen blijven verbeteren dankzij resultaten van de lopende rekening boven de drempel van stabilisatie van de NIIP, nominale bbp-groei en soms grote positieve waarderingseffecten. Toch blijven de NIIP's in een aantal EU-landen omvangrijk en negatief. In 2019 lieten 11 lidstaten NIIP's optekenen die onder de scoreborddrempel van -35 % van het bbp lagen, dit is één lidstaat minder dan in 2018. In die landen liggen de waarden onder hetgeen door de fundamentals kan worden gerechtvaardigd (NIIP-normen) en in de meeste gevallen onder de prudentiële drempels (grafiek 12).[25] De crisis maakt een einde aan de verbetering van de negatievere NIIP-quoten.

- Sommige landen van de eurozone, zoals Cyprus, Griekenland, Ierland en Portugal, hebben nog steeds **sterk negatieve NIIP's** onder -100 % van het bbp. In deze vier landen liggen de NIIP's ver onder zowel de NIIP-normen als de prudentiële drempels. In Ierland en in Cyprus weerspiegelen de NIIP-niveaus in grote mate de grensoverschrijdende financiële betrekkingen van multinationale ondernemingen en het grote belang van special purpose entity's. Deze vier landen, samen met Spanje, vertonen een sterke aanwezigheid van schuldverplichtingen in hun NIIP's, zoals blijkt uit de sterk negatieve NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico (NENDI)[26]. In Griekenland maakt de hoge buitenlandse schuld van de overheid, die vaak tegen

[25] NIIP's die in overeenstemming zijn met de fundamentals (NIIP-normen), worden verkregen als de cumulatie in de tijd van lopenderekeningnormen (zie ook voetnoot 22). De prudentiële drempels voor de NIIP worden bepaald door de signaalsterkte bij het voorspellen van een betalingsbalanscrisis te maximaliseren, waarbij rekening wordt gehouden met landspecifieke informatie, samengevat naar inkomen per capita. Voor de methodologie voor de berekening van NIIP-standen in overeenstemming met de fundamentals, zie A. Turrini en S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/2019.
[26] NENDI is een subset van de NIIP die zuiver aan aandelen verbonden componenten buiten beschouwing laat, namelijk buitenlandse directe investeringen (BDI) in deelnemingen en aandelen alsook bedrijfsinterne grensoverschrijdende BDI-schuld. NENDI vertegenwoordigt NIIP met uitsluiting van instrumenten waaraan geen wanbetalingsrisico verbonden is. Zie ook de technische nota van de Commissie, "Envisaged revision of selected

uiterst gunstige voorwaarden verstrekt is, het grootste deel van de NIIP uit[27]. In 2020 zal de verwachte sterke daling van het bbp enige negatieve gevolgen hebben voor hun NIIP-quote, die naar verwachting vaak zal verslechteren.

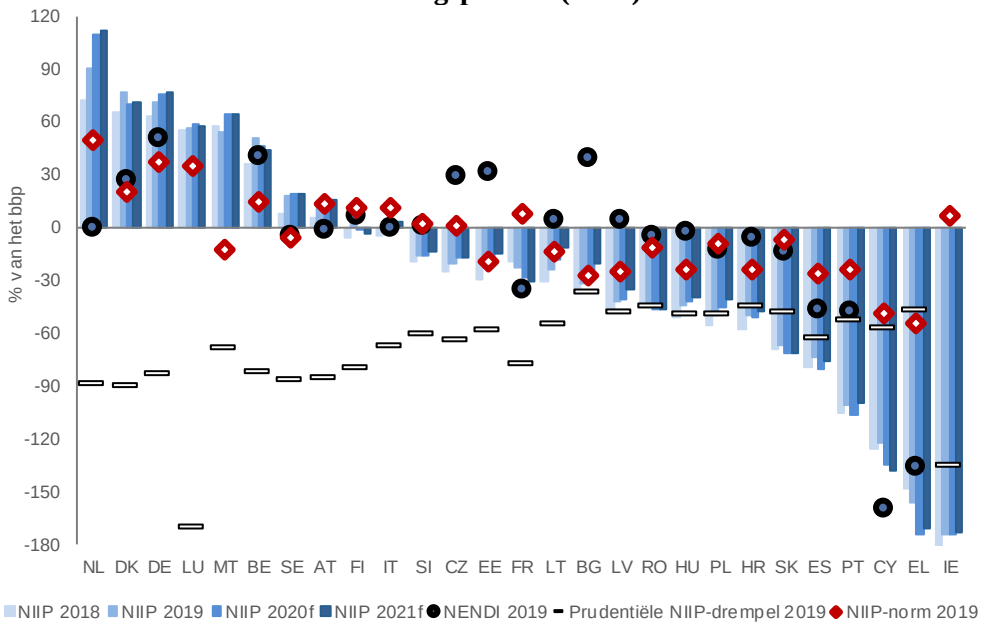
- In landen met **meer gematigd negatieve NIIP's** onder de scoreborddrempel blijven de NIIP's achter ten opzichte van de verwachtingen op basis van de landspecifieke fundamentals, maar liggen zij soms dicht bij of boven de prudentiële drempels. Deze landen, namelijk Kroatië, Hongarije, Letland, Polen, Roemenië en Slowakije, alsook andere Midden- en Oost-Europese landen en Baltische landen, zijn doorgaans grote netto-ontvangers van BDI, zodat de NENDI-cijfers gunstiger zijn. De verwachte veranderingen voor die landen in 2020 zijn meestal gering tot gematigd.
- De meeste **sterk positieve NIIP's** nemen in 2019 verder toe. Duitsland, Denemarken en Nederland boeken positieve NIIP's boven 70 % van het bbp, waarbij de stijging in 2019 ook wordt ondersteund door aanzienlijke positieve waarderingseffecten. De NIIP's van België, Malta en Luxemburg liggen boven 50 % van het bbp. In al deze gevallen liggen de NIIP-waarden duidelijk boven de respectieve normen, dat wil zeggen wat gerechtvaardigd of verwacht zou kunnen worden op basis van de landspecifieke fundamentals.

De COVID-19-crisis werd gevolgd door spanningen op het gebied van externe leningen in sommige landen buiten de eurozone. Aan het begin van de COVID-19-crisis vonden in de meeste opkomende economieën met zwevende wisselkoersen kapitaalvluchten en devaluaties plaats. De markten verwachtten dat de monetaire autoriteiten mogelijk compromissen zouden sluiten tussen het ondersteunen van hun economieën en het stabiliseren van hun valuta's. Er werden ook enige spanningen geconstateerd bij sommige valuta's van lidstaten buiten de eurozone die flexibele wisselkoersstelsels hanteren. Vooral in maart en april vonden devaluaties plaats, met name in Hongarije, maar de druk nam af en de valuta's stabiliseerden zich in mei, en zijn in sommige gevallen in de volgende maanden weer in waarde gestegen. Hoewel de spanningen op de financiële markten en daarmee de externefinancieringsrisico's daarna lijken te zijn afgenomen, blijven enkele lidstaten buiten de eurozone wellicht kwetsbaar wanneer zich opnieuw een sterkere risicoaversie op de mondiale financiële markten of volatiliteit van de kapitaalstromen voordoet. Hierbij kunnen verschillende factoren een rol spelen, zoals de vooruitzichten qua buitenlandse financieringsbehoeften, waaronder die van de overheid, en de beschikbaarheid van deviezenreserves.

auxiliary indicators of the MIP scoreboard", https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

[27] De verslechtering van de NIIP in Griekenland in 2019 houdt grotendeels verband met negatieve waarderingseffecten.

Grafiek 12: Netto internationale investeringsposities (NIIP) 2018-2021 en benchmarks in 2019



Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie (zie ook kader 1).
Opmerking: De landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van NIIP-quote in 2019. De NENDI is de NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico. Voor de begrippen NIIP-norm en prudentiële drempel van de NIIP, zie voetnoot 25. De NENDI's voor IE, LU en MT liggen buiten de schaal.

De arbeidskosten per eenheid product (ULC) bleven in 2019 in verschillende EU-landen dynamisch stijgen, maar deze trends nemen af door de COVID-19-crisis. Het scorebord laat in 2019 in acht landen een ULC-groei-indicator boven de drempel zien, hetzelfde aantal als in het voorgaande jaar: Bulgarije, Estland, Letland, Litouwen, Luxemburg, Roemenië, Slowakije en Tsjechië; op Luxemburg na zaten al deze landen in 2018 al boven de drempel. Sinds 2013 versnelde de ULC-groei in de Baltische landen en in verschillende Midden- en Oost-Europese landen door hoge economische groei, krappe arbeidsmarkten en tekorten aan vaardigheden.

De ontwikkelingen na de COVID-19-uitbraak zullen naar verwachting worden gekenmerkt door een eenmalige toename van de arbeidskosten per eenheid product in 2020, gevolgd door een gematigdere dynamiek. De ULC-groei zal naar verwachting in 2020 door de COVID-19-crisis in de hele EU aanzienlijk verder stijgen, aangezien de productiviteit bijna overal afneemt. Waarschijnlijk zal dit in 2021 echter gedeeltelijk worden omgebogen, aangezien de productiviteit bij het verwachte economische herstel zou aantrekken en zou leiden tot een duidelijke daling of stagnatie van de arbeidskosten per eenheid product door vertragende lonen (grafiek 13, bovenaan).

- **De loongroei bleef in 2019 in veel landen de sterkste aanjager van de ULC-groei, maar de crisis leidt nu tot een duidelijke loonmatiging.** De crisis maakt een einde aan de tot 2019 waargenomen oververhittingstendensen. De lonen zullen naar verwachting in de meeste EU-landen in 2020 en 2021 minder snel groeien. In 2020 weerspiegelt dat voornamelijk het effect van minder gewerkte uren, grotendeels in het kader van werktijdverkortingsregelingen[28]. Bij zulke

[28] De 10 EU-lidstaten die vóór de COVID-uitbraak over een kader beschikten om inkomenssteun te verlenen bij een geringer aantal uren, hebben hun regelingen aangepast om de COVID-schokken aan te kunnen. In andere

regelingen blijven werknemers in dienst, maar werken zij minder uren en krijgen zij minder betaald[29].

- **De stijging van de arbeidsproductiviteit bleef in 2019 beperkt, en de crisis doet in 2020 nog meer afbreuk aan de productiviteit.** In 2020 zal de productiviteit naar verwachting in bijna alle EU-landen scherp dalen wanneer die wordt gemeten in productie per werknemer. De recessie van 2020 ging gepaard met een daling van de input van arbeid. Dit was echter vooral het gevolg van werktijdverkorting, want het aantal werkende personen veranderde nauwelijks[30]. Wanneer de productiviteit wordt gemeten in output per gewerkt uur, zijn de verliezen dan ook gematigder (grafiek 13 d). Het hamsteren van arbeid, dat in de hele EU in aanzienlijke mate wordt waargenomen, wordt veroorzaakt door grootschalig gebruik van door de overheid gesubsidieerde regelingen voor werktijdverkorting[31]. In 2021, als het herstel begint, wordt verwacht dat de productiviteitscijfers omhoog schieten. Toch zal de productiviteit naar verwachting in de meeste gevallen rond of onder de resultaten van vóór de crisis blijven.

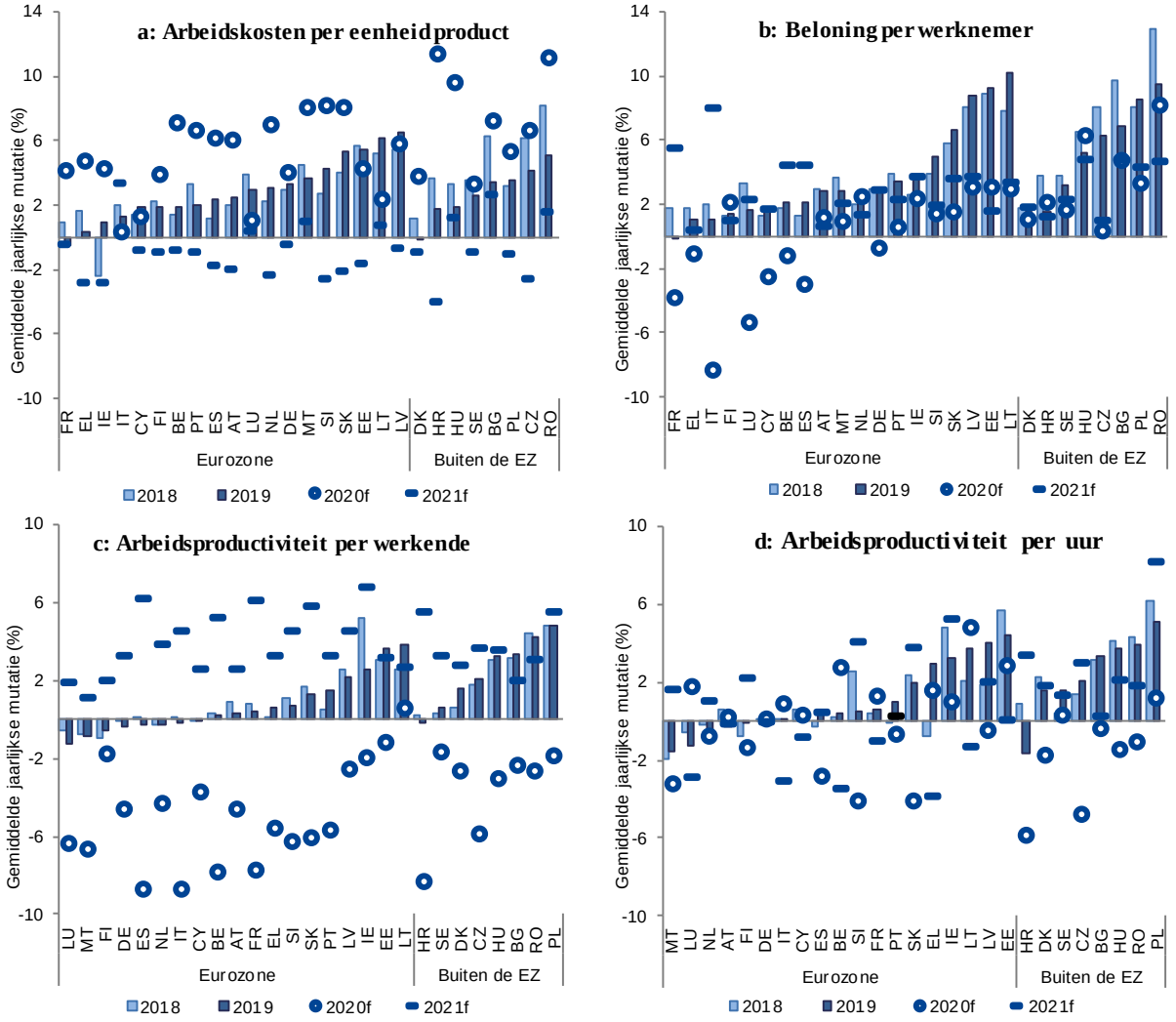
landen zijn op ad-hocbasis soortgelijke maatregelen ingevoerd (zie ook kader 2 en Europese Commissie (2020), Labour Market and Wage Developments in Europe, dat binnenkort verschijnt). Voor de financiering van dergelijke regelingen zal gebruik worden gemaakt van het SURE-instrument dat door de Commissie beschikbaar is gesteld.

[29] De daling van de beloning per werknemer is sterker in landen waar inkomenssteun wordt aangemerkt als uitkering van de overheid in plaats van als inkomen uit arbeid.

[30] Gemiddeld is de vermindering van het totale aantal gewerkte uren in de eerste helft van 2020 in de eurozone naar raming voor 75 % te wijten aan de vermindering van het aantal gewerkte uren en voor de rest aan de vermindering van het aantal werknemers. Zie ECB (2020), Economic Bulletin, nr. 6/2020.

[31] Botelho V, A. Consolo en A. Dias da Silva (2020), A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market, ECB Economic Bulletin nr. 5/2020, Europese Centrale Bank. OESO (2020), Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) - Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond, 3 augustus 2020, https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

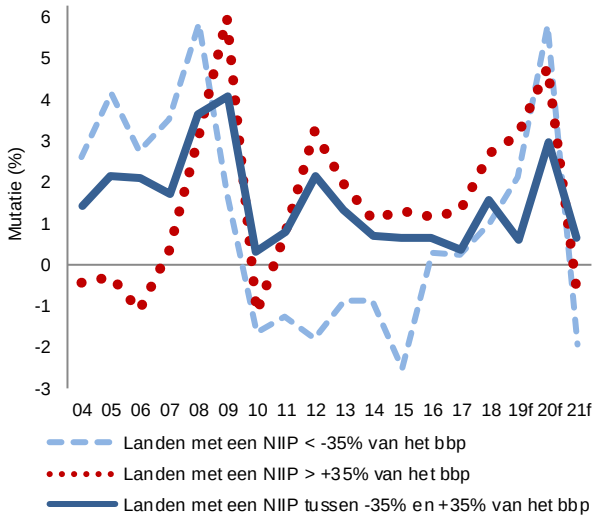
Grafiek 13: Groei van de arbeidskosten per eenheid product in de afgelopen jaren, beloning en productiviteit



Bron: Ameco; de gegevens over 2020 en 2021 komen uit de economische najaarsprognose 2020 van de Europese Commissie. De cijfers hebben betrekking op het aantal werknemers en het aantal werkenden.
Opmerking: In elke grafiek staan de landen in oplopende volgorde van de betrokken variabele in 2019.

Vanuit het oogpunt van de eurozone zullen de ontwikkelingen in de arbeidskosten per eenheid product naar verwachting iets minder gunstig voor het herstel van het evenwicht zijn dan in het verleden. In 2019 was de groei van de arbeidskosten per eenheid product in een aantal nettocrediteurlanden, waaronder Duitsland, Luxemburg en Nederland, iets hoger dan in enkele nettodebiteurlanden, waaronder Cyprus, Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje. Over 2020 en 2021 samen zullen de arbeidskosten per eenheid product naar verwachting echter in beide groepen landen in bijna hetzelfde tempo groeien en daardoor niet bijdragen aan een verder herstel van het evenwicht van de externe posities (grafiek 14). Tegelijkertijd behoorde een aantal nettodebiteurlanden tot de zwaarder door de COVID-19-crisis getroffen landen (zie ook deel 2) met dus een sterkere verslapping van de economische activiteit, zodat in die landen in de toekomst wellicht minder sprake is van kosten- en loondruk.

Grafiek 14: Groei van arbeidskosten per eenheid product in de eurozone



Bron: De Ameco-gegevens over 2020 en 2021 komen uit de economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie.
Opmerkingen: De landen met een NIIP > + 35 % van het bbp zijn DE, LU, NL, BE en MT. De landen met een NIIP tussen 35 % en -35 % van het bbp zijn FI, EE, IT, LT, FR, SI en AT. De overige landen bevinden zich in de groep met een NIIP < -35 % van het bbp. De onderverdeling van de landen is gebaseerd op de gemiddelde NIIP-waarden voor de periode 2017-2019. De nettocrediteurlanden tekenden in dezelfde periode gemiddeld een overschot op de lopende rekening op. De cijfers hebben betrekking op bbp-gewogen gemiddelden voor de drie groepen van landen.

De dynamiek van de reële effectieve wisselkoersen (REER) wordt in toenemende mate bepaald door de volatiliteit van de nominale wisselkoersen. In de periode 2016-2018 stegen de reële effectieve wisselkoersen in de meeste lidstaten door de appreciatie van de euro (grafiek 15). De verliezen aan concurrentievermogen waren het duidelijkst gemeten in arbeidskosten per eenheid product. In 2019 verbeterde het concurrentievermogen echter door een tijdelijke depreciatie van de euro. In het licht van deze ontwikkelingen in 2019 overschreed alleen Estland de drempels als gevolg van een geapprecieerde op de HICP gebaseerde reële effectieve wisselkoers; in 2018 was dit in zes landen het geval, wat ook het gevolg was van een gematigde inflatiedynamiek. In 2020 zal de appreciatie van de euro naar verwachting leiden tot een algemeen verlies aan concurrentievermogen in de landen van de eurozone, terwijl de valuta's van sommige landen buiten de eurozone zijn gedeprecieerd.

- **Nominale depreciaties kwamen in 2019 vaak voor, terwijl in 2020 grotere verschillen tussen landen zijn waargenomen in de valutaontwikkelingen.** De meeste EU-landen kenden in 2019 nominale depreciaties, en sommige lidstaten buiten de eurozone, met name Hongarije, Roemenië en Zweden, hadden te maken met nog sterkere nominale depreciaties. In 2020 begon de euro na de COVID-19-uitbraak weer in waarde te stijgen. De valuta's buiten de eurozone volgden in grote lijnen de euro, al kende Zweden een duidelijke appreciatie en Hongarije, en in mindere mate Tsjechië en Polen, een aanzienlijke depreciatie.

- **De op arbeidskosten per eenheid product gebaseerde reële effectieve wisselkoersen zijn in 2019 in de meeste lidstaten geapprecieerd, maar minder sterk dan in de afgelopen jaren, en de crisis remt de appreciatietrends verder af**. Een aantal Midden- en Oost-Europese landen bleef in 2019 een sterkere reële appreciatie vertonen. Daarbij ging het om enkele landen van de eurozone, met name de Baltische staten en Slowakije, en landen buiten de eurozone, met name Bulgarije, Roemenië en Tsjechië. Van de nettocrediteurlanden vertoonden alleen Duitsland en Malta een duidelijke REER-appreciatie. Na de reële appreciatie die voor 2020 in de meeste landen wordt verwacht als gevolg van de tijdelijke scherpe stijging van de arbeidskosten per

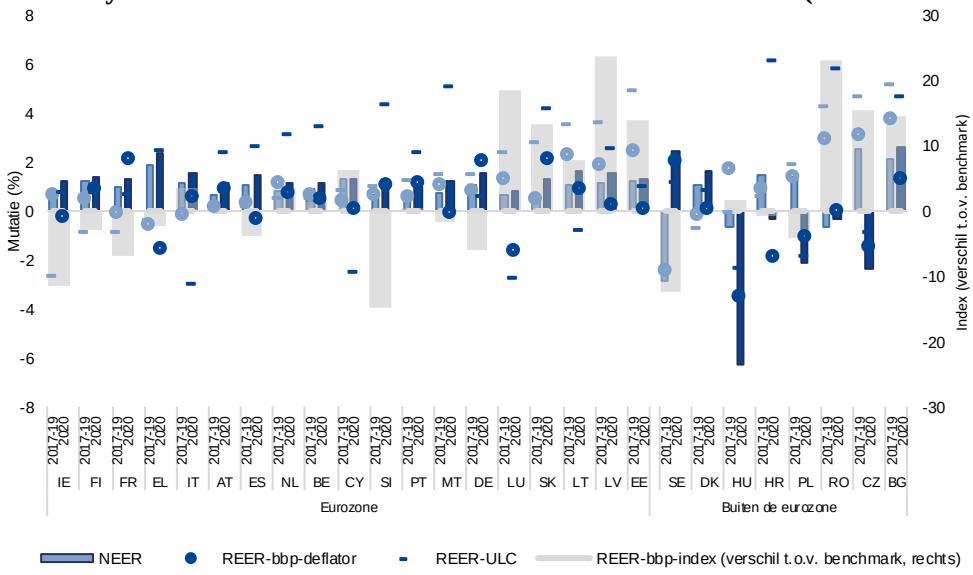
eenheid product, zal de getemperde ULC-groeiprognose voor 2021 naar verwachting ook leiden tot een beperkte reële appreciatie in de meeste EU-landen.

- **In de meeste lidstaten is er nog steeds sprake van prijs-kostenmargekrimp.** De laatste jaren is een grotere dynamiek van de op arbeidskosten per eenheid product gebaseerde reële effectieve wisselkoersen dan die van de op het bbp gebaseerde reële effectieve wisselkoersen waargenomen, en deze trend heeft zich, zij het in een lager tempo, tot 2019 voortgezet, wat wijst op een verdere inkrimping van de winstmarges[32]. Ook in 2020 zette deze trend zich voort, het duidelijkst voor enkele Midden- en Oost-Europese landen, België, Griekenland, Malta en Spanje.

- **Voor de toekomst wijzen ook de REER-maatstaven erop dat de ontwikkelingen op het gebied van het kostenconcurrentievermogen wellicht minder gunstig worden voor het herstel van het evenwicht dan in het verleden.** Over 2020 en 2021 zullen grote nettodebiteurlanden of landen die zwaarder door de COVID-19-recessie zijn getroffen, zoals Frankrijk, Italië, Kroatië, Portugal of Spanje, volgens de prognose slechts beperkte of geen concurrentievoordelen boeken ten opzichte van Duitsland en Nederland.

- **Het niveau van de REER-indexen lijkt voornamelijk boven de benchmark te liggen in lidstaten die worden gekenmerkt door langdurigere trends van sterke relatieve prijsdynamiek**. Dit is met name het geval voor de landen van Midden- en Oost-Europa.

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



Bron: De Ameco-gegevens over 2020 en 2021 komen uit de economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie.
Opmerking: Landen worden gepresenteerd in oplopende volgorde van gemiddelde jaarlijkse variatie van de reële effectieve wisselkoers (REER) op basis van de ULC-deflator in de periode 2017-2019. De reële effectieve wisselkoersen en de nominale effectieve wisselkoersen (NEER) worden berekend ten opzichte van 37 handelspartners. Het op het bbp gebaseerde REER-indexniveau wordt uitgedrukt als procentueel verschil ten opzichte van een benchmark die de reële effectieve wisselkoers weergeeft die in overeenstemming is met de economische fundamentals. De grafiek geeft het verschil weer tussen het

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

waargenomen REER-niveau en het REER-benchmarkniveau: een positieve waarde wijst op overwaardering en een negatieve waarde op onderwaardering[33].

De groei van het exportmarktaandeel is in 2019 vertraagd en zal naar verwachting in de meeste lidstaten verder dalen. In 2019 werd in geen enkele lidstaat een verlies aan exportmarktaandeel onder de scoreborddrempel opgetekend (op basis van de gecumuleerde verandering van het aandeel over vijf jaar). De COVID-uitbraak zorgt voor een heel ander handelsklimaat, met gevolgen voor de exportmarktaandelen.

- **Het exportmarktaandeel zal in 2020 naar verwachting in ongeveer de helft van de EU-lidstaten dalen.** De crisis vermindert de handel binnen de EU sterker dan de handel met landen buiten de EU. Dat komt doordat de COVID-crisis de EU tot nu toe harder getroffen heeft dan andere delen van de wereld. Aangezien de EU-landen voornamelijk met elkaar handel drijven, zijn hun belangrijkste exportmarkten gekrompen ten opzichte van die van andere delen van de wereld, wat voor de meeste EU-landen ook een verlies aan marktaandeel betekent.
- **Het exportmarktaandeel daalt het sterkst voor landen die intensief diensten uitvoeren, met name toerisme.** De handel daalt met name in de dienstensector, met name in het toerisme, dat sterk wordt getroffen door beperkingen op buitenlandse reizen en veranderd consumentengedrag. In 2020 zal het exportmarktaandeel naar verwachting het sterkst dalen in Cyprus, Frankrijk, Griekenland, Italië, Kroatië, Portugal en Spanje, die allemaal worden gekenmerkt door een grote afhankelijkheid van de zwaar getroffen toeristische sector. Daarentegen zullen Duitsland en Nederland naar verwachting exportmarktaandeel winnen.

3.2 Particuliere schuld en woningmarkten

De schuld van de particuliere sector als percentage van het bbp is tot 2019 in de meeste lidstaten gedaald in een context van gunstige economische ontwikkelingen, maar in sommige landen blijven de schuldniveaus hoog. Elf lidstaten overschreden in 2019 de drempelwaarde van het scorebord voor de totale particuliere schuld (in 2018 waren het er twaalf): Cyprus, Denemarken, Ierland, Luxemburg, Nederland en Zweden hebben een particuliere schuldquote van meer dan 200 %, wat ook toe te schrijven valt aan het grote belang van multinationale ondernemingen en special purpose vehicles in verschillende van die landen. In België, Finland, Frankrijk en Portugal liggen de niveaus lager, maar ook boven de drempelwaarde. De schulden verschillen sterk van land tot land in het licht van structurele landspecifieke factoren die die verschillen verklaren. In sommige EU-landen lijken de schulden echter ook hoog te zijn als ze worden afgezet tegen benchmarks waarin deze landspecifieke economische fundamentals in aanmerking zijn genomen. In sommige landen lijken de schulden ook hoog ten opzichte van prudentiële drempels.[34]

[33] De methode voor de berekening van deze op fundamentals gebaseerde benchmarks is gebaseerd op de nota voor de EPC LIME Working Group "Benchmarks for the assessment of real effective exchange rates", die is gepresenteerd op 15 juni 2020.

[34] Landspecifieke schuldbenchmarks zijn door de Europese Commissie ontwikkeld in samenwerking met de werkgroep LIME van het Comité voor de economische politiek (Europese Commissie, "Benchmarks for the assessment of private debt", Note for the Economic Policy Committee, ARES(2017) 4970814) en J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini en S. Zeugner, "Is Private Debt Excessive?", *Open Economies Review*, 3, 471-512, 2020. Met op fundamentals gebaseerde benchmarks kan de particuliere schuld worden getoetst aan waarden die kunnen

- **De schuldafbouw in de particuliere sector werd in 2019 voortgezet, waarbij de meeste EU-landen lagere particuliere schuldquotes lieten optekenen.** De dalingen van de schuldquote tussen 2018 en 2019 waren voornamelijk toe te schrijven aan de nominale bbp-groei ("passieve schuldafbouw"), aangezien de opname van leningen in de afgelopen jaren in een groeiend aantal landen versnelde.

- **In de afgelopen jaren werd de opname van leningen steeds dynamischer, met name voor de sector huishoudens.** Ondanks overwegend positieve nettokredietstromen zijn de schuldquotes voor niet-financiële vennootschappen tussen 2018 en 2019 in alle EU-landen gedaald, met uitzondering van Denemarken, Finland, Frankrijk, Duitsland, Luxemburg en Zweden. Wat de huishoudens betreft, werd in slechts ongeveer de helft van de lidstaten een daling van de schuldquote waargenomen. In de afgelopen jaren is de dynamiek van het schuldvolume (transacties die van invloed zijn op het kredietvolume en uitstaande schuldbewijzen) relatief sterk geweest voor de huishoudens (zie het waarschuwingsmechanismeverslag 2020). Hetzelfde patroon werd opnieuw waargenomen tussen 2018 en 2019.

- **De schuld van niet-financiële vennootschappen bleef in 2019 in een aantal landen boven de benchmarks.** In België, Cyprus, Denemarken, Frankrijk, Ierland, Luxemburg, Nederland, Malta, Portugal, Spanje en Zweden lagen de schulden van niet-financiële vennootschappen boven niveaus die zowel door economische fundamentals als door prudentiële drempels worden gerechtvaardigd. Verwacht wordt dat de schuld van niet-financiële vennootschappen in 2020 in Oostenrijk, Kroatië, Griekenland en Italië dicht bij de prudentiële drempels zal blijven en in Finland de prudentiële niveaus zal blijven overschrijden (grafiek 16). In een aantal landen, met name België, Cyprus, Ierland, Luxemburg en Nederland, wordt de schuld van niet-financiële vennootschappen aanzienlijk beïnvloed door grensoverschrijdende schuld in concernverband en schuld van special purpose entities.

- **De schuld van huishoudens bleef in 2019 in verschillende lidstaten boven de benchmarks.** In Denemarken, Finland, Frankrijk, Griekenland, Nederland, Portugal, Spanje en Zweden liggen de schuldniveaus zowel boven de op fundamentals gebaseerde benchmark als boven de prudentiële drempels (grafiek 21). De schuld van huishoudens overschrijdt prudentiële niveaus in België en Cyprus en ligt dicht bij de prudentiële drempels in Oostenrijk, Duitsland en Italië. In sommige landen lijken de schuldquotes voor de sector huishoudens aanzienlijk hoger wanneer ze worden berekend als percentage van het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens. Dit is het geval voor Ierland, Luxemburg en Malta.

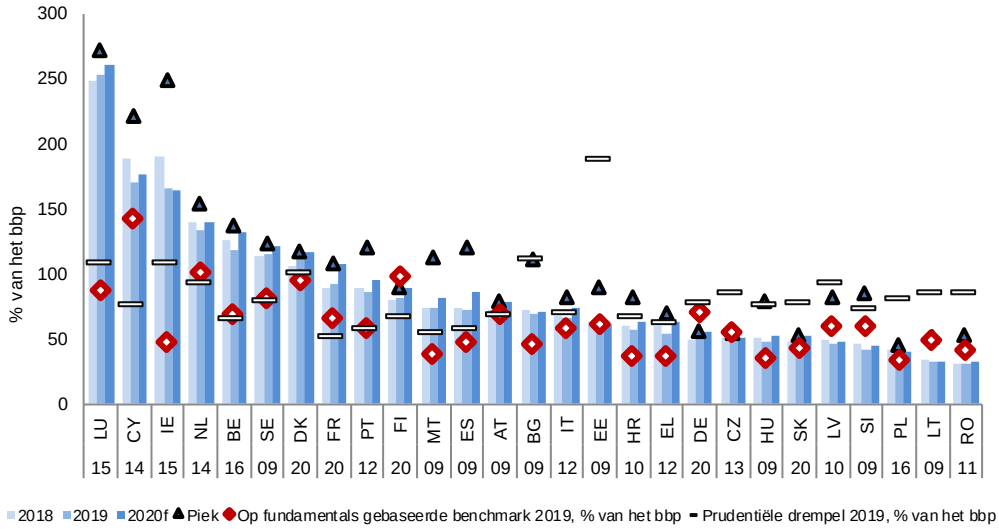
In 2020 lijken de particuliere schuldquotes in de meeste lidstaten te stijgen, met name wat betreft niet-financiële vennootschappen. Ramingen van de schuldquotes voor niet-financiële vennootschappen en huishoudens (op basis van beschikbare informatie uit maandelijkse gegevens over schuldvolumes) wijzen op niet te verwaarlozen stijgingen in de meeste EU-landen. Een dergelijke stijging van de schuldquotes is grotendeels het mechanische resultaat van lagere bbp-cijfers in de noemer van de verhouding. Met name voor niet-financiële vennootschappen speelt echter ook de

---

worden verklaard op basis van economische fundamentals. Ze zijn afgeleid van regressies die de belangrijkste determinanten van kredietgroei weergeven en rekening houden met een gegeven initiële schuldstand. Prudentiële drempels vertegenwoordigen het schuldniveau waarbij een bankencrisis zeer waarschijnlijk is indien die drempel wordt overschreden; die niveaus zijn gebaseerd op het maximaliseren van de signaalsterkte bij het voorspellen van bankcrises door de waarschijnlijkheid van gemiste crises en vals alarm te minimaliseren en door landspecifieke informatie op te nemen over bankkapitalisatie, overheidsschuld en het niveau van economische ontwikkeling.

dynamiek van het schuldvolume een rol. Verwacht wordt dat de nettokredietstromen in 2020 in de meeste EU-landen, in het bijzonder in België, Finland, Frankrijk, Ierland, Luxemburg, Spanje en Zweden, groot zullen zijn, en in sommige gevallen duidelijk groter dan in 2019.

Grafiek 16: Schuld van niet-financiële vennootschappen



Bron: Sectorale financiële balansrekeningen van Eurostat – leningen (F4) plus schuldbewijzen (F3), AMECO en de diensten van de Commissie (zie tekstvak 1).
Noot: Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van schuldquote van niet-financiële vennootschappen in 2019. De getallen onder de landcodes geven aan in welk jaar de schuldquote piekte. Zie voetnoot 34 voor de definities van op fundamentals gebaseerde benchmarks en prudentiële drempels.

Wat niet-financiële vennootschappen betreft, worden de toegenomen financieringsbehoeften in 2020 verklaard door scherpe verliezen en liquiditeitstekorten.

- **De schuldquotes lijken in 2020 vooral te stijgen in de landen waar de winsten en kasstromen van niet-financiële vennootschappen sterker worden aangetast door de COVID-19-uitbraak.** Over het algemeen waren de landen waar de nettobedrijfswinsten van vennootschappen in 2020 naar verwachting aanzienlijk zullen dalen, doorgaans dezelfde landen waar de sterkste nettokredietstromen (transacties) werden opgetekend, uitgedrukt als percentage van het bbp van 2019 (zie grafiek 20).

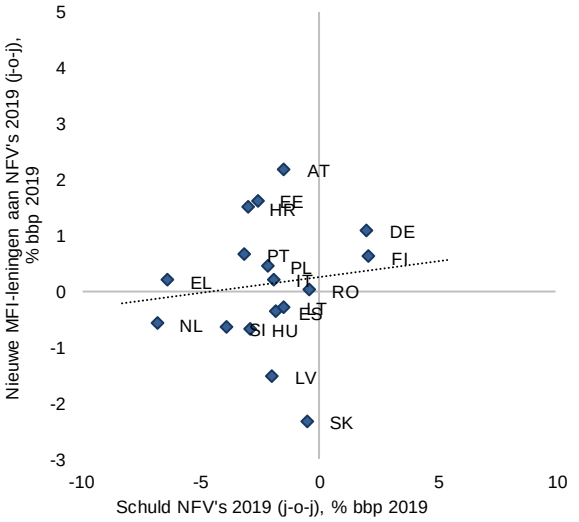
- **Er moesten meer leningen worden opgenomen om het werkkapitaal van niet-financiële vennootschappen te financieren om liquiditeitsbuffers op te bouwen, wat betekent dat de nettoschuld van niet-financiële vennootschappen niet in dezelfde mate steeg als de brutoschuld.** Een deel van de opgenomen leningen werd gebruikt om kasbuffers aan te vullen en te verstevigen en daarmee het hoofd te bieden aan de grotere onzekerheid over de economische situatie, en om te profiteren van tijdelijke bijzondere maatregelen ter ondersteuning van kredietstromen. Leningen ter financiering van investeringen hebben een kleine rol gespeeld. Al bij al zal de spaarpositie van vennootschappen, ondanks de aanzienlijke opname van leningen in 2020, naar verwachting niet aanzienlijk dalen. Bovendien wordt verwacht dat de nettobesparingen van vennootschappen als gevolg van de verminderde investeringen zullen toenemen in alle EU-landen (zie grafiek 11).

- **Een aantal beleidsmaatregelen hielp de toegang tot kredietverlening open te houden.** Naast ruime liquiditeitsverschaffing aan banken door monetaire autoriteiten en een aanpassing van de prudentiële regels hielpen kredietgaranties van de overheid de kredietstromen in stand te houden, met name voor het mkb.

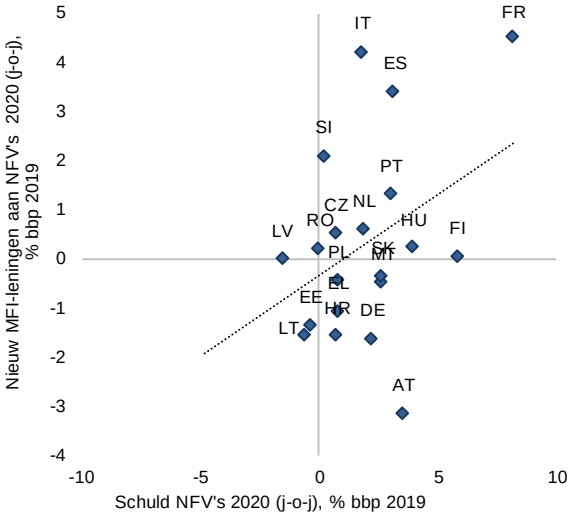
- **Moratoria op leningen versterken mede de schulddynamiek in 2020.** Het uitstel bij de terugbetaling van schulden door niet-financiële vennootschappen (NFV's) dat dankzij de moratoria in de hele EU mogelijk werd — hetzij als een overheidsmaatregel, hetzij als een vrijwillig initiatief van kredietverleners — leidt tot een mechanische toename van de dynamiek van het schuldvolume. Een en ander wordt bevestigd door een relatie tussen de schuldmutatie van niet-financiële vennootschappen en de "werkelijk nieuwe" leningen van monetaire financiële instellingen (MFI's) (met uitsluiting van heronderhandelingen en terugbetalingen) die in 2020 duidelijk veel positiever is dan de relatie die in 2019 viel waar te nemen (zie grafiek 17 en grafiek 18). In 2020 werd de schulddynamiek dus minder beïnvloed door terugbetalingen dan in het verleden het geval was, vermoedelijk als gevolg van moratoria.
- **Voor de toekomst is de verwachting dat de dynamiek in de schuldquote om een aantal redenen minder uitgesproken zal zijn.** In de eerste plaats zou de mechanische toename van de schuldquoten als gevolg van een kleinere noemer van korte duur zijn, aangezien de toename van de schuldquoten in 2020 vooral aan een tijdelijk teruglopende conjunctuur toe te schrijven valt (zie grafiek 19). In de tweede plaats zullen de uitzonderlijke maatregelen die in 2020 werden genomen, stapsgewijs worden afgebouwd. Door het aflopen van de moratoria op leningen zullen de terugbetalingen weer gaan toenemen. De afbouw van kredietgaranties zal betekenen dat bedrijven die in ademnood verkeren, minder zullen kunnen lenen. Bovendien blijkt uit enquêtegegevens dat in de toekomst een verstrenging van de kredietvoorwaarden kan plaatsvinden[35]. In de derde plaats zullen niet-financiële vennootschappen, als alternatief voor nieuwe kredieten, op hun liquiditeitsbuffers kunnen interen.
- **Een voortdurende malaise in de sector van de niet-financiële vennootschappen kan ten koste gaan van de vooruitzichten inzake investeringen en terugbetaling van schulden.** De winstgevendheid zal verder sterk te lijden hebben, vooral in dienstensectoren die aan de pandemie zijn blootgesteld. Een en ander kan niet alleen matige investeringen betekenen, maar ook problemen bij de terugbetaling van bestaande schulden. Meer algemeen zal met het aflopen van de moratoria op leningen de schuldenlast toenemen als gevolg van opgelopen rente.

[35] ECB (2020), *The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020*, juli 2020.

Grafiek 17: Nieuwe MFI-leningen aan NFV's afgezet tegen evolutie NFV-schuldquote, 2019

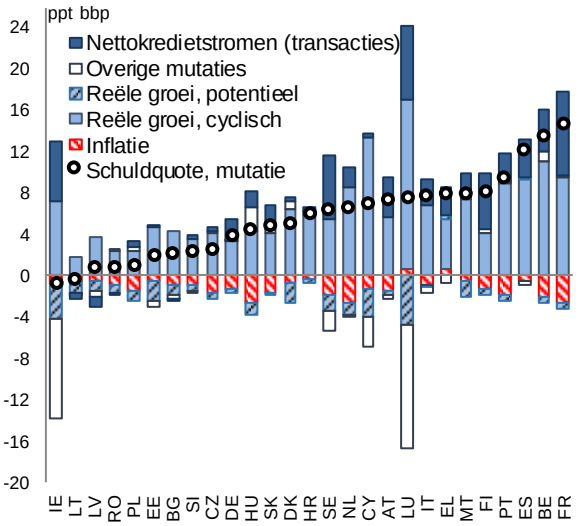


Grafiek 18: Nieuwe MFI-leningen aan NFV's afgezet tegen evolutie NFV-schuldquote, 2020

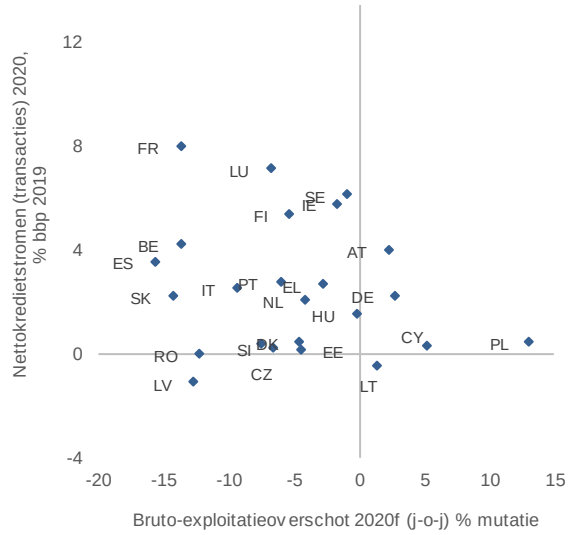


Bron: ECB MIR-database, AMECO, Eurostat en berekeningen diensten van de Commissie (zie ook kader 1 voor prognoses private schuld).
Noot: Nieuwe MFI-leningen betreffen "werkelijk nieuw" krediet van monetaire financiële instellingen (MFI's) en omvatten alleen nieuwe MFI-leningen aan NFV's, met uitsluiting van heronderhandelingen en terugbetalingen. Niet opgenomen zijn België, Cyprus en Luxemburg als uitschieters en Bulgarije, Denemarken, Ierland en Zweden door de beschikbaarheid van data.

Grafiek 19: Uitsplitsing mutatie schuldquote NFV's (2019 – 2020)

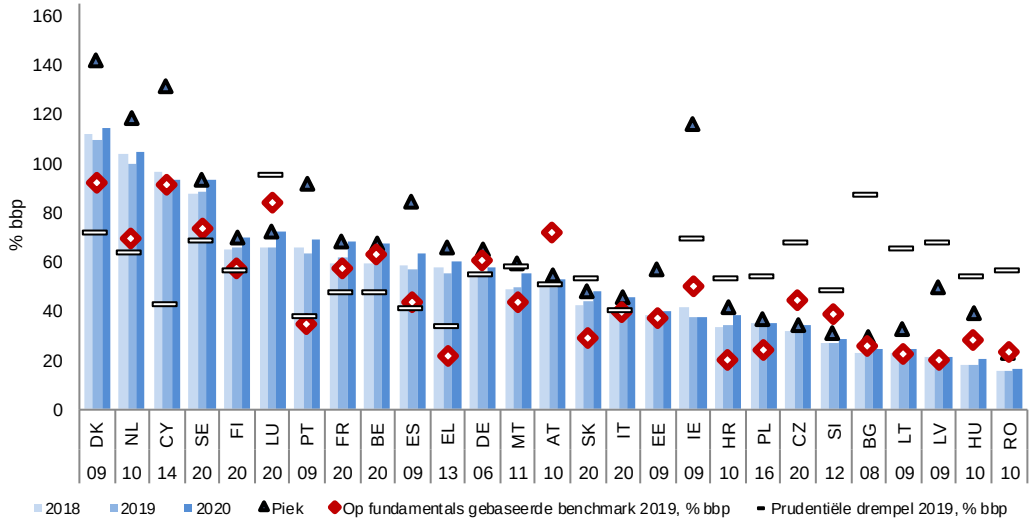


Grafiek 20: Evolutie bruto-exploitatieoverschot in 2020 en nettokrediet (transacties) aan NFV's



Bron: AMECO, Eurostat en schattingen diensten van de Commissie (zie kader 1) en berekeningen op basis van maandelijkse ECB-gegevens over MFI-leningen en transacties in schuldbewijzen (stromen) met de particuliere sector uit de BSI-database, economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie.
Noot: Nettokredietstromen (schuldtransacties) stemmen overeen met transacties in leningen (F4) en schuldbewijzen (F3) uit de financiële balansen naar sectoren van Eurostat. Bruto-exploitatieoverschot voor NFV's niet beschikbaar voor Bulgarije, Kroatië en Malta.

Grafiek 21: Schuld huishoudens



Bron: Financiële balansen naar sectoren van Eurostat – leningen (F4) plus schuldbewijzen (F3), AMECO en schattingen diensten van de Commissie (zie kader 1).
Noot: Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van schuldquote van huishoudens in 2019. De getallen onder de landcodes geven aan in welk jaar de schuldquote piekte. Zie voetnoot 34 voor de definities van op fundamentals gebaseerde benchmarks en prudentiële drempels.

Bij huishoudens blijkt de uitbraak van COVID-19 voor een gematigdere schulddynamiek te hebben gezorgd, in het licht van de lagere inkomensvooruitzichten en hogere besparingen.

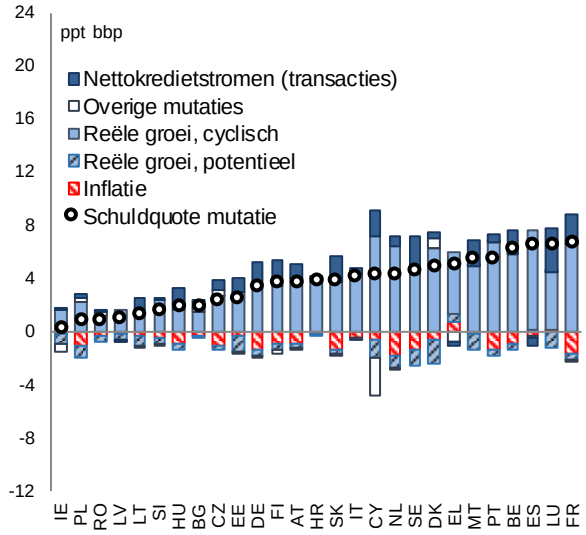
- **De nettokredietstromen (schuldtransacties) naar huishoudens zouden in 2020 voor de meeste EU-landen dicht bij nul moeten liggen of bescheiden zijn.** Zoals uit grafiek 22 blijkt, valt de algemeen toenemende schuldquote van huishoudens grotendeels toe te schrijven aan de bbp-krimp — en niet aan kredietransacties en transacties in schuldbewijzen, die vrij beperkt zijn, en in bijna alle EU-landen zijn teruggelopen tegenover 2019. Vertragingen in de kredietverlening aan huishoudens blijken te verklaren door verslechterde inkomensvooruitzichten voor huishoudens in combinatie met toegenomen besparingen, deels uit voorzorg en deels als gevolg van contactbeperkende maatregelen die de mogelijkheden om te consumeren belemmeren. Verschillen tussen landen houden mogelijk verband met de gestrengheid van lockdowns en het stilvallen van woningaankopen, de verschillende mate van overheidssteun voor inkomens van huishoudens en de kredietvoorwaarden, maar ook de situatie op de woningmarkt.

- **De kredietverlening aan huishoudens vertraagt ondanks het effect van moratoria.** Net zoals bij niet-financiële vennootschappen hebben moratoria op leningen, als gevolg van de lagere terugbetalingen, een positief effect op de evolutie van het schuldvolume. Door dit effect blijkt het volume schulden van huishoudens trager terug te lopen.

- **De schulddynamiek bij huishoudens zal wellicht zwak blijven en bij terugbetalingen kunnen zich problemen gaan voordoen wanneer arbeidsmarkten verslechteren.** Ondanks aanhoudende gunstige financiële condities en overheidsmaatregelen die de fall-out van de crisis voor de arbeidsmarkt en voor huishoudens moeten dempen, zullen de inkomens van huishoudens onder druk blijven staan. Met name zullen de werkloosheidspercentages, die tot 2020 waren blijven dalen, volgens prognoses in 2021 over de hele lijn stijgen. Hierin zal ook het banenverlies meespelen door de afbouw van de maatregelen die overheden hebben genomen om de impact van de pandemie te dempen, met name gesubsidieerde regelingen werktijdverkorting, die tijdelijk zouden moeten zijn om te vermijden dat banen behouden blijven in bedrijven die niet

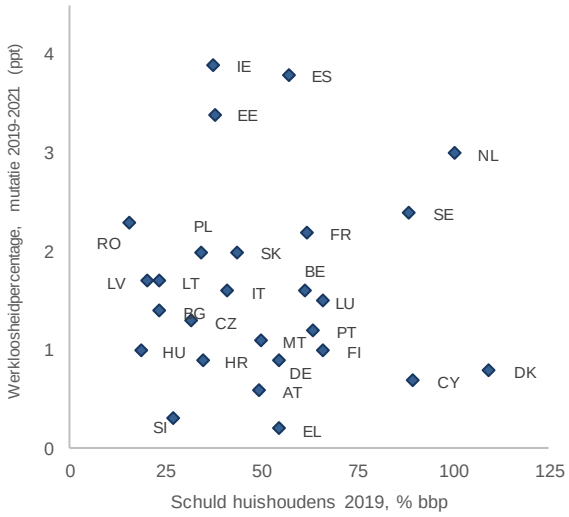
levensvatbaar zijn. Er zouden zich ook meer problemen bij de terugbetaling van schulden van huishoudens kunnen gaan voordoen in landen die al gekenmerkt worden door een betrekkelijk hoge schuldenlast van huishoudens (grafiek 23).

Grafiek 22: Uitsplitsing mutatie schuldquote huishoudens (2019 – 2020)



Bron: Nettokredietstromen (schuldtransacties) stemmen overeen met transacties in leningen (F4) en schuldbewijzen (F3) uit de financiële balansen naar sectoren van Eurostat. Andere bronnen zijn AMECO en schattingen diensten van de Commissie (zie kader 1) en berekeningen op basis van maandelijkse ECB-gegevens over MFI-leningen en transacties in schuldbewijzen (stromen) met de particuliere sector uit de BSI-database.

Grafiek 23: Schulden huishoudens en werkloosheid



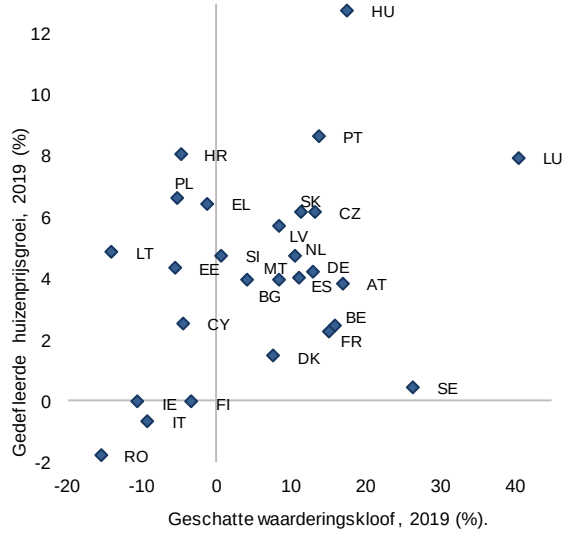
Bron: AMECO; de data voor 2020 en 2021 zijn afkomstig van de economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie.

De huizenprijzen zijn tot begin 2020 blijven stijgen en in sommige gevallen vonden er zelfs versnellingen plaats.

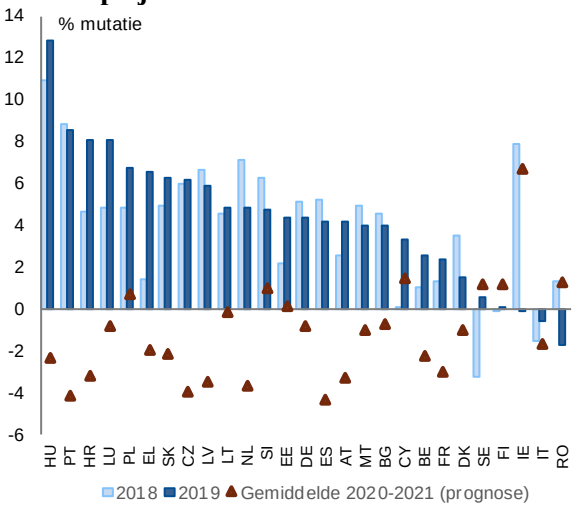
- **In 2019 lag de reële huizenprijsgroei in acht lidstaten boven de drempelwaarde van het scorebord** (Kroatië, Tsjechië, Griekenland, Hongarije, Luxemburg, Polen, Portugal en Slowakije), één land meer dan in 2018. Al met al is dit een bevestiging dat de dynamiek van de huizenprijsgroei, die sinds het midden van het decennium valt waar te nemen, blijft doorgaan.
- **In 2019 zijn de huizenprijzen in bijna alle EU-landen gestegen en in een meerderheid van de lidstaten vonden er tussen 2018 en 2019 versnellingen plaats.** Vertragingen vielen dan weer waar te nemen in Bulgarije, Denemarken, Duitsland, Ierland, Letland, Malta, Nederland, Roemenië, Spanje en Slovenië.
- **De recente positieve trend in de huizenprijsgroei valt vooral toe te schrijven aan economische fundamentals.** Lage rentestanden en snel oplopende arbeidsinkomens waren de belangrijkste factoren achter de recente vraag naar woningdiensten, terwijl de aanpassing van het woningaanbod achterbleef. Een versnelling van de toename van de hypotheekschuld werd pas zichtbaar nadat de versnellingen van de huizenprijzen waren geconsolideerd en zich meer veralgemeend voordeden in de EU.

- **Een sterke huizenprijsgroei valt ook waar te nemen in lidstaten die tekenen van overwaardering vertonen** (grafiek 24). Tussen 2018 en 2019 viel in een aantal landen met tekenen van overwaardering enige vertraging van de prijzen te zien. Toch was dit niet zo in andere, opvallende gevallen, zoals Luxemburg en Zweden.[36]
- **Voor 2019 geeft een meerderheid van de lidstaten tekenen van overwaardering te zien.** Vergelijking van prijsindexen met benchmarks lijkt op wijdverspreide overwaardering te wijzen. Beperkingen inzake de betaalbaarheid van woningen worden bevestigd door schattingen van prijsniveaus. In ongeveer de helft van de EU-landen zijn meer dan tien jaarinkomens nodig om een woning van 100 m² te kopen[37].

Grafiek 24: Mutaties gedefleerde huizenprijzen en waarderingskloven in 2019



Grafiek 25: Evolutie groei gedefleerde huizenprijzen



Bron: Eurostat en berekeningen diensten van de Commissie.

Noot: De overwaarderingskloof wordt geraamd als een gemiddelde van drie maatstaven: de *price-to-income*- en *price-to-rent*-afwijkingen van de langetermijngemiddelden, en de waarderingskloven verkregen door een regressiemodel met determinanten van huizenprijzen (zie noot 36). Prognoses van huizenprijzen zijn gebaseerd op het regressiemodel met determinanten van huizenprijzen (zie noot 40).

[36] De kloof in de waardering van huizenprijzen wordt berekend ten opzichte van benchmarks, om het effect van de landspecifieke huizenprijs in beeld te brengen. Synthetische waarderingskloven zijn gebaseerd op de kloof die wordt afgeleid uit verschillende benchmarks: i) *price-to-income*-afwijking ten opzichte van het langetermijngemiddelde; ii) *price-to-rent*-afwijking ten opzichte van het langetermijngemiddelde; iii) afwijking van via regressie verkregen benchmarks, waarbij rekening wordt gehouden met economische fundamentals van vraag en aanbod; zie Philiponnet, N., en Turrini, A. (2017), *Assessing House Price Developments in the EU*, European Commission Discussion Paper 48, mei 2017. Bij de berekening van via regressie verkregen benchmarks wordt op cyclische verklarende conjunctuurvariabelen een Hodrick Prescott (HP) filter toegepast om de volatiliteit ervan te beperken.

[37] Schattingen van het prijsniveau zijn verkregen op basis van de gegevens van nationale rekeningen en tellingen of, indien niet beschikbaar, informatie op websites van vastgoedmakelaars; zie J. C. Bricongne et al. (2019), *Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates*, European Economy. Discussion Paper nr. 101, juli 2019.

In de toekomst zou de COVID-19-crisis de recente dynamiek van de huizenprijzen moeten afvlakken, vooral gelet op het teruglopende inkomen uit arbeid.

- **Uit kwartaalgegevens voor 2020 blijkt dat de reële huizenprijsgroei in diverse lidstaten begint af te koelen.** Hoewel de meeste EU-landen in het tweede kwartaal van dit jaar nog een prijsstijging te zien gaven ten opzichte van hetzelfde kwartaal in 2019, valt in een aantal landen al een vertraging of zelfs daling van gedefleerde huizenprijzen te merken. Neerwaartse correcties op jaarbasis zijn waar te nemen in Cyprus en Hongarije. Vertragingen en stagnatie vallen in meer dan de helft van EU-landen waar te nemen. Een patroon van meer algemene neerwaartse correcties tekent zich af wanneer de kwartaalmutaties van de dynamiek voor de eerste helft van 2020 worden beschouwd, vooral in Estland, Hongarije en Roemenië, maar ook tot op zekere hoogte in Letland, Portugal, Slovenië en Zweden[38].

- **Schattingen van het prijsniveau op basis van vraagprijzen van verkopers bevestigen een voorzichtige afkoeling van de woningmarkt.** In de gegevens over de huizenprijzen tot medio 2020 komt misschien nog niet volledig het effect van de COVID-19-crisis tot uiting, omdat in vele gevallen de transacties vóór de uitbraak van COVID-19 waren afgesloten. Niettemin lijken ook recente schattingen van vraagprijzen te wijzen op neerwaartse correcties in sommige landen.[39]

- **Ook op modellen gebaseerde prognoses van huizenprijzen wijzen op een afkoeling van de woningmarkten in 2021 en neerwaartse correcties in een overgrote meerderheid van EU-lidstaten** (grafiek 25). Het teruglopende arbeidsinkomen verklaart het grootste deel van de verwachte vertragingen. Sterke vertragingen zullen zich naar verwachting vooral voordoen in landen waar momenteel van overwaardering sprake is.[40]

In een aantal lidstaten gaan overgewaardeerde huizenprijzen nog steeds samen met hoge schulden van huishoudens. Dit is met name het geval in België, Denemarken, Luxemburg, Nederland en Zweden. Nederland wordt ook gekenmerkt door hoge prijsniveaus ten opzichte van het gemiddelde inkomen van huishoudens. In 2019 zijn de hypotheekschulden bijzonder snel toegenomen in Bulgarije en Malta (met meer dan 10 % ten opzichte van het voorgaande jaar), en met meer dan 5 % in 14 andere landen. In sommige gevallen vertrok de stijging van reeds betrekkelijk hoge niveaus, met name in

[38] Bij de evolutie op kwartaalbasis van gedefleerde huizenprijzen kan er sprake zijn van seizoenseffecten. Dit geldt met name voor Roemenië als gevolg van het seizoensgebonden karakter van de gehanteerde deflator (de deflator van de nationale rekeningen voor particuliere consumptieve bestedingen). Meer recent bewijsmateriaal, op basis van de Valueguard Hox-huizenprijsindex, laat zien dat nominale huizenprijzen in Zweden in september 2020 met 8,9 % op jaarbasis zijn gestegen.

[39] Deze schattingen werden verkregen op basis van een willekeurige, naar regio gestratificeerde steekproef voor huizen en appartementen van maximaal 600 m². Gegevens afkomstig van de makelaarswebsite Idealista.com. Voor elk land bedroeg de initiële steekproefomvang rond 1 700 tot 2 000 vastgoedobjecten. De samenstelling van de steekproef is dynamisch, aangezien sommige vastgoedobjecten niet meer beschikbaar zijn en er nieuwe worden opgenomen. De mediaanprijs per m² werd gevolgd over de periode van april en september 2020 en liet in de drie geanalyseerde landen een duidelijk neerwaarts patroon zien.

[40] De prognoses van huizenprijzen zijn door de diensten van de Europese Commissie met een foutencorrectiemodel verkregen prognoses, waarbij als verklarende variabelen werden gebruikt: bevolking, beschikbaar inkomen, woningvoorraad, lange rente en de prijsdeflator voor particuliere consumptieve bestedingen, alsmede het residu van de geschatte co-integratie.

België, Frankrijk, Duitsland, Luxemburg en Malta. De sterke huizenprijsgroei ging, behalve in Griekenland en Portugal, gepaard met een sterke toename van de hypotheekschuld[41].

3.3. De overheidssector

In 2019 is de schuldquote van de overheid in de meeste lidstaten verder blijven dalen te midden van aanhoudend gunstige economische condities. Nu beginnen de schuldquoten in de EU echter weer toe te nemen en met name in de landen die sterker door de COVID-19-crisis worden getroffen. In 2019 is in twaalf lidstaten de scoreborddrempel van 60 % van het bbp overschreden (tegenover 14 in 2018). Griekenland, Italië en Portugal gaven een schuld van meer dan 100 % van het bbp te zien. België, Cyprus, Frankrijk en Spanje lagen iets onder die waarde. Andere lidstaten met een schuld boven 60 % van het bbp zijn Oostenrijk, Kroatië, Hongarije en Slovenië. In 2019 waren de dalingen van de schuldquote meer uitgesproken (meer dan 5 ppt van het bbp) in Cyprus, Griekenland en Ierland, terwijl de overheidsschuld ongewijzigd bleef in Frankrijk en Italië. In 2019 en enkele jaren voordien viel in sommige gevallen, zoals België, Cyprus, Frankrijk en Portugal, een overheidsschuld van meer dan 60 % van het bbp te zien in combinatie met een schuld van de particuliere sector die de betrokken scoreborddrempel overschreed.

De schuldquoten zijn door de COVID-19-crisis duidelijk aan het stijgen. Het verlies aan output en ontvangsten in verband met de recessie in 2020, alsmede de uitgebreide steunmaatregelen die overheden hebben opgetuigd om de impact van de crisis te dempen, liggen aan de basis van de toegenomen leningen en de aangroei van het schuldvolume in alle EU-lidstaten. Overheden hebben automatische stabilisatoren tijdens de crisis laten werken en hebben directe begrotings- en liquiditeitssteun verschaft om de gezondheidscrisis en de uitgavenkrimp in de particuliere sector te helpen opvangen. Daarnaast is een deel van de toename van de schuldquoten in 2020 het mechanische effect van het sterk gedaalde nominale bbp.

- **Tegen eind 2021 zouden de schuldquoten volgens de prognoses in alle EU-landen hoger liggen dan in 2019, soms met een ruime marge.** Eind 2020 zullen duidelijk meer lidstaten naar verwachting de drempel van 60 % van het bbp overschrijden en zullen nog enkele lidstaten meer boven 100 % uitkomen. In 2021 zullen de schuldquoten in ongeveer de helft van de landen naar verwachting stabiliseren of licht afnemen, dankzij het herstel en voorspelde lagere tekorten (grafiek 26). Toch zal in de overige EU-landen de overheidsschuld in 2021 verder oplopen, met name in Roemenië, waar het hoge overheidstekort volgend jaar volgens de prognoses verder zal verslechteren en de schuldquote verder zal toenemen, zij het vertrekkend van betrekkelijk lage niveaus.
- **De toename van de schuldquoten zal doorgaans sterker zijn in landen waar het schuldniveau voorafgaand aan deze crisis al vrij hoog was.** Een en ander laat zien dat de recessie in die landen doorgaans sterker was, vooral door wijdverbreide besmettingen of omdat

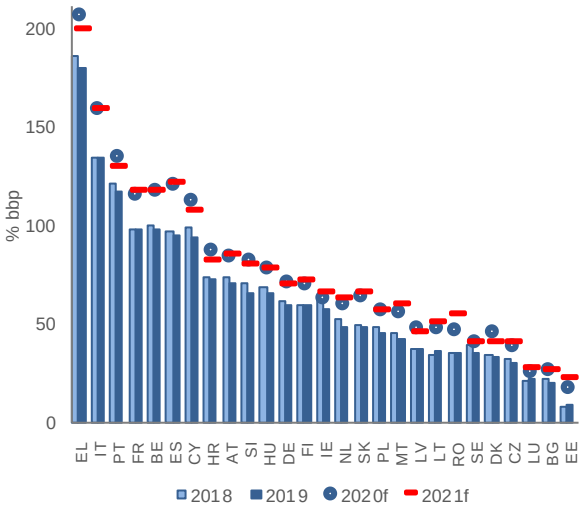
[41] In september 2019 heeft het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) landspecifieke waarschuwingen en aanbevelingen afgegeven met betrekking tot kwetsbaarheden op middellange termijn in de sector van het niet-zakelijk onroerend goed in negen lidstaten: aanbevelingen aan België, Denemarken, Finland,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

deze gevolgd werden door strenge restricties en omdat de economieën in die landen sterker afhankelijk zijn van sectoren zoals het toerisme. Griekenland, Italië en Spanje zouden volgens de prognoses hun schuldquoten in 2020 met meer dan 20 procentpunten van het bbp zien stijgen. De aangroei van de schuld is ook het gevolg van de schuldverhogende stock/flow-adjustments, die ook vormen van financiële steun omvatten die niet in de begrotingssaldo's van de overheid zijn opgenomen. Deze effecten zouden het sterkste zijn in Cyprus, Denemarken, Duitsland en Slovenië.

- **Financiering van de overheid is niet duurder geworden.** Het rendement op overheidsobligaties was in 2019 stabiel of daalde. Na de schok als gevolg van COVID-19 en de daarop volgende onrust op de financiële markten in maart en april is dat rendement fel opgelopen voor bepaalde landen uit eurozone, maar ook voor landen buiten de eurozone. Tegen een achtergrond van verminderde volatiliteit op financiële markten en na ingrijpende maatregelen van monetaire autoriteiten zijn de spreads echter weer verkleind en geconvergeerd naar de niveaus van begin 2020. In sommige gevallen zijn zij nog een stuk dieper gegaan, met slechts in een heel enkel geval een stijging.

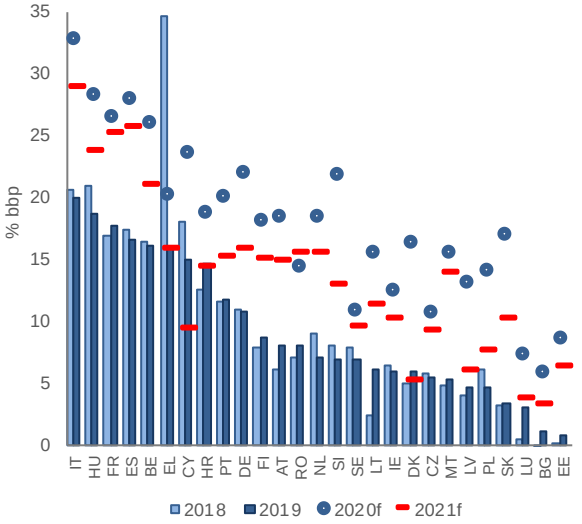
De structuur van de overheidsschuld kan voor bepaalde landen extra risico's inhouden. De looptijdstructuur van de overheidsschuld verschilt sterkt tussen de lidstaten, hetgeen betekent dat ook de herfinancieringsbehoeften in de nabije toekomst verschillen. De brutofinancieringsbehoeften zullen de komende jaren 20 % of meer van het bbp bedragen voor België, Frankrijk, Hongarije, Italië en Spanje (grafiek 27). Sommige niet-eurozonelanden buiten ERM II, waaronder Hongarije en Roemenië, staan voor extra risico's gezien het betrekkelijk hoge aandeel van hun overheidsschuld dat in vreemde valuta luidt.

Grafiek 26: Overheidsschuld



Bron: AMECO; de data voor 2020 en 2021 zijn afkomstig van de economische najaarsprognoses 2020 van de Europese Commissie.
Noot: Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van overheidsschuldquote in 2019.

Grafiek 27: Brutofinancieringsbehoeften overheid



Bron: Berekeningen diensten van de Commissie.
Noot: Brutofinancieringsbehoeften worden berekend als de som van het begrotingstekort, stock/flow-adjustments en aflossing schulden. Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van financieringsbehoeften van de overheid in 2019 in termen van hun bbp.

3.4. De financiële sector

De banksector in de EU is de voorbije jaren aanzienlijk versterkt, ook al blijven er in enkele lidstaten nog uitdagingen in verband met geringe winstgevendheid en niet-renderende leningen (NPL's).

- **De EU-banksector verkeert in betere vorm dan bij het begin van de mondiale financiële crisis.** Het volume niet-renderende leningen is substantieel verminderd, vooral in landen waar het vrij hoog was. De kapitaalratio's zijn niet meer toegenomen sinds 2018 toen de verplichte Tier 1-vereisten in alle lidstaten waren bereikt. Banken hebben ook veel sterkere liquiditeitsbuffers dan tien jaar geleden. De groei van de verplichtingen in de financiële sector bleef in 2019 beperkt; alleen Hongarije overschreed de drempelwaarde van het scorebord.
- **Voor de EU-banksector blijven de geringe winstgevendheidsniveaus een uitdaging**. In 2019 is de winstgevendheid nog verder verzwakt in een lage-renteomgeving. De winstgevendheid blijkt bijzonder laag in Cyprus, Duitsland, Griekenland, Ierland en Portugal. Wat kapitaalratio's betreft, deze zijn verhoudingsgewijs lager in Duitsland, Griekenland, Hongarije, Portugal en Spanje.
- **Enkele EU-landen worden geconfronteerd met een combinatie van geringe winstgevendheid, benedengemiddelde kapitaalratio's en hoge volumes niet-renderende leningen (NPL's)** (grafiek 28 en grafiek 29).[42] In Griekenland is het aandeel niet-renderende

[42] In de reeks aanvullende scorebordindicatoren worden NPL's gedefinieerd als totale bruto-NPL's en voorschotten als het percentage van de totale brutoleningen en -voorschotten (brutoboekwaarde), voor de

leningen teruggelopen, maar het ligt nog steeds rond 35 %, terwijl de winstgevendheid nog maar net positief is en de kapitaalratio's tot de laagste in de EU behoren. Cypriotische banken laten aanzienlijke verbeteringen zien wat betreft hun zeer hoge aandeel niet-renderende leningen (dat is gedaald tot onder 20 %) en de winstgevendheid van banken was er positief, maar bleef onder het EU-gemiddelde. In Italië, Bulgarije en Portugal is de jongste jaren het aandeel niet-renderende leningen sterker gedaald (met bescheidener dalingen in 2019) — tot onder 7 %. De kapitaalratio's bleven onder het gemiddelde in Italië en Portugal, en vooral in dit laatste land is de winstgevendheid lager.

De COVID-19-schok zal waarschijnlijk een significante impact hebben de activakwaliteit, de winstgevendheid en de kapitalisatie van banken. Deze effecten zijn nog niet zichtbaar en, mede gezien de uitgebreide beleidsmaatregelen met steun, kan het nog enige tijd duren voordat dit het geval is. De COVID-19-schok heeft een zware wissel getrokken op de economische vooruitzichten en sommige individuele banken zijn sterk blootgesteld aan sectoren die buitensporig zwaar door de crisis worden getroffen. Doordat centrale banken uitgebreide liquiditeit hebben verschaft, kon een kredietschaarste na de uitbraak van COVID-19 worden beperkt. Ook de opschorting van dividenduitkeringen en een versoepeling van bepaalde prudentiële eisen hebben banken extra ademruimte gegeven. Er doemen echter een aantal uitdagingen op die op de balansen en kapitalisatie van banken kunnen drukken[43]:

- **Toename niet-renderende leningen.** Door problemen bij de terugbetaling van schulden door niet-financiële vennootschappen waarvan de winstgevendheid het sterkst is aangetast door de COVID-19-crisis, zal het aantal niet-renderende leningen naar alle waarschijnlijkheid stijgen. De verwachting is dat faillissementen zullen toenemen, vooral in sectoren waar minder mogelijkheden zijn om voldoende fysieke afstand te houden. Omdat er problemen zijn wat betreft inkomens van huishoudens en de werkgelegenheidsvooruitzichten zou ook een groter deel van de hypotheekschuld niet-renderend kunnen worden. Daarbij komt dat in landen waar nog problemen uit het verleden spelen, banken het moeilijker zullen hebben om bestaande niet-renderende leningen van de hand te doen. Door moratoria worden betalingen nu al uitgesteld. Omdat er moratoria van kracht zijn, wordt een deel van de leningen die anders als niet-renderende leningen zouden gelden, mogelijk niet als zodanig beschouwd. Volgens gegevens die beschikbaar zijn voor een steekproef van systemische banken in de EU, zou het volume niet-renderende leningen vanaf

---

rapporterende sector "binnenlandse bankgroepen en zelfstandige banken, dochterondernemingen onder buitenlandse zeggenschap en bijkantoren onder buitenlandse zeggenschap, alle instellingen". Deze waarden zijn opgenomen in tabel 2.1 in de bijlage. Geharmoniseerde NPL-ratio's zijn pas sinds 2014 beschikbaar. Voor de gegevens met betrekking tot 2008 en de "stijging tot piek" geeft Grafiek 29 de data voor de ratio van de bruto niet-renderende schuldinstrumenten (NPD's) ten opzichte van de totale bruto schuldinstrumenten weer, 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's, vooral omdat de noemer groter is, d.w.z. de totale bruto schuldinstrumenten zijn groter dan de totale leningen. Het maximale verschil tussen beide ratio's bedraagt momenteel 4 procentpunten (voor Griekenland), terwijl dat voor de meeste landen minder dan 1 procentpunt is.

[43] Zie, voor een recente ECB-stresstest om het kapitaalverlies in alternatieve scenario's te schatten voor de banksector in de eurozone,
https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html

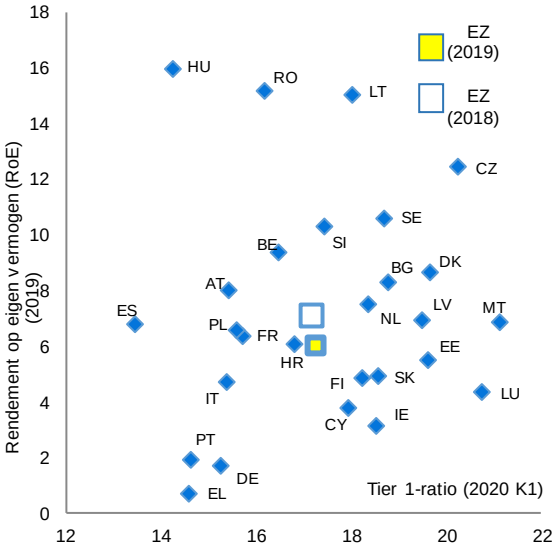
het tweede kwartaal van 2020 niet meer afnemen[44]. Voorzichtige schattingen van hoe het aandeel niet-renderende leningen verder evolueert, gaan in de richting van een opvallende toename[45].

- **De winstgevendheid van de banken in de EU zal naar verwachting verder verslechteren.** De winstgevendheid zal naar verwachting verder afnemen door de verminderde kredietvraag, door krappere rentemarges en door kredietverliezen[46]. Daarmee samenhangend heeft de waardering van het eigen vermogen van banken sinds de uitbraak van COVID-19 forse dalingen te zien gegeven. De waardering van het eigen vermogen van banken was in 2019 al gaan stagneren en kende in maart 2020, net bij de uitbraak van COVID-19 een forse terugval. Nadien is deze waardering slechts marginaal hersteld en loopt zij al bij al duidelijk achter bij de Europese beursindexen.
- **Waardering activa.** Banken nemen grote volumes overheidspapier op. In landen met kwetsbaardere overheidsfinanciën kunnen financiële instellingen die verweven zijn met de overheid, blootgesteld worden aan ongunstige feedback-loops. Bovendien kan de afkoeling van de vastgoedmarkt, met name die voor commercieel vastgoed, de waarde van onderpand van hypotheken doen dalen en leiden tot een feedback-loop tussen huizenprijzen, bankbalansen en de beschikbaarheid van hypotheken.

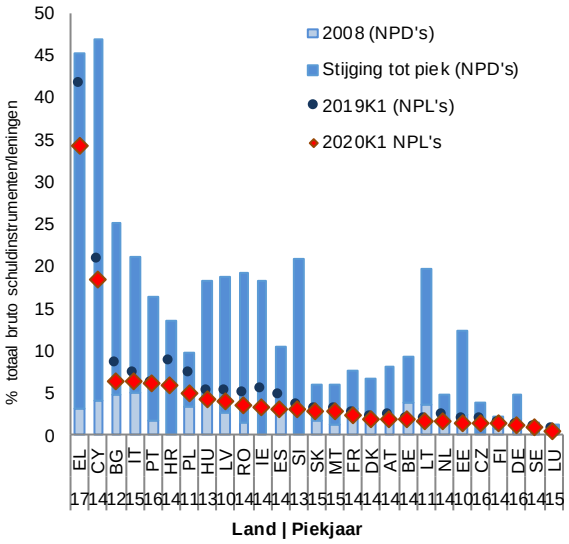
Door deze crisis zal het lage-renteklimaat blijven voortduren, met mogelijk een ongunstig effect op de niet-bancaire financiële sector. Aangezien het klimaat van lage rendementen vooral financiële activa met een laag risico treft, kan dit ook druk zetten op de winstgevendheid en de balansen van niet-bancaire financiële instellingen met activaportefeuilles die grotendeels in die activa met laag risico zijn belegd, zoals verzekeringsondernemingen (en dan vooral de subcategorie levensverzekeringen) en pensioenfondsen. In hun zoektocht naar rendement hebben vele niet-bancaire financiële instellingen hun hefboom vergroot en zijn zij sterker blootgesteld aan meer risicovolle activa waarvan de prijzen na de uitbraak van COVID-19 zijn gedaald, hetgeen met name bij beleggingsfondsen tot aanzienlijke waardeverliezen heeft geleid. De recente ontwikkelingen zouden ook ongunstig uitwerken op de verzekeringssector[47].

[44] Bron: *EBA Risk Dashboard*, tweede kwartaal 2020.
[45] Het aandeel niet-renderende leningen in de eurozone zou tussen december 2019 en 2021 met tussen 1,7 en 2,3 ppt kunnen stijgen, volgens Allianz Research, *European Banks: Could EUR300bn of additional NPLS crunch the recovery in Europe?*, juli 2020.
[46] ECB, *Financial Stability Review*, mei 2020; EBA, *The EU Banking Sector: First Insights into the COVID-19 Impacts*, Thematic Note EBA/REP/2020/17.
[47] EIOPA (2020), *Financial Stability Report*, juli 2020.

Grafiek 28: Winstgevendheid en kapitaalpositie banksector



Grafiek 29: Niet-renderende leningen (NPL's)



Bron: ECB, berekeningen diensten van de Commissie.

Noot: De gemiddelde waarden voor de eurozone (EZ) in grafiek 28 zijn ongewogen de omvang van de economie. Geen gegevens over bruto niet-renderende schuldinstrumenten (NPD's) voor 2008 beschikbaar voor Kroatië, Tsjechië, Ierland, Slovenië en Zweden. In grafiek 29 hebben de gegevens voor 2008 en de "stijging tot piek" betrekking op de ratio van bruto niet-renderende schuldinstrumenten ten opzichte van de totale bruto schuldinstrumenten; NPL-ratio's worden vermeld voor 2018K1 en 2019K1; de getallen onder de landcodes geven aan in welk jaar de niet-renderende schuldinstrumenten piekten.

Kader 2: Werkgelegenheid en sociale ontwikkelingen

In 2019 (dus vóór de pandemie) bleef de situatie op de arbeidsmarkten in de EU verder verbeteren, ook al begon de Europese economie toen al te vertragen. In 2019 is de werkgelegenheid in de EU verder toegenomen en heeft zij een nieuw hoogtepunt bereikt wat betreft het aantal personen met een baan. In 2019 steeg de arbeidsparticipatie in bijna alle lidstaten. Bulgarije zag de grootste stijging van de arbeidsparticipatie (2,4 ppt), gevolgd door Cyprus (1,9 ppt), Griekenland (1,6 ppt) en Kroatië (1,5 ppt). De werkloosheid bleef in nagenoeg alle lidstaten dalen en bereikte in december 2019 het laagste percentage sinds 2000 (6,5 %). Alle landen begonnen 2020 met de laagste werkloosheidspercentages sinds 2013. De daling was bijzonder scherp in landen met een hoge werkloosheid zoals Griekenland en Kroatië (–2 ppt), Cyprus (–1,3 ppt) en Spanje (–1,2 ppt), terwijl het werkloosheidspercentage in Zweden met 0,4 ppt toenam en het in Luxemburg en Litouwen rond het niveau van 2018 bleef fluctueren, zij het in al deze drie gevallen ten opzichte van een betrekkelijk lage uitgangspositie. Wat betreft werkloosheidscijfers zijn de verschillen tussen landen dus fel verminderd, maar zij bleven ook vóór de uitbraak van COVID-19 aanzienlijk.

De arbeidsparticipatie hield ook vrij goed stand bij de vertraging voorafgaand aan de pandemie, terwijl de *langdurige werkloosheid* en de *jeugdwerkloosheid* sterker zijn verbeterd dan de rest van de arbeidsmarktindicatoren. In 2019 nam de arbeidsparticipatie (15–64-jarigen) alleen af in Frankrijk (–0,4 ppt), Letland (–0,2 ppt) en Estland (–0,2 ppt). De afstand tussen de landen met de hoogste en de laagste arbeidsparticipatie bleef met zo'n 16 procentpunten grotendeels ongewijzigd. De *langdurige werkloosheid* is in 2019 in alle lidstaten gedaald en alle landen kenden lagere percentages dan in de drie jaar voordien. De hoogste percentages inzake langdurige werkloosheid vielen waar te nemen in Griekenland (12,2 % van de beroepsbevolking), Italië (5,6 %) en Spanje (5,3 %). In bijna alle EU-landen is de *jeugdwerkloosheid* in de drie jaar tot 2019 gedaald. Toch lag zij in Griekenland en Spanje nog boven 30 % en in Italië net iets onder dat niveau. Tegelijk waren in 2019 in de EU 10,1 % van de jongeren (15–24 jaar) jongeren zonder baan of zonder onderwijs of opleiding (NEET's). Voorts lag in diverse lidstaten (zoals Bulgarije, Kroatië, Cyprus, Frankrijk, Griekenland, Hongarije, Ierland, Italië, Roemenië, Slowakije en Spanje) de jeugdwerkloosheid boven 10 %.

Armoede en sociale uitsluiting zijn in 2019 verder afgenomen, maar blijven in een aantal lidstaten hoog. Het aandeel mensen dat met armoede of sociale uitsluiting wordt bedreigd (AROPE), is in 2019 in de EU verder gedaald tot 21,4 %[48]. Alle landen gaven in de drie jaar tot 2019 dalingen te zien, met uitzondering van Zweden en Luxemburg, waar er stijgingen waren, zij het ten opzichte van relatief lage niveaus. Ondanks een belangrijke daling van het AROPE-percentage van bijna 39 % naar 32,5 % heeft Bulgarije nog steeds het hoogste percentage in de EU, gevolgd door Roemenië en Griekenland, beide met meer dan 30 %, terwijl in Spanje, Letland en Litouwen het aandeel boven 25 % ligt.

De uitbraak van COVID-19 heeft de vooruitzichten echter ingrijpend veranderd. In een paar weken tijd zijn de vooruitzichten voor 2020 dramatisch verslechterd. In het tweede kwartaal van 2020 lag het bbp bijna 15 % lager dan eind 2019 (18 % voor de eurozone) en nam de werkgelegenheid af met 3 %, of 6 miljoen mensen minder zonder baan (2,9 % voor de eurozone). Dit zijn de grootste dalingen die ooit in een pril stadium van een recessie zijn waargenomen. Bovendien bestaat er nog grote onzekerheid over de gevolgen van deze ongeziene schok, omdat de economische impact sterk van land tot land kan verschillen, afhankelijk van onder meer de intensiteit

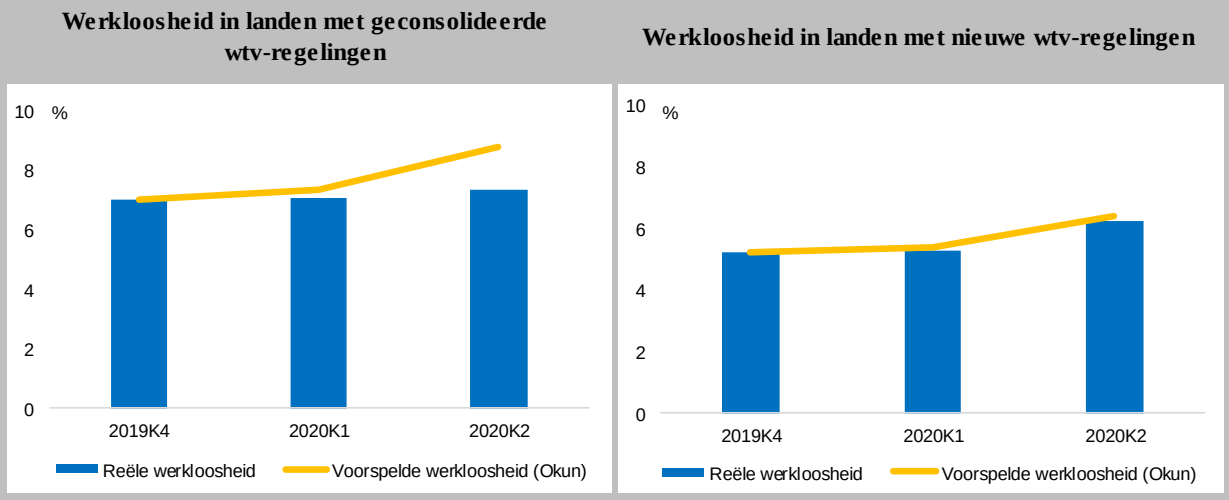
[48] Gewogen gemiddelde van de 25 lidstaten waarvoor per 23 oktober 2020 gegevens beschikbaar waren. De indicator *"personen die met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd" (AROPE)* betreft het percentage personen die kwetsbaar zijn volgens ten minste één van deze drie sociale indicatoren: 1) *het armoederisicopercentage (AROP)*, dat de monetaire armoede meet in verhouding tot de nationale inkomensdistributie 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 (SMD)*, die betrekking heeft op indicatoren in verband met een gebrek aan middelen, en het aandeel personen weergeeft die voor ten minste vier op negen punten met deprivatie worden geconfronteerd, omdat zij zich bepaalde specifieke soorten uitgaven niet kunnen veroorloven; 3) *personen in huishoudens met zeer lage werkintensiteit* zijn personen tussen 0 en 59 jaar die in een huishouden wonen waar de volwassenen (18 tot 59 jaar) het voorbije jaar minder dan 20 % van hun totale potentiële arbeid hebben verricht.

van de uitbraak en de verschillende sectorale specialisaties van landen.

Het intensieve gebruik van regelingen werktijdverkorting heeft het effect van de recessie op de werkloosheid kunnen verzachten. De werkloosheid is weliswaar in alle lidstaten toegenomen — een duidelijke breuk met de ontwikkelingen in de afgelopen jaren — maar de toename is in de meeste landen betrekkelijk gering. Het wijdverbreide gebruik van regelingen werktijdverkorting heeft geholpen om het massale banenverlies tegen te gaan waarmee vele landen anders zouden kampen als gevolg van de zware outputverliezen in de eerste twee kwartalen van 2020. Dit geldt met name voor landen met geconsolideerde regelingen werktijdverkorting. In landen echter waar dit soort regelingen pas recentelijk is ingevoerd, konden zij, deels door de vormgeving van deze regelingen of door vertraging bij de uitrol ervan, de stijging van de werkloosheid amper verzachten, vergeleken met wat op basis van historisch bewijsmateriaal mocht worden verwacht (figuur 1)[49].

De terugval van de arbeidsparticipatie verklaart de daling van de werkloosheidscijfers die in sommige lidstaten viel waar te nemen. Door de ernst van de recessie zijn vele werklozen niet langer actief op zoek naar werk. In negen lidstaten (goed voor meer dan één derde van de EU-bevolking) was er een krimp in de arbeidsparticipatie. Voor de EU als geheel viel de arbeidsparticipatie (15–64 jaar) terug van 73,5 % in het vierde kwartaal van 2019 tot 71,8 % in het tweede kwartaal van 2020. Zo is bijvoorbeeld in Italië de daling van het werkloosheidspercentage met 2 procentpunten in de periode januari-april meer het gevolg van een sterkere daling van de arbeidsparticipatie met 3,5 procentpunten dan van de daling van het werkloosheidspercentage (–1,7 procentpunt).

Grafiek: Reële werkloosheid bij regelingen werktijdverkorting (wtv) en voorspelling volgens wet van Okun



Bron: Europese Commissie, *Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020*.
Noot: De wet van Okun betreft de waargenomen relatie met betrekking tot de werkloosheid en de verliezen aan productie in een land.

De COVID-19-crisis treft de meest kwetsbare werkenden onevenredig harder en vergt wellicht volgehouden inspanningen om toenemende sociale en economische ongelijkheden te beperken. De impact van de pandemie op de werkgelegenheid verschilt sterk tussen landen, bedrijfstakken en werkenden[50]. Met name is de kans groot dat de economisch meest kwetsbare werknemers (laagopgeleiden, laagbetaalde werknemers, buiten de EU geboren migranten) en jongere werknemers een baan hebben in bedrijfstakken die sterk zijn blootgesteld aan de epidemiologische risico's (d.w.z. detailhandel, horeca). De meesten van hen hebben atypische arbeidsrelaties. Dit

[49] Europese Commissie (2020), *Labour Market and Wage Developments in Europe 2020* (te verschijnen). Landen met geconsolideerde regelingen werktijdverkorting: Oostenrijk, België, Duitsland, Spanje, Finland, Frankrijk, Italië, Luxemburg, Portugal en Zweden.
[50] Zie Basso, G., et al. (2020), *The new hazardous jobs and worker reallocation*, OECD Social, Employment and Migration Working Papers, 247, Parijs: OECD Publishing, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

bekent dat, zonder corrigerende maatregelen, het effect van COVID-19 misschien een verhoudingsgewijs hogere tol zou kunnen eisen van mensen met een lager inkomen, hetgeen tot hogere armoedecijfers kan leiden. Tegen die achtergrond hebben lidstaten tijdelijke maatregelen genomen voor het ondersteunen van kwetsbare groepen met een zeer laag inkomen en van mensen die geen recht hebben op een werkloosheidsuitkering. In de toekomst zullen nationale beleidsreacties, gesteund door EU-initiatieven, zoals SURE, REACT-EU, de Europese structuur- en investeringsfondsen en de faciliteit voor herstel en veerkracht, belangrijk zijn om de fall-out van de crisis voor de sociale situatie doeltreffend te helpen opvangen.

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

Macro-economische onevenwichtigheden werden tot 2019 gecorrigeerd te midden van gunstige economische condities, maar na de uitbraak van COVID-19 doemen nu nieuwe risico's op.

- **Onevenwichtige stroomvariabelen zijn na de financiële crisis van 2008 gecorrigeerd en de economische expansie sinds 2013 heeft geholpen de onevenwichtige voorraadvariabelen te verminderen**, vooral dankzij een grotere noemer die de schuldquoten omlaag stuwde. Tegelijkertijd heeft de economische expansie de afgelopen jaren voor een aantal oververhittingsrisico's gezorgd, voornamelijk wat betreft de huizenprijzen en het kostenconcurrentievermogen, vooral in landen waar de economische groei krachtiger was. Deze trends bleven tot 2019 aanhouden.
- **Na de uitbraak van COVID-19 wordt een aantal bestaande macro-economische onevenwichtigheden misschien wel verscherpt, en nieuwe risico's kunnen opdoemen.** Prognoses en gegevens voor perioden korter dan één jaar lijken er met name op te wijzen dat de schuldquoten voor de publieke en private schuld aan het stijgen zijn. In de toekomst zouden de vooruitzichten voor de terugbetaling van schulden problematisch kunnen worden door de langdurig lage niveaus van economische bedrijvigheid, door faillissementen van ondernemingen en door een zwak presterende arbeidsmarkt. De bankbalansen kunnen misschien worden getroffen door om zich heen grijpende probleemschulden, maar ook door zwakke winstgevendheid. Tegelijkertijd kan de dynamiek van overdreven boomende huizenprijzen die kenmerkend waren voor de afgelopen jaren, omslaan in neerwaartse correcties.

Al met al staat een aantal lidstaten voor uitdagingen, om verschillende redenen en in verschillende mate. De ernst van de problemen voor de macro-economische stabiliteit varieert sterk van lidstaat tot lidstaat, afhankelijk van de aard en de omvang van de kwetsbaarheden en de onhoudbare trends, maar ook van de manier waarop deze op elkaar inwerken. De voornaamste bronnen van mogelijke onevenwichtigheden vertonen een samenhang die in een aantal typologieën kan worden samengevat:

- Een aantal lidstaten heeft nog steeds voornamelijk te maken met *meervoudige en onderling verbonden kwetsbaarheden wat betreft voorraadvariabelen*. Dit is meestal het geval bij de landen die getroffen werden door boom-bustcycli in de kredietverlening in combinatie met omkeringen van de lopende rekening na de mondiale financiële crisis, waarvan de gevolgen zich ook deden gevoelen voor de banksector en de overheidsschuld. Een aantal van deze lidstaten is zwaar getroffen door de COVID-19-recessie, hetgeen het betrekkelijk grote belang van het toerisme voor hun economieën laat zien.
    - In het geval van Griekenland en Cyprus zijn een hoge schuldenlast en sterk negatieve netto internationale investeringsposities gekoppeld aan de langdurige uitdagingen in de financiële sector. Bij de Cypriotische banken is er wel verbetering merkbaar op het gebied van niet-renderende leningen en de winstgevendheid, terwijl in Griekenland de vermindering van de

niet-renderende leningen in 2019 is versneld, maar het niveau ervan toch nog zeer hoog blijft. In het geval van Griekenland was de potentiële outputgroei in een context van hoge werkloosheid gering.

- In Kroatië, Ierland, Portugal en Spanje is er ook sprake van belangrijke, meervoudige en onderling gekoppelde kwetsbaarheden die voortvloeien uit problemen met voorraadvariabelen uit het verleden. In die landen zijn onevenwichtige voorraadvariabelen tot dusver teruggelopen dankzij nominale bbp-groei. In sommige gevallen hield een en ander verband met een vernieuwde sterke huizenprijsgroei (in Ierland, en recentelijk ook in Portugal), alsmede met de hervatting van de groei van de loonkosten per eenheid product en de haperende winsten inzake concurrentievermogen in Portugal en Spanje. Toch leken deze trends met de crisis opnieuw af te glijden, terwijl de schuldquoten dan weer stijgen door de lagere nominale bbp-groei en de toegenomen leningen.
- In Roemenië en Hongarije houden de kwetsbaarheden verband met de onderlinge verwevenheid van overheidsschuld en externe financiering. In Roemenië is het tekort op de lopende rekening opgelopen na jaren van zeer sterke groei van de loonkosten per eenheid product en een bijzonder forse groei van de binnenlandse vraag. De overheidsschuld stijgt snel en zal nog verder toenemen, met grotere behoeften aan externe financiering tot gevolg. In Hongarije doet de overheidsschuld grote financieringsbehoeften ontstaan gelet op de korte looptijden, en de bron van die financiering is voor een deel extern. In beide landen luidt een niet gering deel van de schuld in buitenlandse valuta.

- In enkele lidstaten houden de kwetsbaarheden in hoofdzaak verband met *hoge volumes overheidsschuld die door de crisis verder toenemen*, gecombineerd met zorgen over *potentiële outputgroei* en *concurrentievermogen*. Dit is met name het geval voor Italië, waar de kwetsbaarheden ook verband houden met de banksector en het nog steeds grote, maar snel afnemende volume niet-renderende leningen — tenminste totdat de huidige crisis uitbarstte —, terwijl de arbeidsmarkt nog steeds zwak presteert. België en Frankrijk hebben vooral te kampen met problemen inzake een hoge overheidsschuld en potentiële groei, terwijl ook het concurrentievermogen er beperkt is. In Frankrijk was het betrekkelijk hoge volume private schuld nog vóór deze jongste crisis al aan het toenemen en is dat dit jaar alleen maar verder opgelopen. In België gaat een betrekkelijk hoge en toenemende schuldenlast van de huishoudens gepaard met mogelijk overgewaardeerde huizenprijzen; de externe positie blijft solide maar is recentelijk iets verzwakt. De overheidsschuld in deze landen zal aangroeien in het licht van de huidige recessie die de ontvangstenbasis aanvreet, en van de maatregelen die zijn genomen om de impact van de crisis te dempen. In het geval van België is de verwachting dat zowel de private als de publieke schuld zal beginnen aan te groeien, met een uitgangspositie die al boven de drempelwaarden van het PMO-scorebord ligt.
- Sommige lidstaten worden gekenmerkt door *grote, maar gestaag teruglopende overschotten op hun lopende rekening*, die boven de niveaus blijven die door economische fundamentals te verantwoorden zouden zijn. Dit geldt met name voor Duitsland en Nederland. In Nederland gaat een groot overschot gepaard met hoge schulden van huishoudens en een sterke huizenprijsgroei. Recentelijk kwamen ook in Duitsland de huizenprijzen onder druk te staan, maar het schuldniveau blijft er relatief laag. De grote, zij het afnemende overschotten zijn mogelijk te verklaren door gemiste kansen voor groei en binnenlandse investeringen waarvan de gevolgen, bij een inflatie die al geruime tijd onder de doelstelling blijft en een verzwakkende buitenlandse vraag, in de rest van de eurozone voelbaar zijn.

- In sommige lidstaten hebben de *ontwikkelingen op de woningmarkt geleid tot risico's in verband met de waardering van huizenprijzen tegen een achtergrond van hoge schulden van huishoudens*. Dit is met name het geval in Zweden, en in mindere mate ook in Oostenrijk, Denemarken en Luxemburg, waar de afgelopen jaren een voortdurende huizenprijsgroei viel waar te nemen in een omgeving met mogelijke overwaarderingskloven en aanzienlijke schulden van huishoudens. Bewijsmateriaal uit de afgelopen jaren wijst op een zekere, zij het kortstondige neerwaartse aanpassing van prijzen en overwaarderingen in Zweden, en op een gematigde huizenprijsgroei in de overige gevallen (behalve in Luxemburg). In Finland lijkt er geen sprake te zijn van sterke huizenprijsgroei of eventuele overwaardering, maar de schuld van de huishoudens is er hoog en neemt toe. De ontwikkelingen na de uitbraak van COVID-19 zullen waarschijnlijk worden gekenmerkt door vertragingen of neerwaartse correcties van de huizenprijzen. Monitoring moeten uitwijzen of die aanpassing geordend verloopt.

De verslechtering van onevenwichtige voorraadvariabelen die zich aftekent, hoeft niet automatisch te betekenen dat er nieuwe diepgaande evaluaties hoeven te komen. De verscherping van de risico's, met name die in verband met private en publieke schuld, betreft vooral landen die al werden genoemd als landen met onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden. In de tweede plaats zijn de prognoses nog steeds door aanzienlijke onzekerheid omgeven, met name in het licht van de evolutie van de pandemie. Deze onzekerheid zal waarschijnlijkheid nog aanhouden tot het tijdstip waarop met de diepgaande evaluaties een aanvang zal worden gemaakt. In de derde plaats zijn de grote stijgingen van de schuldquoten in 2020 deels het gevolg van forse tijdelijke dalingen van het nominale bbp en van bewuste beleidskeuzes om de impact van de crisis te dempen.

De conclusie van dit waarschuwingsmechanismeverslag is dat voor twaalf lidstaten diepgaande evaluaties gerechtvaardigd zijn: Kroatië, Cyprus, Frankrijk, Duitsland, Griekenland, Ierland, Italië, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje en **Zweden**. Die lidstaten zijn in de vorige jaarcyclus van het PMO-toezicht aan een diepgaande evaluatie onderworpen. Op basis daarvan werd geoordeeld dat zij onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden vertonen. De nieuwe diepgaande evaluaties zullen helpen deze problemen nader te onderzoeken en de beleidsbehoeften te bepalen. Met name zullen nieuwe diepgaande evaluaties worden uitgevoerd om na te gaan of deze onevenwichtigheden nog verergeren dan wel gecorrigeerd worden. Het is dan de bedoeling de bestaande beoordelingen te actualiseren.

Dit waarschuwingsmechanismeverslag onderstreept de noodzaak om potentieel risicovolle ontwikkelingen in een aantal lidstaten waarvoor geen diepgaande evaluaties zullen worden verricht, van nabij te monitoren. Kort na de uitbraak van COVID-19 begonnen er over de externe financiering zorgen te rijzen in een aantal lidstaten van buiten de eurozone. De druk van de markt is sindsdien afgenomen, maar kan opnieuw spelen indien omstandigheden die een herbeoordeling van risico's rechtvaardigen, zich opnieuw voordoen. Dit geldt met name voor landen waar de overheid zichzelf gedeeltelijk in buitenlandse valuta financiert en waar de overheidsfinanciën als risicovoller worden gepercipieerd. Hongarije lijkt een geval te zijn waar de wisselwerking tussen leningen door de overheid en externe financiering moet worden gemonitord[51]. De gevolgen van stijgende schuldquoten moeten ook worden gemonitord in een aantal lidstaten dat momenteel niet onder PMO-toezicht staat. In België zal zowel de private als de publieke schuld naar verwachting stijgen tot boven de PMO-

[51] De wisselwerking tussen de overheidsfinanciën en de externe sector dient ook te worden geanalyseerd in de diepgaande evaluatie die voor Roemenië gepland staat.

drempelwaarden. In Denemarken, Finland en Luxemburg zou de private schuld volgens de prognoses verder boven de drempelwaarden uitstijgen. Het ziet ernaar uit dat de overheidsschuld in Oostenrijk en Slovenië verder zal toenemen tot meer dan 60 % van het bbp. De mate waarin deze ontwikkelingen extra risico's voor de macro-economische stabiliteit met zich meebrengen, is met grote onzekerheid omgeven, omdat de vooruitzichten voor de schuld sterk afhangen van de groeivooruitzichten op middellange en lange termijn, die momenteel moeilijk in te schatten zijn. Daarom is de conclusie van dit waarschuwingsmechanismeverslag dat er in deze fase voor deze landen geen diepgaande evaluatie hoeft te komen.

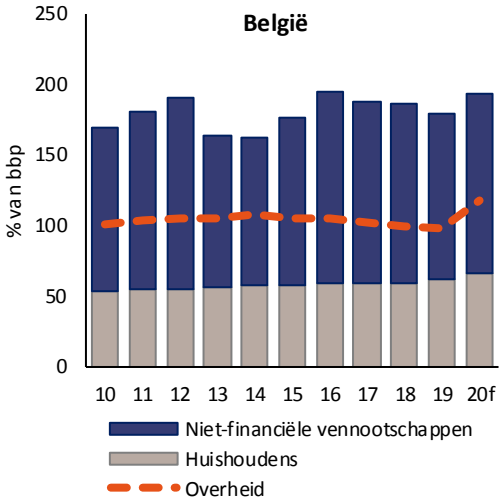
5. LIDSTAATSPECIFIEKE OPMERKINGEN

BELGIË: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor België geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 1,7 % in 2019 tot -8,4 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 4,1 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 1,4 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

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



Bron: Eurostat

- **De externe zwakke punten bleven beperkt.** De lopende rekening vertoonde in 2019 een marginaal overschot terwijl de netto internationale investeringspositie duidelijk positief is, waardoor de bezorgdheid over de houdbaarheid van de externe positie beperkt blijft. De arbeidskosten per eenheid product zijn in een rustig tempo gegroeid.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** bleef in 2019 ruim boven de drempelwaarde en zal naar verwachting in 2020 verder stijgen tot ongeveer 200 % van het bbp. De schuld van de Belgische **niet-financiële vennootschappen** is hoog, maar is in grote mate toe te schrijven aan grensoverschrijdende leningen in concernverband, hetgeen de risico's vermindert. De **schuldenlast van de huishoudens**, die hoofdzakelijk toe te schrijven is aan hypotheekschuld, bleef in 2019 stijgen als gevolg van een positieve nettokredietstroom. Na in het eerste halfjaar te zijn gedaald ten gevolge van de lockdown- en beperkende maatregelen, zullen de investeringen in woningen naar verwachting in de tweede helft van 2020 weer aantrekken. De huizenprijzen zijn in 2019 gestegen en er zijn tekenen van mogelijke overwaardering.
- De **balansen van de banken** zijn de afgelopen jaren versterkt en de kapitaal- en liquiditeitsratio's blijven toereikend. De reeds hoge **overheidsschuld** zou door de COVID-19-crises aanzienlijk toenemen en zal naar verwachting met 20 procentpunten toenemen tot bijna 118 % van het bbp in 2020.
- De gunstige macro-economische omstandigheden hebben **banencreatie** ondersteund en de **werkloosheid** bleef in 2019 dalen na in 2015 te hebben gepiekt. Deze dalende trend zal naar verwachting in 2020 omslaan, met name de werkloosheid zal naar verwachting fors stijgen in 2021. Het percentage inactieven blijft hoog.

België is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel er zwakke punten kunnen ontstaan die verband houden met de schuldenlast. Door de COVID-19-crisis is de schuldenlast van de overheid en van de particuliere sector toegenomen en moet toezicht worden gehouden. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

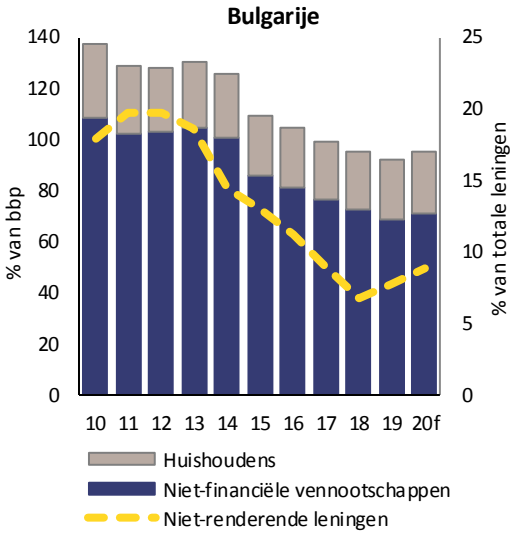
BULGARIJE: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Bulgarije niet langer macro-economische onevenwichtigheden ondervond. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, ligt de indicator voor de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 3,7 % in 2019 tot -5,1 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 2,6 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 1,4 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Het overschot op de **lopende rekening** nam in 2019 toe, maar zal naar verwachting in 2020 enigszins afnemen met de scherpe daling van de inkomsten uit toerisme. De negatieve netto internationale investeringspositie, die grotendeels uit buitenlandse directe investeringen bestaat, bleef in 2019 verbeteren tot binnen de indicatieve drempelwaarde en zal naar verwachting verder verbeteren. Loonmatiging als gevolg van de COVID-19-crisis zal de druk op het kostenconcurrentievermogen mettertijd wellicht verminderen, hoewel het hamsteren van arbeid in 2020 tot een tijdelijke toename leidde van de groei van de arbeidskosten per eenheid product.

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



Bron: Eurostat en ECB

- De **bedrijfssector bleef in 2019 schuld afbouwen** dankzij een robuuste nominale bbp-groei. De schuld van de ondernemingen ligt onder de prudentiële benchmark maar boven de op fundamentals gebaseerde benchmark. De kredietgroei steeg in 2019, maar zal naar verwachting in 2020 weer terugvallen, terwijl de schuldquote toeneemt door de krimp van het bbp. De reële groei van de **huizenprijzen** zwakte wat af in 2019, terwijl de hypothecaire kredietverlening aantrok, maar een verdere vertraging is in 2020 waarschijnlijk in het licht van de COVID-19-crisis.
- De **overheidsschuld** zal in 2020 naar verwachting ruim onder 30 % van het bbp blijven, ondanks de begrotingsimpact van de COVID-19-crisis. De **financiële sector** is winstgevend en goed gekapitaliseerd. De stabiliteit van het financiële stelsel werd ondersteund door betere governance en beter toezicht. In juli 2020 werd Bulgarije lid van het WKM II en trad het toe tot de bankenunie. Het percentage niet-renderende leningen is in dalende lijn aan het gaan en kwam in 2019 uit op 6,5 %. De uitdaging nu is te voorkomen dat het aantal niet-renderende leningen aanzienlijk toeneemt zodra de steunmaatregelen van de overheid in reactie op de COVID-19-crisis zijn afgebouwd.
- De **positieve ontwikkelingen op de arbeidsmarkt** hielden in 2019 aan, waardoor de werkloosheid daalde tot 4,2 %. De dalende trend wordt omgebogen door de COVID-19-crisis, maar het verlies aan werkgelegenheid heeft niet volledig geleid tot een forse stijging van de werkloosheid naarmate de inactiviteit toenam.

Bulgarije is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel het aandeel niet-renderende leningen en de schuldenlast van de

ondernemingen betrekkelijk hoog (zij het afnemend) waren. Door de COVID-19-crisis zal de schuldquote van de ondernemingen naar verwachting stijgen en kan het aantal niet-renderende leningen toenemen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

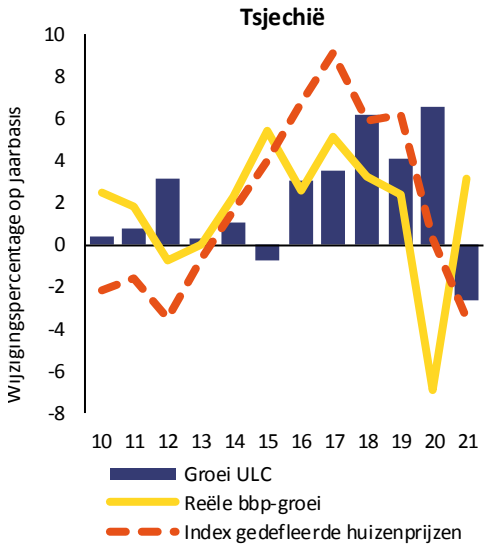
TSJECHIË: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Tsjechië geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de groei van de arbeidskosten per eenheid product en de groei van de huizenprijzen boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 2,3 % in 2019 tot -6,9 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3,1 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 0,8 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe positie** is betrekkelijk gezond met een beperkt tekort op de lopende rekening in 2019. De concentratie van de export en de mate van integratie in mondiale waardeketens blijven hoog. De netto internationale investeringspositie bleef verbeteren, maar blijft negatief met ongeveer -20 % van het bbp in 2019. De netto internationale investeringspositie exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico is ook verbeterd en vertoont een duidelijk positieve nettovermogenspositie.
- De groei van de **arbeidskosten per eenheid product** zwakte af in 2019, maar bleef hoog. Een zekere loonmatiging als gevolg van de COVID-19-crisis is mettertijd waarschijnlijk, hoewel het hamsteren van arbeid naar verwachting zal leiden tot een tijdelijke toename van de groei van de arbeidskosten per eenheid product in 2020.
- De **huizenprijzen** en de hypotheekdynamiek blijven toezicht vergen. In 2019 trokken de reële huizenprijzen aan en er zijn steeds meer tekenen van overwaardering. De groei van de huizenprijzen zal echter wellicht vertragen in de periode 2020-2021. In 2019 bleef de nettokredietverlening aan huishoudens positief en de hypotheekgroei stabiel. Krediet is over het geheel genomen de afgelopen jaren matig gegroeid met enige vertraging in 2019 en de **schuldenlast van de particuliere sector** blijft laag.
- De **overheidsschuldquote** daalde verder in 2019, maar zal naar verwachting in 2020 stijgen richting 40 % van het bbp ten gevolge van de COVID-19-crisis en in 2021 ongeveer op dat niveau blijven. De **banksector**, die grotendeels in buitenlandse handen is, is goed gekapitaliseerd en het niveau van het eigen vermogen behoort tot de sterkste in de EU.
- De **arbeidsmarkt** verbeterde verder in 2019 dankzij betere macro-economische omstandigheden, met een daling van de werkloosheid tot 2 %. Door de COVID-19-crisis zal de werkloosheid naar verwachting licht stijgen in 2020 en 2021, maar op een zeer laag niveau blijven in vergelijking met het EU-gemiddelde.

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



Bron: Eurostat

Tsjechië is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel het concurrentievermogen en de prijzendruk in de huizenmarkt enkele beperkte risico's inhielden. Door de COVID-19-crisis is de kostendruk afgenomen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

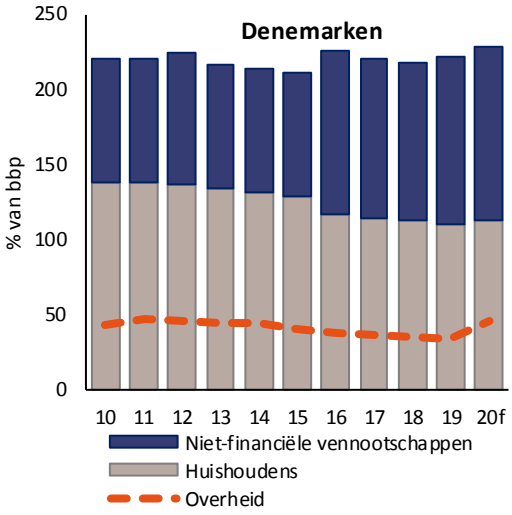
DENEMARKEN: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Denemarken geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor het overschot op de lopende rekening en de schuld van de particuliere sector boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 2,8 % in 2019 tot -3,9 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3,5 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 1,5 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante PMO-ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Het **saldo op de lopende rekening** vertoonde nog steeds een groot overschot, dat in 2019 toenam tot 8,9 % van het bbp en in 2020 naar verwachting zal afnemen tot ongeveer 7 %. De opeenvolgende overschotten hebben geleid tot een sterk positieve netto internationale investeringspositie, die positieve netto primaire inkomsten genereert, hetgeen wederom overschotten op de lopende rekening versterkt.

Grafiek A4: ***Schuld in economische sectoren***



Bron: Eurostat

- De **schuld van de particuliere sector** was in 2019 grotendeels stabiel, terwijl de kredietgroei toenam. Ondanks een aanhoudende trend van passieve schuldafbouw sinds 2009 blijft de **schuld van de huishoudens** met ongeveer 110 % van het bbp in 2019 de hoogste in de EU, duidelijk boven de op fundamentals gebaseerde en de prudentiële drempels, en zou deze in 2020 stijgen. De risico's in verband met de schuldenlast van de huishoudens worden echter gedeeltelijk gecompenseerd door aanzienlijke aangehouden activa. De nettokredietverlening aan huishoudens bleef in 2019 positief. Het opbouwen van schulden wordt nog steeds in de hand gewerkt door lage financieringskosten en een gunstige fiscale behandeling. De **reële huizenprijzen** bleven in een gematigd tempo stijgen en er zijn tekenen van enige overwaardering. Ondanks de recente stijgende trend blijft de schuldenlast van de ondernemingen over het geheel genomen gematigd.
- De **werkloosheid** verbeterde in 2019 verder tot 5 % en zal naar verwachting slechts matig stijgen dankzij de steunregelingen van de overheid. Slechts enkele sectorale tekorten aan arbeidskrachten blijven bestaan, waardoor de opwaartse druk op de lonen wordt getemperd.
- De risico's die verbonden zijn met de **banksector en de overheidsschuld**, blijven matig. De banken bevinden zich in het algemeen in een goede positie om de kredietverlening aan de economie gaande te houden. Ten gevolge van de crisis en de omvangrijke nood- en herstelpakketten die de regering heeft ingevoerd, zal de overheidsschuld naar verwachting in 2020 met ongeveer 10 procentpunten stijgen tot 45 % van het bbp, wat dus duidelijk onder 60 % van het bbp blijft.

Denemarken is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de hoge schuld van de huishoudens en de huizenmarkt enkele beperkte risico's inhielden. Door de COVID-19-crisis zal de schuldquote van de huishoudens naar verwachting stijgen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

DUITSLAND: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Duitsland macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met zijn grote overschot op de lopende rekening als gevolg van gematigde investeringen in verhouding tot de besparingen, zowel in de particuliere als in de overheidssector. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, ligt de indicator voor het overschot op de lopende rekening boven de indicatieve drempelwaarde.

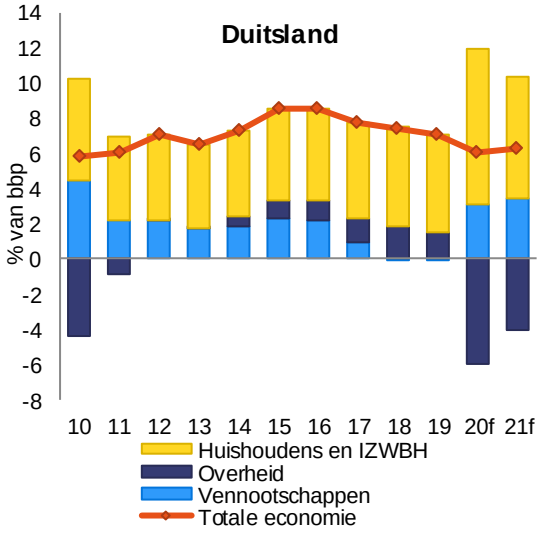
De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met investeringen, ondersteuning van het arbeidsinkomen, het ondernemingsklimaat en de pensioenen. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op het verhogen van overheidsinvesteringen en het ondersteunen van particuliere investeringen en op een toezegging om verhogingen van de belastingdruk op arbeid te voorkomen.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 0,6 % in 2019 tot -5,6 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3,5 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 1,7 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Het **overschot op de lopende rekening**, dat in 2019 op 7,1 % van het bbp lag, is de afgelopen jaren geleidelijk teruggelopen. In 2020 draagt de scherpe terugval van het vorderingenoverschot van de overheid bij tot een aanzienlijke daling van het overschot, ook al heeft de particuliere sector zijn vorderingenoverschot verhoogd. In 2020 neemt ook het overschot op de handelsbalans af omdat de uitvoer sterker krimpt dan de invoer. Door het herstel zal het overschot op de lopende rekening naar verwachting weer licht toenemen.

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



Bron: Ameco

- De afgelopen jaren zijn de **particuliere en overheidsinvesteringen** gestegen, maar zij blijven licht onder het gemiddelde van de eurozone. Hoewel de opwaartse trend van de overheidsinvesteringen in 2020 aanzienlijk is bespoedigd, hebben de particuliere investeringen aanzienlijk geleden onder de COVID-19-crisis.
- De **overheidsschuld** daalde in 2019 onder de indicatieve scoreborddrempel van 60 % van het bbp, maar zal in 2020 naar verwachting ongeveer 71 % van het bbp bedragen. Het Duitse **bankwezen** blijft toereikend gekapitaliseerd met een zeer laag niveau niet-renderende leningen. Niettemin blijft de winstgevendheid laag en het aantal niet-renderende leningen zal wellicht toenemen.
- De **arbeidsmarkt** beleefde vóór de COVID-19-crisis een historische krapte met lage werkloosheid en hoge arbeidsparticipatie. In 2020 zal de werkloosheid naar verwachting matig stijgen en de

loongroei vertragen. Regelingen voor werktijdverkorting hebben bijgedragen tot een beperkte stijging van de werkloosheid en hebben het inkomensverlies gedeeltelijk opgevangen.

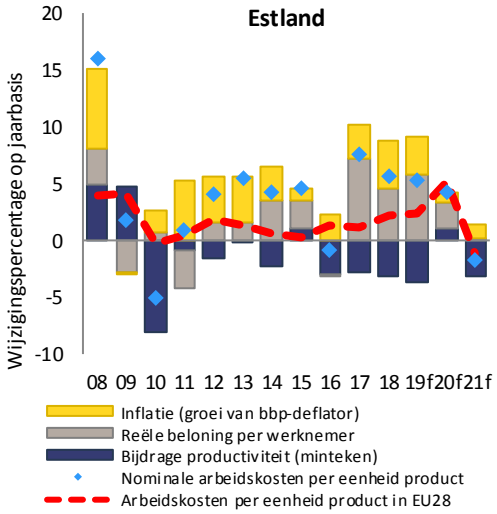
Duitsland is de COVID-19-crisis ingegaan met een groot binnenlands spaaroverschot, dat voornamelijk wordt geschraagd door nettobesparingen van huishoudens en de overheid. Door de COVID-19-crisis is het overschot op de lopende rekening aanzienlijk afgenomen en zijn overheidsinvesteringen bespoedigd, terwijl de particuliere investeringen hebben geleden. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari dit jaar, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

ESTLAND: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Estland geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de reële effectieve wisselkoers en de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 5 % in 2019 tot -4,6 % in 2020. Er wordt een reële groei van 3,4 % in 2021 verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 0,7 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

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



Bron: Diensten van de Commissie

- De **externe zwakke punten** blijven beperkt, aangezien de netto internationale investeringspositie, die weliswaar negatief is, geleidelijk is verbeterd en naar verwachting in 2020 verder zal verbeteren tot minder dan -20 % van het bbp. Het overschot op de lopende rekening bedroeg 2 % van het bbp in 2019 en zal naar verwachting toenemen tot bijna 3 % in 2020.
- De groei van de **nominale arbeidskosten per eenheid product** bleef in 2019 boven 5 %, onder invloed van factoren die verband houden met het krappe arbeidsaanbod. De loonmatiging ten gevolge van de COVID-19-crisis zal naar verwachting de groei van de arbeidskosten per eenheid product afzwakken in 2020 en 2021. De op het HICP gebaseerde reële effectieve wisselkoers is in 2019 blijven stijgen, zij het in een lager tempo.
- De **schuldenlast van de ondernemingen en de huishoudens** blijft betrekkelijk laag. De schuldquote van de particuliere sector nam in 2019 af tot 98 % van het bbp. Deze zal in 2020 waarschijnlijk wat stijgen als gevolg van de daling van het bbp, maar zou betrekkelijk laag blijven.
- In de **banksector** bleef de NPL-ratio in 2019 laag, maar deze kan in de toekomst stijgen ten gevolge van de COVID-19-crisis. In het licht van de COVID-19-crisis zal de **overheidsschuld** naar verwachting stijgen, en nog verder in 2021, maar met ongeveer 20 % van het bbp blijft de overheidsschuld nog steeds op het laagste niveau van de EU.

- De prestaties van de **arbeidsmarkt** waren zeer sterk, maar zullen worden beïnvloed door de COVID-19-crisis: de werkloosheid zou stijgen van 4,4 % in 2019 tot 7,5 % in 2020.

Estland is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de dynamiek van de indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen enkele beperkte risico's inhield. Door de COVID-19-crisis is de externe positie stabiel gebleven en heeft er zich een matiging van de loongroei voorgedaan. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

IERLAND: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Ierland macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met de hoge schuld van de particuliere sector, de hoge overheidsschuld en de externe nettoverplichtingen. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie en de schuld van de particuliere sector boven de indicatieve drempelwaarde.

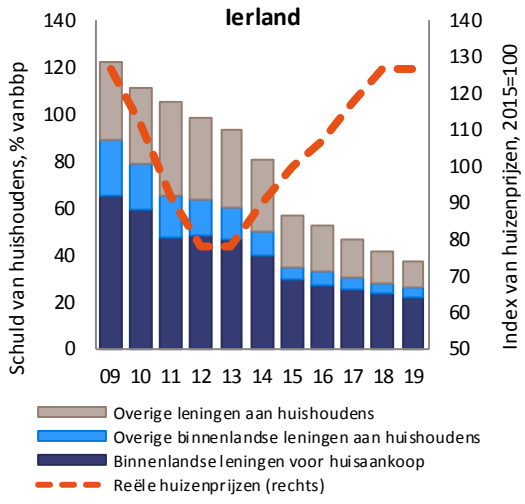
De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met budgettair-structureel beleid en de huizenmarkt. De beleidsmaatregelen die in 2020 moesten worden genomen, hielden vooral verband met de pandemie.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 5,6 % in 2019 tot -2,3 % in 2020. Er wordt een reële groei van 2,9 % in 2021 verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 2,7 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven een probleem. De schommelingen van zowel de lopende rekening als de cijfers in verband met netto internationale investeringspositie zijn moeilijk te beoordelen vanwege de impact van de activiteiten van multinationale ondernemingen. Het saldo op de lopende rekening, dat zeer volatiel is, was in 2019 sterk negatief, terwijl voor 2020 een aanzienlijk overschot wordt voorspeld en voor 2021 ongeveer een evenwicht. De nominale netto internationale investeringspositie was in 2019 grotendeels stabiel.

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



Bron: Eurostat en ECB

- De **schuld van de particuliere sector** blijft hoog, ook al is de schuldquote in 2019 gedaald richting 200 % van het bbp. De **schuld van de huishoudens** is laag als percentage van het bbp, maar blijft hoog als hij wordt afgezet tegen het beschikbaar inkomen. De risico's die verbonden zijn aan de **schuldenlast van de ondernemingen**, zijn moeilijk te beoordelen vanwege de sterke aanwezigheid van multinationale ondernemingen. In de toekomst is het mogelijk dat ondernemingen, die hun winst zien afnemen terwijl hun financieringsbehoeften grotendeels onveranderd blijven, door de COVID-19-crisis meer schuld moeten uitgeven. De groei van de **huizenprijzen** vertraagde aanmerkelijk in 2019 in de richting van een nulgroei, maar de betaalbaarheid van woningen blijft een punt van zorg.

- De **overheidsschuldquote** daalde in 2019 onder de drempel van 60 %, maar zal naar verwachting weer stijgen tot ongeveer 63 % van het bbp in 2020, als gevolg van de diepgang van de recessie en de steunmaatregelen van de overheid in reactie op de COVID-19-crisis. Het niveau van de overheidsschuld lijkt hoger te zijn wanneer deze afgezet wordt tegen nationale inkomensmaatregelen, d.w.z. de verhouding schuld/bni*, die in 2019 uitkwam op 95 %.
- De **banksector** won de afgelopen tien jaar aan veerkracht. Het percentage niet-renderende leningen is gestaag gedaald, maar kan weer stijgen nadat de steunmaatregelen van de overheid in verband met de COVID-19-crisis zijn afgebouwd.
- De resultaten van de **arbeidsmarkt** bleven in 2019 verbeteren. De werkloosheid zal in 2020 naar verwachting slechts licht stijgen tot 5,3 %, maar zou in 2021 sterker stijgen tot 8,9 %.

Ierland is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de externe schuld, de overheidsschuld en de schuld van de particuliere sector. Door de COVID-19-crisis zullen de schuldquotes en de werkloosheid stijgen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari dit jaar, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

GRIEKENLAND: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Griekenland in een context van hoge (zij het afnemende) werkloosheid en lage potentiële groei buitensporige macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met de hoge schuldenlast van de overheid, het hoge aandeel niet-renderende leningen en het onvolledige herstel van het externe evenwicht. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie, de groei van de huizenprijzen en de werkloosheid boven de indicatieve drempelwaarde.

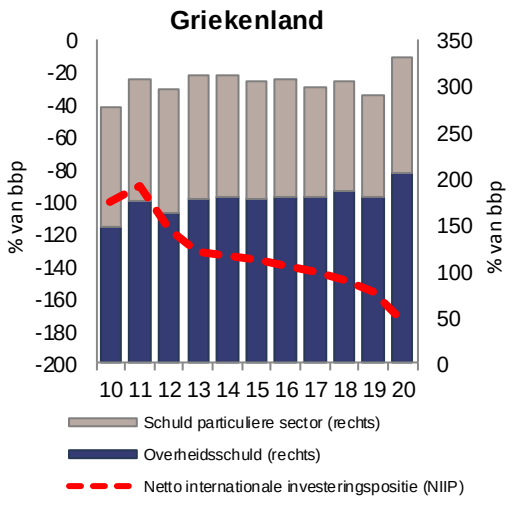
De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met budgettair-structureel beleid, de arbeidsmarkt, het ondernemingsklimaat, niet-renderende leningen en de financiële sector. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op insolventie, energiemarkten, arbeidsmarktwetgeving, niet-renderende leningen, overheidsinvesteringen, privatisering, digitale governance, onderwijs en opleiding en het ondernemingsklimaat.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 1,9 % in 2019 tot -9 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 5 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 5,3 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **houdbaarheid van de externe positie** blijft een probleem, aangezien verwacht wordt dat de netto internationale investeringspositie ten gevolge van de COVID-19-crisis verder zal verslechteren. Een groot deel van de netto internationale investeringspositie komt voor

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



Bron: Eurostat

rekening van de overheidsschuld tegen gunstige voorwaarden en lange looptijden. Het tekort op de lopende rekening nam in 2019 af, maar zal naar verwachting aanzienlijk toenemen in 2020 en 2021, onder meer als gevolg van het zwakkere toerisme.

- De **schuldquotes van de particuliere sector** bleven in 2019 in dalende lijn en zijn onder de PMO-drempel gebleven. De **reële huizenprijzen** begonnen in 2019 aan te trekken na een decennium van prijsdalingen. In de toekomst kunnen de prijzen naar beneden worden bijgesteld in het licht van de COVID-19-crisis.
- De **overheidsschuld** daalde in 2019 tot 180 % van het bbp, maar zal naar verwachting stijgen tot meer dan 200 % van het bbp in 2020 door de terugval van het bbp en de maatregelen tegen de pandemie. De **banksector** blijft onder druk staan door een groot volume niet-renderende leningen uit het verleden.
- De **werkloosheid** blijft zeer hoog en de langzaam dalende trend is onderbroken door de crisis.

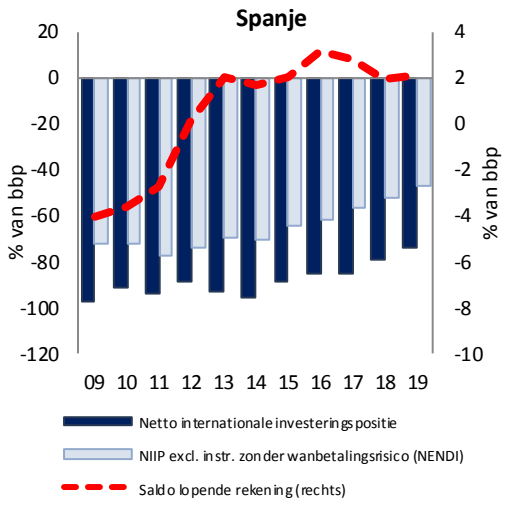
Griekenland is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de overheidsschuld, de niet-renderende leningen uit het verleden, het herstel van het externe evenwicht, de werkloosheid en de lage potentiële groei. Door de crisis zullen de schuldquotes, de werkloosheid en het aantal niet-renderende leningen wellicht stijgen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van buitensporige onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of de macro-economische risico's aanhouden en erop toe te zien dat vooruitgang wordt geboekt bij het ongedaan maken van deze buitensporige onevenwichtigheden.

SPANJE: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Spanje in een context van hoge werkloosheid macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met hoge externe en interne schulden van zowel de particuliere sector als de overheidssector. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie (NIIP), de overheidsschuld, de werkloosheid alsook de participatiegraad boven de indicatieve drempelwaarde.

De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met het budgettair-structureel beleid, de arbeidsmarkt, onderwijs en het ondernemingsklimaat. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op opleiding en onderwijs en innovatie.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 2 % in 2019 tot -12,4 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 5,4 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 6,1 % lager zou liggen dan in 2019.

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



Bron: Diensten van de Commissie

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe positie** verbeterde in 2019, met het teruglopen van de negatieve internationale investeringspositie en het voortdurende overschot op de lopende rekening. Niettemin blijft de netto internationale investeringspositie exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico sterk negatief.

Volgens de verwachtingen zal de netto internationale investeringspositie in 2020 echter oplopen, terwijl het overschot op de lopende rekening betrekkelijk groot zou blijven, ondanks het zwakke toerisme.

- De **schuld van de ondernemingen en die van de huishoudens** gingen tot 2020 in dalende lijn en de schuldratio van de particuliere sector daalde in 2019 onder de PMO-drempel. De particuliere kredietstromen bleven zwak in 2019. De schuld van de huishoudens ligt boven de op fundamentals gebaseerde en de prudentiële drempels. Een stijging van de werkloosheid zou de toekomstige terugbetalingscapaciteit kunnen verminderen. De schuldquotes voor zowel ondernemingen als huishoudens zouden in 2020 naar verwachting stijgen, hetgeen grotendeels te wijten is aan de terugval van het bbp ten gevolge van de COVID-19-crisis.
- De reeds hoge **schuldquote van de overheid** zal naar verwachting in 2020 met ongeveer 25 procentpunten stijgen tot 120 % van het bbp en zou in 2021 grotendeels op dit niveau blijven.
- De **banksector** verbeterde de afgelopen tien jaar zijn veerkracht. De sector beschikt over sterke liquiditeit en is over het algemeen toereikend gekapitaliseerd terwijl de winstgevendheid matig is. Het aandeel niet-renderende leningen is in 2019 gedaald richting 3 % maar zal door de COVID-19-crisis wellicht toenemen.
- De resultaten van de **arbeidsmarkt** bleven in 2019 verbeteren, hoewel de werkloosheid en de segmentatie van de arbeidsmarkt punten van zorg bleven. De werkloosheid zou naar verwachting stijgen tot bijna 17 % in 2020 en vervolgens verder licht stijgen in 2021. De participatiegraad daalde licht in de periode 2016-2019, deels als gevolg van het feit dat meer mensen onderwijs volgen.

Spanje is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de externe schuld, de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld en met hoge werkloosheid. Door de COVID-19-crises zijn de schuldquotes en de werkloosheid gestegen. Over het geheel genomen acht de Commissie het passend, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari dit jaar, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

FRANKRIJK: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Frankrijk in een context van lage productiviteitsgroei macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met de hoge overheidsschuld en de zwakke dynamiek van het concurrentievermogen, die grensoverschrijdende relevantie hebben. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld boven de indicatieve drempelwaarde.

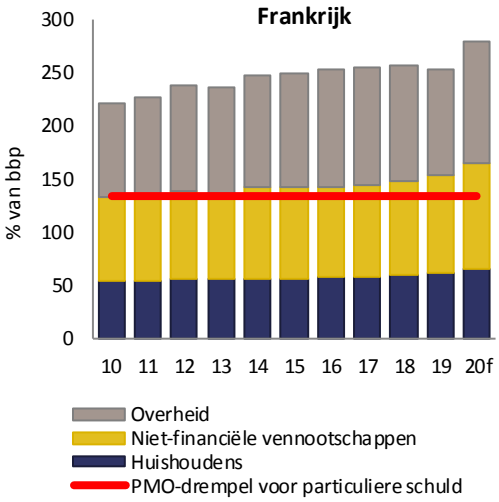
De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met budgettair-structureel beleid, arbeidsproductiviteit en het ondernemingsklimaat. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op het verbeteren van het ondernemingsklimaat en op onderzoek en ontwikkeling.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 1,5 % in 2019 tot -9,4 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 5,8 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 0,9 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe positie** is stabiel met een beperkt tekort op de lopende rekening en een iets negatievere netto internationale investeringspositie in 2019.
- De **schuldquote van de particuliere sector** bleef in 2019 stijgen tot 153 % van het bbp en zal naar verwachting in 2020 verder stijgen. De **kredietverlening aan ondernemingen** was in 2019 hoog en zal naar verwachting nog verder toenemen terwijl ondernemingen ook kasreserves bleven opbouwen tegen een achtergrond van stijgende bedrijfswinsten, lagere dividenden, verminderde investeringen en een over het algemeen laag en dalend niveau van niet-renderende leningen. De **schuld van de huishoudens** is hoog en zou nog verder groeien. De huizenprijzen vertonen enkele beperkte tekenen van overwaardering, terwijl de groei van de huizenprijzen in 2019 over het geheel genomen gematigd was.

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



Bron: Eurostat

- De verliezen aan **concurrentievermogen** die het voorbije decennium zijn opgelopen, zijn niet goedgemaakt. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is beperkt gebleven, hoewel de arbeidsproductiviteit aanzienlijk is vertraagd. Na enige winst in de voorbije jaren daalden de exportmarktaandelen in 2019.
- De **overheidsschuld** bleef in 2019 stabiel op het niveau van 98 % van het bbp. De schuldquote zal naar verwachting stijgen tot ongeveer 116 % van het bbp in 2020 door de krimp van het bbp en het omvangrijke begrotingspakket om de gevolgen van de crisis te beperken. De **banksector** heeft goede en stijgende niveaus van eigen vermogen te zien gegeven. Het aandeel niet-renderende leningen neemt af en is over het algemeen laag, hoewel de winstgevendheid matig is net als bij de Europese gelijken. Het aantal faillissementen zou echter kunnen toenemen in het licht van de COVID-19-crisis.
- De resultaten van de **arbeidsmarkt** verbeterden in 2019, maar de werkloosheid zal naar verwachting licht stijgen in de toekomst.

Frankrijk is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met schuld en met het concurrentievermogen. Door de COVID-19-crisis en de maatregelen ter ondersteuning van de economie is de overheidsschuld toegenomen, terwijl de ontwikkelingen op het gebied van het concurrentievermogen betrekkelijk stabiel zijn gebleven. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari dit jaar, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

KROATIË: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Kroatië in een context van lage potentiële groei macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met de hoge overheidsschuld, de hoge schuld van de particuliere sector en de hoge externe schuld. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie (NIIP), de groei van de huizenprijzen en de overheidsschuld boven de indicatieve drempelwaarde.

De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met budgettair-structureel beleid, de arbeidsmarkt en het ondernemingsklimaat. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in

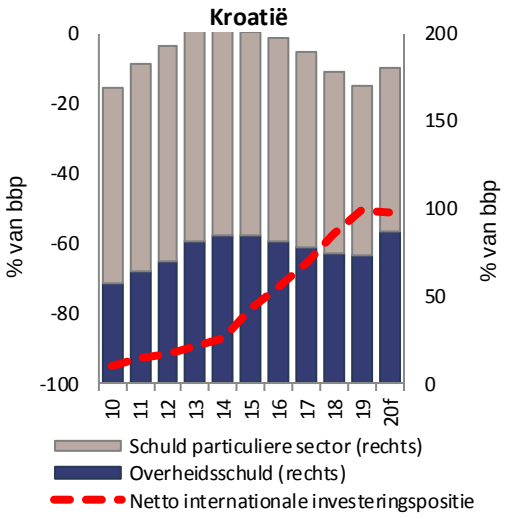
2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op het verbeteren van de governance van de overheidssector en het verminderen van administratieve en financiële lasten voor ondernemingen.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 2,9 % in 2019 tot -9,6 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 5,7 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 2,5 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Er blijft bezorgdheid bestaan over de **houdbaarheid van de externe positie**, terwijl de aanzienlijk negatieve netto internationale investeringspositie in 2019 bleef verbeteren en het overschot op de lopende rekening toenam tot 3 % van het bbp. De risico's voor de houdbaarheid van de externe positie worden verzacht door het betrekkelijk hoge aandeel buitenlandse directe investeringen in de totale buitenlandse verplichtingen. Het saldo op de lopende rekening zal in 2020 naar verwachting negatief worden, hetgeen vooral toe te schrijven is aan het zwakke toerisme.
- De **schuldquote van de particuliere sector** bleef in 2019 dalen. Een groot deel van de schuld blijft in vreemde valuta's luiden, wat wisselkoersrisico's meebrengt.

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



Bron: Eurostat

- De **groei van de reële huizenprijzen** trok in 2019 aan tot meer dan 8 %, hetgeen onder meer veroorzaakt wordt door de aanzwellende groei van de hypothecaire kredietverlening, met een waarderingsverschil dat aan het krimpen is. De groei van de huizenprijzen zal naar verwachting vertragen in het licht van de COVID-19-crisis.
- De **overheidsschuld** bleef dalen tot een nog betrekkelijk hoog niveau van 73 % van het bbp in 2019. In 2020 zal de overheidsschuld naar verwachting met meer dan 15 procentpunten stijgen als gevolg van de scherpe economische neergang en de maatregelen ter ondersteuning van de economie in het licht van de COVID-19-pandemie.
- De **banksector** wordt gekenmerkt door een matige winstgevendheid en een betrekkelijk sterke kapitalisatie, maar ook door een betrekkelijk hoog (zij het afnemend) aandeel niet-renderende leningen. Het aantal niet-renderende leningen zal wellicht toenemen zodra de steunmaatregelen van de overheid in reactie op de COVID-19-crisis zijn afgebouwd.
- De **werkloosheid** bereikte in 2019 een historisch laagtepunt van 6,6 % en zowel de langdurige werkloosheid als de jeugdwerkloosheid daalde fors. Met de huidige crisis wordt echter verwacht dat de werkloosheid zal stijgen.

Kroatië is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de overheidsschuld, de schuld van de particuliere sector en de externe schuld in een context van lage potentiële groei. Door de COVID-19-crisis zullen de schuldquotes en de werkloosheid naar verwachting stijgen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van een onevenwichtigheid in februari, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheid aanhoudt dan wel ongedaan wordt gemaakt.

ITALIË: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Italië in een context van een nog steeds hoog aandeel niet-renderende leningen en hoge werkloosheid buitensporige macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met de hoge overheidsschuld en een aanhoudend zwakke productiviteitsgroei. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de overheidsschuld en de werkloosheid boven de indicatieve drempelwaarde.

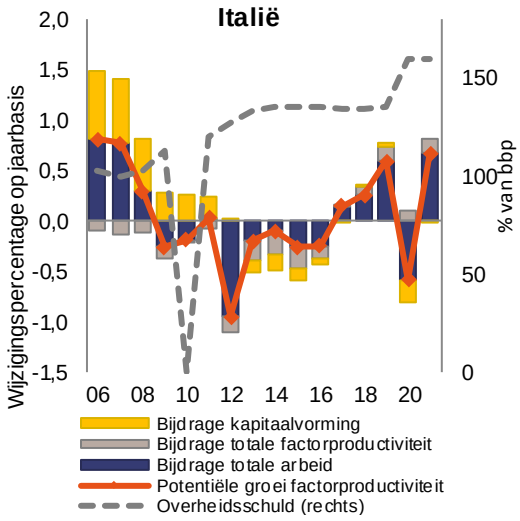
De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met budgettair-structureel beleid, de arbeidsmarkt, het ondernemingsklimaat en de financiële sector. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op de efficiëntie van de overheidsdiensten en op het ondersteunen van de digitale en de groene transitie.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 0,3 % in 2019 tot -9,9 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 4,1 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 4,1 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe positie** is stabiel, met een netto internationale investeringspositie die vrijwel in evenwicht is en een stabiel groot overschot op de lopende rekening, ook in 2020, ondanks het zwakke toerisme.
- De **geaggregeerde productiviteitsgroei** blijft traag en zou slechts marginaal verbeteren op middellange termijn. De **arbeidskosten per eenheid product** bleven laag in 2019 en de loongroei zal naar verwachting in 2020 vertragen.
- De **overheidsschuld** bleef in 2019 stabiel op ongeveer 135 % van het bbp maar zal naar verwachting in 2020 aanzienlijk stijgen met ongeveer 25 procentpunten, als gevolg van de reactie op de pandemie en de terugval van de economische activiteit. Verwacht wordt dat het primaire saldo in 2020 voor het eerst sinds 2009 negatief wordt.

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



Bron: Diensten van de Commissie

- Wat de **banksector** betreft, zijn de niet-renderende leningen verder aanzienlijk teruggedrongen, hoewel het niveau (net onder 7 %) betrekkelijk hoog blijft. De liquiditeitsmaatregelen in reactie op de pandemie verbeterden de betrekkelijk zwakke kredietverlening die in 2019 was waargenomen. Het aantal niet-renderende leningen zal wellicht toenemen als sommige van de COVID-19-maatregelen te vroeg worden afgebouwd.
- De schok van de pandemie heeft recente verbeteringen van de **arbeidsmarkt** ongedaan gemaakt, en dit zou nog kunnen verslechteren zodra de noodmaatregelen worden afgebouwd. De werkloosheid zal naar verwachting op ongeveer 10 % blijven in 2020.

Italië is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de hoge overheidsschuld en de zwakke productiviteitsgroei, in een context van een nog steeds hoog (zij het afnemend) aandeel niet-renderende leningen en hoge werkloosheid. Door de COVID-19-crisis zijn de schuldquotes gestegen, terwijl de gevolgen voor de arbeidsmarkt en de banksector met enige vertraging zichtbaar kunnen worden, afhankelijk van de duur van de crisis en het tijdstip waarop de

steunmaatregelen geleidelijk worden afgebouwd. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in februari, verder te onderzoeken of de macro-economische risico's aanhouden en erop toe te zien dat vooruitgang wordt geboekt bij het ongedaan maken van deze buitensporige onevenwichtigheid.

CYPRUS: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Cyprus in een context van matige potentiële groei buitensporige macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met een zeer hoog aandeel niet-renderende leningen, dat op de financiële sector weegt, en de hoge schuld van de particuliere sector, de hoge overheidsschuld en de hoge externe schuld. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor het tekort op de lopende rekening, de netto internationale investeringspositie, de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuldquote boven de indicatieve drempelwaarde.

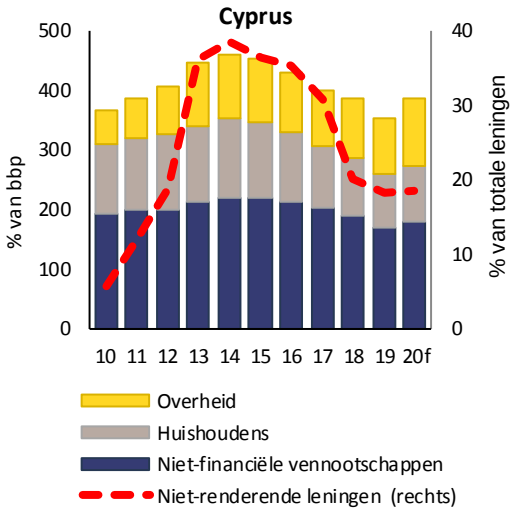
De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met budgettair-structureel beleid, de schuld van de particuliere sector, niet-renderende leningen en het ondernemingsklimaat. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op justitie, de overheidsdiensten, de lokale besturen en de toegang tot financiering.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 3,1 % in 2019 tot -6,2 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3,7 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 0,7 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven een punt van zorg, aangezien de netto internationale investeringspositie sterk negatief is, ondanks verbetering in 2019, en een groot deel daarvan verband houdt met activiteiten van special purpose entities. De lopende rekening vertoonde een groot tekort van 6,3 % van het bbp in 2019 en dit zal naar verwachting in 2020 sterk verslechteren door de zware terugval van het toerisme.
- De **schuldquote van ondernemingen** bleef in 2019 dalen, maar bleef hoog. De niet-financiële vennootschappen bouwden sneller schulden af dan de huishoudens. De **schuld van de huishoudens** bedroeg ongeveer 90 % van het bbp in 2019, boven de prudentiële drempels. De schuldquotes van de particuliere sector zullen naar verwachting in 2020 toenemen ten gevolge van de daling van het nominale bbp en de moratoria op leningen. De neerwaartse trend zou zich naar verwachting opnieuw doorzetten in 2021.

Grafiek A13: Schuld en niet-renderende leningen



Bron: Eurostat en ECB

- De **overheidsschuldquote** daalde in 2019, maar zal naar verwachting in 2020 met ruim 20 procentpunten stijgen tot bijna 113 % van het bbp, rekening houdend met de begrotingssteunmaatregelen, de uitgifte van bijkomende obligaties en de krimp van het bbp. De stabiliteit van de **banksector** verbeterde de afgelopen jaren, met aanmerkelijke dalingen van het aandeel niet-renderende leningen in de periode 2018-2019. In 2020 is het percentage niet-

renderende leningen maar in beperkte mate gestegen door de verkoop van activa en afschrijvingen, maar in 2021 kan het meer gaan stijgen wanneer de moratoria op leningen worden opgeheven.

Cyprus is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de externe schuld, de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld en met een nog steeds hoog aandeel niet-renderende leningen, in een context van matige potentiële groei. Door de COVID-19-crisis is het tekort op de lopende rekening verslechterd, zijn de schuldquotes gestegen en is de afbouw van niet-renderende leningen door de banken vertraagd. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in februari, verder te onderzoeken of de macro-economische risico's aanhouden en erop toe te zien dat vooruitgang wordt geboekt bij het ongedaan maken van deze buitensporige onevenwichtigheid.

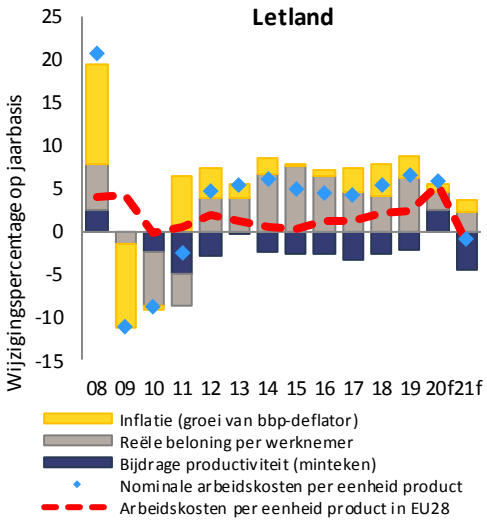
LETLAND: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Letland geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie en de groei van de arbeidskosten per eenheid product boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 2,1 % in 2019 tot -5,6 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 4,9 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 1,3 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Er blijven **externe zwakke punten** bestaan maar er zijn verbeteringen geweest. De lopende rekening was licht negatief in 2019, maar de netto internationale investeringspositie, die hoofdzakelijk de buitenlandse directe investeringen en de overheidsschuld weerspiegelt, bleef snel verbeteren. Volgens de verwachtingen zal de netto internationale investeringspositie blijven verbeteren en zal de lopende rekening nog steeds een overschot vertonen.

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



Bron: Diensten van de Commissie

- De **arbeidskosten per eenheid product** bleven in 2019 betrekkelijk sterk stijgen als gevolg van een aanmerkelijke loongroei. Verwacht wordt echter dat de loongroei in 2020 zal afkoelen door de impact van de COVID-19-crisis. Tegelijkertijd bleef de reële effectieve wisselkoers min of meer ongewijzigd, na een sterke stijging het jaar daarvoor. De exportmarktaandelen daalden voor het eerst in vier jaar.
- De **schuld van de ondernemingen en die van de huishoudens** blijven matig, hoewel verwacht wordt dat zij zullen stijgen door de terugval van het bbp ten gevolge van de COVID-19-crisis. De kredietverlening aan niet-financiële vennootschappen nam in 2019 toe maar zal naar verwachting aanzienlijk verzwakken in 2020. De groei van de **huizenprijzen** bleef in 2019 hoog, net onder de drempel, maar zal naar verwachting vertragen als gevolg van de COVID-19-crisis.
- De **banksector** bevond zich bij aanvang van de crisis een staat van financiële gezondheid waarin zowel de kapitaal- als de liquiditeitsratio's boven het EU-gemiddelde lagen. Het aantal niet-

renderende leningen blijft weliswaar nog beperkt, maar zal echter wellicht stijgen zodra de steunmaatregelen van de overheid in reactie op de COVID-19-crisis zijn afgebouwd. De **overheidsschuld** daalde in 2019 verder tot ongeveer 37 % van het bbp, maar zal naar verwachting in 2020 stijgen door de maatregelen om de pandemie aan te pakken en de krimp van het bbp.

Letland is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de dynamiek met betrekking tot het arbeidsaanbod en het kostenconcurrentievermogen enkele beperkte risico's inhielden. Door de COVID-19-crisis komt er een tijdelijke verlichting van de druk op de arbeidsmarkt en de lonen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

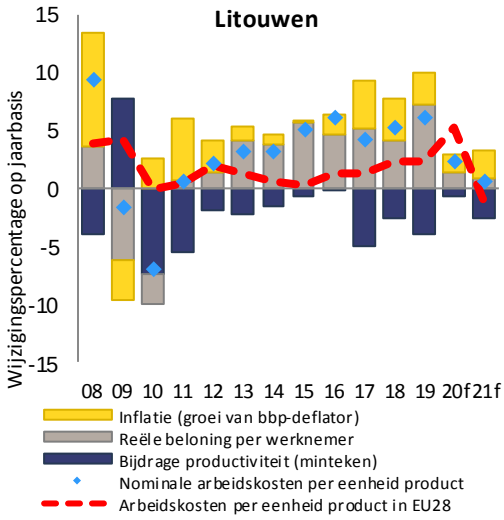
LITOUWEN: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Litouwen geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, ligt de indicator voor de groei van de arbeidskosten per eenheid product boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 4,3 % in 2019 tot -2,2 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 4,8 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven beperkt, aangezien de netto internationale investeringspositie, die weliswaar negatief is, geleidelijk verbeterde tot 2019. Het gaat voornamelijk om het geaccumuleerde volume van de buitenlandse directe investeringen. De netto internationale investeringspositie zal naar verwachting verder verbeteren in 2020 en 2021. De toenemende uitvoer van vervoersdiensten heeft geleid tot een aanzienlijke verbetering van de handelsbalans en daarom nam het overschot op de lopende rekening in 2019 toe tot meer dan 3 % en zal het naar verwachting in 2020 en 2021 groot blijven. De toename aan exportmarktaandelen heeft zich in een stevig tempo voortgezet.

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



Bron: Diensten van de Commissie

- De **nominale arbeidskosten per eenheid product** zijn sinds 2016 snel gestegen als gevolg van een krappe arbeidsmarkt en een aantal wijzigingen in de regelgeving, waaronder een betrekkelijk snelle stijging van de minimumlonen en van de lonen in de overheidssector. De COVID-19-pandemie zal naar verwachting in 2020 een negatieve impact hebben op de lonen in de particuliere sector en de groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product vertragen.
- De **banksector** is zeer winstgevend en de kapitaalratio ligt iets boven het gemiddelde van de eurozone. Het aandeel niet-renderende leningen vertoont een neerwaartse trend en is over het algemeen laag. De **overheidsschuld** daalde verder in 2019, maar zal naar verwachting stijgen tot ongeveer 47 % van het bbp in 2020 ten gevolge van de COVID-19-crisis en zou in 2021 blijven stijgen.

- Vóór de COVID-19-pandemie leverde de **arbeidsmarkt** sterke prestaties met een werkloosheid van 6,3 %. De werkloosheid zal naar verwachting echter toenemen tot 8,9 % in 2020 en dan opnieuw afnemen in 2021.

Litouwen is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de dynamiek van het kostenconcurrentievermogen enkele beperkte risico's inhield. Door de COVID-19-crisis is de externe positie stabiel gebleven en is de druk op de lonen verminderd. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

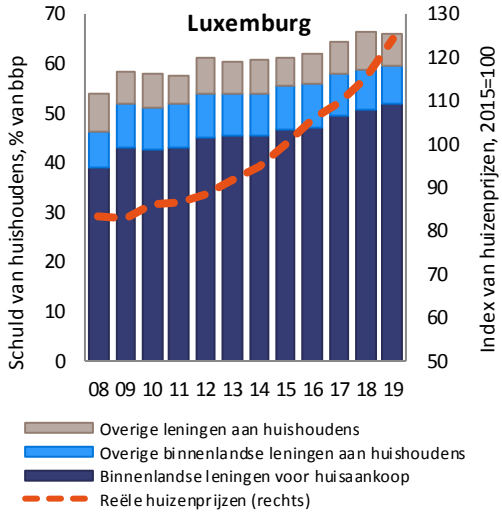
LUXEMBURG: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Luxemburg geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de arbeidskosten per eenheid product, de groei van de huizenprijzen en de schuld van de particuliere sector boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 2,3 % in 2019 tot -4,5 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3,9 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 0,3 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **Er is weinig bezorgdheid over de houdbaarheid van de externe positie**. De lopende rekening vertoont een stabiel overschot en de netto internationale investeringspositie is duidelijk positief. De **arbeidskosten per eenheid product** bleven in 2019 in een vrij snel tempo groeien tegen de achtergrond van een krappe arbeidsmarkt. In 2020 zal de groei van de arbeidskosten per eenheid product naar verwachting beperkt blijven door loonmatiging ten gevolge van de COVID-19-crisis.
- De **schuldquote van de particuliere sector** ligt zeer hoog, op 319 %, en is voornamelijk toe te schrijven aan de hoge **schuld van de ondernemingen**, die in 2019 boven 250 % van het bbp lag. Het hoge cijfer is echter voornamelijk toe te schrijven aan de rol van Luxemburg als mondiaal financieel centrum en aan grensoverschrijdende leningen in concernverband. De **schuld van de huishoudens** stabiliseerde in 2019 op 66 % van het bbp en ligt duidelijk zowel onder de op fundamentals gebaseerde benchmark als onder de prudentiële benchmark, maar hoger als hij wordt afgezet tegen het beschikbaar inkomen. De hypothecaire kredietverlening groeide in 2019 met 8 % en de helft van de kredieten staat uit tegen variabele rentevoeten, hoewel dit aandeel snel aan het dalen is. In 2020 zal de schuldquote van de huishoudens naar verwachting toenemen, hetgeen vooral te wijten is aan de terugval van het bbp.
- De **huizenprijzen** bleven in 2019 aanmerkelijk stijgen en er zijn tekenen van overwaardering. Vooruitkijkend wordt over de periode 2020-2021 niet verwacht dat de groei van de huizenprijzen sterk zal matigen. Aan de aanbodzijde kromp de woningbouw in 2019, bovenop de discrepantie tussen vraag en aanbod die de huizenprijzen opdrijft.

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



Bron: Eurostat en ECB

- De **banksector** is goed gekapitaliseerd en liquide en is winstgevend gebleven, hoewel de winstgevendheid onder het gemiddelde van de eurozone ligt. Het aandeel niet-renderende leningen is zeer laag. Op de ontwikkelingen van de huizenprijzen, samen met de omvang van de blootstelling van de banken aan hypothecair krediet en de hoge schuldenlast van de huishoudens, moet echter voortdurend worden toegezien. De **overheidsschuld** is laag en zal naar verwachting stijgen tot ongeveer 25 % van het bbp in 2021.

Luxemburg is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de stijgende huizenprijzen en de schuld van de huishoudens enkele risico's inhielden. Door de COVID-19-crisis wordt de druk op prijzen en kosten tijdelijk verminderd. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

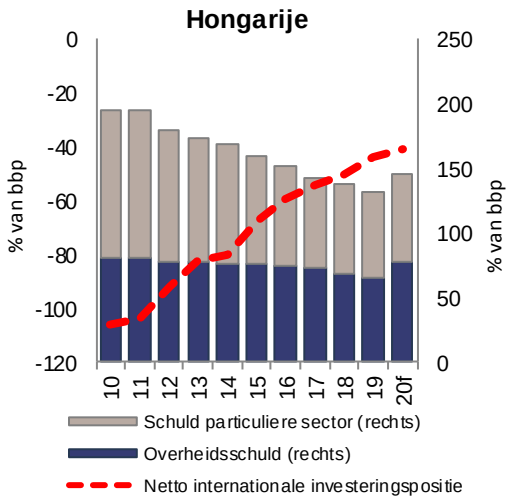
HONGARIJE: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Hongarije geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie (NIIP), de groei van de huizenprijzen, de overheidsschuld en de groei van de passiva van de financiële sector boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 4,6 % in 2019 tot -6,4 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 4 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 6,2 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven bestaan, ondanks aanhoudende verbeteringen in de netto internationale investeringspositie, die in 2019 op -44 % stond, boven de op fundamentals gebaseerde benchmark. De netto internationale investeringspositie zal naar verwachting blijven verbeteren in 2020 en 2021. De officiële reserves lagen begin 2020 dicht tegen de niveaus die als prudentiële minima worden beschouwd. Het saldo van de lopende rekening werd in 2019 een klein tekort en zal naar verwachting licht negatief blijven tot 2022. De groei van de exportmarktaandelen trok aan, ondanks de verslechtering van het kostenconcurrentievermogen. In 2020 onderging de forint een aanzienlijke waardevermindering, hetgeen gunstig is voor het concurrentievermogen in de toekomst, maar ook wijst op kwetsbaarheid voor veranderingen in het sentiment op de mondiale financiële markten.

Grafiek A17: ***NIIP, particuliere schuld en overheidsschuld***



Bron: Eurostat

- De **huizenprijzen** en de kredietstromen groeiden in 2019 fors, met een beginnende bezorgdheid voor overwaardering. De COVID-19-crises zullen naar verwachting leiden tot enige prijscorrectie.
- De **overheidsschuld** ging in 2019 in dalende lijn en viel terug tot ongeveer 65 % van het bbp. In 2020 zou de overheidsschuld met bijna 13 procentpunten toenemen, hetgeen toe te schrijven is aan de diepte van de recessie en de steunmaatregelen van de overheid in reactie op de COVID-19-

crisis. De brutofinancieringsbehoeften zijn bijzonder hoog ten gevolge van de combinatie van hoge schuld en een betrekkelijk korte looptijd. Daarenboven bestaat zowel de overheidsschuld als de schuld van de ondernemingen uit blootstellingen in vreemde valuta's. Tegelijkertijd zijn het binnenlandse inkomen en het begrotingssaldo door de openheid van de economie gevoelig voor valutabewegingen. Een bepaald niveau van in vreemde valuta's luidende schuld kan deze blootstelling helpen afdekken.

- De **banksector** is zeer winstgevend, maar de tier 1-kapitaalratio is lager dan in de meeste andere EU-landen. Een uitgebreid moratorium op leningen biedt de banken tijdelijk bescherming tegen mogelijke wanbetalingen. Toch blijft het percentage niet-renderende leningen betrekkelijk hoog, namelijk 4,3 % in 2019, en kan het na afloop van het moratorium op leningen stijgen. Commerciële banken bezitten een aanzienlijk aandeel van de overheidsschuld (ongeveer 20 % van het bbp).

Over het geheel genomen wijst de economische analyse op problemen in verband met de kostendruk, de exportstructuur, de overheidsschuld en de huizenmarkt. Door de COVID-19-crisis zullen de problemen in verband met de kostendruk wellicht in de toekomst afnemen, terwijl de risico's in verband met de wisselwerking tussen de financieringsbehoeften van de overheid en de externe financiering lijken te zijn toegenomen. Toch is de omvang van de voorraadonevenwichtigheden niet bijzonder groot. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

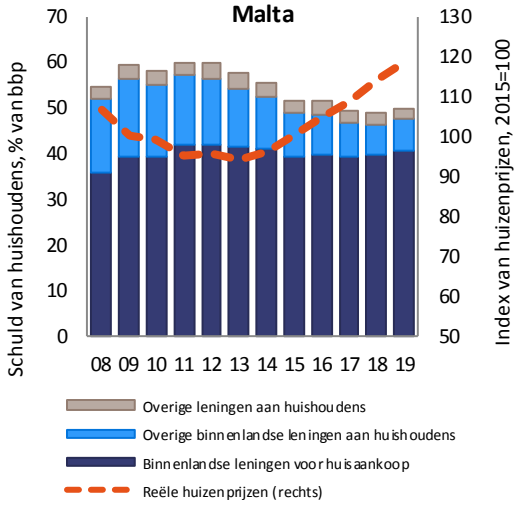
MALTA: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Malta geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, ligt geen enkele indicator boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 4,9 % in 2019 tot -7,3 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 2,6 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Het **overschot op de lopende rekening** is hoog, maar zal naar verwachting tegen 2021 afnemen tot bijna een evenwicht, deels ten gevolge van het zwakke toerisme. De sterk positieve netto internationale investeringspositie weerspiegelt Malta's positie als internationaal financieel centrum. De arbeidskosten per eenheid product zijn de afgelopen jaren betrekkelijk snel blijven groeien.
- De **schuld van de particuliere sector** nam in 2019 licht toe en naderde de scoreborddrempel, aangedreven door een voortdurend sterke expansie van de kredietverlening waarmee hoge investeringen in woningbouw werden ondersteund. De trends in de bouwsector zullen naar verwachting aanhouden en worden ondersteund door een tijdelijke vermindering van de belastingen op vastgoedtransacties in 2020 en 2021. Een gunstige situatie op de arbeidsmarkt leidde samen met lage rentevoeten tot een stijging van de schuldenlast van de huishoudens, hetgeen

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



Bron: Eurostat en ECB

toezicht vereist. De aanhoudende **groei van de huizenprijzen** zette zich in 2019 door en er zijn enkele tekenen van overwaardering. Verwacht wordt dat de groei van de huizenprijzen in 2020 tijdelijk zal vertragen ten gevolge van de COVID-19-crisis.

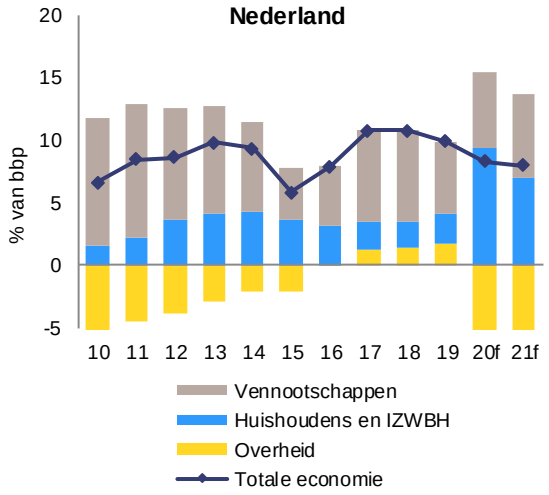
- De **overheidsschuld** ging tot 2019 in dalende lijn en zou in 2020 stijgen tot 60 % van het bbp ten gevolge van de COVID-19-uitbraak. In de banksector waren de verplichtingen in 2019 aan het dalen en bleef het niveau van niet-renderende leningen stabiel, terwijl de lopende herziening van het insolventiekader naar verwachting de veerkracht van de sector zal versterken. Niettemin moet nauwlettend worden toegezien op de toenemende concentratie van de portefeuilles van banken in de vastgoedsector.
- De **werkloosheid** daalde in 2019 en de participatiegraad bleef toenemen. Er wordt echter verwacht dat de werkloosheid door de COVID-19-crisis zal toenemen.

Malta is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel een hoog saldo op de lopende rekening en een betrekkelijk dynamische groei van de huizenprijzen beperkte risico's inhielden. Door de COVID-19-crisis is de binnenlandse druk enigszins afgenomen en is de externe positie stabiel gebleven. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

NEDERLAND: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Nederland macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met de hoge schuld van de particuliere sector en het grote overschot op de lopende rekening. Op het geactualiseerde scorebord liggen de indicatoren voor het overschot op de lopende rekening en de schuld van de particuliere sector boven de indicatieve drempelwaarde.

De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met investeringen, het inkomen van de huishoudens, pensioenen, de schuldenlast van de particuliere sector en de huizenmarkt. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op het pensioenstelsel, investeringen in woningbouw, het verminderen van de fiscale bevoordeling van schuld van de huishoudens en de oprichting van Invest-NL.

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



Bron: Ameco

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 1,7 % in 2019 tot -5,3 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 2,2 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 0,1 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **Het overschot op de lopende rekening** nam af van 10,8 % van het bbp in 2018 tot 9,9 % in 2019 en zal naar verwachting ook in 2020 licht afnemen. Door de COVID-19-crisis is de overheidssector overgestapt naar een positie van sterk negatieve nettobesparingen, maar dit zal wellicht in ruime mate worden gecompenseerd door verdere stijgingen van het spaaroverschot van de huishoudens en de ondernemingen. Over het geheel genomen zal het

overschot op de lopende rekening naar verwachting ruim boven de op fundamentals gebaseerde benchmarks blijven.

- De **schuldenlast van de particuliere sector**, die in 2019 ongeveer 230 % van het bbp bedroeg, vertoonde vóór de COVID-19-crisis een dalende trend. De **schuld van de ondernemingen** is hoofdzakelijk toe te schrijven aan grensoverschrijdende leningen in concernverband. De **schuld van de huishoudens**, die in 2019 100 % van het bbp bedroeg, houdt voornamelijk verband met de gunstige fiscale behandeling van hypothecair krediet en een niet optimaal functionerende huurmarkt. De schuldquote van de huishoudens zal naar verwachting opnieuw stijgen vanaf 2020. Een stijging van de werkloosheid kan de toekomstige terugbetalingscapaciteit van de huishoudens verminderen. De **huizenprijzen** stegen in 2019 met 4,8 % en er zijn tekenen van overwaardering.
- Het **bankwezen** is goed gekapitaliseerd, met een laag niveau van niet-renderende leningen, en is winstgevend. De **overheidsschuld** zal naar verwachting stijgen tot ongeveer 64 % van het bbp in 2020 en mogelijk verder stijgen in de jaren daarna.
- De **arbeidsmarkt** vertoonde een historische krapte vóór de crisis. De situatie op de arbeidsmarkt zou echter aanmerkelijk verslechteren ten gevolge van de crisis, hetgeen vooral de mensen zal treffen die zich in een minder gunstige arbeidsmarktpositie bevinden.

Nederland is de COVID-19-crisis ingegaan met een reeds lang bestaand groot binnenlands spaaroverschot in combinatie met een hoge schuldenlast van de particuliere sector. Na de crisis zal het spaaroverschot naar verwachting iets krimpen maar hoog blijven, terwijl de schuldquotes van de particuliere sector zouden stijgen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari dit jaar, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

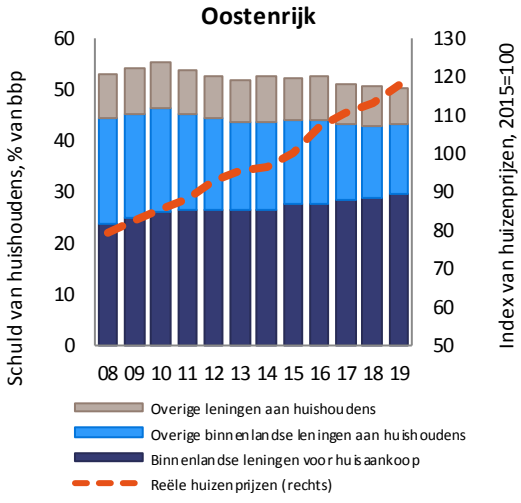
OOSTENRIJK: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Oostenrijk geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, ligt de indicator voor de overheidsschuld boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 1,4 % in 2019 tot -7,1 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 4,1 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 0,6 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven beperkt. Het overschot op de lopende rekening nam in 2019 toe tot 3 % van het bbp maar zal naar verwachting enigszins krimpen in 2020. De arbeidskosten per eenheid product stegen in 2019 matig, maar blijven betrekkelijk beperkt. Voor 2020 wordt een beperkte loonmatiging verwacht, ook omdat de loononderhandelingen voor belangrijke economische sectoren plaatsvonden voordat de crisis uitbrak.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** bleef in dalende lijn gaan, aangezien de schuldquote van de huishoudens stabiel bleef en de niet-financiële vennootschappen in 2019 hun schulden matig

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



Bron: Eurostat en ECB

afbouwden. Beide zullen naar verwachting echter stijgen in 2020, voornamelijk ten gevolge van de door COVID-19 veroorzaakte daling van het bbp. Verwacht wordt dat dit in 2021 deels zal worden omgebogen als gevolg van het veronderstelde economische herstel.

- De **reële huizenprijzen** bleven in stijgende lijn gaan en trokken in 2019 opnieuw enigszins aan en er zijn wat meer tekenen van overwaardering. In 2021 wordt echter enige prijscorrectie verwacht. Hoewel toezicht nodig is, lijken de prijsstijgingen niet kredietgedreven te zijn.
- Over het geheel genomen bevindt de **banksector** zich in een goede positie om de impact van de crisis te helpen verzachten. Het percentage niet-renderende leningen daalde in 2019 tot net boven 2 %. Ook de **overheidsschuld** bleef in dalende lijn gaan dankzij de sterke economische groei en de aan de gang zijnde afwikkeling van activa van genationaliseerde financiële instellingen. Door de crisis zal de overheidsschuld echter naar verwachting stijgen tot ongeveer 84 % van het bbp in 2020, bijna 14 procentpunten boven het niveau van 2019.
- De verbeterde macro-economische omstandigheden hebben bijgedragen tot verdere verbeteringen op de **arbeidsmarkt**, hoewel de werkloosheid naar verwachting in 2020 zal stijgen ten gevolge van de crisis.

Oostenrijk is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel het enkele zwakke punten heeft die verband houden met de huizenmarkt. Door de COVID-19-crisis neemt de groei van de huizenprijzen af terwijl de overheidsschuld toeneemt. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

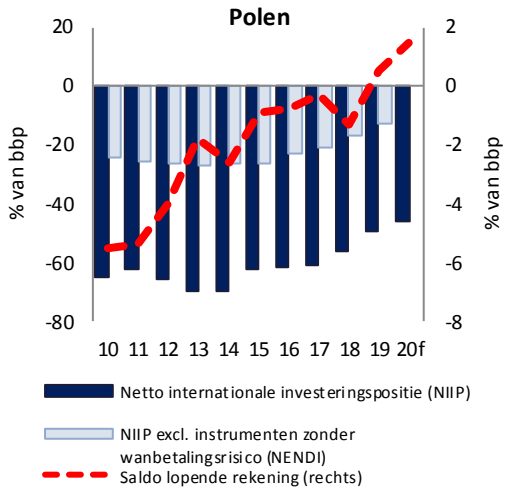
POLEN: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Polen geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie (NIIP) en de groei van de huizenprijzen boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 4,5 % in 2019 tot -3,6 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3,3 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 5 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven beperkt, aangezien de netto internationale investeringspositie, die weliswaar negatief is, geleidelijk verbeterde tot 2019. Daarnaast gaat het voornamelijk om het geaccumuleerde volume van de buitenlandse directe investeringen en een aanzienlijk deel van de instroom van buitenlandse directe investeringen is afkomstig van ingehouden winsten. Voorspeld wordt dat de netto internationale investeringspositie in 2020 licht zal verbeteren tot 49 % van het bbp en in 2021 zal blijven verbeteren, zij het in een trager tempo. De lopende rekening werd in 2019 positief en ook in 2020 en 2021 worden overschotten verwacht.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** blijft onder de prudentiële drempels en daalde in 2019.

Grafiek A21: ***NIIP en saldo lopende rekening***



Bron: Diensten van de Commissie

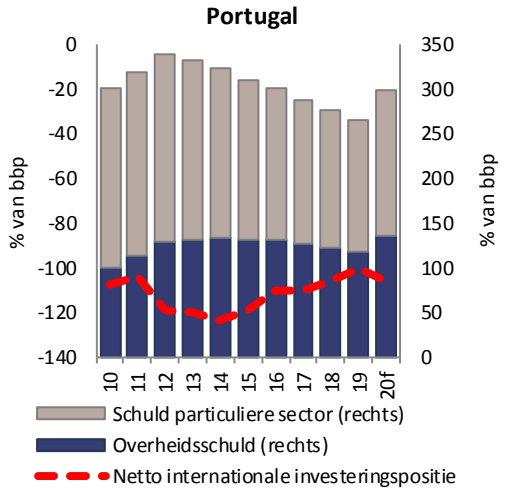
Hij zal naar verwachting stabiel blijven in 2020.

- De groei van de **huizenprijzen** trok in 2019 aan, net als de groei van de hypothecaire kredietverlening. De groei van de huizenprijzen kwam in 2019 uit op bijna 7 %, maar zal naar verwachting vertragen in de periode 2020-2021. De risico's blijven beperkt en er zijn weinig tekenen van overwaardering.
- De **banksector** bevindt zich in het algemeen in een goede positie om de impact van de crisis te helpen verzachten. Bovendien zakte het percentage niet-renderende leningen in 2019 tot een nog steeds betrekkelijk hoog niveau van ongeveer 6 % en kan het in de toekomst stijgen ten gevolge van de COVID-19-crisis. De **overheidsschuld** daalde verder in 2019, maar zal naar verwachting in 2020 met 11 procentpunten stijgen tot bijna 60 % van het bbp als gevolg van de maatregelen om de pandemie aan te pakken en de krimp van het bbp.
- De gunstige macro-economische ontwikkelingen in 2019 droegen bij tot verdere verbeteringen op de **arbeidsmarkt**, met de werkloosheid op het laagste niveau ooit. De COVID-19-crisis zal echter wellicht leiden tot een stijging in 2020-2021.

Polen is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de negatieve netto internationale investeringspositie beperkte risico's inhield. Door de COVID-19-crisis is de externe positie stabiel gebleven. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

PORTUGAL: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Portugal in een context van lage productiviteitsgroei macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met het grote volume externe nettoverplichtingen, de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld, alsook een hoog aandeel niet-renderende leningen. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie, de groei van de huizenprijzen, de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld boven de indicatieve drempelwaarde.

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



Bron: Eurostat

De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met budgettair-structureel beleid, het ondernemingsklimaat en niet-renderende leningen. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op onderwijs en vaardigheden, digitalisering en administratieve justitie.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 2,2 % in 2019 tot -9,3 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 5,4 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 1,1 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **houdbaarheid van de externe positie** blijft kwetsbaar door het grote volume externe nettoverplichtingen van het land en de negatieve impact van COVID-19 op het toerisme. De

lopende rekening, die in 2019 grotendeels in evenwicht was, zal naar verwachting in 2020 licht verslechteren. De negatieve netto internationale investeringspositie zal naar verwachting oplopen in 2020, zij het in een betrekkelijk traag tempo.

- De **schuld van de particuliere sector** bleef in dalende lijn gaan en kwam in 2019 uit op bijna 150 % van het bbp, maar zou door de COVID-19-crises weer stijgen. In de **bedrijfssector** is de liquiditeitsdruk prangend en er zijn kredietgarantieregelingen ingevoerd. Hoewel het aandeel niet-renderende leningen voortdurend afneemt, was het niveau bij aanvang van de COVID-19-crisis betrekkelijk hoog en de solventierisico's zullen wellicht groter worden zodra de moratoria op leningen verstrijken. De reeds hoge **schuldquote van de huishoudens** zal naar verwachting toenemen in 2020 door de krimp van het bbp, terwijl de spaarquote van huishoudens aanzienlijk toeneemt.
- De **reële groei van de huizenprijzen** heeft vier jaar op rij tot en met 2019 de indicatieve drempelwaarde overschreden en er zijn steeds meer tekenen van overwaardering. In de periode 2020-2021 wordt echter een scherpe daling van de groeipercentages verwacht doordat er minder vraag op de markt is en de bouwvolumes zijn toegenomen.
- De **overheidsschuld** is hoog en kwam in 2019 ondanks een dalende lijn uit op 117 % van het bbp. Gezien de maatregelen om de pandemie aan te pakken en de krimp van het bbp wordt voor 2020 echter een stijging met 18 procentpunten voorspeld.

Portugal is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de grote schuldvoorraden in een context van lage productiviteitsgroei. Door de COVID-19-crisis zijn de schuldquotes in alle sectoren toegenomen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari dit jaar, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

ROEMENIË: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Roemenië in een context van expansief begrotingsbeleid en een onvoorspelbaar ondernemingsklimaat macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met een verlies aan kostenconcurrentievermogen, een verslechterende externe positie en een toenemend tekort op de lopende rekening. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor het overschot op de lopende rekening, de netto internationale investeringspositie en de groei van de arbeidskosten per eenheid product boven de indicatieve drempelwaarde.

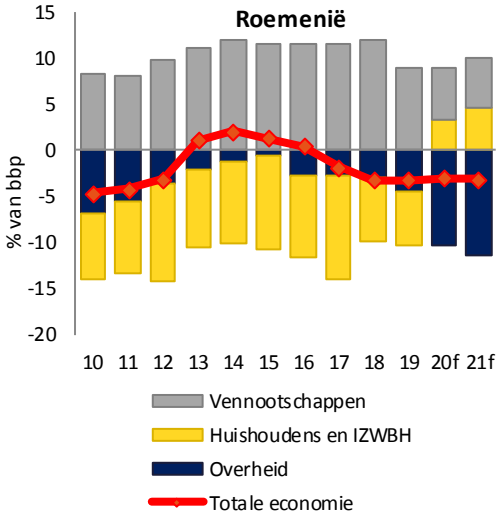
De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 en 2020 zijn gedaan, houden grotendeels verband met budgettair-structureel beleid, financiële stabiliteit, kostenconcurrentievermogen en het ondernemingsklimaat. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, vooral betrekking op de banksector en, in mindere mate, op het mechanisme voor minimumloonvorming.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 4,2 % in 2019 tot -5,2 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3,3 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 3,6 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **houdbaarheid van de externe positie** blijft kwetsbaar, omdat de negatieve netto internationale investeringspositie in 2019 niet verder verbeterde maar stabiliseerde op ongeveer -44% van het bbp. De netto internationale investeringspositie zal naar verwachting in 2020 op ongeveer dit niveau blijven. Het tekort op de lopende rekening verslechterde tot bijna 5 % van het bbp in 2019 en zal naar verwachting groot blijven in 2020 en 2021.

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



Bron: Ameco

- De nominale **arbeidskosten per eenheid product** bleven in 2019 hoog door de krappe arbeidsmarkt. Loonmatiging als gevolg van de COVID-19-crisis zal de druk op het kostenconcurrentievermogen wellicht verminderen, hoewel het hamsteren van arbeid in 2020 tot een extra toename leidde van de groei van de arbeidskosten per eenheid product.
- Verwacht wordt dat de **overheidsschuldquote** in 2020 met meer dan 11 procentpunten zal stijgen tot ongeveer 47 % van het bbp, als gevolg van de impact van de crisis maar ook als gevolg van permanente stijgingen van de lopende uitgaven waartoe al eerder was besloten. De overheidsschuld zou in 2021 aanmerkelijk verder stijgen. Daarnaast luidt een betrekkelijk groot deel in vreemde valuta's, waardoor het aan valutarisico's onderhevig is. De onvoorspelbaarheid van het beleid bleef in 2019 en 2020 een punt van zorg, met name in verband met wetgeving die van invloed is op de houdbaarheid van de begroting.
- De winstgevendheid van de **banksector** is weliswaar aanzienlijk hoger dan het EU-gemiddelde, maar neemt sinds 2019 af. Hoewel het percentage niet-renderende leningen begin 2020 onder 4 % daalde en naar verwachting in 2020 gematigd zal blijven, zou het in het licht van de COVID-19-crisis kunnen toenemen. De schuld van de particuliere sector bleef laag, maar zal naar verwachting in 2020 matig stijgen.

Roemenië is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de externe schuld en de overheidsschuld, het kostenconcurrentievermogen en een onvoorspelbaar ondernemingsklimaat. Door de COVID-19-crisis zijn de schuldquotes aanmerkelijk gestegen en is de begrotingssituatie verslechterd. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari dit jaar, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

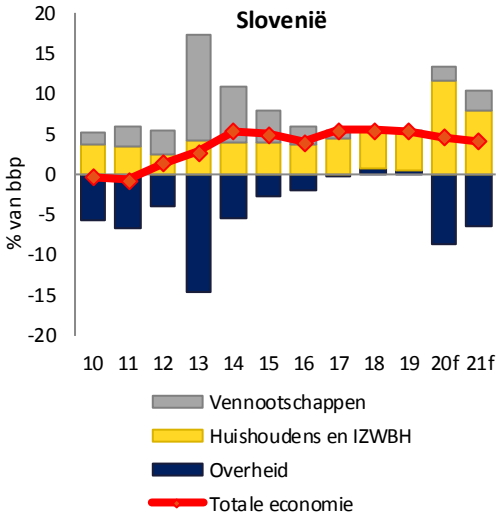
SLOVENIË: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Slovenië geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, ligt de indicator voor de overheidsschuld boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 3,2 % in 2019 tot -7,1 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 5,1 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 1,3 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Het **overschot op de lopende rekening** bleef in 2019 met bijna 6 % van het bbp hoog. Het overschot weerspiegelt de sterke besparingen van huishoudens. In 2020 en 2021 zal het overschot naar verwachting geleidelijk afnemen. In 2019 bleven de investeringen grotendeels op het niveau van het voorgaande jaar en ze blijven laag in vergelijking met de historische gemiddelden. De netto internationale investeringspositie is matig negatief. De groei van de arbeidskosten per eenheid product nam in 2019 toe.

Grafiek A24: ***Vorderingenoverschot c.q. –tekort per sector***



Bron: Ameco

- De **overheidsschuld** bleef in 2019 dalen en kwam uit op ongeveer 66 % van het bbp, maar zal naar verwachting stijgen tot ongeveer 82 % van het bbp in 2020 als gevolg van de maatregelen in reactie op de crisis en de neergang. Daarenboven blijven de verwachte kosten van de vergrijzing drukken op de houdbaarheid van de begroting op middellange en lange termijn.
- De **schuld van de particuliere sector** daalde in 2019 verder, terwijl de kredietstroom naar de particuliere sector positief bleef. De **groei van de huizenprijzen** nam in 2019 af tot onder de drempelwaarde en zal naar verwachting verder afnemen in 2020-2021 als gevolg van de COVID-19-crisis. De **banksector** bevond zich bij aanvang van de crisis in een betrekkelijk sterke positie, met weinig niet-renderende leningen en verminderde hefboomwerking, hetgeen naar verwachting de impact van de crisis in de sector zal beperken.
- De **arbeidsmarkt** verbeterde in 2019 verder, met de hoogste arbeidsparticipatie ooit en zeer lage werkloosheid. Verwacht wordt dat de situatie in 2020 zal verslechteren.

Slovenië is de COVID-19-crisis ingegaan in een sterke positie zonder macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de houdbaarheid van de begroting en de ontwikkeling van de huizenprijzen beperkte risico's inhielden. Door de COVID-19-crisis zal de overheidsschuld naar verwachting stijgen, maar het sterke overschot op de lopende rekening zou blijven bestaan. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

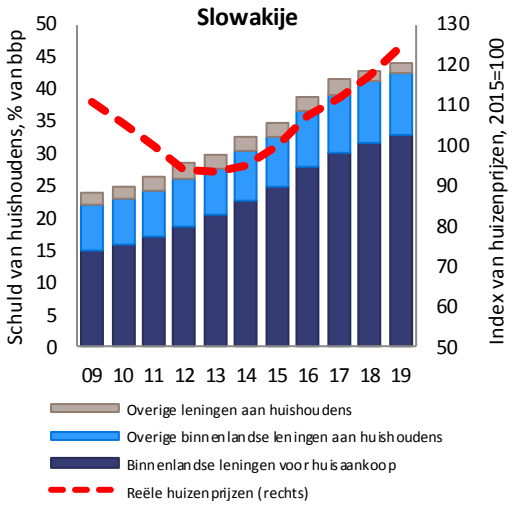
SLOWAKIJE: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Slowakije geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie, de groei van de arbeidskosten per eenheid product en de groei van de huizenprijzen boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 2,3 % in 2019 tot -7,5 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 4,7 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 0,6 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **Externe zwakke punten** blijven zorgwekkend, ondanks verbeteringen. De concentratie van de export en de mate van integratie in mondiale waardeketens blijven hoog. De netto internationale investeringspositie, die in 2019 met -66 % weliswaar sterk negatief was, verbeterde geleidelijk in 2019. De netto internationale investeringspositie zal naar verwachting verslechteren in 2020 en 2021. De risico's zijn beperkt, aangezien een groot deel van de buitenlandse verplichtingen verband houdt met buitenlandse directe investeringen. Het tekort op de lopende rekening nam in 2019 toe en zal naar verwachting verder toenemen in 2020.

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



Bron: Eurostat en ECB

- De ontwikkelingen van het **kostenconcurrentievermogen** verdienen aandacht, aangezien de arbeidskosten per eenheid product sinds 2017 voortdurend zijn gegroeid, onder invloed van de sterke loongroei als gevolg van een verkrappende arbeidsmarkt en een bredere convergentiedynamiek naar het EU-gemiddelde. De reële effectieve wisselkoersen zijn in de loop der jaren licht gestegen. De druk op het kostenconcurrentievermogen kan in 2020 en 2021 afnemen als gevolg van de COVID-19-crisis en verminderde loongroei.
- De **schuldenlast van de particuliere sector**, en met name de schuldenlast van de huishoudens, neemt al enkele jaren toe, maar het groeitempo is aan het vertragen. De schuld van de huishoudens blijft onder het prudentiële niveau, maar ligt boven het op fundamentals gebaseerde niveau en is hoog in vergelijking met andere EU-landen in de regio.
- De **huizenprijzen** groeiden snel, namelijk met meer dan 6 % in 2019. De huizenmarkt vertoont enkele tekenen van overwaardering en draagt bij tot een toename van de schuldenlast van de huishoudens. Verwacht wordt echter dat de groei van de huizenprijzen in de periode 2020-2021 zal vertragen. Dit wordt ook ondersteund door macroprudentiële maatregelen van de Nationale Bank en een daling van de reële inkomens in 2020.
- De **banksector** is goed gekapitaliseerd met een winstgevendheid rond het gemiddelde van de eurozone. Het percentage niet-renderende leningen daalde de afgelopen jaren aanmerkelijk en ligt onder het EU-gemiddelde, maar in het licht van de crisis kunnen de moeilijkheden bij het aflossen van leningen toenemen. Als gevolg van de crisis zal de overheidsschuldquote in 2020 stijgen tot boven 60 % van het bbp.

Slowakije is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de houdbaarheid van de externe positie, de binnenlandse prijsdruk en de afhankelijkheid van de automobielindustrie beperkte risico's inhield. Door de COVID-19-crises is de binnenlandse prijsdruk afgenomen, terwijl de externe positie licht verslechterd is. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

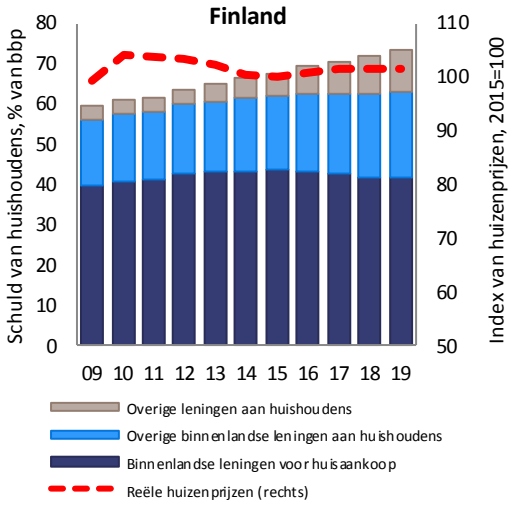
FINLAND: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Finland geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, ligt de indicator voor de schuld van de particuliere sector boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 1,1 % in 2019 tot -4,3 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 2,9 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 1,7 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **Aan de externe zijde** nam het tekort op de lopende rekening af, terwijl de netto internationale investeringspositie positief werd. Het tekort op de lopende rekening zal echter naar verwachting toenemen in 2020 als gevolg van de terugval van de buitenlandse vraag. De exportmarktaandelen herstelden zich voor het vierde jaar op rij en compenseerden verder de gecumuleerde verliezen uit het verleden. De arbeidskosten per eenheid product stegen, maar de reële effectieve wisselkoers daalde, waardoor de risico's voor het kostenconcurrentievermogen minder groot werden.

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



Bron: Eurostat en ECB

- De schuldquotes van zowel de **niet-financiële vennootschappen** als de **huishoudens** bleven hoog, met een lichte stijging tot respectievelijk ongeveer 82 % en 66 %. Gunstige kredietvoorwaarden en lage rentetarieven versnelden de kredietgroei in 2019. Hoewel de schuld van de huishoudens boven het prudentiële niveau en op fundamentals gebaseerde niveau ligt, is de schuldaflossing zeer laag, maar bijna alle nieuwe hypothecaire kredieten hebben variabele rentevoeten. Gezien de COVID-19-maatregelen en de krimp van het bbp wordt verwacht dat de schuldniveaus in 2020 verder zullen stijgen.
- De **financiële sector** blijft goed gekapitaliseerd en de risico's voor de financiële stabiliteit blijven beperkt, ondanks aanzienlijke grensoverschrijdende blootstellingen, vooral aan andere Noordse landen, als gevolg van een betrekkelijk grote afhankelijkheid van wholesalefinanciering en de verplaatsing van het hoofdkantoor van een grote regionale bank naar Finland. De crisis kan leiden tot een stijging van het percentage niet-renderende leningen, maar dat percentage zal naar verwachting zeer laag blijven.
- De **overheidsschuld** daalde in 2019 verder tot onder de drempelwaarde, aangezien de groei van het bbp nog steeds groter was dan de schuldgroei. Verwacht wordt echter dat de overheidsschuld in 2020 met meer dan 10 procentpunten zal stijgen tot ongeveer 70 % van het bbp als gevolg van de diepgang van de recessie en de budgettaire reactie van de regering op de crisis. Verwacht wordt dat de overheidsschuld in 2021 matig zal stijgen.
- De resultaten van de **arbeidsmarkt** bleven in 2019 verbeteren, met een daling van de werkloosheid en de langdurige werkloosheid. In de huidige context zal de werkloosheid naar verwachting in 2020 stijgen tot bijna 7,9 % en in 2021 licht dalen.

Finland is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de schuld van de particuliere sector. Door de COVID-19-crisis is de schuldquote van de particuliere sector aan het stijgen, maar de risico's blijven beperkt. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet nodig over te gaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

ZWEDEN: In februari 2020 heeft de Commissie geconcludeerd dat Zweden macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met de overwaardering van de huizenprijzen in combinatie met een aanhoudende stijging van de schuld van de huishoudens. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, ligt de indicator voor de schuld van de particuliere boven de indicatieve drempelwaarde.

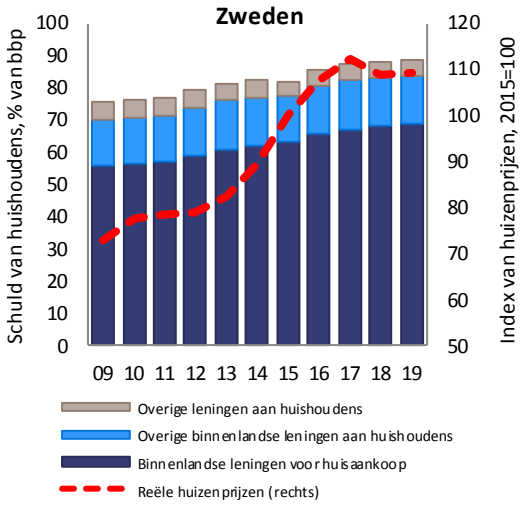
De voor de PMO relevante landspecifieke aanbevelingen die in 2019 zijn gedaan, houden grotendeels verband met de werking van de huizenmarkt en de schuldenlast van de particuliere sector. Naast beleidsmaatregelen die moeten worden genomen om de pandemie aan te pakken, hebben de in 2020 genomen maatregelen om onevenwichtigheden aan te pakken, betrekking op de huurmarkt.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 1,3 % in 2019 tot -3,4 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3,3 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 2,8 % hoger zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe positie** blijft solide. Het overschot op de lopende rekening nam in 2019 toe tot meer dan 4 % van het bbp, terwijl de reeds positieve netto internationale investeringspositie aanmerkelijk steeg. In 2020 zal het overschot op de lopende rekening naar verwachting op een vergelijkbaar niveau blijven.
- De geconsolideerde **schuld van de particuliere sector** bereikte in 2019 een nieuw hoogtepunt van 204 % van het bbp, waarbij zowel de schuld van de niet-financiële vennootschappen als de schuld van de huishoudens boven de prudentiële drempels lag. De **schuld van de huishoudens** steeg tot een hoogtepunt van 89 % van het bbp. De hypotheekleningen aan huishoudens bleven in de eerste helft van 2020 groeien, ondanks de sterke krimp van de economische activiteit. Een stijging van de werkloosheid kan de toekomstige terugbetalingscapaciteit van de huishoudens verminderen.
- Na een daling eind 2017 zijn de **huizenprijzen** vanaf 2018 weer beginnen te stijgen, bijna ononderbroken door de COVID-19-crisis. De huizenprijzen blijven over het geheel genomen hoog, met risico's van overwaardering. De huizenprijzen en de schuldenlast van de huishoudens worden opgestuwd door de gunstige fiscale behandeling van eigenwoningbezit, de zeer lage rentetarieven voor hypothecair krediet en de specifieke kenmerken van de hypotheekmarkt, alsook door beperkingen aan de aanbodzijde.

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



Bron: Eurostat en ECB

- In 2020 zou de **overheidsschuldquote** aanzienlijk stijgen alvorens zich in 2021 te stabiliseren, nog steeds ruim onder de drempel van 60 % van het bbp. De **financiële sector** bevond zich bij aanvang van de crisis in een gezonde beginpositie en profiteerde van vervroegde steunmaatregelen van, met name, monetaire autoriteiten. In reactie op de crisis is de macroprudentiële regelgeving tijdelijk versoepeld.
- Steunmaatregelen zoals regelingen voor tijdelijke werkloosheid hielpen de gevolgen voor de **arbeidsmarkt** op te vangen. Toch zal de werkloosheid naar verwachting stijgen tot 8,8 % in 2020.

Zweden is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de huizenmarkt en de schuld van de particuliere sector. Door de COVID-19-crises blijven de zwakke punten in verband met de schuld van de huishoudens, hypothecair krediet en de huizenprijzen bestaan. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in februari, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

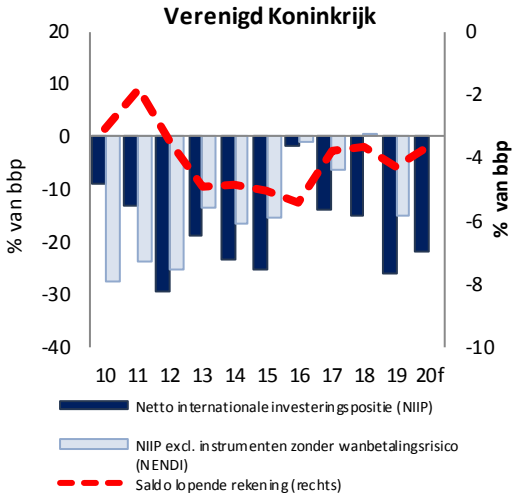
VERENIGD KONINKRIJK: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor het Verenigd Koninkrijk geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2019 bevat, liggen de indicatoren voor de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld boven de indicatieve drempelwaarde.

Volgens de verwachtingen zal de reële bbp-groei aanzienlijk terugvallen ten gevolge van de COVID-19-crisis, van 1,3 % in 2019 tot -10,3 % in 2020. Voor 2021 wordt een reële groei van 3,3 % verwacht, waardoor het nominale bbp-niveau 3,9 % lager zou liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** namen toe in het licht van een aanzienlijk tekort op de lopende rekening en een verslechterende netto internationale investeringspositie (NIIP). Het tekort op de lopende rekening nam in 2019 toe tot meer dan 4 % van het bbp, waardoor het Verenigd Koninkrijk is blootgesteld aan externe financieringsbehoeften. Verwacht wordt dat het saldo op de lopende rekening de komende jaren enigszins zal afnemen. De netto internationale investeringspositie verslechterde verder tot -26 % van het bbp in 2019 en ligt nu aanzienlijk onder het verwachte niveau gelet op de onderliggende fundamentals, maar nog steeds boven het prudentiële niveau. Verwacht wordt dat de netto internationale investeringspositie zich in de toekomst op dat niveau zal stabiliseren.

Grafiek A28: ***NIIP en saldo lopende rekening***



Bron: Diensten van de Commissie

- De **schuld van de particuliere sector** daalde in 2019 licht. Met name de schuld van de huishoudens is hoog en blijft boven de prudentiële drempels, zodat toezicht moet worden gehouden, vooral gezien het verwachte negatieve effect van de pandemie op het inkomen van huishoudens. De **reële huizenprijzen** daalden in 2019 met 0,3 %. Hoewel beleidsmaatregelen van de overheid de huizenprijzen in 2020 hebben ondersteund, kunnen verdere aanpassingen worden verwacht.

- De **overheidsschuld** blijft boven de drempelwaarde en zal naar verwachting in 2020 stijgen tot meer dan 100 % van het bbp als gevolg van de overheidsmaatregelen om de gevolgen van de pandemie aan te pakken en de krimp van het bbp.
- De **banksector** blijft winstgevend en goed gekapitaliseerd en het aandeel niet-renderende leningen is zeer laag. De blootstelling van de financiële sector aan zakelijk onroerend goed en de gevolgen van het vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de eengemaakte markt en de douane-unie van de EU aan het eind van 2020 brengen echter risico's met zich mee.
- De **arbeidsmarkt** bleef in 2019 sterk, met hoge werkgelegenheid en de werkloosheid op het laagste niveau ooit. Verwacht wordt echter dat de pandemie vanaf 2020 een sterk negatief effect zal hebben op de arbeidsmarkt.

Het Verenigd Koninkrijk is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel het problemen heeft met de externe zijde en de schuld van de particuliere sector, die beperkte risico's inhielden. Door de COVID-19-crisis zouden de schuldquotes toenemen en blijven de externe zwakke punten bestaan. Over het geheel genomen zal de Commissie niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Tabel 1.1: PMO-scorebord 2019

Jaar 2019	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden						Werkgelegenheidsindicatoren[1]		
	Saldo lopende rekening in % van het bbp (3-jaars-gemiddelde)	Netto internationale investerings-positie (% van het bbp)	Reële effectieve wisselkoers - 42 handelspartners, HICP-deflator (verandering over 3 jaar in %)	Exportmarkt-aandeel - % van mondiale export (verandering over 5 jaar in %)	Indexcijfer nominale arbeidskosten per e.p. (2010=100) (verandering over 3 jaar in %)	Indexcijfer gedefleerde huizen-prijzen (2015=100) (verande-ring over 1 jaar in %)	Kredietstroom particuliere sector, geconsoli-deerd (% van het bbp)	Schuld particuliere sector, geconsoli-deerd (% van het bbp)	Bruto overheids-schuld (% van het bbp)	Werkloosheid (3-jaars-gemiddelde)	Totale passiva van financiële sector, niet-geconsoli-deerd (verandering over 1 jaar in %)	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	0.1	50.6	2.6	-3.1	5.3	2.5	3.8	179.1	98.1	6.2b	4.6	1.4	-1.7	-5.9
BG	2.5	-31.2	4.5	15.4	19.5p	4.0p	5.6	91.8	20.2	5.2	5.8	4.5	-2.1	-8.3
CZ	0.6	-20.3	8.7	5.1	14.4	6.2	3.1	80.8	30.2	2.4	5.6	1.7	-1.1	-4.9
DK	8.0	76.9	-0.2	2.6	1.4	1.5	11.4	221.2	33.3	5.3b	13.1	1.6b	-0.4	-2.1
DE	7.4	71.7	2.1	-1.1	7.9	4.3	5.4	105.4	59.6	3.4	7.3	1.3	-0.5	-1.3
EE	1.7	-21.4	6.2	2.0	19.9	4.4	3.8	97.8	8.4	5.2	12.5	1.4	-1.2	-2.3
IE	-1.6	-174.0	-1.4	71.0	-4.4	0.0	-9.1	202.4	57.4	5.8	15.5	0.6	-2.6	-4.3
EL	-2.1	-155.9	0.3	3.7	1.7p	6.5e	0.8p	109.9p	180.5	19.4	11.5	0.2	-4.8	-12.1
ES	2.3	-73.9	1.7	2.6	4.0p	4.1	1.3p	129.4p	95.5	15.5	0.9	-0.4	-4.2	-11.9
FR	-0.7	-22.9	1.6	-0.5	1.3p	2.3	8.0p	153.3p	98.1	9.0	7.5	0.3	-1.2	-4.9
HR	2.6	-50.3	1.5	22.5	4.7p	8.1	1.7p	91.2p	72.8	8.8	6.8	0.9	-4.2	-14.7
IT	2.7	-1.5	0.2	-2.6	3.2	-0.6	0.2	106.6	134.7	10.6	3.8	0.8	-1.1	-8.6
CY	-5.2	-122.3	-0.1	13.7	5.2p	2.6	2.7p	259.1p	94.0	8.9	3.9	2.6	-3.7	-12.5
LV	0.1	-41.7	3.7	3.6	17.0	5.8	1.5	67.1	36.9	7.5	4.6	1.0	-1.6	-4.9
LT	1.4	-24.1	3.7	16.8	16.4	4.9	3.0	55.1	35.9	6.5	4.1	2.5	-1.1	-2.6
LU	4.7	56.2	2.0	10.3	11.9	8.0	3.8	318.7	22.0	5.6	3.3	2.0	-0.9	-1.9
HU	0.7	-43.7	0.3	5.9	10.0p	12.8p	3.2p	66.6p	65.4	3.8	17.8	2.5	-1.3	-1.5
MT	5.1	54.6	1.3	18.1	8.5	4.0p	8.5	123.7	42.6	3.8	4.4	5.3	-1.5	-1.4
NL	10.5	90.0	2.4	0.7	5.9p	4.8	0.0p	234.0p	48.7	4.0	6.1p	1.2	-1.5	-4.1
AT	1.8	12.1	2.1	1.4	5.5	3.9	4.5	120.1	70.5	5.0	4.3	0.9	-0.8	-2.7
PL	-0.4	-49.4	2.8	25.1	9.2p	6.7	3.3	74.0	45.7	4.0	4.2	1.8	-1.5	-7.8
PT	0.5	-100.3	-0.4	8.5	7.6p	8.7	2.2p	149.2p	117.2	7.5	0.0	1.8	-3.4	-9.7
RO	-4.0	-43.5	0.2	17.9	24.5p	-1.7	2.0p	46.7p	35.3	4.3	10.4	3.0	-1.3	-3.8
SI	5.9	-15.4	1.0	16.0	8.4	4.8	0.8	68.7	65.6	5.4	9.9	3.6	-2.4	-7.1
SK	-2.3	-66.3	2.6	1.9	14.5	6.2	5.0	91.6	48.5	6.8	4.9e	0.8	-2.4	-6.1
FI	-0.9	3.6	0.2	4.6	0.8	0.0	7.6	147.5	59.3	7.6	7.6	2.4	-1.1	-2.9
SE	3.3	18.2	-8.3	-5.1	8.2	0.5	9.8	203.9	35.1	6.6b	10.6	0.8	-0.4	1.2
P.M.: UK	-3.9	-26.2	-2.9	-1.4	8.8	-0.3	2.8	154.7	85.4	4.0	3.3	0.8	-0.4	-1.8

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) Het Verenigd Koninkrijk heeft de Europese Unie verlaten op 31januari 2020 op grond van het akkoord over de terugtrekking van het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland uit de Europese Unie en de Europese Gemeenschap voor Atoomenergie ('het Terugtrekkingsakkoord', PB C 384 I van 12.11.2019, blz. 1), het Unierecht blijft van toepassing op en in het Verenigd Koninkrijk voor de duur van de overgangsperiode die afloopt op 31december 2020. 2) Voor de werkgelegenheidsindicatoren, zie bladzijde 2 van het waarschuwingsmechanismeverslag 2016. 3) Indexcijfer huizenprijzen e = bron NCB voor EL. 4) Schuld particuliere sector, kredietstroom particuliere sector, totale passiva financiële sector: LU heeft een benchmarkherziening verricht van de financiële rekeningen van het land. 5) In totale passiva financiële sector voor SK omvat "Financiële derivaten en aandelenopties voor werknemers" (F.7) niet de aandelenopties voor werknemers. 6) Werkloosheid, b = herziening in de onderzoekmethode voor BE; b = verbetering gegevensverzameling, introductie van de techniek van computerondersteunde webinterviews (CAWI) voor DK.
Bron: Europese Commissie, Eurostat en directoraat-generaal voor Economische en Financiële Zaken (voor de reële effectieve wisselkoers), en gegevens van het Internationaal Monetair Fonds, Word Economic Outlook (voor het volume mondiale export van goederen en diensten)

Tabel 2.1: Aanvullende indicatoren, 2019

Jaar 2019	**Reëel bbp** (verandering over 1 jaar in %)	**Bruto-investeringen in vaste activa** (% van bbp)	**Bruto-investeringen in vaste activa voor O&O** (% van het bbp)	**Lopende plus kapitaalrekening (vorderingenoverschot/-tekort)** (% van het bbp)	**Netto internationale investeringspositie, met uitsluiting van instrumenten zonder wanbetalingsrisico** (% van het bbp)	**Buitenlandse directe investeringen in rapporterende economie - stromen** (% van het bbp)	**Buitenlandse directe investeringen in rapporterende economie - standen** (% van het bbp)	**Netto handelssaldo van energieproducten** (% van het bbp)	**Reële effectieve wisselkoers - Handelspartners van EZ** (verandering over 3 jaar in %)	**Exportprestaties t.o.v. geavanceerde economieën** (5-jaarsgemiddelde in %)	**Ruilvoet** (verandering over 5 jaar in %)	**Exportmarktaandeel in volume** (verandering over 1 jaar in %)	**Arbeidsproductiviteit** (verandering over 1 jaar in %)	**Bruto niet-renderende leningen van binnen- en buitenlandse entiteiten** (% van brutoleningen)	**Prestaties arbeidskosten per e.p. t.o.v. EZ** (verandering over 10 jaar in %)	**Indexcijfer huizenprijzen (2015=100) - nominaal** (verandering over 3 jaar in %)	**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	24.2	na	0.5	40.2	-5.3	168.1	-2.6	1.1	-4.8	1.2	-0.1	0.2	2.1p	0.3	10.9	6.2	61.2	13.4p
BG	3.7	18.7	0.8p	4.5	39.9	2.4	81.7	-2.9	1.7	13.4	8.9	2.8	3.3	6.5p	42.5	22.8p	2.8	23.3	8.2p
CZ	2.3	26.2	1.9p	0.2	29.7	3.7	78.1	-2.4	7.5	3.2	0.9	0.2	2.1	1.7p	9.0	32.4	4.5	31.8	12.1p
DK	2.8	22.0	3.0p	8.9	27.2	-2.0	54.3	-0.4	-2.5	0.8	-1.3	3.9	1.6	1.9p	-6.6	11.7	4.9	109.5	16.7p
DE	0.6	21.7	3.2e	7.1	51.3	1.9	46.6	-1.8	0.3	-2.9	3.3	-0.1	-0.3	1.2p	10.4	19.7	6.6	54.4	13.7p
EE	5.0	26.2	1.6p	3.2	31.2	9.3	96.7	-1.2	4.4	0.2	0.6	5.1	3.7	1.6p	22.2	19.6	4.9	37.6	7.5p
IE	5.6	45.6	0.8	-21.2	-285.4	-11.4	436.7	-1.2	-2.9	68.0	4.3	9.4	2.6	3.4p	-35.4	25.1	2.3	37.2	7.4p
EL	1.9p	10.1p	1.2p	-1.1	-135.3	2.4	23.8	-2.4p	-2.0	1.8	1.9p	3.7p	0.6p	35.5p	-17.8	8.0e	0.7p	54.3	10.9p
ES	2.0p	19.9p	1.1p	2.5	-46.8	1.0	67.7	-1.9p	0.0	0.8	-1.0p	1.2p	-0.3p	3.1p	-11.8	19.2	5.7p	56.9	13.5p
FR	1.5p	23.6p	n.b.	-0.6	-35.6	1.9	48.0	-1.8p	-0.1	-2.2	2.5p	0.8p	0.4p	2.5p	-1.4	9,7	6.4p	61.7	15.1p
HR	2.9p	21.0p	n.b.	4.7	-5.5	2.4	49.4	-2.9p	0.5	20.4	3.7p	5.7p	-0.2p	5.2p	-17.6	20.0	na	34.6	7.5p
IT	0.3	18.1	1.5p	2.9	0.0	1.6	29.0	-2.0	-1.7	-4.3	4.2	-0.1	-0.2	6.7p	-2.4	-1.8	4.2	41.2	12.9p
CY	3.1p	19.4p	n.b.	-6.2	-159.5	103.5	1827.5	-4.0p	-2.5	11.7	0.7p	-1.5p	-0.1p	18.1p	-11.5	7.9	7.9p	89.5	12.8p
LV	2.1	22.2	0.6p	0.8	4.5	3.1	56.0	-2.7	2.8	1.8	6.7	1.0	2.1	3.9p	17.3	29.9	2.4	20.3	9.8p
LT	4.3	21.4	1.0p	5.2	4.8	2.9	44.0	-3.6	3.4	14.7	4.5	8.4	3.9	1.7p	16.8	24.9	2.9	23.0	14.5p
LU	2.3	16.9	n.b.	4.5	-3893.6	-446.6	6742.5	-3.2	1.0	8.3	-0.7	-0.3	-1.3	0.6p	8.5	24.5	3.4	65.9	15.0p
HU	4.6p	27.2p	1.5	1.6	-2.5	19.7	169.6	-3.8p	-0.6	4.0	0.0p	4.7p	3.3p	4.1p	15.3	50.0p	3.2p	18.4	9.6p
MT	4.9	21.6p	0.6p	5.6	246.3	27.5	1497.1	-6.4	-0.1	16.0	3.3	5.0	-0.8	3.2p	4.5	18.2p	4.9p	49.7	11.2p
NL	1.7p	21.0p	n.b.	9.9	-0.5	3.9	581.2	-0.8p	0.9	-1.1	1.9p	1.6p	-0.2p	1.8p	-1.7	26.3	5.0p	100.3p	16.1p
AT	1.4	24.7	3.2p	2.8	-1.1	-1.9	59.7	-2.2	1.1	-0.4	0.7	1.8	0.3	2.2p	5.5	16.6	4.7	49.5	11.2p
PL	4.5	18.5	1.3p	2.5	-12.5	2.4	46.4	-2.4	1.6	22.9	3.7	4.0	4.8p	6.1p	4.1	20.3	2.0	34.4	9.7p
PT	2.2p	18.2p	1.4p	0.9	-47.1	3.5	80.6	-2.5p	-1.6	6.6	4.1p	2.4p	1.4p	6.1p	-7.1	32.1	3.2p	63.6	10.8p
RO	4.2p	23.6p	n.b.	-3.4	-4.1	2.9	44.2	-1.7p	-1.2	15.8	4.7p	2.9p	4.2p	4.3p	30.7	15.8	2.4p	15.4	9.1p
SI	3.2	19.6	n.b.	5.2	1.6	3.1	39.7	-3.5	0.4	13.9	2.0	3.0	0.7	3.4p	-1.4	25.6	2.2	26.9	8.2p
SK	2.3	21.4	0.8	-2.0	-14.1	2.2	69.6	-3.1	1.9	0.1	-2.0	-0.3	1.3	2.9p	6.3	24.1	3.4	43.7	9.6p
FI	1.1	23.9	2.8p	-0.1	6.3	5.9	50.9	-1.7	-1.7	2.7	2.5	6.6	-0.5	1.4p	-3.1	3.7	7.2	66.0	16.6p
SE	1.3	24.5	3.4pe	4.2	-5.0	4.6	86.1	-1.1	-9.7	-6.7	-0.5	2.2	0.7	1.1p	5.8	8.3	4.6	88.6	17.9p
P.M.: UK	1.3	18.0	n.b.	-4.3	-15.1	0.8	80.5	-0.5	-4.4	-3.1	2.3	1.7	0.2	1.2p	9.2	9.1	4.0	84.1	16.0p

Afkoringen: e: Geschat. p: Voorlopig.

1) Het Verenigd Koninkrijk heeft de Europese Unie verlaten op 31 januari 2020 op grond van het akkoord over de terugtrekking van het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland uit de Europese Unie en de Europese Gemeenschap voor Atoomenergie ('het Terugtrekkingsakkoord', PB C 384 I van 12.11.2019, blz. 1), het Unierecht blijft van toepassing op en in het Verenigd Koninkrijk voor de duur van de overgangsperiode die afloopt op 31 december 2020. 2) De officiële afsluitdatum voor indiening van gegevens van 2019 voor de bruto-investeringen in vaste activa voor O&O is 31 oktober 2020, en de gegevens werden geëxtraheerd op 23 oktober 2020. 3) Indexcijfer huizenprijzen e = bron NCB voor EL. 4) Schuld van de huishoudens: LU heeft een benchmarkherziening verricht van de financiële rekeningen van het land.
Bron: Europese Commissie, Eurostat en directoraat-generaal voor Economische en Financiële Zaken (voor de reële effectieve wisselkoers), Europese Centrale Bank (voor de leverage banken, geconsolideerd en de bruto niet-renderende leningen, binnenlandse en buitenlandse entiteiten), en gegevens van het Internationaal Monetair Fonds, World Economic Outlook (voor het volume mondiale export van goederen en diensten)

Tabel 2.1 (vervolg): Aanvullende indicatoren, 2019

Jaar 2019	Werkgelegenheid (verandering over 1 jaar in %)	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	1.6	69.0	2.3	14.2	9.3	-0.6	19.5b	-1.4b	14.8b	-0.7b	4.4b	-1.1b	12.4b	-2.5b
BG	0.3	73.2	2.4	8.9	13.7	-4.5	32.5	-7.9b	22.6	-0.3b	19.9	-12.0b	9.3	-2.6b
CZ	0.2	76.7	0.6	5.6	5.7	-1.3	12.5	-0.8	10.1	0.4	2.7	-2.1	4.2	-2.5
DK	1.2	79.1	0.8	10.1	7.7	1.0b	16.3	-0.5	12.5	0.6	2.6	0.0	9.3	-1.4
DE	0.9	79.2	1.2	5.8	5.7	-1.0	17.4	-2.3	14.8	-1.7	2.6	-1.1	7.6	-2.0
EE	1.3	78.9	0.9	11.1	6.9	-2.2	24.3	-0.1	21.7	0.0	3.3	-1.4	5.4	-0.4
IE	2.9	73.3	1.6	12.5	10.1	-2.5	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.
EL	1.2p	68.4	12.2	35.2	12.5	-3.3	30.0	-5.6	17.9	-3.3	16.2	-6.2	13.8	-3.4
ES	2.2p	73.8	5.3	32.5	12.1	-2.5	25.3	-2.6	20.7	-1.6	4.7	-1.1	10.8	-4.1
FR	1.1p	71.7	3.4	19.6	10.6	-1.3	17.9	-0.3	13.6	0.0	4.7	0.3	7.9	-0.5
HR	3.1p	66.5	2.4	16.6	11.8	-5.1	23.3	-4.6	18.3	-1.2	7.2	-5.3	9.2	-3.8
IT	0.5	65.7	5.6	29.2	18.1	-1.8	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.
CY	3.1p	76.0	2.1	16.6	13.7	-2.3	22.3	-5.4	14.7	-1.4	9.1	-4.5	6.8	-3.8
LV	-0.1	77.3	2.4	12.4	7.9	-3.3	27.3	-1.2	22.9	1.1	7.8	-5.0	7.6	0.4
LT	0.5	78.0	1.9	11.9	8.6	-0.8	26.3	-3.8	20.6	-1.3	9.4	-4.1	7.5	-2.7
LU	3.6	72.0	1.3	17.0	5.6	0.2	20.6	1.5b	17.5	1.7b	1.3	-0.3b	7.5	0.9b
HU	1.3	72.6	1.1	11.4	11.0	0.0	18.9	-7.4	12.3	-2.2	8.7	-7.5	5.0	-3.2
MT	5.8	75.9	0.9	9.3	8.6	-0.2	20.1	-0.2	17.1	0.6	3.6	-0.8	4.9	-2.4
NL	1.9p	80.9	1.0	6.7	4.3	-0.3	16.5	-0.2b	13.2	0.5b	2.5	-0.1b	9.2	-0.5b
AT	1.1	77.1	1.1	8.5	7.1	-0.6	16.9	-1.1	13.3	-0.8	2.6	-0.4	7.8	-0.3
PL	-0.2p	70.6	0.7	9.9	8.1	-2.4	18.2	-3.7	15.4	-1.9	3.6	-3.1	4.7	-1.7
PT	0.8p	75.5	2.8	18.3	8.0	-2.6	21.6	-3.5	17.2	-1.8	5.6	-2.8	6.2	-2.9
RO	0.0p	68.6	1.7	16.8	14.7	-2.7	31.2	-7.6	23.8	-1.5	14.5	-9.3	6.0	-2.2
SI	2.5	75.2	1.9	8.1	7.0	-1.0	14.4	-4.0	12.0	-1.9	2.6	-2.8	5.2	-2.2
SK	1.0	72.7	3.4	16.1	10.3	-2.0	16.4	-1.7	11.9	-0.8	7.9	-0.3	6.2	-0.3
FI	1.7	78.3	1.2	17.2	8.2	-1.7	15.6	-1.0	11.6	0.0	2.4	0.2	9.7	-1.7
SE	0.6	82.9	0.9	20.1	5.5	-1.0	18.8	0.5	17.1	0.9	1.8	1.0	8.6	0.1
P.M.: UK	1.1	78.1	0.9	11.2	10.5	-0.4	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.	n.b.

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

1) Het Verenigd Koninkrijk heeft de Europese Unie verlaten op 31 januari 2020 op grond van het akkoord over de terugtrekking van het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland uit de Europese Unie en de Europese Gemeenschap voor Atoomenergie ('het Terugtrekkingsakkoord', PB C 384 I van 12.11.2019, blz. 1), het Unierecht blijft van toepassing op en in het Verenigd Koninkrijk voor de duur van de overgangsperiode die afloopt op 31 december 2020. 2) De officiële afsluitdatum voor indiening van gegevens van 2019 voor de indicatoren van de inkomens en levensomstandigheden (EU-SILC) is 30 november 2020, en de gegevens werden geëxtraheerd op 23 oktober 2020. 3) Indicatoren van de inkomens en levensomstandigheden. Voorzichtigheid is geboden bij vergelijkingen in de tijd voor BE: er werden een aantal fundamentele verbeteringen aangebracht in het onderzoek. De breuk is zowel inhoudelijk als methodologisch. Qua inhoud is in 2019 overgestapt naar het gebruik van administratieve gegevens voor de meeste inkomensvariabelen. Daardoor werd de SILC-vragenlijst als geheel fundamenteel herzien. Methodologisch werd het volledige model voor de correctie van non-respons, verloop van panelleden en kalibratie herzien.
Bron: Europese Commissie, Eurostat