EUROPESE
COMMISSIE

Straatsburg, 17.12.2024
COM(2024) 702 final

MEDEDELING VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT, DE RAAD EN HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ

Waarschuwingsmechanismeverslag 2025

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

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

MEDEDELING
WAARSCHUWINGSMECHANISMEVERSLAG

In het waarschuwingsmechanismeverslag worden de lidstaten genoemd waarvan de Commissie meent, op basis van de economische lezing van het scorebord van de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden (PMO), dat zij door onevenwichtigheden geraakt kunnen zijn of het risico lopen daardoor geraakt te worden([1])**.** Bij de economische lezing van het scorebord worden de resultaatgegevens voor 2023 in aanmerking genomen en op toekomstgerichte wijze geïnterpreteerd. Hierbij wordt rekening gehouden met de ontwikkelingen van mogelijke risico's op basis van de economische ontwikkelingen in de loop van het jaar (2024) en prognoses voor 2025 en 2026 uit de najaarsprognoses 2024 van de Commissie, indien relevant. Na een aantal jaar zijn er wijzigingen in het scorebord aangebracht, en dit waarschuwingsmechanismeverslag is het eerste verslag op basis van het herziene scorebord. De belangrijkste wijzigingen worden uiteengezet in tekstvak 1 en meer details zijn te vinden in een specifiek werkdocument van de diensten van de Commissie([2]) over de herzieningen van het scorebord dat bij deze mededeling is gevoegd. Een ander werkdocument van de diensten van de Commissie bevat de volledige economische analyse die ten grondslag ligt aan deze mededeling en een bijlage met daarin de waarden van het scorebord([3]).

De periode van hoge inflatie die in 2021 begon, lijkt ten einde te lopen, nu de inflatie in de buurt van het streefcijfer komt. De inflatie in de dienstensector blijft echter hoog. Medio 2024 nam de inflatie af, na een periode van sterke toename sinds 2021. De totale consumentenprijsinflatie komt geleidelijk in de buurt van de streefcijfers van de monetaire autoriteiten. Ondanks deze algehele afname is er nog steeds sprake van inflatoire druk. De door interne factoren gegenereerde inflatie — voornamelijk van diensten — blijft over het geheel genomen sterk en uiteenlopend, met in sommige landen zeer afwijkende inflatiecijfers. Momenteel wordt de bijdrage ervan aan de algemene inflatie gecompenseerd door desinflatie van ingevoerde producten, voornamelijk energie en voedingsmiddelen, en door prijsdalingen voor duurzame consumptiegoederen. Dit proces van desinflatie is toe te schrijven aan zowel basiseffecten als de lagere energieprijzen die doorwerken in het productieproces. Naarmate het effect van deze processen afneemt, zou de diensteninflatie de totale inflatie kunnen opdrijven, als deze intussen niet is ingeperkt. Aangezien de reële lonen pas dit jaar weer het niveau van vóór de pandemie hebben bereikt, kunnen de looneisen hoog blijven en bijdragen tot een blijvend hoge kerninflatie en bbp-deflator.

De economie groeit weer, maar het macro-economische klimaat vormt een uitdaging. In 2023 was de reële groei zwak, aangezien zowel consumptie als investeringen afnamen door de combinatie van hoge rentetarieven en een sterke groei van prijzen en kosten. In 2024 begint de reële groei weer op gang te komen naarmate de koopkracht van huishoudens toeneemt, mede

([1]) Verordening (EU) nr. 1176/2011 van het Europees Parlement en de Raad van 16 november 2011 betreffende de preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden.

([2]) Werkdocument van de diensten van de Commissie over de wijzigingen in het scorebord van de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden, SWD (2024) 702.

([3]) Werkdocument van de diensten van de Commissie, Waarschuwingsmechanismeverslag 2025, SWD(2024) 700. Werkdocument van de diensten van de Commissie, Statistische bijlage bij het waarschuwingsmechanismeverslag 2025, SWD(2024) 701.

dankzij hogere lonen en lagere inflatie. Dit zou ertoe moeten leiden dat de nominale groei relatief krachtig blijft, ondanks de daling van de inflatie. Hoewel de rentetarieven aanzienlijk hoger blijven dan in het grootste deel van de afgelopen tien jaar, beginnen ze te dalen. Dit moet de druk verlichten voor huishoudens, bedrijven en overheden die schulden terug moeten betalen. Hoewel de financiële omstandigheden verbeteren, wordt het begrotingsbeleid in sommige landen aangescherpt, en dit kan van invloed zijn op de groei. Nu de pandemie en de energieprijsschokken ver achter ons liggen en er weer sprake is van groei, beginnen overheden hun schuldquotes te verlagen, die deels waren toegenomen als gevolg van beleidsmaatregelen om de vraag tijdens de pandemie en de periode van energieprijsschokken te ondersteunen. Het mondiale economische landschap blijft complex, met opkomende geopolitieke spanningen en mogelijke economische verstoringen die aanzienlijke uitdagingen met zich mee kunnen brengen, wat gevolgen kan hebben voor de overheidsschulden. De aanhoudende risico's blijven neerwaarts gericht en worden beïnvloed door de mondiale context: het conflict in het Midden-Oosten, de aanhoudende oorlog van Rusland tegen Oekraïne en een over het algemeen veranderende geopolitieke context, die de wereldhandel kan beïnvloeden en de externe omstandigheden moeilijker kan maken.

De periode van inflatie die ten einde loopt, heeft geleid tot uiteenlopende groeitrajecten en verschillen in de stijgingen van de algemene prijsniveaus, wat mogelijk problemen met betrekking tot het kostenconcurrentievermogen kan veroorzaken. De algemene consumenteninflatie is over de hele linie sterk gedaald en sommige landen hebben in het afgelopen jaar enkele korte perioden van deflatie gekend. Dit zijn doorgaans landen waar energie en andere grondstoffen een belangrijke rol hebben gespeeld bij het verlagen van de prijzen, deels als gevolg van basiseffecten. In sommige landen blijft de kerninflatie echter hardnekkig hoger dan in andere landen, wat heeft bijgedragen aan de cumulatieve stijging van de prijsniveaus in de afgelopen jaren. Dit zou kunnen leiden tot aanhoudende terugkoppelingseffecten tussen loongroei en prijsinflatie. Voor landen waar de prijsniveaus al fors zijn toegenomen, zouden dergelijke aanhoudende terugkoppelingseffecten zorgwekkend kunnen zijn. Ook de bbp-groei laat uiteenlopende patronen zien. Hoewel de algemene lijn van een lagere groei in 2023, gevolgd door een stijging in 2024 en 2025, ongeveer voor alle landen geldt, zijn er grote verschillen. Er is geen consistent patroon wat betreft kerninflatie en binnenlandse vraag, wat wijst op aanzienlijke verschillen in het economische landschap na de crisis. Hoewel de hoge kerninflatie in sommige gevallen gepaard ging met een blijvend hoge reële bbp-groei, blijft de kerninflatie in andere gevallen aanhouden ondanks de negatieve groei vorig jaar en de aanhoudende zwakte van het reële bbp, zowel ten opzichte van andere landen als ten opzichte van de groeipercentages van vóór de pandemie.

Sectorspecifieke thematische lezing

- In 2023 **werden de lopende rekeningen in bijna alle lidstaten verbeterd**, aangezien de energieprijzen daalden en de vraag beperkt bleef, waardoor de sterke daling van de handelsbalansen van 2022 gedeeltelijk teniet werd gedaan. Ondanks deze stijgingen blijven de lopende rekeningen in veel gevallen onder het niveau van vóór de pandemie — en vooral voor enkele grote nettodebiteuren — en onder de niveaus die bevorderlijk zouden zijn voor een snelle correctie. In enkele opmerkelijke gevallen is de binnenlandse vraag sterk gebleven en lijken grote tekorten op de lopende rekening aan te houden. In sommige andere gevallen is een sterke verbetering — of een bescheiden stabilisatie — van de lopende rekeningen het gevolg van een conjuncturele, of althans tijdelijke, vermindering van de vraag. In deze gevallen kan de terugkeer van gunstigere omstandigheden een negatievere onderliggende positie aan het licht brengen. Nog steeds is er sprake van grote overschotten, en in sommige gevallen spelen bepaalde inkomenssaldi en landspecifieke bijzonderheden een belangrijke rol. Over het geheel genomen compenseert een geleidelijke verbetering van de binnenlandse vraag in 2024 de aanhoudende verbetering van de handel, wat dit jaar en volgend jaar tot min of meer stabiele lopende rekeningen leidt, hoewel op jaarbasis de verbeteringen van de afgelopen kwartalen nog kunnen

doorwerken op de gegevens. In vergelijking met de periode vóór de pandemie heeft zich een verandering voorgedaan in de verstrekking en opname van leningen in de verschillende sectoren van de economie: het vorderingentekort van overheden is toegenomen en de particuliere sector heeft zijn vorderingenoverschot vergroot. In 2024 is dit effect niet zo opvallend als in 2023, aangezien de overheidsleningen zijn afgenomen en de spaargelden in de particuliere sector zijn toegenomen.

- De omvangrijke **negatieve netto externe posities** namen in 2023 sterk af, waarbij noemereffecten een belangrijke rol speelden door sommige aanzienlijke tekorten ruimschoots te compenseren. In sommige gevallen leidden sterke waarderingseffecten tot verdere afnames, als gevolg van wisselkoersbewegingen. Grote **positieve netto externe posities** zijn over het algemeen stabiel gebleven, aangezien de teller- en noemereffecten worden gecompenseerd in een situatie van aanhoudende sterke overschotten op de lopende rekening.

- Het saldo op de **lopende rekening van de eurozone** begon weer te stijgen na een dieptepunt begin 2023 en is sindsdien elk kwartaal blijven stijgen. De verbetering van de ruilvoet heeft bijgedragen tot de sterke verbetering van het nominale saldo, terwijl de vraag over het geheel genomen is verminderd, waardoor ook het saldo op de lopende rekening is gestegen. De lopende rekening van de eurozone blijft nog steeds onder het niveau van vóór de pandemie, als blijvend gevolg van de hogere energieprijzen die de handelsbalans hebben beïnvloed en een geleidelijke vermindering van de saldi primaire inkomens. Deze verminderingen van de saldi primaire inkomens zijn geconcentreerd in een klein aantal landen en zijn in sommige gevallen een afspiegeling van de activiteiten van special purpose entities, die sterke grensoverschrijdende financiële banden hebben, maar beperkte banden hebben met de binnenlandse economie van hun eigen land. Tegelijkertijd is het overschot van (kleinschalige) diensten afgenomen, hoewel de bijdrage van het toerisme ongeveer op het gemiddelde van de langere termijn ligt. Verwacht wordt dat de lopende rekening van de eurozone dit jaar verder verbeterd zal worden en volgend jaar grotendeels stabiel zal blijven, als gevolg van het langdurige tekort aan binnenlandse investeringen ten opzichte van de besparingen. Al met al heeft de sterke verbetering van de netto internationale investeringsposities (NIIP's) van nettodebiteuren geleid tot een eenzijdig herstel van de **externe posities binnen de eurozone**, ondanks het ontbreken van correcties aan de zijde van grote nettocrediteurlanden.

- De **arbeidskosten per eenheid product** kenden in 2023 over het geheel genomen een opvallende stijging, maar met grote verschillen tussen de landen. In de meeste gevallen werd deze toename gedreven door een snellere loongroei en een trage of zelfs negatieve productiviteitsgroei. De zeer sterke stijging van de arbeidskosten per eenheid product is voor de meeste lidstaten de grootste toename in de afgelopen jaren. De loonstijgingen waren fors, maar in sommige lidstaten liggen de reële lonen nog steeds niet op het niveau van 2019. In 2024 stijgen de lonen minder snel, maar de verwachte stijgingen blijven in veel landen historisch hoog. De arbeidsmarkten blijven over het algemeen krap, wat de onderhandelingspositie van werknemers versterkt. De werkloosheid neemt in sommige landen toe, maar stijgt vanaf een laag niveau en blijft beperkt. In een aantal gevallen is de werkloosheid toegenomen terwijl de werkgelegenheid nog veel sterker is toegenomen, doordat de migratie en/of de arbeidsparticipatie toenamen. Landen in de eurozone die grote nettodebiteuren zijn, vertoonden een groei van de arbeidskosten per eenheid product die onder het gemiddelde van de eurozone ligt, terwijl veel nettocrediteurlanden een sterkere groei vertonen. Dit zou het symmetrische evenwichtsherstel van de externe posities binnen de eurozone moeten ondersteunen.

- In 2023 steeg de euro in waarde ten opzichte van andere belangrijke valuta's, naarmate de ECB haar verkrappingscyclus voortzette. Ook de Europese valuta's buiten de eurozone stegen in waarde, met uitzondering van de Zweedse kroon. Als gevolg daarvan stegen de **reële effectieve wisselkoersen** over het geheel genomen, behalve in Zweden en enkele landen van

de eurozone met een veel lagere inflatie, waar zij grotendeels stabiel bleven. In landen met een zeer hoge inflatie stegen de reële effectieve wisselkoersen op basis van de GICP binnen één jaar met meer dan 5 %, en zij stegen verder in landen buiten de eurozone die te maken hadden met zowel een sterke waardestijging van de nationale valuta als een hoge inflatie. In 2024 vertraagde de waardestijging van de euro aanzienlijk, wat resulteerde in grotendeels stabiele reële effectieve wisselkoersen in de eurozone, waarbij de nu veel kleinere inflatieverschillen de relatief beperkte verschuivingen in de reële effectieve wisselkoersen veroorzaken.

- In de hele EU daalden de **schuldquotes van bedrijven** in 2023 sterk voor het derde jaar op een rij, en de totale schuldquote bereikte de laagste waarde in meer dan tien jaar. Hoewel de belangrijkste oorzaak van de daling het effect van de inflatie op de noemer was, droegen beperkte of in sommige gevallen negatieve nettokredietstromen ook bij tot een algemene daling van de schuldenlast van bedrijven. Over het geheel genomen daalden de kredietstromen tot het laagste niveau in meer dan tien jaar. De schuldafbouw door bedrijven hield voornamelijk verband met een vermindering van de obligatieleningen, terwijl de schuldbewijzen over het algemeen stabiel bleven. De krappe financieringsvoorwaarden en de hoge rentetarieven hebben de rentelasten van bedrijven verhoogd, waardoor de bedrijfssector minder goed in staat was schulden af te lossen. Ondanks een lichte toename van de financiële kwetsbaarheid van bedrijven zijn er momenteel echter weinig aanwijzingen voor een toename van het aantal wanbetalingen bij leningen. Na een piek medio 2022 daalden de winstaandelen in de loop van 2023 en begin 2024 weer tot het niveau van vóór de pandemie, mogelijk als gevolg van de aanpassingen van bedrijven aan de hoge lonen. Door de gematigde economische activiteit en de zwakke productiviteitsgroei zijn de winsten in sommige landen en bedrijfstakken echter in het gedrang gekomen en dit zal nog zo blijven. In 2024 wordt de schuldafbouw voortgezet, maar in een trager tempo, als gevolg van een afnemende inflatie en een kleine opleving van de kredietstromen, die ook gepaard moeten gaan met een geleidelijk — maar traag — herstel van de bedrijfsinvesteringen. Dit herstel moet aan kracht winnen naarmate de vraag toeneemt en de financieringsvoorwaarden en het vertrouwen van bedrijven beter worden.

- De stijging van de **huizenprijzen** nam in 2023 af, na een sterke groei in de periode 2020-2022. Er waren echter aanzienlijke verschillen tussen de landen, waarbij de prijzen in sommige landen daalden, maar in enkele andere landen stegen. De daling — of tragere stijging — van de prijzen is het gevolg van een aanpassing aan de hogere financieringskosten, aangezien huishoudens daardoor lagere leningen kunnen terugbetalen. De geringe daling van de rentetarieven die zich reeds heeft voorgedaan en het lagere prijsniveau op de markt leiden tot een toename van de vraag in 2024, hoewel de gematigde prijsstijging in sommige landen aanhoudt. Ondanks de matiging die heeft plaatsgevonden, blijven de huizenprijzen naar schatting overgewaardeerd in driekwart van de EU-landen, met in meer dan de helft van de landen tekenen die wijzen op overwaarderingen van meer dan 10 %. Dit ondanks het feit dat de sterkste dalingen van de huizenprijzen zich hebben voorgedaan op markten die naar schatting het meest overgewaardeerd waren. Tegelijkertijd blijft de stijging van de huizenprijzen in sommige landen zeer fors. Over het geheel genomen worden er minder woningen gebouwd en zijn er minder vergunningen verkregen, met name in landen waar de prijzen sterker zijn gecorrigeerd, en dit betekent dat het aanbod in de nabije toekomst beperkt blijft, wat opnieuw zal leiden tot dezelfde onderliggende processen die de afgelopen jaren sterke stijgingen van de huizenprijzen teweeg hebben gebracht.

- De **schuldquotes van huishoudens** bleven in 2023 net als in de afgelopen jaren dalen en waren in de meeste EU-landen historisch laag. Hoewel de daling van 2023 grotendeels werd veroorzaakt door het effect van de hoge inflatie op de noemer, is de invloed van nieuwe leningen op de schuld ook beperkt door een inkrimping van de kredietstromen. De financieringskosten zijn sterk gestegen, wat onmiddellijk weerslag heeft gekregen in nieuwe leningen, waardoor de vraag naar hypotheken is afgenomen. Rentebetalingen op bestaande leningen werden sneller beïnvloed in landen waar hypotheken vaker variabele rentevoeten of

zeer korte rentevaste perioden hebben en waar de hypotheektermijnen lang zijn. De spaartegoeden van huishoudens herstelden zich in 2023 enigszins, na twee jaar van dalingen na de piek die door de pandemie werd veroorzaakt. Gemiddeld is de door huishoudens ontvangen rente iets meer gestegen dan de betaalde rente. Aangezien activa en leningen echter in handen zijn van verschillende huishoudens, kunnen sommige huishoudens in een aantal landen onder aanzienlijke druk staan door de hoge rentetarieven. De zeer recente daling van de rentetarieven en de verwachte loongroei zouden in de toekomst moeten zorgen voor een enigszins lagere druk. In 2024 zijn de balansen van huishoudens over het geheel genomen verder versterkt, zij het in een trager tempo dan in 2023.

- De sterke nominale bbp-groei als gevolg van de hoge inflatie bleef bijdragen aan een vermindering van de **overheidsschuld** in 2023, ondanks de nog steeds aanzienlijke overheidstekorten. In 2024 en 2025 zullen de primaire overheidstekorten in sommige landen met een hoge schuldenlast niet substantieel afnemen, en als gevolg van het minder gunstige verschil tussen de nominale bbp-groei en de rentetarieven zal de sterke daling van de overheidsschuldquote die sinds 2021 duidelijk gaande is, naar verwachting vertragen of tot stilstand komen. Voor sommige landen — met name landen met een hoge schuldenlast — wordt echter nog steeds verwacht dat de aanzienlijke schuldverminderingen zich in 2024 zullen voortzetten. Dit zijn landen met overschotten of beperkte tekorten en een aanhoudende sterke reële bbp-groei die moet bijdragen tot schuldafbouw. Voor sommige landen buiten de eurozone kunnen er extra risico's verbonden zijn aan overheidsleningen wanneer een relatief groot deel van hun overheidsschuld in vreemde valuta luidt en daarom kan worden beïnvloed door wisselkoersschommelingen. De komende jaren zal de uitvoering van het nieuwe begrotingskader van de EU de schuldafbouw van de overheidssector ondersteunen.

- Over het geheel genomen is **de financiële sector** in de EU in 2023 veerkrachtig gebleven, aangezien banken hebben geprofiteerd van hogere rente-inkomsten en de percentages niet-renderende leningen (NPL's) stabiel zijn gebleven. Hogere rentetarieven resulteerden in hogere rentemarges, aangezien banken de hogere rente sneller doorberekenden bij leningen dan bij deposito's. Dit heeft de winstgevendheid van banken vergroot, met name voor banken die sterker afhankelijk zijn van depositofinanciering. De ratio van het tier 1-kernkapitaal is licht gestegen. Over het algemeen blijven NPL's stabiel, hoewel er in 2024 enige stijgingen zijn waargenomen, wat voornamelijk verband lijkt te houden met de correctie van de prijzen van commercieel vastgoed die in een aantal landen wordt doorgevoerd, maar ook met algehele zwakkere conjuncturele omstandigheden. De kredietvoorwaarden zijn in 2023 aangescherpt en zowel het aanbod als de vraag naar leningen van huishoudens en niet-financiële vennootschappen is afgenomen. De banksector blijft veerkrachtig in 2024, hoewel er enkele tekenen zijn van kwaliteitsvermindering van de activa, aangezien sommige kredietnemers — waaronder ondernemingen die actief zijn op het gebied van vastgoed — worden geconfronteerd met hogere rentetarieven en liquiditeitsmismatch. Naast de banksector heeft de niet-bancaire financiële sector waarschijnlijk te maken met bijkomende risico's, de daaraan gerelateerde verscherpte financiële voorwaarden, een verslechtering van de kredietkwaliteit en mogelijk een ongeregelde correctie van de activaprijzen. Deze risico's omvatten liquiditeitsrisico's en risico's in verband met verwevenheid, aangezien de banden tussen de bancaire en niet-bancaire sectoren bijzonder sterk zijn in de EU. Verstoringen in de beleggingsfonds- of verzekeringssector kunnen overloopeffecten hebben op de banksector en omgekeerd. De neerwaartse ontwikkeling van de sector commercieel vastgoed vormt een risico voor sommige delen van de financiële sector en kan leiden tot een negatief overloopeffect op de gehele financiële sector en de reële economie.

<u>Vooruitzichten voor economische onevenwichtigheden</u>

De vooruitzichten voor onevenwichtigheden worden beïnvloed door het ongewoon sterke inflatieklimaat, dat leidde tot sterke dalingen van de schuldquotes. 2023 was een jaar

waarin de inflatiepercentages sterk daalden en aan het eind van het jaar naderden zij de streefcijfers van de centrale banken. Gedurende het hele jaar waren prijs- en kostenstijgingen echter de bepalende factor voor de vooruitzichten voor onevenwichtigheden. Hoge bbp-deflatoren leidden tot sterke noemereffecten voor de belangrijkste schuldquotes. Op die manier zijn de bestaande onevenwichtigheden — voornamelijk hoge geaccumuleerde schulden — verder gecorrigeerd en zijn veel aggregaten, met name de schulden van bedrijven en huishoudens, nu op het laagste niveau in jaren. Een uitzondering hierop is de overheidsschuld voor sommige landen waar de schuldquote nog niet terug is op het niveau van vóór 2020, ondanks de verdere dalingen in 2023.

De inflatoire druk van de afgelopen jaren heeft het economisch landschap veranderd. Hoewel de vermindering van de inflatie betekent dat de bijdrage ervan aan de schuldafbouw nu beperkter is, zullen de gevolgen van de hogere inflatie merkbaar blijven en nog steeds een factor zijn bij het ontstaan van onevenwichtigheden. In veel landen zullen de arbeidskosten per eenheid product naar verwachting aanzienlijk blijven stijgen, omdat de daling van het reële beschikbare inkomen wordt gecompenseerd met de lonen. Ondanks het feit dat de centrale banken, waaronder de Europese Centrale Bank, zijn begonnen met het versoepelen van het monetaire beleid, blijven de rentetarieven op een hoger niveau en zullen ze naar verwachting hoger blijven dan in de afgelopen tien jaar het geval is geweest. Dit beïnvloedt de rentelast in verband met de schuldenlast en heeft gevolgen voor de waarde van activa, voor alle sectoren van de economie. Sinds de rentestijging is er al sprake van een daling van de investeringen, zowel in huisvesting als voor zakelijke doeleinden.

De nominale groei zal de komende jaren beperkter bijdragen tot passieve schuldafbouw. De totale nominale groei zal naar verwachting iets hoger blijven dan vóór de pandemie, grotendeels als gevolg van het feit dat de bbp-deflator enigszins hoog blijft. In de komende jaren zullen verdere verminderingen van de schuldenlast echter niet langer kunnen worden gerealiseerd zonder de kredietverlening te beperken. Voor huishoudens met grote schulden en hypotheken met variabele rente, of met vaste renteperioden die zijn afgelopen of binnenkort aflopen, kan het moeilijker worden om aan hun hogere rentebetalingen te voldoen. Voor ondernemingen is een vermindering van de kredietstromen evident en gaat deze gepaard met een daling van de winst per eenheid, na sterke stijgingen, mogelijk om een deel van de stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product op te vangen naarmate de lonen worden aangepast aan de kosten van levensonderhoud.

In sommige landen zijn aanzienlijke onderliggende tekorten op de lopende rekening zichtbaar, en de netto externe schuld zou opnieuw kunnen gaan stijgen. In enkele gevallen bevindt de externe schuldenlast zich op een keerpunt: aanzienlijke tekorten op de lopende rekening worden niet meer gecompenseerd door nominale groei, wat zal leiden tot een verwachte verslechtering van de netto externe positie in de komende jaren. Hoewel dit niet het geval is voor de landen met de hoogste externe schuldenlast, geldt dit wel voor sommige landen waar het gebrek aan doeltreffende beleidsmaatregelen zou kunnen leiden tot een zorgwekkende toename van de externe schuldenlast. Om maatregelen te nemen is het doorgaans nodig de begrotingstekorten te beperken zodat de hoge vraag wordt afgeremd, hetgeen tegelijkertijd zou helpen om de resterende inflatoire druk te beteugelen, maar ook een aanpassing van de huishoudelijke of bedrijfssector kan nodig zijn.

De afgelopen jaren zijn de uitdagingen op het gebied van kostenconcurrentievermogen toegenomen, en sommige landen worden nu geconfronteerd met veel hogere prijzen en kosten als gevolg van cumulatieve stijgingen, die in sommige gevallen blijven aanhouden. Hoewel de inflatieverschillen zeer sterk zijn afgenomen — en in veel gevallen zijn verdwenen — blijven de veel hogere relatieve prijzen en kosten in sommige lidstaten bestaan. Hoewel dit vooral het geval is in landen die nog de mogelijkheid hebben om een inhaalslag te maken, lijkt de stijging veel hoger dan wat op geloofwaardige wijze kan worden toegeschreven aan factoren als Balassa-Samuelson-effecten, en de stijging niet het gevolg van

productiviteitsstijgingen. Als gevolg daarvan hebben deze landen veel hogere prijzen dan voorheen, waardoor hun concurrentievermogen mogelijk onder druk kan komen te staan, met name wanneer deze hogere prijzen boven op een reeds verzwakte concurrentiepositie van vóór de pandemie komen. Het zal tijd vergen om deze effecten te corrigeren: hiervoor is ofwel een sterke daling van de prijzen en kosten vereist, die tot economische ontwrichting zou kunnen leiden, ofwel een aanhoudende periode van prijs- en kostenmatiging ten opzichte van handelspartners, die langer duurt of meer uitgesproken is dan anders het geval zou zijn geweest.

Hogere prijs- en kostenniveaus kunnen de externe zijde verder belasten en het kan in sommige gevallen moeilijk zijn verdere prijs- en kostenstijgingen in te dammen. In sommige landen met een sterke stijging van het prijs- en kostenniveau zijn er andere schadelijke factoren die bijzondere risico's met zich meebrengen. Een verlies aan exportmarkten, dat verband kan houden met geopolitieke redenen, kan gezien de hogere prijzen en kosten in eigen land moeilijker worden gecompenseerd door nieuwe mogelijkheden te vinden. Wanneer de externe saldi reeds onder druk staan, bijvoorbeeld door een permanente daling van de saldi als gevolg van energieprijseffecten, kunnen hogere kostenniveaus verdere druk uitoefenen op de externe zijde, totdat er een aanpassing is aan een lagere vraag. Waar ook sprake is van beperkte groei, kan het moeilijk zijn om verdere inflatoire druk te verlichten zodra de vraag zich herstelt. Als de economische omstandigheden normaliseren, kunnen onderliggende economische zwakke punten, zoals structureel zwakkere externe saldi, aan het licht komen.

De huizenprijzen blijven in verschillende landen een belangrijk punt van zorg, ondanks enige dalingen de laatste tijd. De huizenprijzen zijn getemperd na jaren van sterke groei, die vooral tijdens de pandemie versnelde. Deze correcties op zich betekenen geen aanzienlijke vermindering van het risico dat verbonden is aan de ontwikkeling van de huizenprijzen. In plaats daarvan maken zij duidelijk wat de zwakke plekken zijn: in landen waar de huizenprijzen sterk dalen, waren er onderliggende processen waardoor ze aanvankelijk tot een onhoudbaar niveau zijn opgedreven. In het algemeen zijn deze onderliggende processen niet veranderd. Zodra de vraag naar woningen aangepast is aan de hogere rentetarieven, kan worden verwacht dat de sterke stijging van de huizenprijzen weer verdergaat, gezien de al lang bestaande kloof tussen de sterke vraag naar woningen en het beperkte aanbod. Deze kloof zou nog dieper kunnen worden door de recente daling van investeringen in huisvesting, in een context van historisch hoge nettomigratie naar sommige lidstaten. De betaalbaarheid van huisvesting, die in veel landen steeds meer in het gedrang is gekomen, zal waarschijnlijk verder verslechteren. In de grootstedelijke gebieden van sommige lidstaten hebben de huizenprijzen een niveau bereikt dat het voor de economieën moeilijker kan maken om werknemers aan te trekken, wat een steeds grotere belemmering kan vormen voor hun groeimodel. In sommige landen is de stijging van de huizenprijzen nog steeds zeer sterk en stijgen de prijzen weer sneller. In sommige gevallen houdt deze sterke groei aan in combinatie met een sterke inflatiedynamiek, die wellicht moeilijk in te perken is zonder drastische economische gevolgen.

Landspecifieke conclusies en follow-uptoezicht

In 2025 zullen diepgaande evaluaties worden voorbereid voor de negen lidstaten waarbij in 2024 onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld([4]). Het waarschuwingsmechanismeverslag geeft een overzicht van de ontwikkeling van de belangrijkste gegevens die aan deze onevenwichtigheden ten grondslag liggen. In de diepgaande evaluaties van 2025 die in de eerste helft van 2025 zullen worden gepubliceerd, zal een economische beoordeling worden gemaakt van de vraag of deze onevenwichtigheden verergeren, worden gecorrigeerd of al gecorrigeerd zijn, zodat de bestaande beoordelingen kunnen worden geactualiseerd en eventuele resterende beleidsbehoeften kunnen worden beoordeeld. Dit wordt gedaan voor **Cyprus, Duitsland, Griekenland, Italië, Hongarije, Nederland, Roemenië**, **Slowakije** en **Zweden**.

Bovendien leidt de economische lezing van het scorebord tot de conclusie dat voor Estland een diepgaande evaluatie moet worden uitgevoerd, aangezien in deze lidstaat bijzondere risico's op nieuwe onevenwichtigheden bestaan. Dit past bij de toekomstgerichte aanpak die de afgelopen jaren is gevolgd. In het kader van deze aanpak moeten diepgaande evaluaties worden uitgevoerd als er zorgwekkende ontwikkelingen ontstaan, en niet pas als het zeker is dat er onevenwichtigheden zijn. In Estland was er in de afgelopen jaren sprake van zware kostendruk, terwijl de huizenprijzen aanzienlijk zijn gestegen en ook de kredietopneming van huishoudens is toegenomen. Estland onderscheidt zich doordat deze ontwikkelingen lang aanhouden en door het feit dat er andere zorgwekkende factoren zijn die extra risico's met zich meebrengen.

Estland blijf kostenconcurrentievermogen verliezen en de situatie van de lopende rekening is verslechterd. Tegelijkertijd blijven de huizenprijzen aanmerkelijk stijgen. Estland was in het voorjaar van 2023 het onderwerp van een diepgaande evaluatie, maar op dat moment werden geen onevenwichtigheden vastgesteld. De kwetsbaarheden met betrekking tot concurrentievermogen, externe saldi en huizenprijzen waren reeds aanwezig, maar zij leken beperkt en zouden naar verwachting snel verminderen. Uit het huidige scorebord voor Estland blijkt dat in 2023 twee indicatoren hun indicatieve drempelwaarde overschreden, namelijk de reële effectieve wisselkoers en de arbeidskosten per eenheid product. De economische interpretatie van het scorebord op basis van recente ontwikkelingen en vooruitzichten stemt niet optimistisch. De kostendruk is afgenomen, maar is een van de hoogste in de eurozone. De hoge inflatie in het land houdt aan: de kerninflatie is onlangs toegenomen en ligt duidelijk boven het gemiddelde van de eurozone. Ondanks de zwakke groeiprestaties van de economie zijn de prijzen en kosten in Estland sterk toegenomen. De economie heeft zich niet hersteld van de crisis als gevolg van de Russische oorlog tegen Oekraïne en heeft in 2023 en 2024 een duidelijke recessie doorgemaakt. Het reële bbp ligt net rond het niveau van vóór de pandemie, het slechtste resultaat in de EU. De uitvoer is onlangs aanzienlijk gedaald, net als het exportmarktaandeel. Het tekort op de lopende rekening is afgenomen ten opzichte van het niveau van 2022, maar er wordt geen verdere verbetering verwacht. Bovendien doet dit tekort zich voor in een tijd van trage economische activiteit, wat kan wijzen op een zwakkere onderliggende externe positie, en een verbetering van de economische activiteit, met als gevolg een hogere vraag, zou leiden tot de vermindering van het saldo van de lopende rekening. Tegelijkertijd zijn de huizenprijzen de afgelopen jaren aanzienlijk gestegen en zijn de nominale prijzen in de eerste helft van 2024 met meer dan 7 % gestegen. Dit heeft de risico's van overwaardering van de huizenprijzen vergroot. De kredietopneming van huishoudens nam in 2023 af, maar bleef aanzienlijk, hoewel het land de hoogste financieringskosten van de eurozone heeft.

([4]) Mededeling van de Commissie: Europees Semester 2024 – Voorjaarspakket, COM(2024) 600 final.

Voor de overige lidstaten is het op dit moment niet nodig om diepgaande evaluaties uit te voeren.

Tekstvak: Resultaat van de evaluatie van het PMO-scorebord van 2024

Overeenkomstig de PMO-verordening beoordeelt de Commissie op regelmatige basis de geschiktheid van het PMO-scorebord en actualiseert zij het indien nodig (artikel 4, lid 7, van Verordening (EU) nr. 1176/2011). Met dit waarschuwingsmechanismeverslag wordt een aantal herzieningen van het scorebord ingevoerd, zowel met betrekking tot de kernindicatoren als de aanvullende indicatoren. Net als bij eerdere evaluaties van het scorebord zijn de beoogde herzieningen vóór de definitieve goedkeuring meegedeeld aan het Europees Parlement, de Raad (met inbegrip van zijn deskundigencomités) en het ESRB.

De goedgekeurde herzieningen houden rekening met de meest recente ontwikkelingen op het gebied van statistische indicatoren en zijn bedoeld om het scorebord compacter te maken, te zorgen voor een beter evenwicht tussen verschillende thematische blokken, en het scorebord toekomstgerichter te maken. Bij de herzieningen zijn de volgende principes vooropgesteld: i) stabiliteit (vermijding van al te frequente herzieningen); ii) geen uitbreiding van de variabelen (het aantal variabelen mag in de regel niet toenemen om te voldoen aan het vereiste van de verordening dat het scorebord slechts een klein aantal variabelen bevat); iii) relevantie en belang voor het PMO-toezicht; en iv) de noodzaak om rekening te houden met voortdurende verbeteringen van de statistische kwaliteit. De belangrijkste wijzigingen in de kernindicatoren worden hieronder uiteengezet. Nadere bijzonderheden zijn te vinden in het begeleidende werkdocument van de diensten van de Commissie([5]).

- De indicator voor “exportprestaties ten opzichte van geavanceerde economieën”, gemeten als de verandering over drie jaar, was een aanvullende indicator en wordt een kernindicator. Voor deze indicator is onlangs een drempel van -3 % vastgesteld. Op zijn beurt wordt de indicator “exportmarktaandeel” een aanvullende indicator in plaats van een kernindicator.
- De indicatoren voor de schulden en de kredietstromen van de particuliere sector zijn opgesplitst in afzonderlijke indicatoren voor huishoudens en niet-financiële vennootschappen. De kredietstromen zullen worden gemeten als een percentage van de standen van het voorgaande jaar en buitenlandse directe investeringen zullen worden uitgesloten in de teller en de noemer van de kredietstroom naar niet-financiële vennootschappen. De nieuw vastgestelde drempels bedragen 55 % en 85 % van het bbp voor de geaccumuleerde schulden van respectievelijk huishoudens en niet-financiële vennootschappen, en 14 % en 13 % van de geaccumuleerde schulden van het voorgaande jaar voor kredietstromen.
- De kernindicator voor de passiva van de financiële sector wordt geschrapt, aangezien een alomvattende indicator voor de financiële sector ontbreekt waarvoor op zinvolle wijze een drempelwaarde zou kunnen worden vastgesteld, en er verschillende andere onafhankelijke mechanismen voor toezicht op de financiële sector op Europees niveau bestaan die zijn opgezet na de invoering van de PMO. De banksector zal beter worden gemonitord aan de hand van drie aanvullende indicatoren: bruto niet-renderende leningen (% brutoleningen), de tier 1-kapitaalratio van de banksector (% risicogewogen activa) en het rendement op eigen vermogen van de banksector (%). Hoewel deze indicatoren belangrijke informatie verschaffen, is het moeilijk om zinvolle macro-economische drempelwaarden vast te stellen. Het ontbreken van een kernindicator in het scorebord impliceert geenszins dat er minder belang wordt gehecht aan de financiële sector in het macro-economische toezicht van de Commissie.
- De langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid worden aanvullende indicatoren.
- De drempelwaarde van de indicator voor de reële effectieve wisselkoers zal worden verlaagd van ± 5 % voor de eurozone en ± 11 % voor landen buiten de eurozone tot ± 3 % voor de eurozone en ± 10 % voor landen buiten de eurozone om rekening te houden met de verdelingskenmerken van

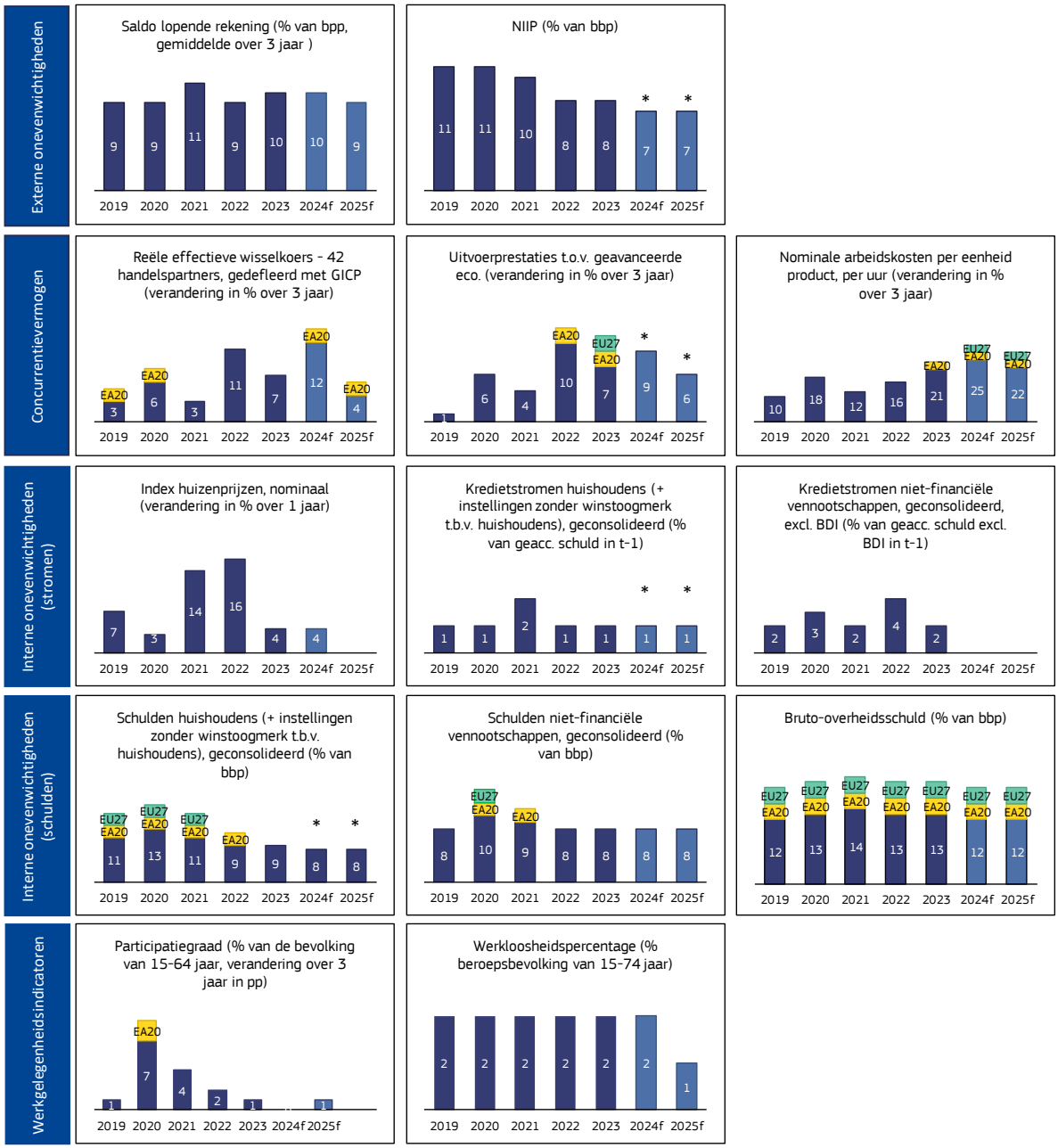
([5]) Werkdocument van de diensten van de Commissie over de wijzigingen in het scorebord van de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden, SWD (2024) 702.

recentere gegevens.

- Er worden enkele aanpassingen gedaan in de definities en wijzigingen aangebracht in een aantal kernindicatoren, met name:
  - De index van de nominale arbeidskosten per eenheid product wordt gemeten per uur in plaats van per werknemer.
  - Het indexcijfer van de huizenprijzen wordt in nominale termen in plaats van in reële termen gemeten, wat ook leidt tot een aanpassing van de drempel naar + 9 %.
  - Het werkloosheidspercentage zal worden weergegeven in jaarcijfers in plaats van het gemiddelde over drie jaar.

Ook worden er verschillende wijzigingen doorgevoerd voor de aanvullende indicatoren, waaronder een grote vermindering van het aantal indicatoren, zoals uiteengezet in het begeleidende werkdocument van de diensten van de Commissie. Het herziene scorebord zal één kernindicator en vijf (+ vijf) aanvullende indicatoren minder bevatten dan de versie die tot nu toe is gebruikt.

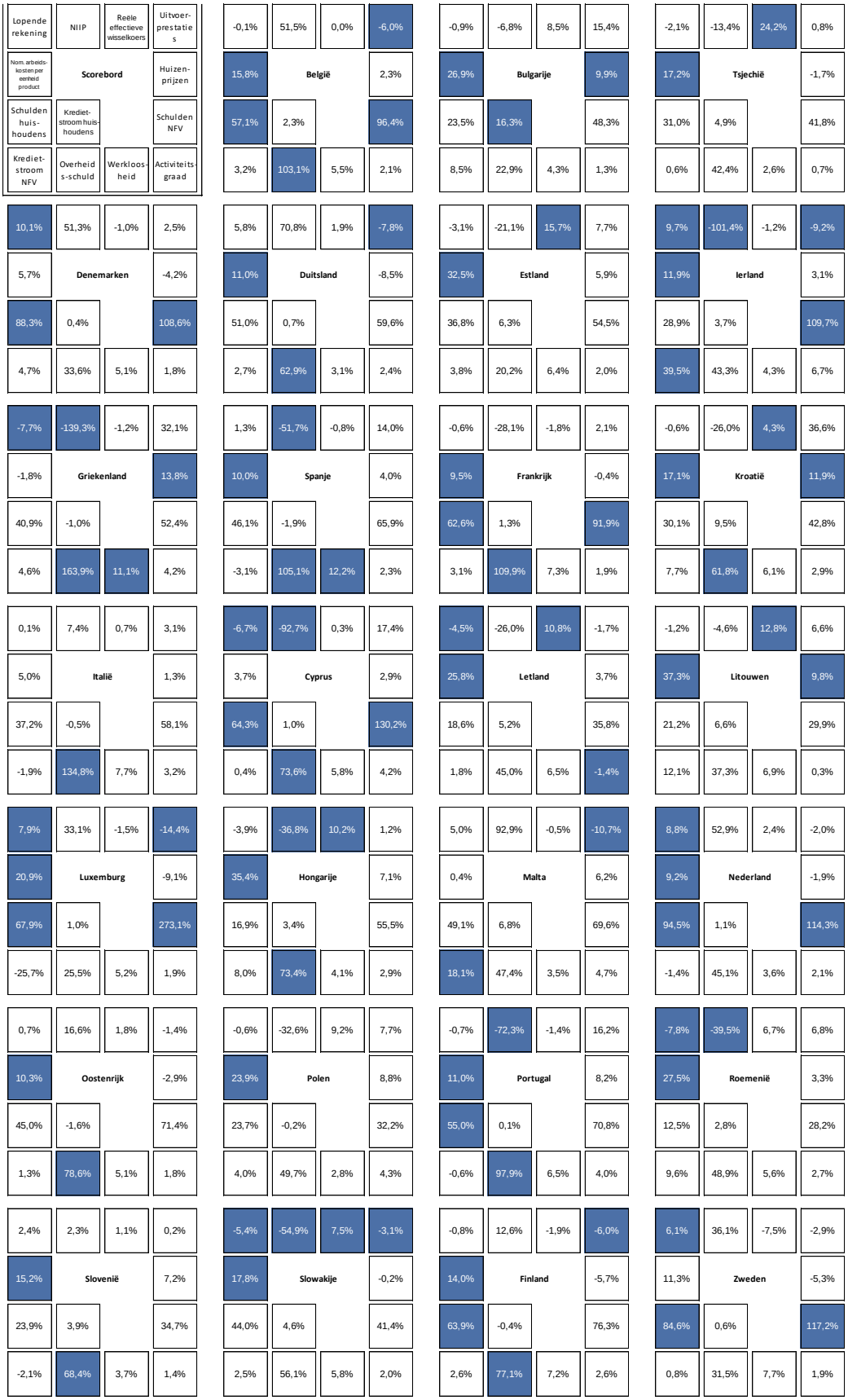
Grafiek 1: **Aantal lidstaten dat scorebordvariabelen boven drempel vertoont**



Het aantal lidstaten met scorebordvariabelen die de relevante drempels in een bepaald jaar overschrijden, is gebaseerd op de gegevens die beschikbaar waren op de afsluitdatum van het waarschuwingsmechanismeverslag 2025 (31 oktober 2024). Mogelijke herzieningen van gegevens achteraf kunnen leiden tot een verschil in het aantal waarden boven de drempels, dat berekend is op basis van de scorebordvariabelen van eerdere jaren, zoals bekendgemaakt in eerder edities van het waarschuwingsmechanismeverslag. * Geen gegevens beschikbaar voor aggregaten in de prognoseperiode.

Bron: Eurostat en prognoses van de Europese Commissie.

Grafiek 2: **Scorebordindicatoren waarschuwingsmechanismeverslag in 2023, per land**



Bron: Eurostat.