



Brussel, 24.11.2021
COM(2021) 741 final

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

Waarschuwingsmechanismeverslag 2022

**opgesteld overeenkomstig de artikelen 3 en 4 van Verordening (EU) nr. 1776/2011
betreffende de preventie en de correctie van macro-economische onevenwichtigheden**

{SWD(2021) 361 final}

INHOUD

Samenvatting	2
1. De macro-economische context en de ontwikkeling van onevenwichtigheden in de eurozone	9
2. Onevenwichtigheden, risico's en aanpassing: belangrijkste ontwikkelingen in de landen	17
2.1. Een momentopname van de resultaten van het scorebord	17
2.2. Externe sector en concurrentievermogen	20
2.3. Particuliere schuld en woningmarkten	33
2.4. De overheidssector	45
2.5. Financiële sector	48
3. Samenvatting van de voornaamste uitdagingen en gevolgen voor het toezicht	54
4. Lidstaatspecifieke opmerkingen	57
Bijlage 1: Prognoses en nowcasts van de kernscorebordindicatoren	92
Bijlage 2: PMO-scorebord	94

Dit waarschuwingsmechanismeverslag markeert het begin van de elfde 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 passende beleidsreacties te verkrijgen. De uitvoering van de PMO is ingebed 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).

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. Dit waarschuwingsmechanismeverslag 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 2022 worden gepubliceerd en zullen de

SAMENVATTING

Dit waarschuwingsmechanismeverslag is het tweede verslag dat is beïnvloed door de COVID-19-pandemie, nu de economie zich herstelt van de crisis die in 2020 opeens onverwacht toesloeg. De COVID-19-pandemie heeft een economische crisis van een ongekeerde hevigheid teweeggebracht. Na de verstoringen in de eerste helft van 2020 deed zich al snel een eerste fase van economisch herstel voor, toen de inperkingsmaatregelen in heel Europa werden versoepeld. De inzet van vaccins leidde tot een positieve verandering in de economische vooruitzichten. Hoewel er verschillen tussen de lidstaten blijven bestaan, werpen de inspanningen om het hoofd te bieden aan de onmiddellijke gevolgen van de economische schok hun vruchten af. Door de succesvolle uitrol van vaccinaties, in combinatie met een doeltreffende en gerichte inperkingsstrategie, was er vanaf het voorjaar van 2021 sprake van een sterkere heropleving van economische activiteit, en is de coördinatie van het economisch beleid verschoven naar het leggen van de fundamenten voor een solide en inclusief herstel en een grotere veerkracht. Volgens de economische najaarsprognoses 2021 van de Commissie zullen de meeste lidstaten naar verwachting tegen eind 2021 het outputniveau van vóór de crisis bereiken, wat door slechts enkele landen volgend jaar zal worden bereikt.

De pandemie brak uit op een moment dat de meeste onevenwichtigheden een proces van correctie ondergingen onder gunstige macro-economische omstandigheden, terwijl zich nieuwe risico's in verband met tekenen van oververhitting voordeden. Een aanhoudende periode van economische groei gedurende het grootste deel van de afgelopen tien jaar maakte een geleidelijke correctie van de onevenwichtigheden mogelijk. Deze hielden verband met de hoge niveaus van particuliere en publieke schuldquoten, die de nasleep waren van zowel de wereldwijde financiële crisis als de opbouwfase hiervan. Ook grote tekorten op de lopende rekening of een krachtige kredietgroei werden gecorrigeerd, wat leidde tot een geleidelijke vermindering van de externe schuld en een versterking van het bankwezen. Na een aanhoudende economische expansie werden in recentere jaren in bepaalde sectoren in sommige landen uitdagingen en risico's waargenomen in verband met tekenen van oververhitting, met name op het gebied van de huizenprijzen en het kostenconcurrentievermogen, vooral in landen waar de economische groei krachtiger was.

Door de pandemie werd de daling van de schuldquote onderbroken, terwijl de huizenprijzen snel stegen, wat wijst op een algemene verergering van de macro-economische risico's. Onevenwichtigheden in verband met hoge overheids- en particuliere schulden verslechterden als gevolg van de scherpe daling van het bbp en de budgettaire gevolgen van de getroffen maatregelen die nodig waren om de COVID-19-crisis aan te pakken, de productiecapaciteit te beschermen en de werkgelegenheids- en sociale gevolgen te beperken. De huizenprijzen, die al hoog waren, stegen verder en vormen in verschillende landen een risico, met name wanneer ook de hypotheekschuld aanzienlijk stijgt. Dankzij hun sterke kapitaalratio's en hoge liquiditeitsbuffers waren de banken in staat om de economie te blijven voorzien van krediet. Er kunnen zich echter tweederonde-effecten in de banksector voordoen wanneer de beschermende maatregelen worden opgeheven en de langetermijngevolgen van de pandemie voor de solvabiliteit van ondernemingen in de economie zullen doorwerken. De externe rekeningen zijn verslechterd in landen die afhankelijk zijn van inkomsten uit grensoverschrijdend toerisme. Uitgebreide beleidsondersteuning hielp de werkloosheid onder controle te houden en de inkomens van huishoudens te stabiliseren. Naarmate het herstel vordert, krijgen sommige landen te kampen met tekorten aan arbeidskrachten en kostendruk, en worden in een aantal landen aanzienlijke loonstijgingen verwacht.

De snelle en gecoördineerde beleidsreactie op de pandemie heeft de economische impact ervan verzacht, en de faciliteit voor herstel en veerkracht biedt een unieke kans om sterker uit de crisis te komen. De algemene ontsnappingsclausule van het stabiliteits- en groeipact werd onmiddellijk na de uitbraak van de pandemie geactiveerd, ter ondersteuning van de nationale begrotingsmaatregelen. Dankzij het akkoord over de tijdelijke kaderregeling voor staatssteun konden de lidstaten de volledige flexibiliteit benutten waarin de staatssteunregels voorzien. Het Europese instrument voor tijdelijke steun om het risico op werkloosheid in noodsituaties te beperken (SURE) heeft bijgedragen tot de bescherming van banen. Regeringen leverden ongekeerde budgettaire en beleidsondersteuning, en de Europese Centrale Bank (ECB) voerde een breed scala aan maatregelen uit om de financiële stabiliteit te behouden en de goede

werking van de financiële markten te waarborgen. Naarmate het herstel vordert, zal de doeltreffende uitvoering van hervormingen en investeringen in de plannen voor herstel en veerkracht bijdragen tot een duurzaam herstel, de veerkracht versterken en de groene en digitale transitie van de EU versnellen. De uitvoering van de plannen voor herstel en veerkracht kunnen bijdragen tot een vermindering van de onevenwichtigheden en macro-economische risico's beperken. De plannen bieden een unieke gelegenheid om de lidstaten die het zwaarst door de COVID-19-crisis zijn getroffen, op een duurzaam hoger groeipad te brengen, wat het scheppen van banen zal bevorderen, de houdbaarheid van de schuld zal verbeteren en zal bijdragen tot het herstel van het evenwicht in de Europese economie als geheel.

De horizontale analyse in het waarschuwingsmechanismeverslag kan als volgt worden samengevat:

- **De COVID-19-crisis heeft tijdelijk gevolgen gehad voor de externe posities, maar heeft de patronen van de lopende rekening niet fundamenteel veranderd.** In landen met belangrijke sectoren van grensoverschrijdend toerisme, is over het algemeen een duidelijke toename te zien van tekorten op de lopende rekening of een vermindering van hun bescheiden overschotten. Dit zal naar verwachting geleidelijk aan worden gecorrigeerd naarmate de reissector herstelt. Een deel van de grote overschotten op de lopende rekening is in 2020 licht afgenomen, waardoor de lopende rekening voor de eurozone in haar geheel in overeenstemming is met de fundamentals. De gegevens voor de eerste helft van 2021 wijzen echter op een duidelijke stijging van het overschot op de lopende rekening in de eurozone, voornamelijk als gevolg van een hoger saldo van de handel in diensten. De lopende rekening in de eurozone zal naar verwachting in 2021 terugkeren naar het niveau van 2019, als gevolg van de aanhoudend zwakke binnenlandse vraag. Over het geheel genomen hebben de grootste mutaties van de lopende rekeningen betrekking op de samenstelling: in alle lidstaten heeft de particuliere sector zijn nettobesparingen verhoogd, terwijl het vorderingenoverschot van de overheidssector aanzienlijk is afgenomen vanwege de gevolgen van de COVID-19-pandemie en van de maatregelen die zijn genomen om deze te beperken. In verschillende lidstaten met een sterk negatieve netto internationale investeringspositie (NIIP) zijn de lopende rekeningen in 2020 verslechterd, maar het effect op hun NIIP-quote zal naar verwachting geleidelijk omslaan.
- **De verstoring van de economische activiteit in 2020 heeft geleid tot grote stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product, die naar verwachting gedeeltelijk zullen omslaan met het herstel, maar in een aantal gevallen ontstaan tekorten aan arbeidskrachten en kostendruk.** De arbeidskosten per eenheid product zijn in de hele EU gestegen als gevolg van een stabiel personeelsbestand ondanks een scherpe daling van de productie, wat mogelijk werd gemaakt door de verschillende initiatieven van de overheid om banen te behouden, met name werktijdverkortingsregelingen, waarbij werd gekozen voor minder gewerkte uren in plaats van minder banen. Deze effecten komen tot uiting in tijdelijke dalingen van de nominale arbeidsproductiviteit in 2020. Dankzij het herstel stijgt de productiviteit en wordt het verlies aan arbeidskosten per eenheid product gedeeltelijk omgeslagen. In sommige landen stijgen de lonen echter weer, soms tot het niveau van vóór de pandemie. De situatie op de arbeidsmarkt verschilt echter per sector en per land, en hoewel de werkgelegenheid in sommige gevallen ruimschoots het niveau van vóór de crisis heeft bereikt, blijven er in andere aanzienlijke lacunes bestaan. In sommige gevallen kan een grotere herverdeling tussen banen, ondernemingen en sectoren bijdragen aan het herstel, wat kan leiden tot een aantal permanente veranderingen in de productiecapaciteit van landen. In andere gevallen zijn er tekorten aan arbeidskrachten, met name in landen die minder door de crisis zijn getroffen en waar sprake van een hogere vraag is. In combinatie met andere factoren, zoals de snel stijgende energieprijzen, kan de kostendruk aanzienlijk worden en een risico voor de toekomst vormen.
- **Dankzij een reeks beleidsmaatregelen zijn banen en productiecapaciteit tijdens de crisis behouden gebleven, door de liquiditeit en solvabiliteit van de particuliere sector te ondersteunen.** Steunmaatregelen als moratoria op leningen en kredietgaranties van de overheid hielpen te voorkomen dat liquiditeitstekorten in de particuliere sector aan het begin van de COVID-19-crisis omsloegen in solventieproblemen. Moratoria maakten uitstel van schuldaflossingen mogelijk, waardoor de nominale schuldenlast en de daaraan verbonden rentelast toenamen. Met de geleidelijke afschaffing van deze maatregelen kunnen zich problemen bij terugbetaling voordoen, met name in sectoren die zwaarder door de crisis zijn getroffen en bij ondernemingen die al vóór de crisis kwetsbaar waren. In veel landen ging de toenemende opname van leningen door zowel ondernemingen als huishoudens gepaard met hogere nettobesparingen.

- **De schuldenlast van ondernemingen is in 2020 in de meeste EU-landen toegenomen, soms in sterke mate.** Nieuwe leningen om plotselinge inkomstenverliezen en liquiditeitstekorten als gevolg van de pandemie te dekken, hebben bijgedragen tot de stijging van de schuldquote van het bedrijfsleven, die bovenop het effect van de scherpe recessie komt. Hoewel er tot begin 2021 sprake was van aanzienlijk hogere nettokredietstromen, zou de recentere matiging ervan zowel een teken kunnen zijn van minder vraag, die verband kan houden met het feit dat ondernemingen geaccumuleerde liquiditeit gebruiken, als van een lagere kredietverstrekking.
- **De kredietverlening aan huishoudens trekt aan naarmate het herstel vordert.** In 2020 was de hogere schuldquote van huishoudens vooral toe te schrijven aan de sterke daling van het bbp. De kredietstromen op het hoogtepunt van de pandemie waren gematigd, voornamelijk als gevolg van een scherpe daling van consumptieve kredieten. Tegelijkertijd zagen veel landen een stijging van de hypothecaire leningen in het licht van de grote bedrijvigheid op de vastgoedmarkt en de snelle stijging van de huizenprijzen. Sinds begin 2021 zijn de nettokredietstromen in verschillende landen significanter geworden naarmate het herstel vordert.
- **De COVID-19-crisis en de maatregelen die de regeringen hebben genomen om deze op te vangen, hebben grote gevolgen gehad voor de overheidsschuld.** De onmisbare uitgebreide steun die regeringen hebben verleend, heeft ertoe bijgedragen dat een deel van de negatieve economische gevolgen van de pandemie kon worden afgewend van huishoudens en bedrijven, waardoor banen en groeipotentieel werden beschermd. De overheidsschuldquote is sterker gestegen in landen die onevenredig zwaar door de recessie zijn getroffen, voornamelijk als gevolg van de toeristische sector. Naar verwachting zal de schuldquote zich met het herstel stabiliseren en in sommige landen is zij al aan het dalen; in het algemeen komen de regeringen echter met een duidelijk hogere schuldenlast uit de crisis. De ondersteunende begrotingskoers en de monetaire beleidsmaatregelen versterken elkaar wederzijds bij het handhaven van vertrouwen en stabiliteit. De leningsvoorwaarden voor overheden zijn gunstig gebleven ondanks hun toegenomen financieringsbehoeften, zowel als gevolg van monetaire beleidsmaatregelen als van factoren op de langere termijn, zoals de hogere besparingen ten opzichte van de investeringen in de eurozone. In het licht van de inflatieontwikkelingen zijn de financieringskosten licht aangescherpt, maar blijven zij over het geheel genomen laag. De leenkosten zijn iets meer gestegen voor sommige lidstaten buiten de eurozone vanwege zwevende wisselkoersen. Sommige van hen hebben een niet te verwaarlozen percentage schuld in vreemde valuta of schulden met korte looptijd.
- **De pandemie ging gepaard met een verdere stijging van de huizenprijzen.** Na jaren van stijgingen bleven de huizenprijzen in 2020 en de eerste helft van 2021 stijgen en bereikten zij hun snelste groeicijfers sinds de wereldwijde financiële crisis. In verschillende EU-landen bestaat het risico op overwaarding. Dit geeft vooral aanleiding tot bezorgdheid wanneer de schuld van de huishoudens hoog is of snel stijgt. De huizenprijzen zijn gestegen als gevolg van verschillende factoren die de vraag aanwakkeren en het aanbod beperken. Vóór de pandemie was er al sprake van aanbodbeperkingen die tijdelijk door de lockdowns werden verergerd. De pandemie heeft mogelijk tot enkele structurele veranderingen in de vraag naar woningen geleid, aangezien de verschuiving naar meer werken op afstand de geografische voorkeuren kan veranderen. De financiële voorwaarden waren accommoderend en zullen over het algemeen waarschijnlijk voor hoge vraag naar woningen blijven zorgen, terwijl de inkomens van huishoudens die met het herstel meegroeien, mogelijk zullen leiden tot een verdere groei van de huizenprijzen.
- **De banksector heeft hoge kapitaalratio's gehandhaafd, maar de winstgevendheid is in 2020 afgenomen en het volledige effect van de crisis op de bankbalansen is mogelijk pas na enige tijd zichtbaar.** De omstandigheden in de banksector zijn sinds de wereldwijde financiële crisis aanzienlijk verbeterd met kapitaalbuffers die in de jaren voorafgaand aan de pandemie zijn opgebouwd, en de kapitaalratio's zijn in 2020 verder gestegen, onder meer als gevolg van tijdelijke wettelijke beperkingen op dividenduitkeringen. De impact van de COVID-19-crisis op de banksector is beperkt gebleven dankzij de versterking van de sector na de financiële crisis en door uitgebreide tijdelijke beleidsmaatregelen zoals kredietgaranties, moratoria voor schuldaflossing of tijdelijke versoepeling van de regelgeving. Niet-renderende leningen bleven in 2020 dalen, met name in landen waar er een hoog percentage van bestond en waar banken legacy-activa verkochten. Toch blijft het aloude probleem van lage winstgevendheid bestaan. Bovendien kan het volledige effect van de crisis op de

kwaliteit van de activa, de winstgevendheid en de kapitaalbuffers zich nog steeds voordoen zodra de beleidsmaatregelen worden ingetrokken. Er moet nauw toezicht worden gehouden op mogelijke feedbackloops tussen banken, overheden en het bedrijfsleven.

Hoewel de gevolgen van de pandemie zijn verzacht door resoluut beleidsoptreden, heeft de pandemie de verschillen tussen de landen van de eurozone versterkt. Lidstaten met een aanzienlijke sector van grensoverschrijdend toerisme werden het meest blootgesteld aan de economische impact van de COVID-19-pandemie, die uiteenlopende gevolgen voor de werkgelegenheid en de groei met zich meebracht. Aangezien deze landen ook relatief grote publieke, particuliere of externe schulden hadden, heeft dit geleid tot een grotere spreiding van de schuldenlast binnen de eurozone. Sommige van deze patronen houden verband met tijdelijke factoren zoals de impact van de reisbeperkingen, maar ondanks het succes van het resolute beleidsoptreden om de toenemende economische en sociale verschillen te beperken, dreigt de crisis een blijvende stempel achter te laten en verschillen te verankeren.

Er blijft een groot overschot op de lopende rekening bestaan voor de eurozone als geheel, wat aantoonde dat er ruimte is om het herstel op geaggregeerd niveau van de eurozone te ondersteunen. Dit zou ook bijdragen tot een snellere vermindering van de onevenwichtigheden. De lopende rekening voor de eurozone als geheel is tijdelijk gedaald tot een niveau dichtbij de fundamentals ervan, maar zal naar verwachting terugkeren naar de boven de fundamentals liggende niveaus van vóór de crisis. De resultaten op het niveau van de lidstaten lopen sterk uiteen. Het herstel van het externe evenwicht in de eurozone is des te belangrijker, gezien de beperkte ruimte voor aanvullende monetaire steun om de vraag in stand te houden.

In het licht van de onderlinge verbondenheid tussen de economieën van de eurozone is een juiste combinatie van macro-economisch beleid onder de lidstaten nodig om het herstel te ondersteunen en tegelijkertijd onevenwichtigheden te corrigeren en opkomende risico's aan te pakken. Een economische expansie in de nettocrediteurlanden van de eurozone, onder meer op basis van gunstige vraagomstandigheden, zou niet alleen ten goede komen aan die landen zelf, maar ook aan de nettodebiteurlanden, aangezien een hogere groei in de eurozone bevorderlijk is voor groei en schuldafbouw en voor de verbetering van de externe posities in laatstgenoemde landen. Een intrekking van de buitengewone beleidsondersteuning die tijdens de crisis werd geboden ten behoeve van de aanpassingsbehoeften, zou in dat opzicht helpen. Significante en duurzame verbeteringen op het gebied van productiviteit en concurrentievermogen in de nettodebiteurlanden zouden ook bijdragen tot een herstel van het externe evenwicht en tot een verlichting van de schuldenlast. 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, onder meer door onevenwichtigheden en nieuwe risico's aan te pakken. Het is van cruciaal belang dat de financieringen van Next Generation EU en het meerjarig financieel kader (MFK) volledig worden benut en naar de meest productieve bestemmingen gaan. Dit zou de economische impact van de middelen zo groot mogelijk maken en ervoor zorgen dat zij bijdragen tot een evenwichtige groei.

Het volledige effect van de pandemie op de onevenwichtigheden zal pas met enige vertraging duidelijk zijn, aangezien zich tweederonde-effecten kunnen voordoen. In de bedrijfssector blijven de onderliggende financiële kwetsbaarheden als gevolg van de uitputting van het eigen vermogen vanwege langdurige verliezen en hoge schulden bestaan. Sommige ondernemingen kunnen te maken krijgen met structurele veranderingen waardoor zij hun bedrijfsmodellen moeten aanpassen. De beëindiging van de steunmaatregelen kan leiden tot een toename van niet-renderende leningen en faillissementen, tenminste in de sectoren die het zwaarst door de COVID-19-crisis zijn getroffen en in ondernemingen die al vóór de crisis kwetsbaar waren. Het kan even duren voordat dit daadwerkelijk plaatsvindt, afhankelijk van de soorten respijt die aan kredietnemers die anders insolvent zouden zijn, kunnen worden aangeboden. Dankzij het vermogen van insolventieprocedures om bestaande bijzondere waardeverminderingen weg te nemen, kan ervoor worden gezorgd dat de economie van nieuw krediet voorzien blijft. Het verstrekken van garanties voor bedrijfsleningen door de overheid draagt bij tot behoud van levensvatbare ondernemingen, maar zou op grote schaal ook kunnen leiden tot feedbackloops tussen het bedrijfsleven en de overheidssector, die ook de banken beïnvloeden. Een zwakke financiële positie van het bedrijfsleven dreigt een impact te hebben op de arbeidsmarkt en, als gevolg daarvan, op het vermogen van sommige huishoudens om schulden af te lossen. Een sterke groei van de hypothecaire

kredietverlening vormt een extra risicofactor, met name in het geval van een correctie op de woningmarkten. Evenzo kan een verdere verslechtering van de prijzen van zakelijk onroerend goed de financiële sector verzwakken.

De financieringsvoorwaarden zullen van invloed zijn op de ontwikkeling van onevenwichtigheden.

De lage rentevoet heeft overheden, bedrijven en huishoudens in staat gesteld hogere schulden op zich te nemen en het effect van de pandemie op te vangen, waardoor banen en productiecapaciteit werden beschermd. Een verhoging van de rentevoet zou de financieringskosten van schulden in zowel de publieke als de particuliere sector doen stijgen, waardoor de risico's toenemen wanneer de financieringsbehoeften hoog zijn. Sinds begin 2021 is de inflatie in de eurozone en vele andere geavanceerde economieën fors gestegen. Hoewel de determinanten van deze verhoging van de inflatie, met inbegrip van de stijging van de energieprijzen, voornamelijk van voorbijgaande aard lijken, bestaat het risico dat ze niet zo kortstondig zijn. Zolang de financieringsvoorwaarden niet worden aangescherpt, kan een hogere inflatie de schuldenlast verlichten. Een aanhoudende stijging van de inflatie kan echter leiden tot strengere financieringsvoorwaarden en hogere leenkosten.

De ontwikkelingen op de woningmarkt moeten nauwlettend worden gevolgd.

Hoge huizenprijzen vormen een risico, met name in combinatie met een hoge schuldenlast van de huishoudens, dat wordt verergerd door onzekere aanpassingen van de arbeidsmarkt. Dit vormt een risico voor het vermogen van huishoudens om hun hypotheekverplichtingen na te komen. Hogere rentevoeten kunnen het vermogen om aan de aflossingsverplichtingen te voldoen extra onder druk zetten, wat ongunstige effecten op de banksector kan hebben. Aanhoudende prijsstijgingen naarmate het herstel vordert, kunnen leiden tot loondruk en tot een toename van hypothecaire leningen. De betaalbaarheid van woningen is de afgelopen jaren verslechterd, met mogelijk negatieve macro-economische gevolgen in verband met een lagere particuliere consumptie en arbeidsmobiliteit, en een vermindering van kredieten in productiviteitsverhogende investeringen.

Om het hoge niveau van zowel de overheids- als de particuliere schuld terug te dringen, is het van cruciaal belang dat het herstel zich ontwikkelt tot een duurzame expansie, waarvoor productieve investeringen nodig zijn.

Een duurzaam herstel is afhankelijk van een ondersteunende beleidskoers en een tijdige intrekking van de buitengewone beleidsondersteuning die tijdens de crisis is geboden. Een duurzame economische expansie is afhankelijk van de versterking van de economische en sociale veerkracht, hetgeen de uitvoering van passende hervormingen en investeringen vereist. Productiviteitsverhogende investeringen zijn nodig om de groei op middellange termijn te stimuleren en structurele transformaties te ondersteunen die nodig zijn om de groene en digitale transitie tegen de achtergrond van demografische veranderingen tot stand te brengen. Dit is des te belangrijker omdat er in een aantal landen sprake is van hoge publieke en particuliere schulden en relatief lage potentiële groei, waardoor het moeilijker wordt de hoge schuld niveaus terug te dringen. Bij een hoge overheidsschuld is een betere samenstelling van de uitgaven en inkomsten nodig om de ruimte te creëren van waaruit overheidsinvesteringen worden gedaan, net zoals schuldafbouw op basis van een geloofwaardige budgettaire aanpassingsstrategie nodig is om ruimte te creëren voor het aanpakken van toekomstige crises. Tegelijkertijd kunnen particuliere investeringen worden belemmerd door de behoefte aan schuldafbouw bij ondernemingen. De doeltreffende uitvoering van de plannen voor herstel en veerkracht speelt een belangrijke rol bij het ondersteunen van particuliere en overheidsinvesteringen, en helpt zo de langetermijngevolgen van de pandemie te boven te komen en de weg naar sterkere groei en veerkracht te openen. De nieuwe faciliteit voor herstel en veerkracht zal, in combinatie met de Europese structuur- en investeringsfondsen, een investeringsrijk herstel bevorderen, en met de doeltreffende uitvoering ervan zal de economie van de EU duurzamer, inclusiever, veerkrachtiger worden en beter voorbereid zijn op de groene en digitale transitie, wat in overeenstemming is met de doelstellingen van de EU in dat verband.

De pandemie heeft de positieve rol van anticyclisch discretionair begrotingsbeleid, ondersteunend monetair beleid en Europese coördinatie om te reageren op de economische crisis duidelijk gemaakt.

De COVID-19-crisis heeft aangetoond dat grootschalige discretionaire begrotingsreacties doeltreffend kunnen zijn om de onmiddellijke gevolgen van een grote schok te verzachten, en de weg kunnen effenen voor een snel herstel. De onmiddellijke nationale begrotingsinspanning werd ondersteund door het gebruik van de flexibiliteit die binnen de EU-regelgevingskaders bestaat. De collectieve reactie heeft het vertrouwen versterkt. Monetaire beleidsmaatregelen hebben bijgedragen tot het behoud van gunstige financieringsvoorwaarden voor alle sectoren van de economie gedurende de hele pandemie,

waardoor economische bedrijvigheid werd ondersteund en prijsstabiliteit op de middellange termijn werd gewaarborgd. De onderling versterkende effecten van het begrotings- en het monetair beleid zijn van cruciaal belang geweest om de gevolgen van de crisis op te vangen en het herstel te ondersteunen. Hoewel het monetair beleid naar verwachting de komende jaren accommoderend zal blijven, beperken de lage rentestand en de recent oplopende inflatie de mogelijkheid van verdere versoepeling van het monetair beleid. Het begrotingsbeleid moet daardoor wellicht een stabiliserende rol blijven spelen als er neerwaartse risico's ontstaan, terwijl met een prudent begrotingsbeleid in normale tijden vertrouwen wordt geschapen in de doeltreffendheid van begrotingsbeleid in tijden van crisis.

Het voorkomen en corrigeren van macro-economische onevenwichtigheden blijft van essentieel belang. Ten eerste kan een zwak economisch herstel leiden tot een piek in faillissementen van ondernemingen, waardoor banen verloren gaan, alsook tot meer verzoeken om crisisgerelateerde garanties voor bedrijfsleningen en een vermindering van investeringen. Ten tweede zouden ongunstige economische ontwikkelingen de koppelingen tussen overheden en banken kunnen versterken. Ten derde zouden de stijgende activa- en huizenprijzen de kwetsbaarheid van huishoudens kunnen vergroten als gevolg van onhoudbare stijgingen van de activaprijzen. Deze risico's kunnen de houdbaarheid van de overheidsschuld negatief beïnvloeden en de ruimte voor het begrotingsbeleid beperken om op toekomstige uitdagingen te reageren. Het wegwerken van kwetsbaarheden zal ook helpen het herstel te consolideren en de groei op lange termijn te versterken. Meer vergelijkbare economische structuren en meer gesynchroniseerde bedrijfscycli zullen bijdragen tot een grotere doeltreffendheid van het gemeenschappelijk monetair beleid.

Door een investeringsrijk herstel te bevorderen, zal de faciliteit voor herstel en veerkracht bijdragen tot macro-economische stabiliteit. Met de doeltreffende uitvoering van de plannen voor herstel en veerkracht zal de economie van de EU duurzamer, inclusiever, veerkrachtiger worden en beter voorbereid zijn op de groene en digitale transitie. Dit zal ook helpen het risico op verschillen binnen de EU te beperken, aangezien de subsidies in het kader van de faciliteit voor herstel en veerkracht gericht zijn op lidstaten die een lager bbp per hoofd van de bevolking en een hogere werkloosheid hebben en het zwaarst zijn getroffen door de COVID-19-crisis. Bovendien zullen, in tegenstelling tot de jaren na de wereldwijde financiële crisis, hogere overheidsinvesteringen het herstel na de pandemie ondersteunen. Met subsidies in het kader van de faciliteit voor herstel en veerkracht kunnen investeringsprojecten van hoge kwaliteit worden gefinancierd en worden productiviteitsverhogende hervormingen mogelijk gemaakt, zonder dat dit leidt tot hogere nationale tekorten en schuldquoten. Deze subsidies en andere bronnen van EU-financiering zullen in 2021 en 2022 naar schatting de overheidsinvesteringen in de lidstaten met gemiddeld ongeveer 0,5 % van het bbp per jaar stimuleren.

Door macro-economische onevenwichtigheden te voorkomen en te corrigeren vergroot het vermogen van de lidstaten om te reageren op schokken en wordt de economische convergentie ondersteund. Het wegwerken of voorkomen van onevenwichtigheden zal helpen het herstel te consolideren en de groei op lange termijn te versterken. Landen met bestaande onevenwichtigheden moeten hun correctietraject van vóór de pandemie hervatten, met ondersteuning van beleidsmaatregelen om de potentiële groei te stimuleren. De vermindering van onevenwichtigheden kan ook positieve overloopeffecten tussen landen opleveren. Diepere economische en financiële integratie en meer gesynchroniseerde bedrijfscycli zullen bijdragen tot een grotere doeltreffendheid van het gemeenschappelijk monetair beleid, met name in het geval van leden van de eurozone, waardoor het beter kan inspelen op toekomstige uitdagingen.

De conclusie van dit waarschuwingsmechanismeverslag is dat voor twaalf lidstaten diepgaande evaluaties gerechtvaardigd zijn: Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje en Zweden. Deze lidstaten zijn in de vorige jaarcyclus van het PMO-toezicht aan een diepgaande evaluatie onderworpen. Op basis daarvan werd geoordeeld dat zij onevenwichtigheden (Duitsland, Frankrijk, Ierland, Kroatië, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje en Zweden) of buitensporige onevenwichtigheden (Cyprus, Griekenland en Italië) vertonen. In de nieuwe diepgaande evaluaties zal worden beoordeeld hoe deze onevenwichtigheden zich hebben ontwikkeld, waarbij de ernst, de ontwikkeling en de beleidsreactie van de lidstaten zullen worden geanalyseerd, met het oog op het actualiseren van bestaande beoordelingen en het beoordelen van eventuele resterende beleidsbehoeften. In deel 3 wordt een samenvatting gegeven van de wijze waarop

die onevenwichtigheden zich hebben ontwikkeld en in deel 4 wordt ingegaan op landspecifieke informatie.

Daarnaast vertonen een aantal lidstaten die in de vorige ronde geen diepgaande evaluatie hebben ondergaan, ontwikkelingen die bijzondere aandacht verdienen. In Slowakije is sprake van een sterke huizenprijsgroei, naast een gestage, zij het vertragende stijging van kredietverlening aan huishoudens. De export is sterk geconcentreerd in enkele specifieke sectoren en er is sprake van een verlies aan kostenconcurrentievermogen, maar de exportmarktaandelen zijn tot dusver niet negatief beïnvloed. In het geval van **Hongarije** moet aandacht worden besteed aan de wisselwerking tussen leningen door de overheid en externe financiering in een context van een aanzienlijke schuldblootstelling in vreemde valuta. De huizenprijzen zijn sterk gestegen. De druk van het kostenconcurrentievermogen neemt toe, maar de exportmarktaandelen zijn tot dusver niet negatief beïnvloed.

Ook de ontwikkeling van risico's in andere lidstaten, die in veel gevallen verband houden met de woningmarkten, moet nauwkeurig in het oog worden gehouden. In Denemarken en Luxemburg wijzen ontwikkelingen op de woningmarkt op een opbouw van risico's. Hoewel veranderde voorkeuren, gunstige financiële voorwaarden en aanbodbeperkingen kunnen leiden tot aanhoudende groei van de huizenprijzen, moet men ook rekening houden met het risico van een correctie naar beneden, met mogelijke gevolgen voor de economie in ruimere zin. Tsjechië wordt gekenmerkt door een sterke groei van de huizenprijzen en aanhoudende verliezen aan kostenconcurrentievermogen, die al enkele jaren significant zijn. In Malta zorgen toenemende particuliere schulden en zwakten van het insolventiekader voor bijzondere kwetsbaarheden. Aan de hand van monitoring en toezicht moeten de ontwikkelingen in deze zes lidstaten op de voet worden gevolgd en moet worden nagegaan of zij in overeenstemming zijn met en bevorderlijk zijn voor de macro-economische stabiliteit. De risicobalans wijst er momenteel niet op dat een diepgaande evaluatie nodig is. Deel 4 bevat meer informatie over landspecifieke ontwikkelingen.

1. DE MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT EN DE ONTWIKKELING VAN ONEVENWICHTIGHEDEN IN DE EUROZONE

De economische achtergrond

Dit waarschuwingsmechanismeverslag is opgesteld tegen de achtergrond van de COVID-19-crisis. Het eerste gevolg van de pandemie was een sterke recessie, aangezien de beperkende maatregelen om de verspreiding van het virus in te dammen in 2020 duidelijke gevolgen hadden voor de economische activiteit. Dit resulteerde in een daling van het bbp van 5,9 % in de EU en 6,4 % in de eurozone in 2020, met aanzienlijke verschillen tussen de landen. In sommige landen waren dalingen te zien rond of boven de dubbele cijfers, terwijl andere landen lichte recessies doormaakten. Door de verbetering van de gezondheidssituatie konden beperkingen vanaf het tweede kwartaal van 2020 worden versoepeld, waarmee het herstel van start ging. De verschillende golven van de pandemie zorgden voor een ongelijkmatig herstel tot begin 2021. Dankzij de uitrol van vaccinaties, in combinatie met een doeltreffende en gerichte inperkingsstrategie, alsook uitgebreide steunmaatregelen van de overheid, kon vanaf het voorjaar van 2021 een grotere mobiliteit en een sterker dan verwachte heropleving van de economische activiteit worden bereikt. Al met al gaan de economische najaarsprognoses 2021 van de Commissie uit van een groei van het bbp in 2021 met 5 %, en in 2022 met 4,3 % in zowel de EU als de eurozone. De meeste lidstaten zullen volgens de prognoses tegen eind 2021 de outputniveaus van vóór de crisis bereiken, en slechts enkele landen bereiken die volgend jaar (grafiek 1.1 a).⁽¹⁾

Hoewel de gevolgen van de pandemie zijn verzacht door resoluut beleidsoptreden, heeft de pandemie de verschillen tussen de landen van de eurozone versterkt. Dit weerspiegelt de ongelijke tol die de pandemie eist en de verschillen in de economische structuren. De contactberoepen zijn door de beperkingen meer getroffen dan de productiesector. Dit heeft geleid tot een groot verschil in economische prestaties, zowel binnen landen als grensoverschrijdend. Landen met aanzienlijke sectoren van grensoverschrijdend toerisme, die bijzonder getroffen zijn door de mobiliteitsbeperkingen, zagen het bbp sterker dan gemiddeld krimpen, waarbij hun externe rekeningen aanzienlijk verslechterden. Dit is het geval voor Griekenland, Portugal en Spanje. De recessie heeft ook landen met een hoge binnenlandse schuld zwaar getroffen, zoals Frankrijk en Italië (zie grafiek 1.1 b). Dit zijn eveneens de landen met de hoogste particuliere, overheids- of buitenlandse schulden in de EU. Naar verwachting zal het herstel in sommige van deze landen langzamer verlopen.

Een uitzonderlijke beleidsreactie is van cruciaal belang geweest om de gevolgen van de COVID-19-crisis op te vangen en het herstel te ondersteunen, en heeft een positief effect gehad op de macro-economische stabiliteit. Regeringen hebben ongekende begrotingssteun verleend om banen en inkomens te beschermen en bedrijven te ondersteunen, waardoor het risico op faillissementen van ondernemingen wordt verkleind. Er werden moratoria ingesteld voor belasting- en schuldaflossingen door huishoudens en bedrijven, en er werden overheidsgaranties verstrekt voor bankleningen. Als gevolg daarvan was het bruto besteedbaar inkomen van de huishoudens in 2020 in de EU als geheel in wezen constant, ondanks de duidelijke recessie. De werkloosheid in de EU is met slechts 0,4 procentpunt gestegen en faillissementen van ondernemingen bleven beperkt, aangezien een groot deel van de gevolgen werd opgevangen door de regeringen.

Op EU-niveau heeft een ongekende coördinatie van de beleidsreacties plaatsgevonden. De algemene ontsnappingsclausule van het stabiliteits- en groepact werd onmiddellijk na de uitbraak van de pandemie geactiveerd, ter ondersteuning van de begrotingsmaatregelen. Dankzij het akkoord over de tijdelijke kaderregeling voor staatssteun konden de lidstaten de volledige flexibiliteit benutten waarin de

(1) Europese Commissie, European Economic Forecast, Autumn 2021, Institutional paper 160, november 2021. Zie ook Croitorov O. et al. (2021), "The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area", *kwartaalverslag over de eurozone*, DG ECFIN, Europese Commissie, volume 20, nr. 2, deel I.

staatssteunregels voorzien. Het Europese instrument voor tijdelijke steun om het risico op werkloosheid in noodsituaties te beperken (SURE) beschermde de arbeidsmarkt. De investeringsinitiatieven coronavirusrespons (CRII en CRII plus) en React-EU hebben middelen van het cohesiebeleid gemobiliseerd en aangevuld ter ondersteuning van de volksgezondheidssector, het bedrijfsleven en de meest kwetsbare bevolking. Financiële instrumenten werden beschikbaar gesteld door het Europees stabiliteitsmechanisme en de Europese Investeringsbank. Dankzij de doeltreffende uitvoering van hervormingen en investering in het kader van de faciliteit voor herstel en veerkracht zal de economie van de EU duurzamer, inclusiever, veerkrachtiger worden en beter voorbereid zijn op de groene en digitale transitie, wat in overeenstemming is met de doelstellingen van de EU in dat verband.

Een gecoördineerde mondiale monetaire beleidsreactie leidde tot accommoderende financiële voorwaarden. De Europese Centrale Bank (ECB) voerde een breed scala aan maatregelen uit om de financiële stabiliteit te behouden en de goede werking van de financiële markten te waarborgen. Zo zorgde zij voor aanvullende liquiditeitsverschaffing voor banken en versoepeling van de onderpandvereisten en deed zij aanzienlijke extra aankopen van activa uit de publieke en de particuliere sector. De accommoderende koers van het monetair beleid bevorderde een gunstige stemming op de financiële markten en hielp een kredietcrisis te voorkomen, en de waarderingen op veel obligatie- en aandelenmarkten overtroffen het niveau van vóór de pandemie. Samen met factoren op langere termijn, waaronder de hogere besparingen ten opzichte van de investeringen in de eurozone, zorgde de hoge marktliquiditeit voor lage leenkosten voor de overheid, in sommige gevallen zelfs lager dan vóór het begin van de crisis, en verkleinden de spreads in de eurozone. De verwachtingen van een sterk herstel hebben bijgedragen aan de positieve stemming op de markten, die werd versterkt door de doorbraak in de vaccinontwikkeling in het najaar van 2020.

De financiële voorwaarden blijven op historisch lage niveaus, maar tekenen van aanscherping moeten worden gemonitord. Hoewel de rendementen op overheidsobligaties in 2021 licht zijn gestegen, blijven ze doorgaans ruim onder de historische gemiddelden. Regeringen met de sterkste ratings hebben een negatieve of bijna geen rente op hun schulden, terwijl in een aantal lidstaten, met name buiten de eurozone, enige stijgingen hebben plaatsgevonden. Op de markten voor bedrijfsobligaties zijn de financieringsvoorwaarden soepel, zij het licht aangescherpt, en de bancaire debetrente is in de EU op of in de buurt van een recordlaagtepunt gebleven. De euro steeg in waarde in de tweede helft van 2020 alvorens enigszins te dalen, en dit werd weerspiegeld door de valuta van enkele lidstaten buiten de eurozone.

De inflatie trok in 2021 aan, maar de stijging zal naar verwachting tijdelijk zijn. De algemene inflatie in de eurozone bereikte de afgelopen maanden haar hoogste punt sinds tien jaar, na een inflatie die bijna een decennium onder de doelstelling lag. In een aantal lidstaten buiten de eurozone lag de inflatie boven de streefcijfers. Hogere energieprijzen hebben in belangrijke mate bijgedragen tot de stijging, waarbij de kerninflatie minder stijgt. De stijging van de inflatie zal naar verwachting vooral van tijdelijke aard zijn, zij het niet per definitie van korte duur. Het oplossen van fricties die verband houden met de overgang van fossiele brandstoffen naar andere energiebronnen kan enige tijd vergen. Het economische herstel heeft geleid tot een duidelijke toename van de vraag, maar de activiteit wordt beperkt door knelpunten in de aanbodzijde. Waarschijnlijk worden de hogere kosten doorberekend in sommige consumptieprijzen, maar het is niet duidelijk in hoeverre dit gebeurt en een deel van de stijging kan worden geabsorbeerd door lagere winstmarges. De risico's van een aanhoudende inflatiedynamiek lijken momenteel beperkt, aangezien de inflatieverwachtingen in de eurozone stevig verankerd blijven en in grote lijnen een terugkeer naar de trends van vóór de pandemie weerspiegelen. Structurele aanpassingen, met inbegrip van de reactie van consumptiepatronen op de pandemie en sectorspecifieke tekorten aan vaardigheden, kunnen echter van invloed zijn op de desbetreffende prijzen en lonen, waardoor de volatiliteit van de inflatie kan toenemen. Een langdurige stijging van de inflatie zou kunnen leiden tot veranderingen in het tijdstip waarop monetair beleid wordt genormaliseerd, en tot strakkere financiële voorwaarden en hogere leenkosten.

De economie van de EU herstelt sneller dan verwacht, maar de economische vooruitzichten blijven onzeker. In de hele EU hebben succesvolle vaccinatiecampagnes de behoefte aan krachtige inperkingsmaatregelen om toekomstige besmettingsgolven aan te pakken, verminderd. Wereldwijd blijven pandemische risico's relevant als gevolg van een lagere vaccinatiegraad. De handel is nog steeds herstellende van de door pandemie veroorzaakte beperkingen en wordt getemperd door knelpunten aan de

aanbodzijde, die van invloed zijn op activiteiten die sterk geïntegreerd zijn in mondiale waardeketens. Langdurige heroriëntaties van waardeketens leiden tot kosten en kunnen zowel risico's als kansen voor de EU-landen met zich meebrengen. De erosie van de winsten van ondernemingen en een toenemende hefboomwerking hebben geleid tot een daling van particuliere investeringen. Dit kan het herstel in de weg staan en de schuldafbouw van ondernemingen belemmeren. De intrekking van beleidsondersteuning kan aanleiding geven tot een herwaardering van risico's. Onzekerheid zou de volatiliteit op de financiële markten kunnen vergroten, met negatieve gevolgen voor de prijzen van financiële en vastgoedactiva vanwege de algemene ontkoppeling tussen effectenprijzen en economische fundamentals.⁽²⁾ ⁽³⁾ ⁽⁴⁾ Daarentegen zouden een snellere vooruitgang in de beheersing van de pandemie wereldwijd en de uitvoering van ambitieuze en gecoördineerde hervormingen en investeringen binnen de EU een duurzaam herstel mogelijk kunnen maken.

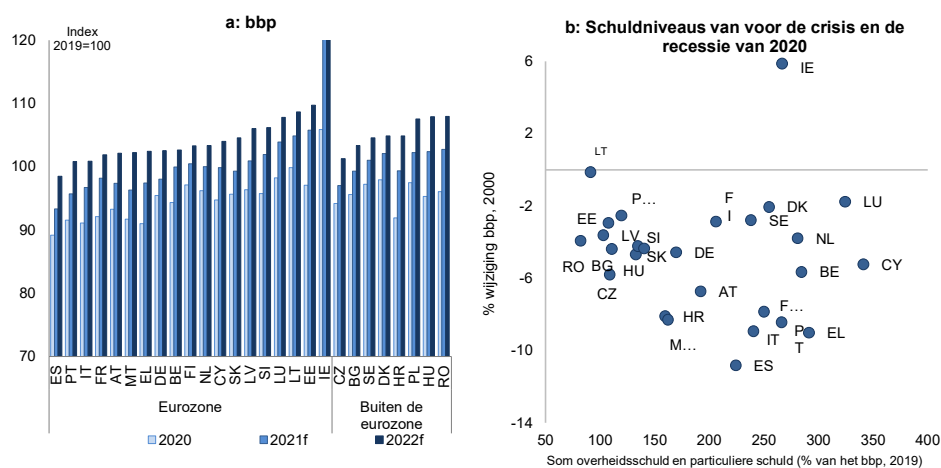
Het krachtige herstel ondersteunt de macro-economische stabiliteit, maar tweederonde-effecten van de recessie kunnen zich met vertraging voordoen en nog steeds risico's inhouden. In een context van een sterke groei van het bbp is de hoge schuldquote van de overheid en de particuliere sector in de meeste EU-landen gestabiliseerd of licht gedaald, na vorig jaar sterk te zijn gestegen. De afschaffing van de beleidsondersteuning zal onvermijdelijk potentiële onderliggende kwetsbaarheden aan het licht brengen in bedrijfstakken en gebieden die het zwaarst door COVID-19 zijn getroffen. Het opheffen van de moratoria op leningen kan leiden tot problemen bij schuldafflossingen voor bedrijven en huishoudens en tot insolventie en werkloosheid bij ondernemingen. De onderlinge verbanden tussen overheids- en particuliere schulden en de financiële sector vormen een mechanisme voor risico-overdracht. Een verslechtering van de kwaliteit van overheids- en particuliere activa kan echter gevolgen hebben voor de balansen van financiële instellingen, waarvan de lage winstgevendheid door de pandemie verder is gedaald. De moeilijkheden bij het aflossen van schulden kunnen in huishoudens zorgen voor minder investeringen, inkomen en consumptie, waardoor de economische groei wordt afgeremd en de schuldafbouw wordt ondermijnd. De pandemie heeft geleid tot een verslechtering van het kostenconcurrentievermogen in een aantal landen die al vóór de crisis sterke stijgingen van de arbeidskosten zagen en die naar verwachting in sommige gevallen zullen voortduren. De huizenprijzen stijgen sinds tien jaar sneller dan ooit, en deze stijging werd tijdens de pandemie niet onderbroken maar in sommige gevallen zelfs versterkt. In tegenstelling tot de verhoging van de schuldenlast zal het economisch herstel waarschijnlijk niet leiden tot een correctie van de huizenprijzen, hoewel sommige leveringsproblemen op de korte termijn kunnen afnemen. De snel stijgende huizenprijzen zijn een punt van zorg voor de macro-economische stabiliteit, met name in combinatie met een hoge schuldenlast van de huishoudens en een sterke groei van kredietverlening. Een verslechtering van de betaalbaarheid van woningen kan economische kosten met zich meebrengen doordat de consumptie afneemt en de arbeidsmobiliteit wordt ondermijnd. Tegelijkertijd zouden de correcties van vastgoed- en andere activaprijzen kunnen leiden tot een verslechtering van de balansen van financiële instellingen.

⁽²⁾ De Europese Autoriteit voor effecten en markten (2021), ESMA Risk Dashboard, 3 juni 2021. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761_risk_dashboard_no_1_2021.pdf

⁽³⁾ Het aanscherpen van monetair beleid door de Fed kan ook van invloed zijn op de financieringsvoorwaarden van het bedrijfsleven in de eurozone, met name omdat door mondialisering het transmissiemechanisme van het monetair beleid en de overloopeffecten daarvan naar het buitenland zijn gewijzigd, en het monetair beleid van de Fed een aanzienlijke invloed heeft op buitenlandse financiële variabelen, zoals bedrijfsobligatiespreads. Ca'Zorzi M. et al (2021), Making waves — Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's, Research Bulletin nr. 83 van de ECB, 15 april 2021, <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2021/html/ecb.rb210415-8639b73bb6.en.html>

⁽⁴⁾ Zie ook IMF (2021), Global Financial Stability Report, oktober 2021.

Grafiek 1.1: Bbp in verhouding tot de niveaus en schuldenniveaus van vóór de pandemie en de crisis en de COVID-19-recessie



Bron: Amec, Eurostat en economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie

Overloopeffecten en aanpassingskwesaties in de eurozone ⁽⁵⁾

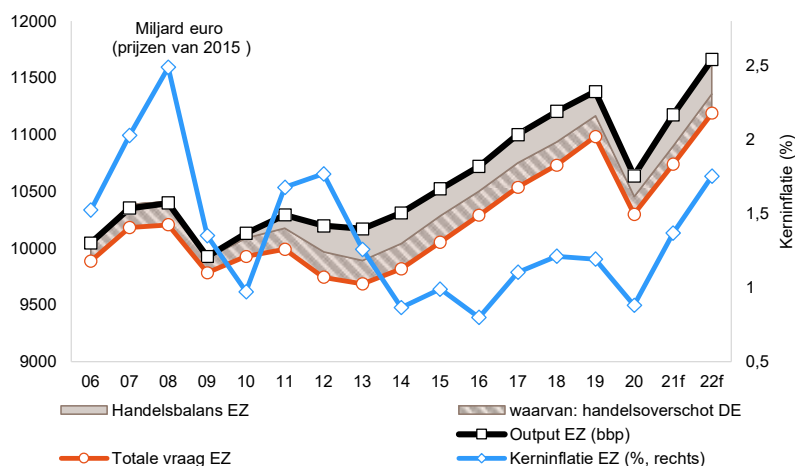
De COVID-19-crisis heeft de onevenwichtigheden in de eurozone verergerd. Over het algemeen waren de landen die het zwaarst door de COVID-19-crisis werden getroffen, de landen die de pandemie ingingen met hogere overheids-, particuliere of buitenlandse schulden, wat in sommige gevallen werd verergerd door een lage potentiële bbb-groei. De COVID-19-crisis heeft aanzienlijke gevolgen gehad voor de externe posities van nettodebiteurlanden met een grote toeristische sector, en had beperktere gevolgen voor de externe rekeningen van andere landen. Sommige van de landen die het hardst door de recessie zijn getroffen, herstellen zich snel, maar in andere landen vordert het herstel langzamer. Dit wijst erop dat economische groei, althans in de nabije toekomst, minder kan bijdragen tot het aanpakken van onevenwichtige voorraadvariabelen. Ook wijst het op het belang van doeltreffende hervormingen en investeringen om structurele zwakheden aan te pakken en het potentiële bbb in de toekomst te stimuleren. ⁽⁶⁾

De handelsbalans van de eurozone steeg licht in 2020 omdat de output daalde vanwege een afnemende vraag. Zowel de uitvoer als de invoer van goederen en diensten namen af in 2020. Het overschot in de goederenhandel nam toe, grotendeels als gevolg van lagere energieprijzen, terwijl het overschot in de dienstensector daalde, wat voornamelijk te wijten was aan de daling in het internationale reizigersverkeer. Over het geheel genomen heeft dit de daling van het handelsoverschot in de eurozone, die in 2017 begon, onderbroken. Verwacht wordt dat de handelsbalans in 2021 licht zal toenemen en in 2022 vrijwel constant zal blijven (grafiek 1.2). Ondanks de nog steeds aanzienlijke outputgap zal de kerninflatie in de eurozone (de algemene inflatie exclusief energie en onbewerkte voedingsmiddelen) in 2021 naar verwachting aantrekken en onder de algemene inflatiedoelstelling blijven.

⁽⁵⁾ 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.

⁽⁶⁾ Zie ook E. Meyermans, V. Rutkauskas en W. Simons (2021), “The uneven impact of the COVID-19 pandemic across the euro area”, *kwartaalverslag over de eurozone*, DG ECFIN, Europese Commissie, volume 20, nr. 2, deel II.

Grafiek 1.2: Output van de eurozone, binnenlandse vraag, handelsbalans en kerninflatie



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.

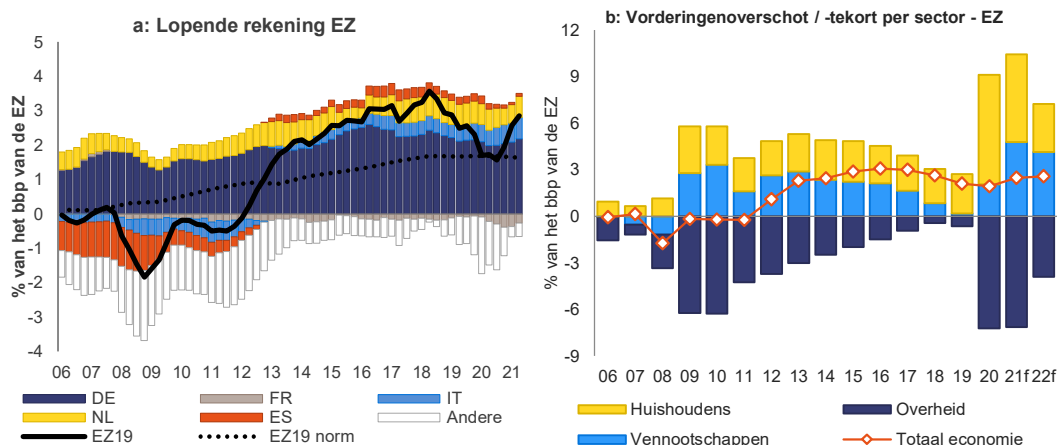
Bron: Ameco en economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie.

Het overschot op de lopende rekening van de eurozone bleef in 2020 geleidelijk dalen tot het door de fundamentals van de eurozone aangegeven niveau, maar neemt in 2021 weer toe. In 2020 bedroeg het overschot op de lopende rekening van de eurozone 2 % van het bbp (Grafiek 1.3 a).⁽⁷⁾ Ondanks de lichte stijging van de handelsbalans waren iets lagere inkomensaldi de oorzaak van de lichte daling van de lopende rekening. Zowel de nominale als de conjunctuurgezuiverde lopende rekeningen, die 1,6 % van het bbp bedroegen, kwamen dicht in de buurt van de norm voor de lopende rekening die de economische fundamentals van de eurozone weerspiegelt en op 1,7 % van het bbp wordt geraamd.⁽⁸⁾ Dat gaf aan dat de binnenlandse vraag beter standhield dan bij de meeste handelspartners. De gegevens voor de eerste helft van 2021 wijzen echter op een stijging van het overschot op de lopende rekening in de eurozone, voornamelijk als gevolg van een hoger saldo van de handel in diensten. In het algemeen zal de lopende rekening in de eurozone naar verwachting in 2021 terugkeren naar het niveau van 2019. Dit weerspiegelt een terugkeer van het verschil tussen het bbp en de totale vraag naar het niveau van vóór de pandemie, en dus een aanhoudende gematigde binnenlandse vraag (grafiek 1.2).

(7) Het hier aangehaalde en gebruikte overschot op de lopende rekening van de eurozone is afkomstig 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.

(8) De modelraming van het IMF van de norm voor de lopende rekening van de eurozone ligt in 2020 op 1 % van het bbp (zie IMF (2021) External Sector Report, augustus 2021), wat zou neerkomen op een verschil van 0,8 % van het bbp ten opzichte van de conjunctuurgezuiverde lopende rekening (in het rapport gelijk aan 1,8 % van het bbp). Na aanpassingen in verband met de tijdelijke gevolgen van de COVID-19-crisis wordt het geraamde verschil echter teruggebracht tot 0,6 %.

Grafiek 1.3: Lopende rekening van de eurozone per land; en vorderingenoverschot/-tekort per sector



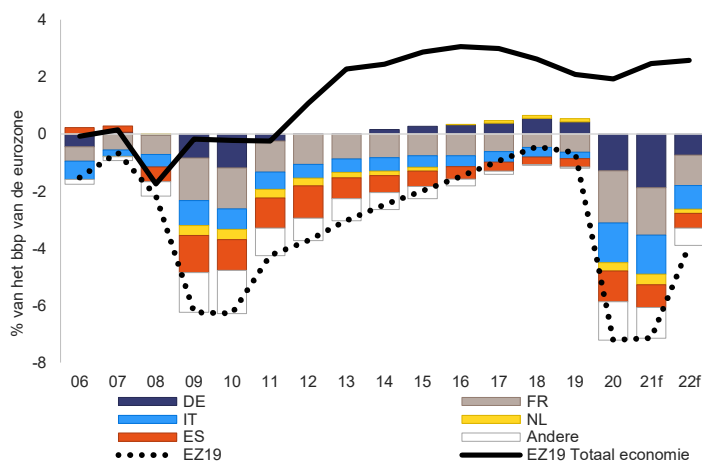
Opmerkingen: vak (b) Voor de jaren vóór 2021 komen de cijfers voor de totale economie van de eurozone overeen met het vorderingenoverschot/-tekort in de betalingsbalansgegevens van Eurostat. De cijfers voor de totale economie van de eurozone voor 2021 en 2022 stemmen overeen met de som van de cijfers van de (aangepaste) lopende rekening en de kapitaalrekening van de najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie. De gegevens over huishoudens en ondernemingen voor 2021 en 2022 worden berekend als de som van de landen van de eurozone behalve Malta, waarvoor geen gegevens beschikbaar zijn.

Bron: Eurostat (betalingsbalansstatistieken), Ameco en economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie.

In 2020 waren de belangrijkste veranderingen in de externe saldi eerder sectoraal dan geografisch.

De overschotten op de lopende rekening van de grootste bijdragers aan het overschot van de eurozone, Duitsland en Nederland (grafiek 1.3 a), namen in 2020 verder af. De positieve bijdrage van Italië en de negatieve bijdrage van Frankrijk namen beide iets toe. De stijging van het overschot in de eurozone in de eerste helft van 2021 was grotendeels het gevolg van een sterke stijging van de lopende rekening van Ierland. Ook de bijdragen van Duitsland en Nederland aan het overschot van de eurozone stegen en keerden terug naar het niveau van 2019. Het aandeel van het Italiaanse overschot nam verder toe en bereikte dat van Nederland. Momenteel wordt verwacht dat de geografische samenstelling van het overschot van de eurozone in de toekomst min of meer stabiel zal blijven. De sectorale bijdragen aan het externe saldo zijn daarentegen in 2020 aanzienlijk veranderd (grafiek 1.3 b). De toegenomen besparingen door huishoudens en in mindere mate ondernemingen werden gecompenseerd door een sterk expansief begrotingsbeleid. Verwacht wordt dat het vorderingenoverschot van de particuliere sector in 2021 verder zal toenemen, wat voornamelijk is toe te schrijven aan het bedrijfsleven, ondanks een daling van preventieve besparingen en een toename van de consumptie door huishoudens. Het vorderingentekort van de overheid zal naar verwachting vrijwel ongewijzigd blijven, waarbij de sterke stijging van het Duitse tekort sterk bijdraagt aan het grote vorderingentekort van de overheid in de eurozone (grafiek 1.4). Naar verwachting zullen de overheidsposities aanzienlijk dalen in 2022 (zie ook deel 2.4 over de overheidssector). Aangezien voor het vorderingenoverschot van de particuliere sector een daling van vergelijkbare omvang wordt voorspeld, zal de externe positie naar verwachting stabiel blijven.

Grafiek 1.4: Geografische spreiding van het vorderingentekort van de overheidssector in de eurozone



Opmerking: voor de jaren vóór 2021 komen de cijfers voor de totale economie van de EZ19 overeen met het vorderingenoverschot/-tekort in de betalingsbalansgegevens van Eurostat. De cijfers voor de totale economie van de EZ19 voor 2021 en 2022 stemmen overeen met de som van de cijfers van de (aangepaste) lopende rekening en de kapitaalrekening van de najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie.

Bron: Eurostat (betalingsbalansstatistieken) en Ameco.

Beleidsreactie

De pandemie heeft de positieve rol van anticyclisch discretionair begrotingsbeleid, ondersteunend monetair beleid en Europese coördinatie om te reageren op de economische crisis duidelijk gemaakt. De COVID-19-crisis heeft aangetoond dat grootschalige discretionaire begrotingsreacties doeltreffend kunnen zijn om de onmiddellijke gevolgen van een grote schok te verzachten, en de weg kunnen effenen voor een snel herstel. De onmiddellijke nationale begrotingsinspanning werd ondersteund door een versoepeling van de regelgevingskaders van de EU. De collectieve reactie bevorderde het algemene vertrouwen in de economie. Monetaire beleidsmaatregelen hebben bijgedragen tot het behoud van gunstige financieringsvoorwaarden voor alle sectoren van de economie gedurende de hele pandemie, waardoor economische bedrijvigheid werd ondersteund en prijsstabiliteit op de middellange termijn werd gewaarborgd. De onderling versterkende effecten van het begrotings- en het monetair beleid zijn van cruciaal belang geweest om de gevolgen van de crisis op te vangen en het herstel te ondersteunen. Hoewel de financieringsvoorwaarden de komende jaren accommoderend zouden moeten blijven, beperken de lage rentestand en de recente stijging van de inflatie de mogelijkheid van verdere versoepeling van het monetair beleid. Het begrotingsbeleid moet daardoor wellicht een stabiliserende rol blijven spelen als er neerwaartse risico's ontstaan, terwijl met een prudent begrotingsbeleid in normale tijden vertrouwen wordt geschapen in de doeltreffendheid van begrotingsbeleid in tijden van crisis.

Het voorkomen en corrigeren van macro-economische onevenwichtigheden blijft van essentieel belang. Ten eerste kan een zwak economisch herstel leiden tot een piek in faillissementen van ondernemingen, waardoor banen verloren gaan, alsook tot meer verzoeken om crisisgerelateerde garanties voor bedrijfsleningen en een vermindering van investeringen. Ten tweede zouden ongunstige economische ontwikkelingen de koppelingen tussen overheden en banken kunnen versterken. Ten derde zouden de stijgende activa- en huizenprijzen de kwetsbaarheid van huishoudens kunnen vergroten als gevolg van onhoudbare stijgingen van de activaprijzen.⁽⁹⁾ Deze risico's kunnen de houdbaarheid van de overheidsschuld negatief beïnvloeden en de ruimte voor het begrotingsbeleid beperken om op toekomstige uitdagingen te reageren. Het wegwerken van kwetsbaarheden zal ook helpen het herstel te consolideren en de groei op lange termijn te versterken. Meer vergelijkbare economische structuren en meer gesynchroniseerde bedrijfscycli zullen bijdragen tot een grotere doeltreffendheid van het gemeenschappelijk monetair beleid.

Om het hoge niveau van zowel de overheids- als de particuliere schuld terug te dringen, is het van cruciaal belang dat het herstel zich ontwikkelt tot een duurzame expansie, waarvoor productieve investeringen nodig zijn. Dit is afhankelijk van een ondersteunende beleidskoers tijdens het herstel en een tijdige intrekking van de buitengewone beleidsondersteuning die tijdens de crisis is geboden. Een krachtige expansie hangt af van het stimuleren van de economische fundamentals, waarvoor passende hervormingen en investeringen nodig zijn. Dit is des te belangrijker omdat er in een aantal landen sprake is van hoge publieke en particuliere schulden en een relatief lage bbp-groei. Dat maakt het moeilijker hun schuldenlast terug te dringen en vereist een geloofwaardige terugkeer naar prudente posities op middellange termijn wanneer de economische omstandigheden dat toelaten.

In het licht van de onderlinge verbondenheid tussen de economieën van de eurozone is een juiste combinatie van macro-economisch beleid onder de lidstaten nodig om het herstel te ondersteunen en tegelijkertijd onevenwichtigheden te corrigeren en opkomende risico's aan te pakken. Een economische expansie in de nettocrediteurlanden van de eurozone, onder meer door middel van gunstige vraagomstandigheden, zou niet alleen ten goede komen aan die landen zelf, maar ook aan de nettodebiteurlanden, aangezien een hogere groei in de eurozone bevorderlijk is voor groei en schuldafbouw en voor de verbetering van de externe posities in laatstgenoemde landen. Een intrekking van de buitengewone beleidsondersteuning die tijdens de crisis werd geboden ten behoeve van de aanpassingsbehoeften, zou in dat opzicht helpen. Significante en duurzame verbeteringen op het gebied van productiviteit en concurrentievermogen in de nettodebiteurlanden zouden ook bijdragen tot een herstel van het externe evenwicht en tot een verlichting van de schuldenlast. 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

⁽⁹⁾ Europese Commissie (2020), "[Impact of macroeconomic developments on fiscal outcomes.](#)" *Report on Public Finances in EMU*, Institutional Paper 133, deel III.

de veerkracht te versterken, onder meer door onevenwichtigheden en nieuwe risico's aan te pakken. Het is van cruciaal belang dat de financiering van Next Generation EU volledig wordt gebruikt en naar de meest productieve bestemmingen gaat. Dat zou de economische impact van de middelen versterken en een buitensporige groei voorkomen van niet-verhandelbare activiteiten en externe onevenwichtigheden in landen waar de instroom van EU-middelen een groot deel van het bbp uitmaakt.

Door een investeringsrijk herstel te bevorderen en veerkracht te versterken, zal de doeltreffende uitvoering van hervormingen en investering in het kader van de faciliteit voor herstel en veerkracht bijdragen tot macro-economische stabiliteit. Met de doeltreffende uitvoering van de plannen voor herstel en veerkracht zal de economie van de EU duurzamer, inclusiever, veerkrachtiger worden en beter voorbereid zijn op de dubbele transitie. Dit zal ook helpen het risico op verschillen binnen de EU te beperken, aangezien de subsidies in het kader van de faciliteit voor herstel en veerkracht gericht zijn op lidstaten die een lager bbp per hoofd van de bevolking hebben en het zwaarst zijn getroffen door de COVID-19-crisis. Door de potentiële groei te ondersteunen, kan met de uitvoering van de plannen voor herstel en veerkracht de houdbaarheid van de schuld worden verbeterd, met name in lidstaten met de hoogste begrotingsrisico's en te hoge particuliere schulden. Bovendien zullen, in tegenstelling tot de jaren na de wereldwijde financiële crisis, hogere overheidsinvesteringen het herstel na de pandemie ondersteunen. Met subsidies in het kader van de faciliteit voor herstel en veerkracht kunnen investeringsprojecten van hoge kwaliteit worden gefinancierd en worden productiviteitsverhogende hervormingen mogelijk gemaakt, zonder dat dit leidt tot hogere nationale tekorten en schuldquoten. Deze subsidies en andere bronnen van EU-financiering zullen in 2021 en 2022 naar schatting de overheidsinvesteringen in de lidstaten met gemiddeld ongeveer 0,5 % van het bbp per jaar stimuleren.

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

2.1. EEN MOMENTOPNAME VAN DE RESULTATEN VAN HET SCOREBORD

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 drempelwaarden op de volgende terreinen: externe posities, concurrentievermogen, schuldpositie van de particuliere en overheidssector, woningmarkt, banksector en werkgelegenheid. Het steunt op 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) bestaat de rol van de Commissie erin de scorebordwaarden economisch te interpreteren, waardoor een beter inzicht in de algemene economische context mogelijk wordt en rekening wordt gehouden met landspecifieke overwegingen; de scorebordindicatoren mogen niet mechanisch worden gelezen.⁽¹⁰⁾ Een reeks van 28 aanvullende indicatoren vervolledigt de interpretatie van het scorebord.

Daarnaast worden in dit verslag prognoses, actuele voorspellingen (nowcasts) en hoogfrequente gegevens gebruikt om de mogelijke ontwikkeling van risico's voor de macro-economische stabiliteit beter te kunnen meten. Het officiële scorebord van het waarschuwingsmechanismeverslag bevat gegevens tot en met 2020. Gezien de grote onzekerheid over de volledige impact van de COVID-19-crisis bevat dit verslag een toekomstgerichte beoordeling van de mogelijke gevolgen van de crisis voor de macro-economische stabiliteit en de ontwikkeling van bestaande macro-economische onevenwichtigheden. Dat is in overeenstemming met de gevolgde aanpak in het waarschuwingsmechanismeverslag dat in november 2020 is gepubliceerd. De waarden van de scorebordvariabelen voor 2021 en de daaropvolgende jaren zijn geraamd aan de hand van prognosegegevens van de Commissie en de nowcasts zijn gebaseerd op gegevens binnen het jaar (zie bijlage 1 voor details). Deze prognoses gaan gepaard met aanzienlijke onzekerheid en het is noodzakelijk hiermee rekening te houden om de beginselen van transparantie inzake analyse en gebruikte gegevens na te leven en voorzichtigheid ten aanzien van de conclusies aan de dag te leggen. Daarnaast wordt bij de beoordeling van het waarschuwingsmechanismeverslag, net als in voorgaande jaren, rekening gehouden met inzichten uit beoordelingskaders, bevindingen in bestaande diepgaande evaluaties en relevante analyses.

Uit de scorebordgegevens blijkt dat de recente correctie van de voorraadonevenwichtigheden is onderbroken door de COVID-19-crisis, terwijl de oververhittingsrisico's, voornamelijk in verband met de woningmarkten, wellicht groter zijn geworden. Uit de telling van waarden boven de drempels in het scorebord van het waarschuwingsmechanismeverslag in de loop der jaren blijkt het volgende (grafiek 2.1.1):

- De economische expansie tussen 2013 en 2019 hielp de schuldquoten van de particuliere sector en de overheid terug te dringen, wat tot 2019 tot uiting kwam in een dalend aantal lidstaten met een schuldquote boven de drempelwaarden. De COVID-19-crisis heeft deze daling onderbroken en meer landen tonen resultaten, of zullen dat naar verwachting doen, voor de particuliere en de overheidsschuld die boven de drempelwaarden liggen.

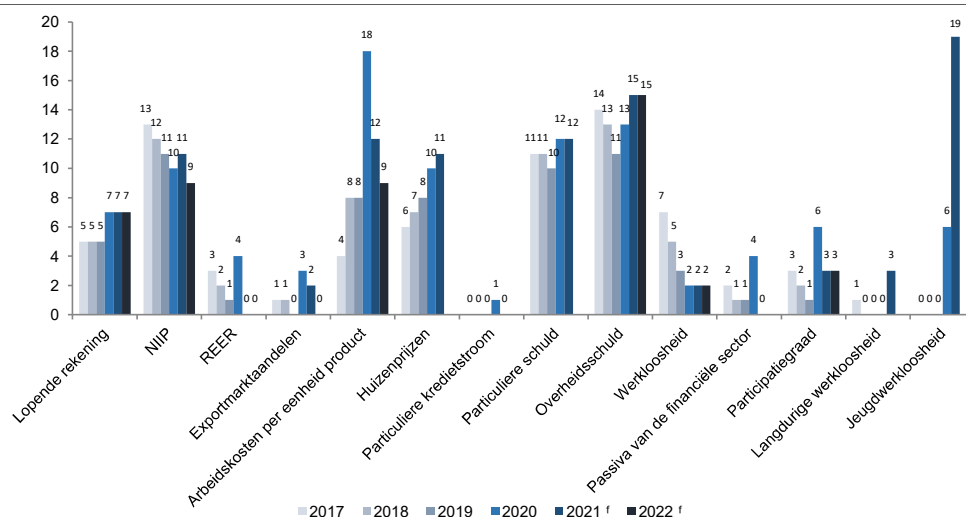
⁽¹⁰⁾ Over de rechtvaardiging die ten grondslag ligt aan de structuur van het scorebord van het waarschuwingsmechanismeverslag en de interpretatie daarvan, zie Europese Commissie (2016) "The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: an Overview", European Economy, Institutional Paper 039, november 2016.

- Hogere huizenprijzen hebben de afgelopen jaren geleid tot een groeiend aantal landen dat de betrokken drempels overschrijdt. Dit patroon werd duidelijker zichtbaar in 2020, toen meer landen de drempel overschreden.
- De groei van de arbeidskosten per eenheid product (ULC) (op basis van cumulatieve veranderingen over 3 jaar) lag in een aantal gevallen vóór de COVID-19-crisis boven de drempels en de arbeidskosten per eenheid product bleven in 2020 sterk stijgen. Dit was vooral het gevolg van het mechanische effect van een veel lagere productiviteit, die te wijten was aan een verminderde activiteit bij een hoge mate van arbeidsoppotting. De ULC-groei zal naar verwachting vertragen naarmate de nominale productiviteit dankzij het herstel weer opleeft. In 2020 werden de drempelwaarden van de reële effectieve wisselkoers en het exportmarktaandeel vaker overschreden, maar dit zal naar verwachting relatief snel eindigen.
- Een groot aantal lidstaten heeft lopende rekeningen (op basis van driejaarsgemiddelden) die de boven- of onderdrempels blijven overschrijden. De laatste jaren zijn er meer landen met overschotten op de lopende rekening die boven de bovengrens liggen, dan landen met tekorten die onder de ondergrens liggen. De COVID-19-crisis heeft de patronen van de lopende rekening niet fundamenteel veranderd, hoewel nog enkele andere landen de drempels marginaal hebben overschreden. ⁽¹⁾ Verwacht wordt dat het herstel ertoe zal bijdragen dat het aantal gevallen van zeer negatieve netto internationale investeringsposities in termen van bbp afneemt, wat zou neerkomen op een hervatting van de prepandemische trend van verbetering van de externe posities.
- De crisis brengt gevolgen voor de arbeidsmarkt met zich mee. Hoewel de werkloosheidscijfers over het geheel genomen beperkt zijn gebleven, daalde de arbeidsparticipatie en overschreed zij de respectieve drempel in enkele lidstaten doordat meer mensen de arbeidsmarkt verlaten, en blijft zij ook achter ten opzichte van de beperktere stijgingen van de nominale werkloosheidscijfers. De langdurige werkloosheid en met name de jeugdwerkloosheid tonen hun gebruikelijke hoge gevoeligheid voor veranderingen op de arbeidsmarkt.

In het resterende deel van het waarschuwingsmechanismeverslag wordt aandacht besteed aan deze en andere daarmee verband houdende kwesties.

⁽¹⁾ De toename van het aantal lidstaten waarvan de lopende rekeningen in de jaren 2019 en 2020 gegevens vertonen die buiten de drempels vallen zoals weergegeven in grafiek 2.1.1, is grotendeels toe te schrijven aan bijstellingen van de gegevens.

Grafiek 2.1.1: Aantal landen dat scorebordvariabelen boven drempel vertoont



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 gevolgd aanpak bij de prognoses van de scorebordindicatoren in 2021 en 2022, zie bijlage 1. Voor de volgende indicatoren worden alleen voor 2021 prognoses gegeven: huizenprijzen, particuliere kredietstroom, particuliere schuld, passiva van de financiële sector, langdurige werkloosheid, jeugdwerkloosheid.

Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie (zie bijlage 1)

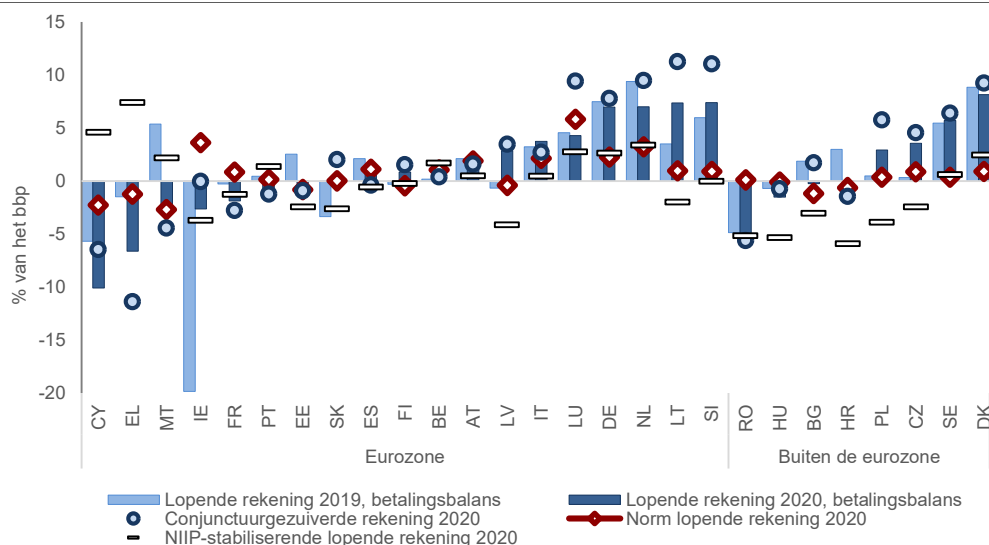
2.2. EXTERNE SECTOR EN CONCURRENTIEVERMOGEN

2.2.1. EXTERNE SECTOR

De lopende rekeningen van verschillende lidstaten met grote hoeveelheden externe passiva werden negatief beïnvloed door de COVID-19-crisis, terwijl de overschotten op de lopende rekening van verschillende landen groot bleven. In de EU hebben de saldi op de lopende rekening zich in de loop van 2020 op uiteenlopende wijze ontwikkeld, waarbij landen die sterk afhankelijk zijn van de uitvoer van reisdiensten, hun lopende rekeningen ernstig zagen verslechteren. Hiertoe behoorden Cyprus, Griekenland, Kroatië en Malta, en in mindere mate Portugal en Spanje (grafiek 2.2.1). Met uitzondering van Malta was er in al deze landen vóór de COVID-19-crisis sprake van grote hoeveelheden externe passiva. Omgekeerd zijn in Letland, Litouwen, Polen en Tsjechië aanzienlijke verbeteringen van de lopende rekeningen waargenomen, voornamelijk als gevolg van hogere handelssaldi, maar ook als gevolg van stijgende saldi van inkomens uit investeringen, bij een daling van inkomens afkomstig van buitenlandse beleggers tijdens de crisis. Tijdens de pandemie zijn de grote overschotten op de lopende rekening afgenomen in Denemarken, Duitsland en met name Nederland, maar zij blijven aanzienlijk. In Slovenië nam het overschot op de lopende rekening verder toe. Door de lagere energieprijzen in 2020 zijn de lopende rekeningen van bijna alle lidstaten gestegen.

Hoewel de veranderingen van het externe saldo grotendeels beperkt en tijdelijk bleven gezien de omvang van de economische schok, is er sprake van een grote verschuiving in de sectorale bijdragen aan de externe stromen van de EU-landen. Huishoudens hebben uit voorzorg en vanwege de beperkte consumptiemogelijkheden meer gespaard, terwijl ondernemingen hun investeringen doorgaans verminderden bij onzekerheid, wat leidde tot stijgingen van het vorderingenoverschot/-tekort van de particuliere sector (grafiek 2.2.3 a, b en c). Omgekeerd namen regeringen maatregelen om de economie tijdens de crisis te ondersteunen terwijl zij tegelijkertijd te kampen hadden met lagere inkomsten, wat leidde tot een aanzienlijk vorderingentekort van de overheid in alle EU-landen. De grote sectorale schommelingen compenseerden elkaar grotendeels en leidden dus niet tot grote veranderingen van de totale vorderingenoverschotten/-tekorten in de meeste lidstaten.

Grafiek 2.2.1: Saldi op lopende rekening en benchmarks in 2019 en 2020



Opmerking: de landen zijn gerangschikt volgens het saldo op de lopende rekening in 2020. Lopenderekeningnormen: zie voetnoot 12. Conjunctuurgezuiverde saldi op de lopende rekening: zie voetnoot 15. 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.

Bron: Eurostat en berekeningen diensten van de Commissie.

De lopende rekeningen van drie lidstaten lagen in 2020 onder de onderdrempel van het PMO-scorebord, die het driejaarsgemiddelde weergeeft. Het grote tekort op de lopende rekening van Cyprus bleef in 2020 verslechteren tot -10,1 % van het bbp, voornamelijk als gevolg van het verminderde internationale toerisme, maar ook als gevolg van een stijgend tekort op de primaire inkomensbalans. Het driejaarsgemiddelde daalde verder onder de PMO-drempel. De lopende rekening ligt zowel onder de norm als onder het niveau dat vereist is om de NIIP de komende 10 jaar op de prudentiële benchmark te brengen. ⁽¹²⁾ ⁽¹³⁾ De lopende rekening van Roemenië handhaafde zijn gestage neerwaartse trend doordat het een marginale daling van -5 % van het bbp onderging, waardoor het verschil licht toenam ten opzichte van de betreffende norm. Terwijl de lopende rekening van Ierland in 2020 overeenkwam met -2,7 % van het bbp, kwam het driejaarsgemiddelde uit op bijna -6 %, wat te wijten was aan een uitzonderlijk groot tekort in 2019. ⁽¹⁴⁾

In 2020 hadden vier lidstaten overschotten op de lopende rekening die de bovendrempel van de PMO overschreden. Dit is al bijna een decennium het geval voor Denemarken, Duitsland en Nederland. De overschotten in Denemarken en Duitsland bedroegen in 2020 respectievelijk 8,1 % en 6,9 % van het bbp, een daling ten opzichte van 2019, en het overschot van Nederland daalde van 9,4 % tot 7 % van het bbp, mede als gevolg van de activiteiten van multinationale ondernemingen. Terwijl het Deense overschot als gevolg van een lager handelsoverschot afnam, waren de dalingen in Duitsland en Nederland voornamelijk het gevolg van lagere inkomens uit investeringen. Het hoge overschot in Slovenië nam tijdens de crisis toe van 6 % tot 7,4 % van het bbp, bij hogere handels- en primaire inkomenssaldi. De overschotten in alle vier de landen bleven aanzienlijk hoger dan hun respectieve lopenderekeningnormen en benchmark voor de lopende rekening die de NIIP stabiliseert.

⁽¹²⁾ 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.

⁽¹³⁾ 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 de prudentiële drempels voor de NIIP, zie A. Turrini en S. Zeugner (2019), “Benchmarks for Net International Investment Positions”, European Economy, Discussion Paper 097/2019.

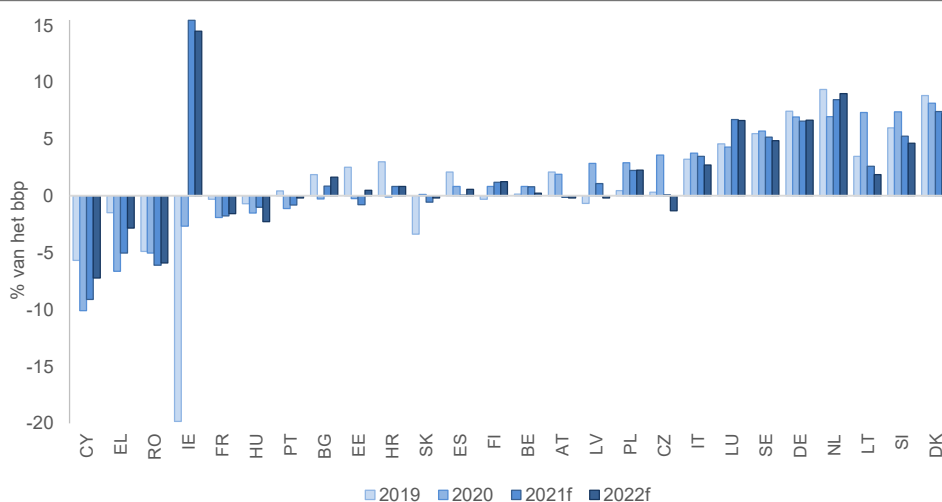
⁽¹⁴⁾ In 2019 bedroeg het tekort op de lopende rekening -19,9 % van het bbp. De grote volatiliteit van de gegevens van de externe sector voor Ierland houdt nauw verband met de activiteiten van multinationale ondernemingen.

De lopende rekeningen van de meeste andere EU-landen overtroffen in 2020 de door de fundamentals aangegeven landspecifieke niveaus, met enkele opmerkelijke uitzonderingen. Zowel de nominale als de conjunctuurgezuiverde lopende rekeningen lagen in de meeste lidstaten boven of dicht bij de door de fundamentals gerechtvaardigde lopende rekening, alsook boven de lopende rekeningen die de NIIP stabiliseren (grafiek 2.2.1). ⁽¹⁵⁾ Opmerkelijke uitzonderingen waren Griekenland en Portugal, met lopende rekeningen onder zowel de norm als de balans die nodig is om de prudentiële NIIP over een periode van 10 jaar te bereiken. Voor beide landen, en met name voor Griekenland, heeft de COVID-19-crisis geleid tot een aanzienlijke daling van hun lopende rekeningen, die de afgelopen jaren aanzienlijk waren versterkt.

Volgens de prognoses zullen de tekorten op de lopende rekening van landen met een aanzienlijk grensoverschrijdend toerisme in 2021 en 2022 langzaam verbeteren, terwijl de grootse overschotten in de meeste, maar niet in alle gevallen, licht zullen afnemen (grafiek 2.2.2). In de toekomst wordt een geleidelijk herstel van het internationale reizigersverkeer verwacht, dat echter ongelijkmatig zou kunnen zijn en gedurende de prognoseperiode onvoltooid zou kunnen blijven (zie kader 1 over toerisme). Het zal bijdragen aan verbeteringen in de lopende rekeningen van landen die sterk afhankelijk zijn van de uitvoer van toerisme, met name Cyprus, Griekenland en Kroatië. Het grote tekort op de lopende rekening van Cyprus zal naar verwachting echter slechts langzaam verbeteren. Verwacht wordt dat de lopende rekening van Roemenië verder verslechtert. Omgekeerd zal de volatiele lopende rekening van Ierland gedurende de prognoseperiode naar verwachting grote overschotten vertonen. De prognoses zijn dat de grote overschotten van Denemarken, Duitsland en Slovenië afnemen, zij het slechts zeer licht in het geval van Duitsland, terwijl het overschot van Nederland zich tegen 2022 naar verwachting zal herstellen en bijna het niveau van 2019 zal bereiken.

Vanuit het oogpunt van besparingen en investeringen zal de bijdrage van verschillende sectoren aan externe posities in de meeste lidstaten naar verwachting niet significant veranderen. Terwijl er

Grafiek 2.2.2: Ontwikkeling van saldi op lopende rekening



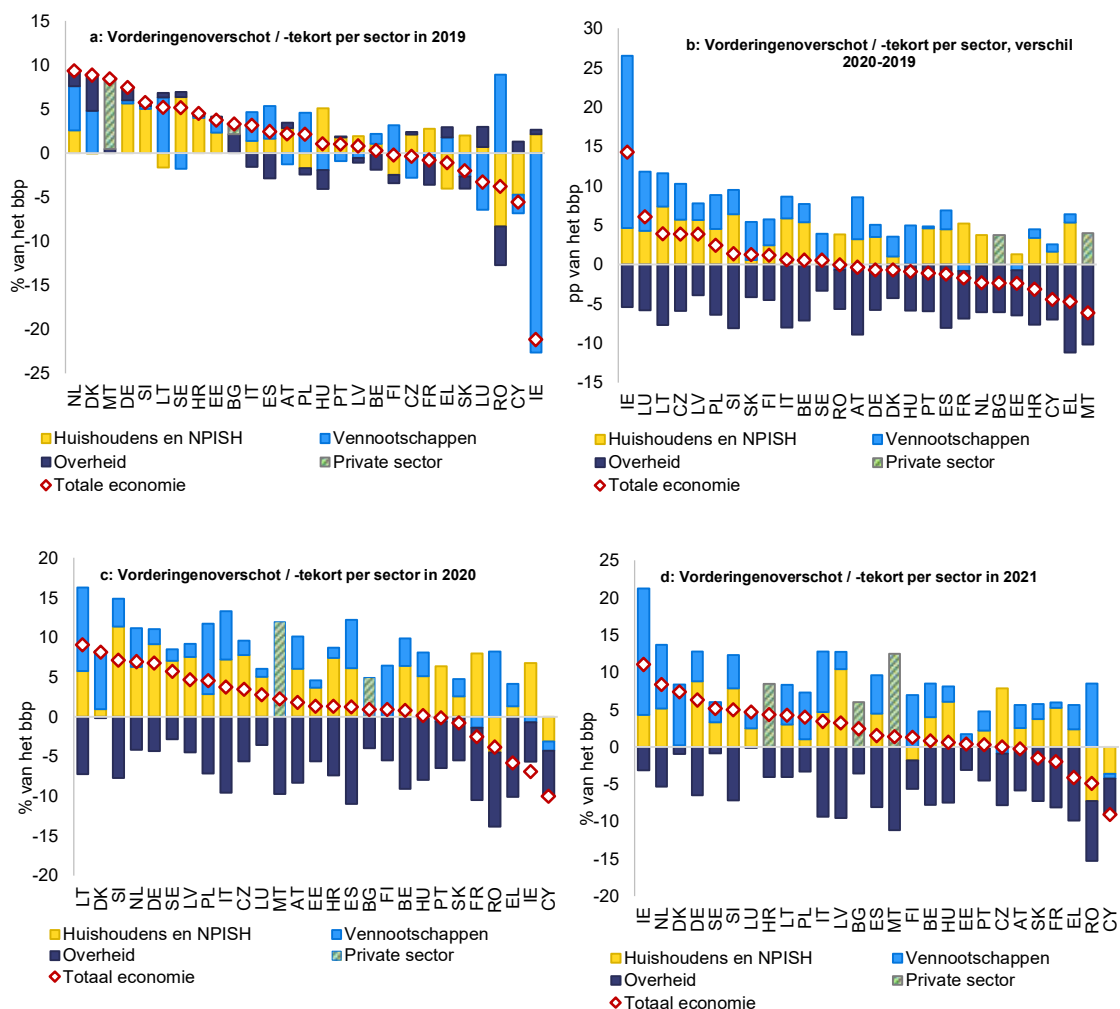
Opmerking: de landen worden genoemd in oplopende volgorde van het saldo op de lopende rekening in 2020.

Bron: Eurostat, economische najaarsprognose 2021 van de Europese Commissie en berekeningen van de diensten van de Commissie.

volgens de prognoses in de particuliere sectoren vooral een vorderingenoverschot zal blijven, zal er in 2021 bij overheden een vorderingstekort blijven (grafiek 2.2.3 d). Binnen de particuliere sectoren wordt verwacht dat het vorderingenoverschot van ondernemingen in de meeste lidstaten zal stijgen, terwijl dat van de huishoudens licht zal dalen. Er wordt verwacht dat het vorderingstekort van de overheden gemiddeld licht zal afnemen. Binnen de overheidssector zal het vorderingstekort van lidstaten met een hoog overschot op de lopende rekening gevolgen hebben voor hun externe positie.

⁽¹⁵⁾ 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.

Grafiek 2.2.3: Vorderingenoverschot/-tekort per sector tussen 2019 en 2021

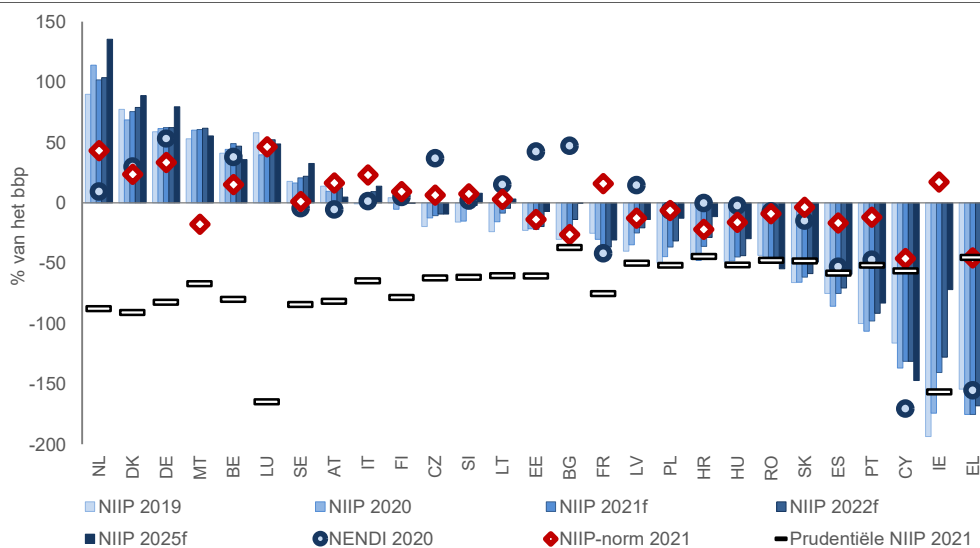


Bron: Ameco en economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie.

In 2020 verslechterden de netto internationale investeringsposities (NIIP) in de meeste grote nettodebiteurlanden, terwijl deze vooral verbeterden in landen met sterk positieve posities. Nadat NIIP's in 2019 in alle EU-landen op vier na waren toegenomen, waren er in 2020 aanzienlijke verschillen tussen de landen wat de ontwikkeling van NIIP's betreft, waarbij deze in bijna de helft van de lidstaten daalden. In 2020 lieten tien lidstaten NIIP's zien die onder de scoreborddrempel van -35 % van het bbp lagen, dit is één lidstaat minder dan in 2019. In al die gevallen wordt verwacht dat hun posities in 2021 lager blijven dan de door de fundamentals aangegeven NIIP's, en in zes daarvan worden de NIIP's geraamd op niveaus die onder de prudentiële drempels liggen (grafiek 2.2.4).⁽¹⁶⁾ Sterk negatieve NIIP's zullen naar verwachting vooral verbeteren. Op de middellange termijn zullen drie lidstaten met een NIIP onder de -35 %-score in 2020 deze naar verwachting overschrijden. Sterk positieve NIIP's zullen naar verwachting verder toenemen of grotendeels stabiel blijven.

⁽¹⁶⁾ NIIP's die in overeenstemming zijn met de fundamentals (NIIP-normen), worden verkregen als de cumulatie in de tijd van de waarden van de lopenderekeningnormen (zie ook voetnoot 12). 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.

Grafiek 2.2.4: Netto internationale investeringsposities (NIIP) 2019-2022, 2025, en benchmarks in 2021



Opmerking: de landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van NIIP-quote in 2020. De NENDI is de NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico. Voor de begrippen prudentiële drempel van de NIIP en NIIP-norm, zie voetnoten 13 en 16. De NENDI's voor IE, LU en MT liggen buiten de schaal.

Bron: Eurostat en berekeningen van de diensten van de Commissie (zie ook bijlage 1).

De lidstaten met de sterkste negatieve NIIP's hebben in 2020 de sterkste dalingen vertoond, maar het herstel zal naar verwachting in de meeste gevallen verbeteringen mogelijk maken. Cyprus, Griekenland, Ierland en Portugal hebben NIIP's onder -100 % van het bbp en onder de op fundamentals gebaseerde en prudentiële benchmarks. Zij worden gevolgd door Spanje met een NIIP van ongeveer -85 % van het bbp. Met uitzondering van Ierland vertoonden deze lidstaten een sterke verslechtering van hun positie, die in het geval van Cyprus en Griekenland ongeveer 20 procentpunten van het bbp bedroeg. De belangrijkste oorzaken hiervan waren de daling van het nominale bbp, met name in Griekenland, en de grote tekorten op de lopende rekening, vooral in Cyprus. In Ierland en in Cyprus weerspiegelen de NIIP-niveaus in grote mate de grensoverschrijdende financiële betrekkingen van multinationale ondernemingen en special purpose entity's. In alle vijf landen is sprake van een relatief sterk negatieve NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico (NENDI), d.w.z. een groot aandeel van nettoschuldpassiva in hun externe positie.⁽¹⁷⁾ De meeste externe passiva van Griekenland bestaan uit overheidsschuld tegen gunstige voorwaarden. De houdbaarheid van de externe positie van sommige lidstaten met sterk negatieve NIIP's zal worden ondersteund door, soms aanzienlijke, instromen van subsidies in het kader van de faciliteit voor herstel en veerkracht, naast EU-overdrachten in het kader van het meerjarig financieel kader (MFK). Toch wijzen de huidige prognoses op een stagnatie van de NIIP van Cyprus, ook op middellange termijn. Omgekeerd zouden de NIIP's van andere landen met sterk negatieve NIIP's tegen 2022 en op middellange termijn geleidelijk moeten verbeteren, dankzij de sterke bbp-groei en verbeterde lopende rekeningen, waarbij wordt verwacht dat de vooruitgang uitzonderlijk snel zal zijn in Ierland, bij grote voorspelde overschotten op de lopende rekening.

De meeste EU-landen met gematigd negatieve NIIP's hebben in 2020 geen grote veranderingen in hun positie gezien en de prognoses wijzen op verbeteringen in de toekomst voor de meeste lidstaten. Al deze landen, Kroatië, Hongarije, Polen, Roemenië en Slowakije, zullen naar verwachting in 2021 hun NIIP's onder de op de fundamentals gebaseerde benchmarks hebben, maar alleen de NIIP's van de twee laatstgenoemde lidstaten worden verwacht niveaus onder de prudentiële drempels te bereiken. De NIIP's van al deze lidstaten en van andere Midden- en Oost-Europese landen en Baltische landen worden gekenmerkt door grote hoeveelheden inkomende buitenlandse directe investeringen en NENDI's die veel gunstiger zijn dan hun NIIP's. Bovendien zijn deze landen relatief grote ontvangers van EU-overdrachten

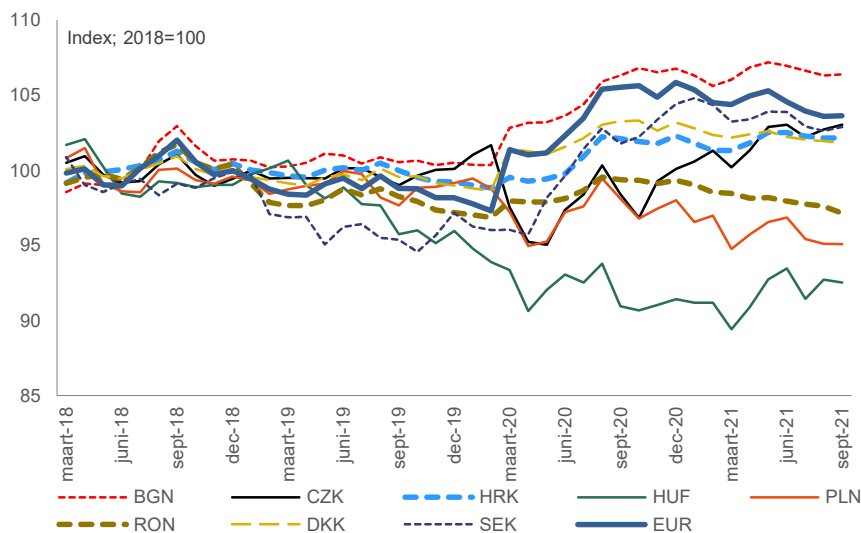
⁽¹⁷⁾ NENDI is een subset van de NIIP die zuiver aan aandelen verbonden componenten buiten beschouwing laat, namelijk buitenlandse directe investeringen (BDI) in deelnemingen en aandelen alsook bedrijfsinterne grensoverschrijdende BDI-schuld. NENDI is de NIIP exclusief instrumenten waaraan geen wanbetalingsrisico verbonden is. Zie ook de technische nota van de Commissie, "Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", Technical note; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en

in het kader van het MFK, die hun externe positie op niet te verwaarlozen wijze ondersteunen. De subsidies in het kader van de faciliteit voor herstel en veerkracht die deze overdrachten in het kader van het MFK aanvullen, vormen een verdere ondersteuning van verhogingen in de NIIP's van de meeste van deze landen. Over het geheel genomen wijzen de prognoses op verbeteringen in de NIIP's van deze landen in de toekomst, met uitzondering van Roemenië, waarvan de positie naar verwachting licht zal verslechteren (grafiek 2.2.4).

Ook binnen de groep lidstaten met sterk positieve NIIP's zijn in 2020 uiteenlopende ontwikkelingen waargenomen. De NIIP's van Nederland, Duitsland, Malta en België namen verder toe als gevolg van de aanhoudende grote overschotten op de lopende rekening in de eerste twee landen, en in alle vier de landen mede dankzij de daling van het nominale bbp. Met name in Nederland, maar ook in Malta, werden ook sterk positieve waarderingseffecten waargenomen. Omgekeerd belemmerden negatieve waarderingsmutaties de stijging van de Duitse NIIP. De sterk positieve NIIP's van Denemarken en Luxemburg namen af tegen een achtergrond van negatieve waarderingsmutaties, ondanks sterke overschotten op de lopende rekeningen van de laatste twee landen.

De externe financieringsvoorwaarden kunnen in de toekomst strenger worden, wat gevolgen kan hebben voor bepaalde landen buiten de eurozone. Bij het uitbreken van de COVID-19-crisis waren de spanningen op de mondiale financiële markten voelbaar in verscheidene landen buiten de eurozone. Op dat moment stonden de valuta's van enkele lidstaten buiten de eurozone, met name de Hongaarse forint, onder druk en daalden ze in maart en april 2020, waarna zij zich reeds in mei herstelden en stabiliseerden (grafiek 2.2.5) naarmate het risicosentiment wereldwijd verbeterde en de kapitaalstromen zich stabiliseerden. Een hernieuwde volatiliteit van kapitaalstromen of aanscherping van externe financieringsvoorwaarden kan niet worden uitgesloten in de toekomst, deels in afwachting van monetaire verstrenging in de VS en andere geavanceerde economieën. In dit verband zijn de landen buiten de eurozone waarvoor een groot vorderingenoverschot wordt verwacht, minder blootgesteld aan risico's op het gebied van externe (her-)financiering indien deze zich opnieuw zouden voordoen, evenals lidstaten met aanzienlijke deviezenreserves. De behoeften aan externe financiering van zowel de particuliere als de overheidssector spelen in deze context ook een rol (zie deel 2.4 over de overheidssector).

Grafiek 2.2.5: Nominale effectieve wisselkoersen (NEER)



Bron: Europese Commissie

2.2.2. CONCURRENTIEVERMOGEN

De loonkosten per eenheid product stegen in de EU als gevolg van de duidelijke tijdelijke daling van de nominale arbeidsproductiviteit tijdens de COVID-19-crisis. Het scorebord laat een groei van de loonkosten per eenheid product zien, gebaseerd op de cumulatieve groei over de drie jaar tot en met 2020, die in 18 lidstaten de drempelwaarde overschrijdt; een jaar geleden was dit in acht landen het geval.

Vóór 2020 waren er in sommige landen tekenen van potentiële oververhittingsdruk, waaronder Bulgarije, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Luxemburg, Malta, Roemenië, Slowakije en Tsjechië. In 2020 versnelde de groei van de loonkosten per eenheid product in 22 lidstaten. Deze uitzonderlijke groei van de loonkosten per eenheid product zal naar verwachting echter in veel landen in 2021 en 2022 gedeeltelijk worden omgeboogen, bij een over het algemeen grotere volatiliteit van de loonkosten per eenheid product.

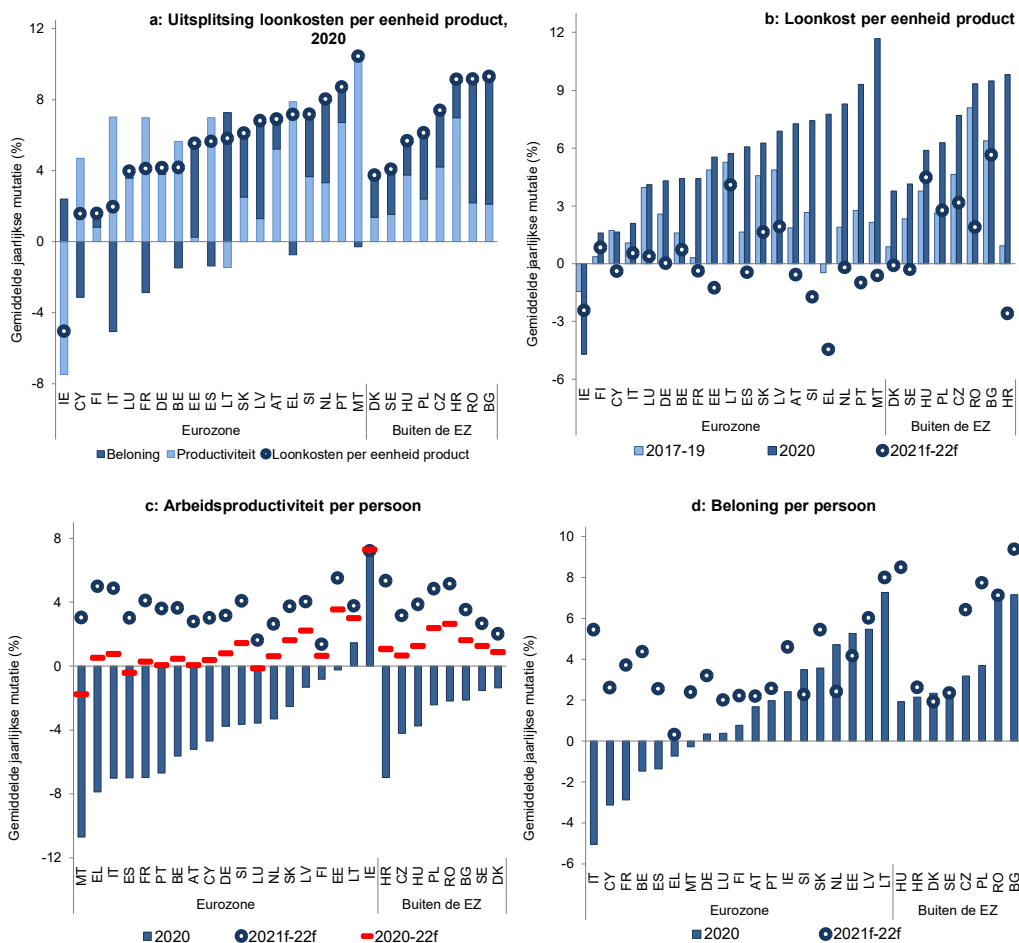
Door de gevolgen van de COVID-19-pandemie en de structurele wijvingen die bij het herstel ontstaan, zijn veranderingen in het kostenconcurrentievermogen moeilijk te beoordelen. De sterke versnelling van de groei van de loonkosten per eenheid product in 2020 en de verwachte gedeeltelijke omkering ervan in de meeste landen in 2021 en 2022 wordt gedomineerd door een statistisch effect als gevolg van grootschalig hamsteren van arbeid en de daaropvolgende daling van de nominale productiviteit per hoofd van de bevolking (grafiek 2.2.6). Dit werd veroorzaakt door de overheidssteun aan regelingen voor het behoud van banen, voornamelijk in de vorm van tijdelijk uitgebreide werktijdverkortingsregelingen, waardoor een vermindering van het aantal gewerkte uren werd bevorderd en het werkgelegenheidsniveau niet werd beïnvloed. De combinatie van een slappe arbeidsmarkt en tekorten aan vaardigheden wijst op volatiliteit en onzekerheid over de ontwikkelingen in de loonkosten per eenheid product in de toekomst. Deze houden verband met problemen in de toeleveringsketen en wijvingen door het ongelijke economisch herstel, alsook met de versnelde digitale transformatie en structurele veranderingen op de langere termijn. Aangezien de afgelopen jaren in veel landen een sterke groei van de loonkosten per eenheid product te zien is, blijft het verlies aan kostenconcurrentievermogen een risico waar op moet worden gelet, met name om zicht te krijgen op de mate waarin de in 2020 genoteerde verliezen tijdens het herstel kunnen worden goedge maakt. Beleidsmaatregelen ter bevordering van het concurrentievermogen en de productiviteit blijven van groot belang voor een duurzaam herstel van de COVID-19-crisis.

De arbeidsproductiviteit is in 2020 in bijna alle EU-landen gedaald, maar zal naar verwachting dit jaar en volgend jaar herstellen (grafiek 2.2.6 c). De input van arbeid nam tijdens de COVID-19-crisis af, vooral als gevolg van de arbeidstijdverkorting, terwijl het aantal werkende personen nauwelijks veranderde, ondersteund door overheidsmaatregelen zoals uitgebreide werktijdverkortingsregelingen; het gebruik daarvan is tijdens het herstel aanzienlijk afgenomen. Bijgevolg daalde in de meeste landen de arbeidsproductiviteit op basis van het aantal werknemers sterker dan de arbeidsproductiviteit op basis van het aantal gewerkte uren. In 2021 en 2022 wordt verwacht dat de productiviteitscijfers omhoog schieten zodra het herstel inzet en de gevolgen van het hamsteren van arbeid ongedaan worden gemaakt. In 2022 zal de productiviteit per persoon naar verwachting in alle lidstaten boven het niveau van 2019 liggen, behalve in Luxemburg, Malta, Portugal en Spanje.

De loonstijgingen waren in 2020 gematigd, maar zullen in 2021 en 2022 naar verwachting oplopen, in sommige gevallen fors. De loongroei was tijdens de COVID-19-crisis in de meeste EU-landen gematigd (grafiek 2.2.6 d). Er wordt verwacht dat de beloning per werknemer in 2021 en 2022 in Bulgarije, Hongarije, Italië, Letland, Litouwen, Polen, Roemenië, Slowakije en Tsjechië met meer dan 5 % per jaar zal stijgen. Voor België, Estland en Ierland zouden de stijgingen gemiddeld tussen 4 en 5 % moeten liggen. In Bulgarije, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Roemenië, Slowakije en Tsjechië was de aanhoudend hoge loongroei en groei van de loonkosten per eenheid product al vóór de pandemie een punt van zorg, wat vragen oproept over het kostenconcurrentievermogen.

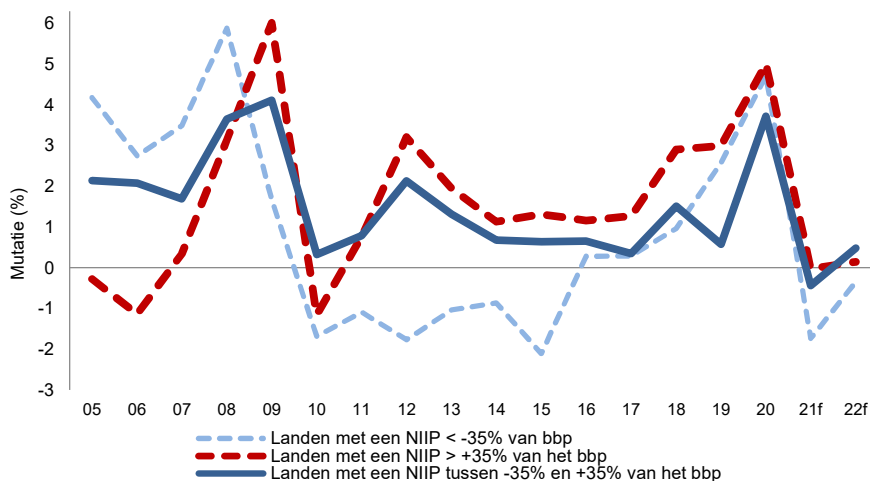
In de eurozone moeten de ontwikkelingen in de loonkosten per eenheid product weer gaan bijdragen tot het herstel van het externe evenwicht als de productiviteitseffecten voorbij zijn. In 2020 was de groei van de loonkosten per eenheid product in sommige nettodebiteurlanden, zoals Griekenland, Portugal en Spanje, sterker, aangezien in deze landen sprake was van een zwaardere recessie en het in aanzienlijke mate hamsteren van arbeid. Tegen 2022 zal de verandering in de groei van de loonkosten per eenheid product weer meer bijdragen tot het herstel van het externe evenwicht, aangezien deze verandering naar verwachting iets kleiner zal zijn in nettodebiteurlanden dan in nettocrediteurlanden (grafiek 2.2.7). De beperktere impact op het herstel van het evenwicht in vergelijking met de tijd vóór de pandemie werd beïnvloed door de aanhoudende impact op de productiviteit, die moet worden aangepakt om de bestaande verschillen weg te werken. Omgekeerd wordt verwacht dat de beloning van werknemers hoger zal zijn in nettocrediteurlanden dan in nettodebiteurlanden.

Grafiek 2.2.6: Groei van de loonkosten per eenheid product, beloning en productiviteit



Opmerking: De groeicijfers over meerdere jaren zijn omgerekend naar jaarcijfers.
Bron: Ameco en economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie.

Grafiek 2.2.7: Groei van de loonkosten per eenheid product in de eurozone



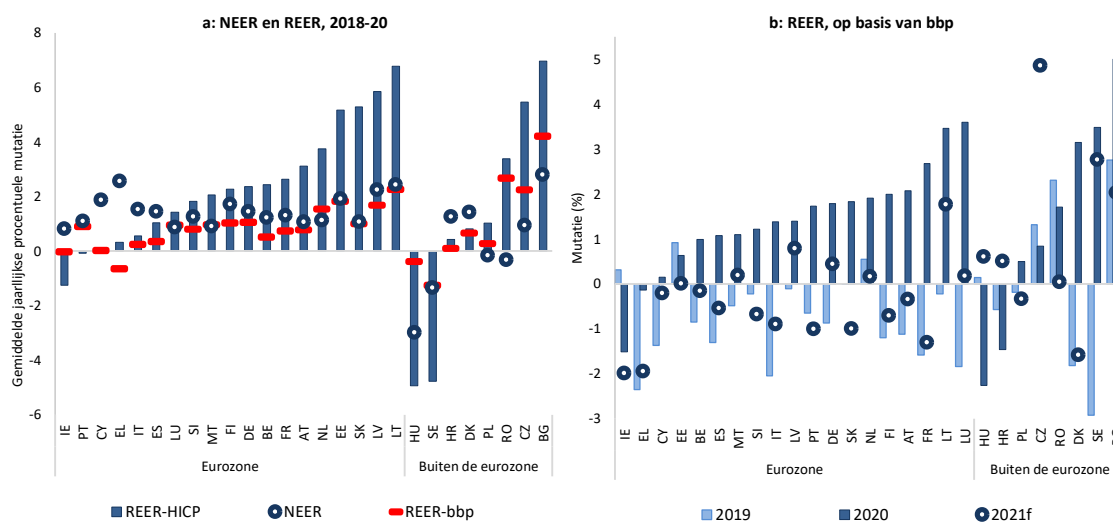
Opmerking: De landen met een NIIP > +35 % van het bbp zijn DE, LU, NL, BE en MT. De landen met een NIIP tussen 35 en -35 % van het bbp zijn FI, EE, IT, LT, FR, SI en AT. De overige landen bevinden zich in de groep met een NIIP < -35 % van het bbp. De onderverdeling van de landen is gebaseerd op de gemiddelde NIIP-waarden voor de periode 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.
Bron: Ameco en economische najaarsprognose 2021 van de Europese Commissie.

De nominale effectieve wisselkoersen zijn in 2020 in de meeste landen gestegen. De sterkste stijgingen werden genoteerd in Bulgarije, Griekenland, Letland, Litouwen en Zweden. Alleen Hongarije, en in mindere mate Tsjechië en Polen, kenden nominale depreciaties. De stijging van de nominale effectieve wisselkoersen weerspiegelt ook de appreciatie van de euro bij het begin van de COVID-19-pandemie en de daarmee gepaard gaande vlucht naar veiligheid. Tot dusver zijn in 2021 de nominale effectieve wisselkoersen in de meeste EU-landen gestegen, zij het in de meeste gevallen meer gematigd dan in 2020.

De op de geharmoniseerde consumentenprijsindex (GICP) gebaseerde reële effectieve wisselkoersen (REER) lieten in 2020 in de meeste lidstaten een gematigde stijging zien, wat voor een deel de nominale appreciaties weerspiegelt. De enige landen waar de op de GICP gebaseerde reële effectieve wisselkoersen daalden, waren Hongarije en Kroatië. De sterkste stijgingen werden genoteerd in Bulgarije, Litouwen en Zweden. Deze gematigde stijging volgt op de depreciatie in de meeste lidstaten in 2019. Voor de toekomst wijst de op de bbp-deflator gebaseerde reële effectieve wisselkoers, waarvoor prognoses voor 2021 beschikbaar zijn, erop dat een gematigde stijging van de reële wisselkoersen kan worden verwacht, met alleen in Bulgarije, Litouwen, Tsjechië en Zweden aanzienlijke stijgingen (grafiek 2.2.8 b).

De ontwikkelingen van de reële effectieve wisselkoersen dragen bij tot het herstel van het externe evenwicht, maar slechts in beperkte mate. Sommige nettocrediteurlanden, waaronder Denemarken, Duitsland, Nederland en Malta, vertoonden in 2020 een appreciatie van de reële effectieve wisselkoers die iets boven het EU-gemiddelde lag. Sommige grote nettodebiteurlanden of landen die zwaarder door de COVID-19-recessie zijn getroffen, zoals , zoals Cyprus, Griekenland, Italië, Kroatië, Portugal of Spanje, boekten enige concurrentievoordelen ten opzichte van die nettocrediteurlanden dankzij de lagere inflatie, zoals blijkt uit de gematigdere ontwikkelingen van de reële effectieve wisselkoersen (grafiek 2.2.8). Deze tendens lijkt ook in 2021 te blijven bestaan, wat erop wijst dat de ontwikkelingen van de reële effectieve wisselkoersen op korte termijn een gematigde bijdrage blijven leveren tot het herstel van het externe evenwicht.

Grafiek 2.2.8: **Dynamiek van nominale en reële effectieve wisselkoersen (NEER en REER)**



Opmerking: De REER en de nominale effectieve wisselkoersen (NEER) worden berekend ten opzichte van 42 handelspartners.
Bron: Ameco en economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie.

De exportmarktaandelen schommelden sterk in 2020 en drie lidstaten noteerden verliezen die de drempelwaarde van het scorebord overschreden. Op basis van de gecumuleerde verandering over vijf jaar werd in Frankrijk, Griekenland en Spanje een aanzienlijk verlies aan exportmarktaandeel opgetekend dat de drempel overschreed. Veel landen noteerden daarentegen ook aanzienlijke winsten; in het geval van Ierland, Litouwen en Polen meer dan 30 %. De exportmarktaandelen schommelden sterk in 2020. Gemiddeld wonnen de EU-landen in 2020 enig exportmarktaandeel, maar met grote verschillen tussen de landen.

Sommige landen met een groot verlies aan exportmarktaandeel in 2020 zullen naar verwachting in de nabije toekomst slechts een deel van het verloren marktaandeel weer herwinnen. Behalve in Estland en Oostenrijk is de afgelopen kwartalen in Bulgarije, Cyprus, Griekenland, Hongarije, Italië, Kroatië, Malta, Portugal en Spanje een einde gekomen aan de scherpe daling van de dienstenbalans in de context van de COVID-19-crisis. De dienstenhandelsbalans van Duitsland blijft een licht overschot vertonen, na een sterke verbetering sinds begin 2020. De goederenhandelsbalans ontwikkelde zich sinds 2019 in verschillende landen gunstiger en compenseerde gedeeltelijk de verslechtering van de dienstenhandelsbalans. Verwacht wordt dat het exportmarktaandeel in 2021 en 2022 vooral in Griekenland, Kroatië en Spanje sterk zal toenemen naarmate het grensoverschrijdend reizigersverkeer zich herstelt, maar niet in alle gevallen genoeg om alle in 2020 geleden verliezen te dekken. Over het geheel genomen zal het exportmarktaandeel voor de periode 2020-2022 naar verwachting het sterkst toenemen in Estland, Ierland, Litouwen, Luxemburg en Polen, en afnemen in Griekenland, Spanje, Frankrijk en Portugal.

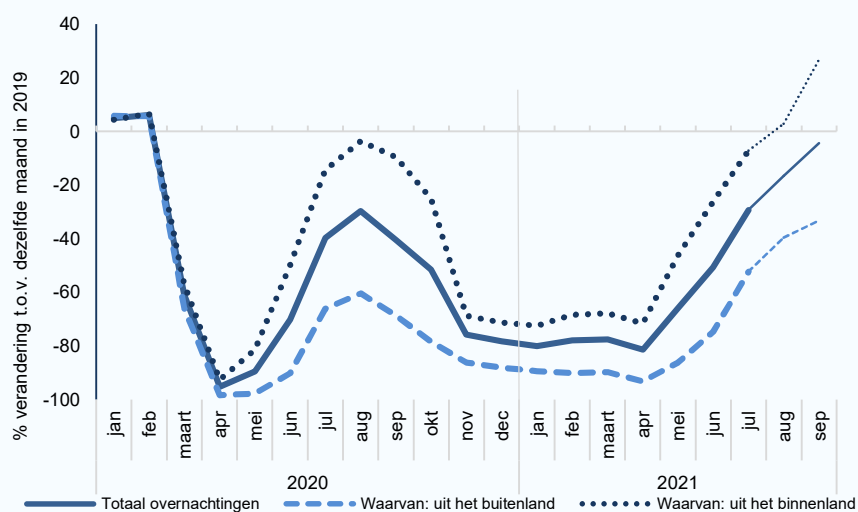
De ontwikkeling van het exportmarktaandeel kan bijdragen tot enig herstel van het externe evenwicht in de toekomst. Landen met grote overschotten op de lopende rekening, waaronder Denemarken, Duitsland en Nederland, zullen in de periode 2020-2022 naar verwachting exportmarktaandeel verliezen. De gegevens voor het tweede kwartaal van 2021 laten nog steeds een overschot op de dienstenbalans zien, uitgedrukt als percentage van het bbp, tegen de achtergrond van de versterking van de goederenhandelsbalans in Duitsland en Nederland. Niettemin zullen deze landen waarschijnlijk een deel van het in de COVID-19-periode gewonnen aandeel op de exportmarkt van diensten kwijtraken naarmate de toeristenstromen zich herstellen.

Kader 1: Toerisme tijdens de COVID-19-crisis

Het toerisme was een van de zwaarst getroffen economische activiteiten tijdens de COVID-19-crisis, aangezien de maatregelen om de pandemie in te dammen beperkingen omvatten met betrekking tot de horecasector en het internationale reizigersverkeer. De omvang van de negatieve gevolgen blijkt uit de grote daling van het aantal overnachtingen door toeristen (grafiek 1): in april 2020 daalde het aantal overnachtingen in toeristische accommodaties met 95 % ten opzichte van dezelfde maand in 2019. In de zomermaanden werd een aanzienlijk herstel opgetekend, waarbij het binnenlandse toerisme in augustus 2020 in de buurt kwam van het niveau van 2019. In de piekperiode in augustus bleven de grensoverschrijdende toeristische overnachtingen daarentegen 60 % onder het niveau van augustus 2019. Met de tweede golf van de pandemie nam de reisactiviteit weer af.

Een recent en sterker herstel, ook op het gebied van grensoverschrijdend toerisme, is in mei 2021 in gang gezet. Het volgde op de aanzienlijke vooruitgang op het gebied van vaccinatie en van de coördinatie van de regels voor grensoverschrijdend reizigersverkeer binnen de EU, door de invoering van het *digitaal EU-covidcertificaat*. Zowel het binnenlandse als het grensoverschrijdende toerisme nam in juli toe ten opzichte van het niveau van 2020, waarbij het grensoverschrijdende toerisme een sterkere verbetering liet zien. Ook uit de nowcasts voor augustus en september blijkt dat de totale toeristische activiteit in de zomer van 2021 met ongeveer 30 % is toegenomen ten opzichte van 2020, maar nog steeds 16 % onder het niveau van 2019 blijft, met enkele wijzigingen in de samenstelling⁽¹⁾. Het binnenlandse toerisme lijkt de in de zomer van 2019 bereikte niveaus in de zomermaanden van 2021, met name in september, te hebben overschreden, maar het grensoverschrijdende reizigersverkeer loopt nog steeds meer dan 40 % achter op het niveau van vóór de pandemie. Uit een vergelijking van de eerste negen maanden van 2021 met dezelfde periode in 2020 blijkt dat de prestaties van de toeristenindustrie in 2021 slechts met ongeveer 12 % zijn gestegen, deels als gevolg van het feit dat het eerste kwartaal van 2020 grotendeels buiten de pandemie viel.

Grafiek 1: Toeristische overnachtingen in de EU in 2020 en 2021



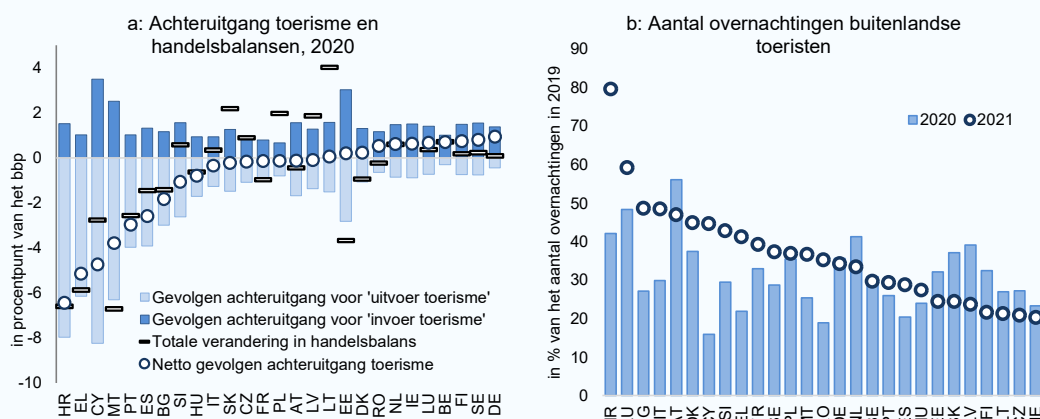
Opmerking: Aantal overnachtingen in toeristische accommodaties op basis van cijfers van Eurostat, aangevuld met nowcasts op basis van Airbnb-beoordelingen voor augustus en september 2021. Ramingen voor Cyprus, Frankrijk en Ierland zijn gebaseerd op de gegevens van de nationale bureaus voor de statistiek. Zie ook voetnoot 1.

Bron: Eurostat en ramingen van de Europese Commissie.

Voor de lidstaten die sterk afhankelijk zijn van de uitvoer van reisdiensten werden hard getroffen toen het grensoverschrijdende reizigersverkeer door de pandemie fors terugliep. De aanzienlijke achteruitgang van het internationale toerisme had met name grote gevolgen voor sommige nettodebiteurlanden, zoals Cyprus, Griekenland, Kroatië, Portugal en Spanje, waar grote overschotten zijn genoteerd op het gebied van de handel in reisdiensten, alsook voor Malta (grafiek 2 a)⁽²⁾. Voor de meeste van deze landen zijn de gevolgen van de achteruitgang van het internationale toerisme voor de handelsbalans grotendeels verantwoordelijk voor de verslechtering van hun algemene handelsbalans in 2020⁽³⁾⁽⁴⁾. De negatieve gevolgen voor grote exporteurs van toeristische diensten nemen in 2021 geleidelijk af nu het herstel van het grensoverschrijdende toerisme doorzet. Het andere uiterste wordt gevormd door landen die gewoonlijk meer reisdiensten invoeren dan uitvoeren. Voor die landen had de afname van het internationale reizigersverkeer een gedeeltelijk positief effect op de handelsbalans,

aangezien toeristen voor binnenlandse bestemmingen kozen.

Grafiek 2: **Gevolgen van de achteruitgang van het toerisme op de handelsbalansen en de prognoses voor 2021 voor het aantal overnachtingen**



Opmerkingen: a) De geraamde effecten hebben alleen betrekking op de handel in diensten die in de statistische gegevens inzake de betalingsbalans onder de post "reizen" wordt geregistreerd. Zij zijn gebaseerd op een partiële evenwichtsanalyse, waarbij gebruik wordt gemaakt van gegevens betreffende de handel in termen van toegevoegde waarde, en rekening wordt gehouden met directe en indirecte effecten. Zie voetnoten 3 en 4. b) De prognoses voor 2021 zijn gebaseerd op het aantal overnachtingen in toeristische accommodaties door niet-ingezetenen, gerapporteerd via Eurostat en in het geval van ontbrekende gegevens aangevuld met nowcasts op basis van Airbnb-beoordelingen tot en met september. Ramingen voor Cyprus, Frankrijk en Ierland zijn gebaseerd op de gegevens van de nationale bureaus voor de statistiek. Voor het laatste kwartaal van 2021 wordt in de prognose uitgegaan van hetzelfde niveau van toeristische activiteit als in de gegevens (en nowcast) van het derde kwartaal van 2021, uitgedrukt als percentage van het aantal overnachtingen in 2019.

Bron: Eurostat en ramingen van de Europese Commissie.

De voorlopige gegevens over 2021 wijzen op een gedeeltelijk en geleidelijk herstel van het internationale toerisme, dat weliswaar van land tot land verschilt. Het aantal overnachtingen in toeristische accommodaties door buitenlandse toeristen in 2021 zal naar verwachting aanzienlijk toenemen in Cyprus, Griekenland en Kroatië, en iets minder in Spanje (grafiek 2 b) ⁽⁵⁾. Tegelijkertijd lijkt het herstel van het internationale toerisme in Portugal gematigder, maar het niveau ligt nog steeds iets boven het voor Spanje voorspelde niveau. Ook voor Bulgarije, Italië, Roemenië en Slovenië wordt een aanzienlijke toename van het grensoverschrijdend toerisme verwacht, terwijl voor bijvoorbeeld Oostenrijk en Nederland, en voor enkele andere lidstaten, een achteruitgang wordt verwacht, waarschijnlijk vanwege de verschillende seizoensgebonden verdeling van de bezoeken van buitenlandse toeristen en de gevolgen van de verandering van reisbestemming in 2020 en 2021.

- (1) Voor nadere informatie over de Airbnb-gegevens en voor een methodologische toelichting bij nowcasts, zie Europese Commissie, European Economic Forecast, Autumn 2020, "Tourism in pandemic times: an analysis using real-time big data", Special Topic 3.3. Institutional paper 136, november 2020. In de nowcasts wordt de taal van elke beoordeling gebruikt als indicator om onderscheid te maken tussen overnachtingen van toeristen uit eigen land en van buitenlanders.
- (2) Onder de term "internationaal toerisme" wordt de internationale handel in reisdiensten verstaan die in de statistische gegevens inzake de betalingsbalans onder de post "reizen" wordt geregistreerd.
- (3) De ramingen van de gevolgen van de afname van het internationale reizigersverkeer voor de handelsbalansen zijn gebaseerd op een partiële evenwichtsanalyse, waarbij de nadruk ligt op de handel in termen van toegevoegde waarde door rekening te houden met de invoer van inputs die worden gebruikt voor de productie van goederen en diensten die door buitenlandse toeristen worden verbruikt. In de analyse wordt rekening gehouden met zowel de directe als de indirecte gevolgen van de verandering van de buitenlandse toeristische vraag, dat wil zeggen ook met de achterwaartse verbanden met economische sectoren die niet rechtstreeks door de toeristische vraag worden beïnvloed. In de analyse wordt ervan uitgegaan dat het geld dat niet wordt uitgegeven aan reizen naar het buitenland, wordt gespaard. Zie voor nadere informatie: L. Coutinho, G. Vukšić en S. Zeugner (2021), "International tourism decline and its impact on external balances in the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Europese Commissie, vol. 20, nr. 2, deel III.
- (4) Een gedeeltelijk voorbeeld is Cyprus, waar de hoge netto-invoer van internationale personenvervoerdiensten in 2020 sterk is afgenomen, waardoor de totale impact op de handelsbalans wordt opgevangen. Het internationale personenvervoer is een aparte categorie in de betalingsbalans, maar houdt verband met het internationale toerisme. Aangezien er voor veel EU-landen geen gegevens over 2020 met betrekking tot deze diensten beschikbaar zijn, is dit niet in de analyse opgenomen. Bij de andere landen waarvoor gegevens beschikbaar zijn, veranderen de resultaten niet aanmerkelijk wanneer rekening wordt gehouden met deze categorie. In Malta werd de handelsbalans ook relatief sterk beïnvloed door veranderingen in andere posten dan het reizigersverkeer.
- (5) Wanneer 2021 (prognoses) met het hele jaar 2020 wordt vergeleken, zij eraan herinnerd dat bijna het hele eerste kwartaal van 2020 buiten de pandemie viel en dat het toerisme toen toenam ten opzichte van 2019.

2.3. PARTICULIERE SCHULD EN WONINGMARKTEN

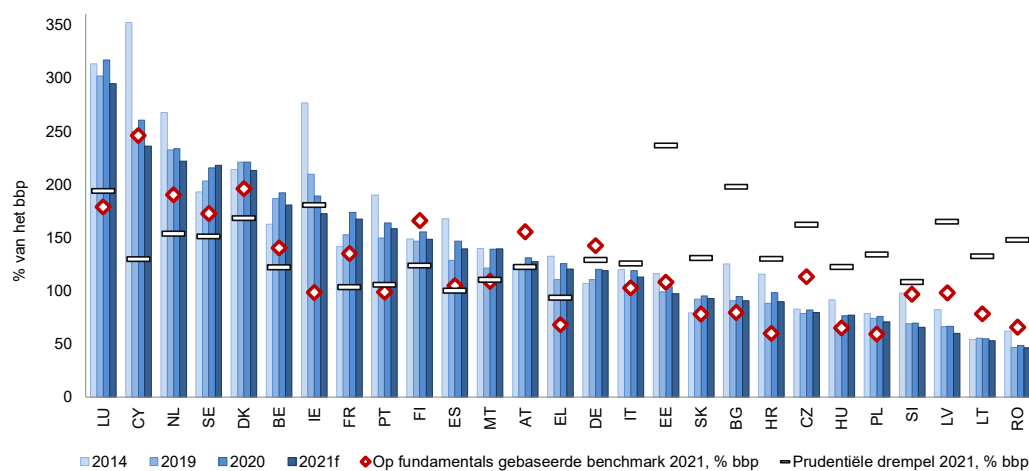
2.3.1. PARTICULIERE SCHULD

De schuldquoten van de particuliere sector zijn door de COVID-19-crisis aanzienlijk toegenomen, maar zullen in 2021 naar verwachting in de meeste landen naar hun dalende lijn terugkeren. In 2020 steeg de schuldquote van de particuliere sector in alle EU-landen, met uitzondering van Denemarken, Ierland en Litouwen (grafiek 2.3.1), waardoor de schuldafbouw die in veel landen aan de gang was, werd onderbroken. De stijging in 2020 was voornamelijk toe te schrijven aan de daling van het bbp, maar in de meeste landen nam ook de kredietverlening toe, met name aan bedrijven. Kredietgaranties en moratoria op leningen waren belangrijke beleidsmaatregelen om liquiditeitstekorten aan het begin van de COVID-19-crisis op te vangen, maar hebben ook bijgedragen tot de stijging van de schuld. De schuldquote van de particuliere sector overschreed de scoreborddrempel van 133 % van het bbp in twaalf lidstaten (België, Cyprus, Denemarken, Finland, Frankrijk, Ierland, Luxemburg, Malta, Nederland, Portugal, Spanje en Zweden); een jaar geleden was dit het geval in tien landen, toen Spanje en Malta onder de drempel lagen (grafiek 2.3.1). Er waren duidelijke stijgingen voor andere lidstaten die onder de drempel bleven. De totale particuliere schulden lijken hoog te zijn als ze worden afgezet tegen benchmarks waarin landspecifieke economische fundamentals in aanmerking worden genomen en tegen drempels waarin prudentiële overwegingen in aanmerking worden genomen⁽¹⁸⁾. Dit is het geval voor België, Cyprus, Denemarken, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Luxemburg, Malta, Nederland, Portugal, Spanje en Zweden.

Over het geheel genomen zijn door de COVID-19-crisis de risico's in verband met het niveau van de particuliere schuld toegenomen. Met het economisch herstel zullen de particuliere schuldquoten in 2021 naar verwachting in de hele EU gaan dalen (grafiek 2.3.1). Verwacht wordt dat zij desondanks in de meeste EU-landen boven het niveau van 2019 blijven. Naarmate de steunmaatregelen van de overheid geleidelijk worden afgebouwd, kan het voor bedrijven en huishoudens moeilijk worden om aan hun terugbetalingsverplichtingen te voldoen, met name in de sectoren die het zwaarst getroffen zijn door de COVID-19-crisis en waar de balansen al vóór de crisis zwakker waren, wat tot een verslechtering van de schuld kwaliteit leidt. Daarnaast leidde de stijgende schuldenlast van bedrijven, huishoudens, overheden en banken ook tot een grotere verwevenheid tussen sectoren, waardoor schokken mogelijk sneller in alle sectoren doorwerken. Verstoringen van de mondiale waardeketens en wrijvingen door het ongelijke economisch herstel, in een context van versnelde digitale transformatie, brengen risico's met zich mee en brengen structurele veranderingen en opschudding in het bedrijfsleven en op de arbeidsmarkt teweeg.

⁽¹⁸⁾ 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 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 bankencrisis door de waarschijnlijkheid van gemiste crises en vals alarm te minimaliseren en door landspecifieke informatie op te nemen over bankkapitalisatie, overheidsschuld en het niveau van economische ontwikkeling.

Grafiek 2.3.1: Particuliere schuld



Bron: Eurostat, Ameco, economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie en ramingen van de diensten van de Commissie voor de particuliere schuld in 2021 (zie bijlage 1). Schuld omvat leningen (F4) en schuldbewijzen (F3).

2.3.1.1. Schuld van niet-financiële vennootschappen

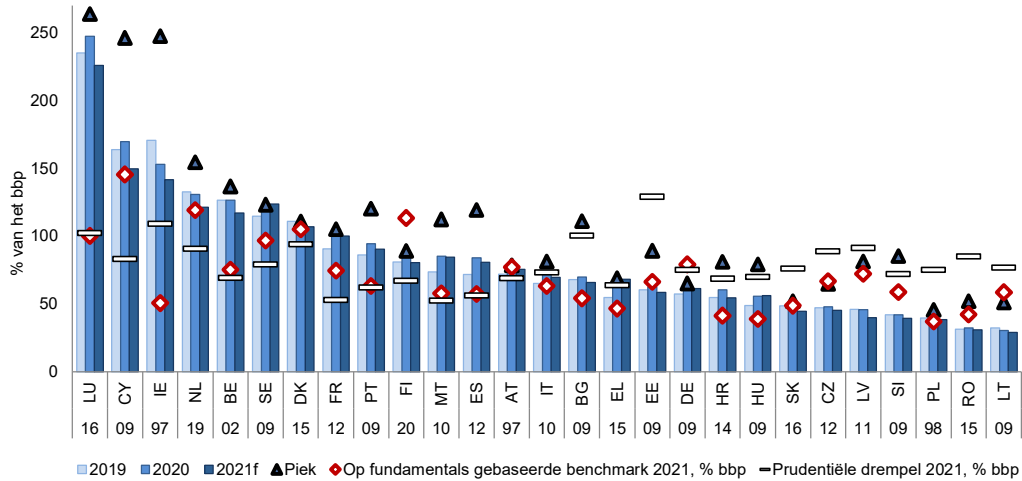
De schuldenlast van ondernemingen is in 2020 in de meeste EU-landen toegenomen, soms in sterke mate. In 2020 is de schuldquote van de ondernemingen in 19 landen gestegen, hetgeen grotendeels te wijten is aan de scherpe daling van het bbp. De nettokredietstromen van de ondernemingen droegen echter ook bij tot de stijging, in het licht van aanzienlijke inkomstenverliezen en waargenomen liquiditeitstekorten in 2020, die ook bijdroegen tot een sterke toename van de door ondernemingen aangehouden deposito's. De schuldquoten van niet-financiële vennootschappen zijn vooral sterk gestegen in een aantal landen waar het schuldniveau van de ondernemingen al hoog was of met een omvangrijke toeristische sector die zwaar door de recessie werd getroffen (grafiek 2.3.3 a). Tot deze landen behoren Cyprus, Frankrijk, Griekenland, Italië, Malta, Portugal en Spanje. Ook in België, Ierland, Luxemburg en Nederland blijft het schuldniveau van de ondernemingen zeer hoog, hoewel de kwetsbaarheden deels worden ingeperkt door een aanzienlijk aandeel van leningen voor buitenlandse directe investeringen en grensoverschrijdende bedrijfsinterne leningen.

De schuldquoten van de niet-financiële vennootschappen blijven in veel lidstaten hoog en de schuldquoten lagen in 2020 in 14 landen boven de op economische fundamentals gebaseerde en de prudentiële drempels. Dit betreft België, Cyprus, Denemarken, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Luxemburg, Malta, Nederland, Portugal, Spanje, Zweden en in beperktere mate Italië en Oostenrijk (grafiek 2.3.2). Voor de meeste landen bedraagt de schuld van de niet-financiële vennootschappen minder dan de vorige piek, gezien de aanzienlijke schuldafbouw die de afgelopen jaren heeft plaatsgevonden, maar de pandemie heeft een deel van deze vooruitgang tenietgedaan. Voor sommige landen, zoals België, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Finland, Griekenland, Italië, Luxemburg, Oostenrijk, Polen, Slowakije en Zweden, ligt de schuld van de ondernemingen op of zeer dicht bij het hoogste niveau sinds het midden van de jaren 90.

In de toekomst zal door de hoge nominale bbp-groei de schuldquote in 2021 en daarna automatisch lager worden, maar met hogere schuld niveaus als uitgangspunt. Door het krachtige herstel van het bbp zullen de schuldquoten van de ondernemingen in 2021 in alle EU-landen, met uitzondering van Griekenland, Hongarije en Zweden, waarschijnlijk dalen, in sommige gevallen aanzienlijk (grafiek 2.3.3 b). Verwacht wordt dat de kredietstromen in meer dan de helft van de lidstaten hoger zullen zijn dan vóór de pandemie. Door de hoge nominale bbp-groei zal de schuldquote in 2021 en daarna

automatisch lager worden. De uitzonderlijke maatregelen die in 2020 werden genomen, zullen stapsgewijs worden afgebouwd en leiden tot meer terugbetalingen van schulden. Daarnaast kunnen de niet-financiële vennootschappen, naarmate de onzekerheid afneemt en als alternatief voor nieuwe kredieten, interen op de aanzienlijke liquiditeitsbuffers die zij in 2020 hebben opgebouwd, hetgeen ook kan helpen bij de schuldafbouw.

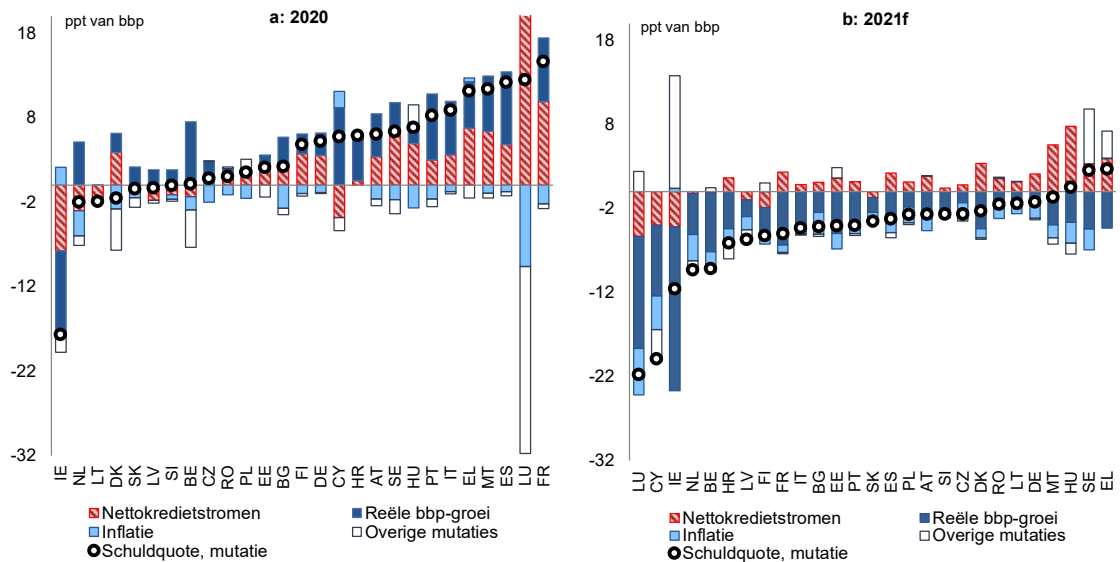
Grafiek 2.3.2: **Schuld van niet-financiële vennootschappen**



Opmerkingen: De getallen onder de landcodes geven aan in welk jaar de schuldquote piekte, op basis van gegevens tussen 1997 en 2020. Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van schuldquote van niet-financiële vennootschappen in 2020.

Bron: Eurostat, Ameco, economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie en ramingen van de diensten van de Commissie voor de schuld van de niet-financiële vennootschappen in 2021 (zie bijlage 1). Schuld omvat leningen (F4) en schuldbewijzen (F3).

Grafiek 2.3.3: **Uitsplitsing mutatie schuldquote niet-financiële vennootschappen in 2020 en 2021f**



Opmerkingen: Nettokredietstromen (schuldtransacties) stemmen overeen met transacties in leningen (F4) en schuldbewijzen (F3) uit de financiële balansen naar sectoren van Eurostat. In 2020 bedroeg de bijdrage van de nettokredietstromen voor Luxemburg 40,1 procentpunten.

Bron: Ameco, Eurostat en ramingen en berekeningen van de diensten van de Commissie op basis van maandelijkse ECB-gegevens over MFI-leningen en transacties in schuldbewijzen (stromen) met de particuliere sector uit de BSI-database, economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie.

Over het geheel genomen worden de kredietstromen naar niet-financiële vennootschappen sinds het begin van de COVID-19-crisis gekenmerkt door specifieke patronen die de verschillende fasen van

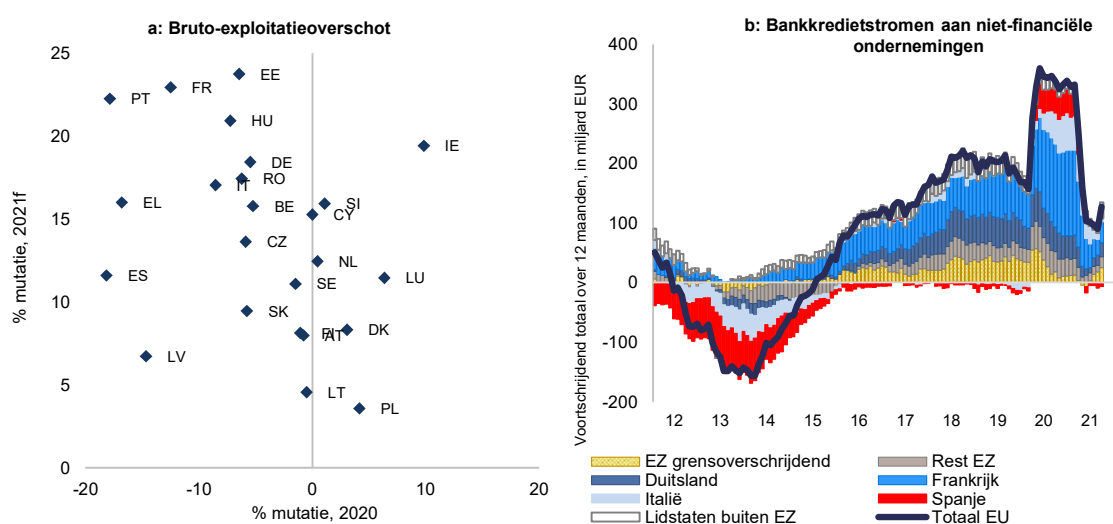
de pandemie weerspiegelen (grafiek 2.3.3 b)⁽¹⁹⁾. Het totaal aan bankleningen aan niet-financiële vennootschappen steeg in 2020 in meer dan twee derde van de lidstaten, onder meer in een aantal lidstaten waar de schuld van de niet-financiële vennootschappen hoog is, zoals Denemarken, Frankrijk, Griekenland, Italië, Malta, Nederland, Portugal, Spanje en Zweden. Dit gebeurde in een situatie waarin kredietgaranties van de overheid hielpen de kredietstromen in stand te houden en de nominale schulden door de moratoria op leningen hoger bleven dan zij anders zouden zijn geweest. In enkele grote lidstaten liep de groei van de kredietverlening aan niet-financiële vennootschappen recentelijk echter duidelijk terug, waardoor het stijgingspercentage in de meeste gevallen begin 2021 onder het niveau van vóór de pandemie lag, in tegenstelling tot het stijgende beeld in de kleinere lidstaten (grafiek 2.3.4 b). Voor zover de vraag naar krediet door niet-financiële vennootschappen afneemt als gevolg van ondernemingen die gebruikmaken van geaccumuleerde liquiditeitsbuffers, kunnen de kredietstromen te zijner tijd aantrekken. De algehele afname van het krediet kan evenwel ook een teken zijn van een gematigde vraag naar of een gematigd aanbod van krediet, wat zou kunnen wijzen op een geringe investeringsactiviteit in de toekomst.

Kredietgaranties en moratoria op leningen hebben de niet-financiële vennootschappen geholpen de pandemie te doorstaan, maar er kunnen zich in de toekomst nog steeds meer problemen bij de terugbetaling van schulden voordoen. Kredietgaranties en moratoria op leningen waren belangrijke beleidsmaatregelen om liquiditeitstekorten aan het begin van de COVID-19-crisis op te vangen, maar hebben ook bijgedragen tot de stijging van de schuld. In sommige gevallen zullen niet-levensvatbare en technisch insolvente ondernemingen in staat zijn geweest op de markt te blijven, hun betalingsverplichtingen op te schorten en liquidaties die anders zouden hebben plaatsgevonden, uit te stellen. Het uitstel bij de terugbetaling van schulden door niet-financiële vennootschappen dat dankzij de moratoria in de hele EU mogelijk werd, hetzij als een overheidsmaatregel, hetzij als een vrijwillig initiatief van kredietverleners, leidde tot een mechanische toename van het schuldvolume. De geleidelijke afschaffing van moratoria op terugbetaling in de loop van 2021 kan in delen van het bedrijfsleven problemen bij de terugbetaling van schulden aan het licht brengen. De COVID-19-crisis heeft tot dusver niet geleid tot een toename van het aantal faillissementen van bedrijven, maar deze kunnen zich voordoen zodra de situatie normaliseert, wat mogelijk risico's voor de financiële sector met zich meebrengt.

⁽¹⁹⁾ Wat betreft bankleningen aan niet-financiële vennootschappen ging het uitbreken van de pandemie in maart 2020 gepaard met een aanzienlijke versnelling van de kredietgroei in de eerste maanden, die in de grote eurolanden met name bijzonder uitgesproken was in Frankrijk en Spanje (grafiek 2.3.4 b). Deze snelle stijging was gematigder in Duitsland en geleidelijker in Italië, en minder zichtbaar in EU-landen buiten de eurozone. Tegelijkertijd namen de grensoverschrijdende leningen binnen de eurozone bij het uitbreken van de crisis toe. De kredietgroei daalde vervolgens scherp, waardoor het stijgingspercentage in de meeste gevallen begin 2021 onder het niveau van vóór de pandemie lag. Dit wijkt zeer duidelijk af van de geleidelijk stijgende, maar min of meer stabiele leningen aan ondernemingen van de afgelopen jaren.

Hoge bedrijfsschuldniveaus en een lage winstgevendheid in sommige sectoren kunnen ten koste gaan van de vooruitzichten inzake investeringen en terugbetaling van schulden. De winstgevendheid van ondernemingen is in 2020 in de meeste lidstaten verslechterd (grafiek 2.3.4 a). Hoewel de winstgevendheid van ondernemingen in de eerste maanden van 2021 in bijna alle lidstaten steeg, zijn er nog steeds kwetsbare punten in de dienstensectoren die meer zijn blootgesteld aan de pandemie. Een aanhoudende inflatiedynamiek kan ook leiden tot krappere winstmarges en problemen bij de terugbetaling van schulden voor sommige bedrijven als de kosten meer stijgen dan de inkomsten, waarbij de recente ontwikkelingen bij de energieprijzen een risicofactor vormen. De investeringen in uitrusting zijn sinds eind 2019 in alle lidstaten gedaald, behalve in Cyprus. De daling was sterk in een aantal landen met grote bedrijfsschulden, waaronder Ierland, Luxemburg, Nederland en België, en in sommige landen met een omvangrijke toeristische sector, zoals Italië, Malta, Portugal en Spanje. Hoge bedrijfsschuldniveaus vormen een risicofactor voor particuliere investeringen in de toekomst, met name gezien de extra behoeften om de groene en digitale transitie te ondersteunen. Naarmate het herstel doorzet, zijn er aanwijzingen dat er wellicht structurele veranderingen gaande zijn, in een context van toenemende verstoringen van de toeleveringsketen. Dit blijkt uit de combinatie van krapte en verslapping op de arbeidsmarkt en het feit dat de vraag naar en het aanbod van vaardigheden nog steeds slecht op elkaar afgestemd zijn.

Grafiek 2.3.4: Bruto-exploitatietoerschoot van ondernemingen en bankkredietstromen aan niet-financiële ondernemingen



1) Bruto-exploitatietoerschoot voor financiële en niet-financiële ondernemingen, nationale valuta. Bruto-exploitatietoerschoot niet beschikbaar voor Bulgarije, Kroatië en Malta. De EU-bankkredietstromen betreffen een voortschrijdend totaal over twaalf maanden, miljard EUR.

Bron: Ameco en ECB, BSI-database.

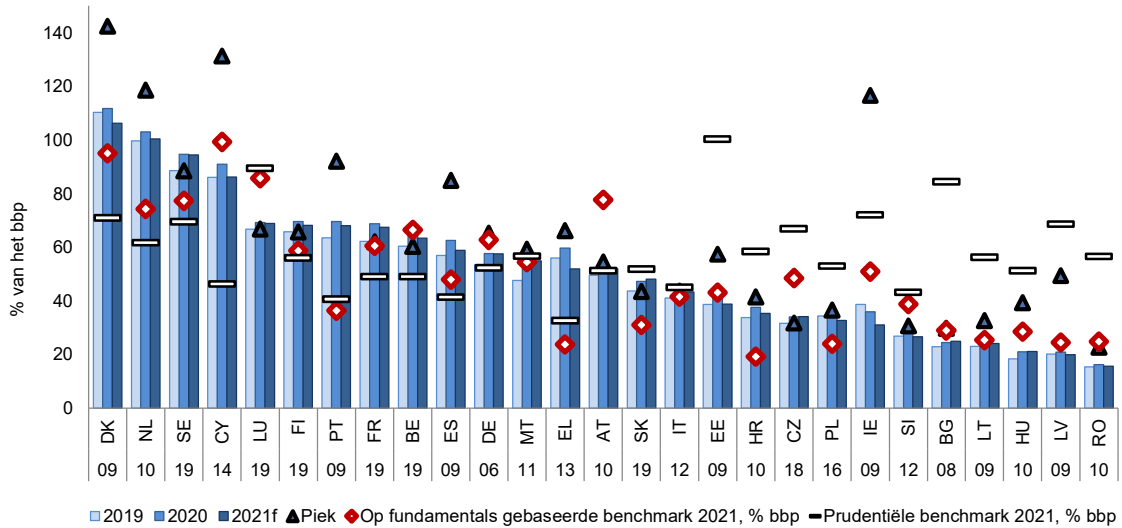
2.3.1.2. Schuld van huishoudens

De schuld van huishoudens is door de pandemie in bijna alle EU-landen gestegen. In de aanloop naar de pandemie waren huishoudens in de meeste EU-landen hun schulden aan het afbouwen, hoewel de schuldenlast nog altijd hoog was (grafiek 2.3.5). De pandemie heeft de schuldafbouw van huishoudens onderbroken of de schuldenlast van huishoudens verder doen oplopen in landen waar de schulden al een stijgende lijn vertoonden (grafiek 2.3.6). De stijging van de schuldquoten van huishoudens in 2020 was in de meeste gevallen het gevolg van de sterke daling van het bbp (grafiek 2.3.7). Dit effect zal in 2021 ten minste gedeeltelijk worden omgeboogen wanneer de economieën zich beginnen te herstellen. In een aantal landen zal de dynamische kredietgroei, met name de hypotheekschuld, waarschijnlijk bijdragen tot een meer duurzame stijging van de schuldquoten in het licht van de hoge bedrijvigheid op de vastgoedmarkt en de toenemende huizenprijzen (grafiek 2.3.7 b). Over het geheel genomen zullen in een aantal landen, met name die waar de schuldquoten van huishoudens vóór de pandemie boven de landspecifieke benchmarks lagen, de schulden van huishoudens hoog blijven.

In 2020 lagen de schuldniveaus van de huishoudens in acht landen boven de op fundamentals gebaseerde en de prudentiële drempels. Net als in 2019 was dit het geval in Denemarken, Finland,

Frankrijk, Griekenland, Nederland, Portugal, Spanje en Zweden (grafiek 2.3.5). De schuld van huishoudens blijft in België en Cyprus de prudentiële niveaus overschrijden, ondanks dat het niveau in de buurt ligt van wat door fundamentals kan worden verklaard, terwijl de schuld van huishoudens in Kroatië en Slowakije aanzienlijk boven de op fundamentals gebaseerde benchmarks, maar nog steeds onder het prudentiële niveau ligt. In sommige landen lijken de schuldquoten aanzienlijk hoger wanneer ze worden berekend als percentage van het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens. Dit is het geval in Ierland, Luxemburg en Malta, waar de schuld van huishoudens naar schatting meer dan 100 % van het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens bedraagt ⁽²⁰⁾

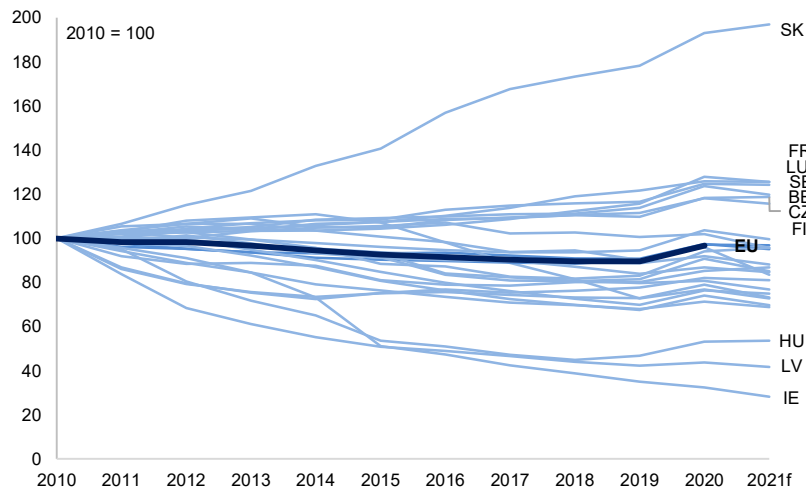
Grafiek 2.3.5: Schuld van huishoudens



Opmerking: De getallen onder de landcodes geven aan in welk jaar de schuldquote piekte, op basis van gegevens tussen 1997 en 2020. Landen worden gepresenteerd in aflopende volgorde van schuldquote van huishoudens in 2020.

Bron: Eurostat, Ameco, economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie en ramingen van de diensten van de Commissie voor de schuld van de huishoudens in 2021 (zie bijlage 1). Schuld omvat leningen (F4) en schuldbewijzen (F3).

Grafiek 2.3.6: Ontwikkeling van de schuldquoten van huishoudens in de EU



Alleen de landen waar de ontwikkelingen aanzienlijk afwijken van die van de EU als geheel, zijn apart genoemd.

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

⁽²⁰⁾ Voor Malta is dit een benadering, aangezien er in de nationale rekeningen naar sectoren van Eurostat geen gegevens over het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens beschikbaar zijn. De raming is gemaakt op basis van de verhouding tussen het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens en het bbp, berekend aan de hand van gegevens voor het reële bruto beschikbaar inkomen per hoofd van de bevolking, beschikbaar bij Eurostat (B6G_R_HAB).

De nettokredietstromen van de huishoudens werden minder door de pandemie beïnvloed dan die van de ondernemingen. In 2020 hebben moratoria op leningen en verminderde terugbetalingen geholpen om de nettokredietstromen naar huishoudens gaande te houden, met enige verschillen tussen de lidstaten. In Luxemburg en Zweden, landen waar de schuldenlast per huishouden relatief hoog is (in Luxemburg ten opzichte van het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens), bereikten de nettokredietstromen naar huishoudens in 2020 ongeveer 4 tot 5 % van het bbp. In andere landen met een relatief hoge schuldenlast per huishouden, waaronder België, Finland en Frankrijk, waren de nettostromen beperkter en varieerden zij tussen 2 en 3 % van het bbp. Dit was ook het geval in Slowakije, waar de schuld van de huishoudens onder de prudentiële benchmark blijft, maar al enkele jaren boven het op fundamentals gebaseerde niveau stijgt, en in Malta, waar de schuld van de huishoudens ook stijgt en dicht bij de prudentiële benchmark ligt.

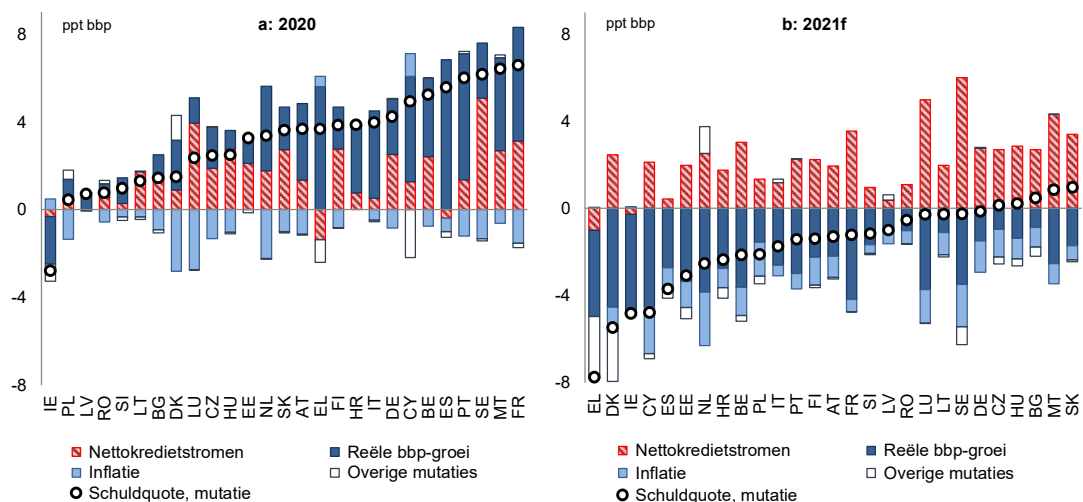
Over het geheel genomen hervatte de bancaire kredietverlening aan huishoudens haar eerdere trend na de intensieve maanden van de pandemie. Door de pandemie nam de nettostroom van bankleningen tijdelijk af (grafiek 2.3.8 a). Dit was het duidelijkst in Frankrijk en Spanje (van de grote eurolanden) en kwam over het algemeen overeen met een afname van de nettostromen van consumptieve leningen (grafiek 2.3.8 b). Deze patronen kunnen verband houden met de beperkingen van de mobiliteit, waardoor de consumptiemogelijkheden werden verstoord. De hypothecaire kredietverlening bleef daarentegen relatief stabiel, totdat deze tegen eind 2020 aantrok.

De kredietverlening aan huishoudens is in 2021 dynamischer geworden. Verwacht wordt dat de nettokredietstromen naar huishoudens dit jaar in een aantal landen omvangrijker zullen zijn. Volgens prognoses voor veranderingen in de schuld en de nettokredietstromen op basis van maandelijkse gegevens van de ECB inzake bancaire kredietverlening (zie bijlage 1) trekken de transacties in de meeste landen aan. De grootste stijgingen doen zich voor in Luxemburg, Malta en Zweden, met stijgingen van meer dan 4 % van het bbp, gevolgd door België, Frankrijk en Slowakije (grafiek 2.3.7 b). In Finland, dat tot de landen met een hogere schuldenlast per huishouden behoort, zullen de kredietstromen naar huishoudens in 2021 naar verwachting dicht bij 2 % van het bbp blijven.

Hoewel huishoudens meer hebben gespaard, kunnen zich met betrekking tot hun schuldaflossingscapaciteit nog steeds risico's voordoen. De spaarquote van huishoudens is in 2020 gestegen als gevolg van gedwongen besparingen tijdens de lockdown of om preventieve redenen. In 2021 zal de geaggregeerde spaarquote van huishoudens naar verwachting ook boven het niveau van 2019 liggen. De spaarquote van huishoudens blijft relatief laag in Cyprus en Griekenland. Denemarken heeft ook een aanzienlijk lagere spaarquote dan andere landen met een hoge schuldenlast in termen van bruto beschikbaar inkomen van huishoudens (grafiek 2.3.9 a). In 2020 en begin 2021 hebben huishoudens financiële activa opgebouwd, met name deposito's, met een versterking van de financiële positie tot gevolg. De risico's bij de terugbetaling van schulden in verband met een stijging van de werkloosheid die negatieve gevolgen zou hebben voor het inkomen van huishoudens, blijven beperkt (grafiek 2.3.9 b). Hoewel huishoudens momenteel te maken hebben met zeer lage rentelasten, kan een verandering in de koers van het monetaire beleid echter gevolgen hebben voor hun schuldaflossingscapaciteit, met name wanneer vooral sprake is van overeenkomsten met een variabele rente ⁽²¹⁾

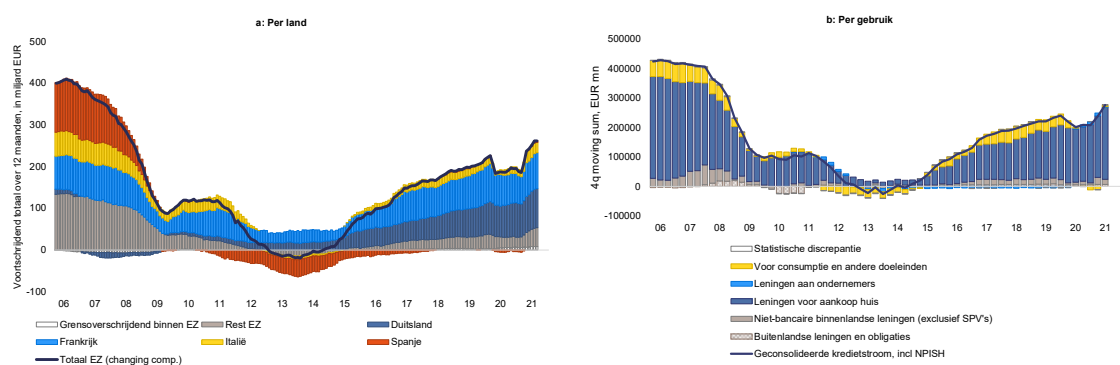
⁽²¹⁾ Het percentage overeenkomsten met een variabele rente voor nieuwe leningen voor huisvesting ligt ten minste sinds 2013 boven of dicht bij 90 % in Bulgarije, Cyprus, Finland en Letland.

Grafiek 2.3.7: Uitsplitsing mutatie schuldquote huishoudens in 2020 en 2021



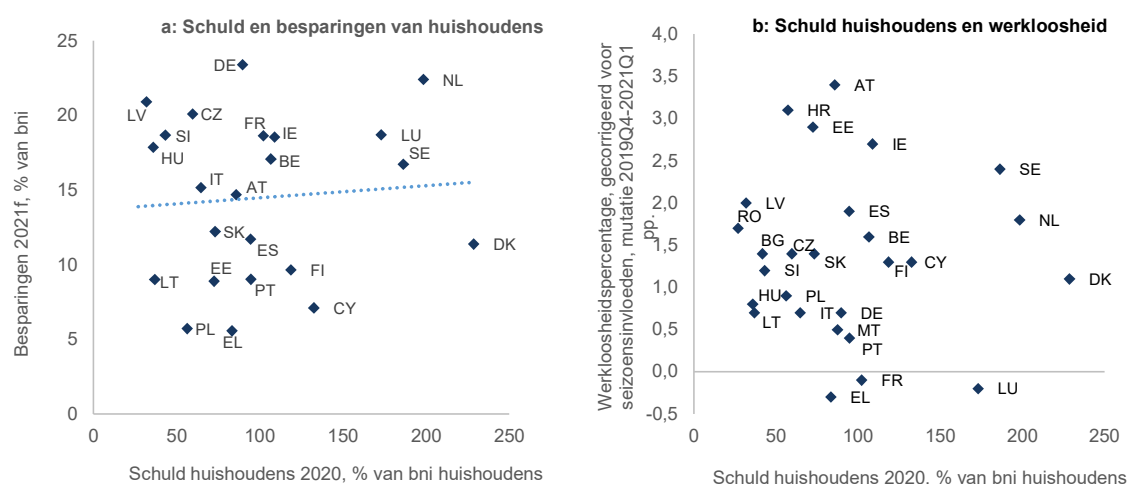
Bron: Eurostat Nettokredietstromen (schuldtransacties) stemmen overeen met transacties in leningen (F4) en schuldbewijzen (F3) uit de financiële balansen naar sectoren van Eurostat. Andere bronnen zijn Ameco en ramingen en berekeningen van de diensten van de Commissie op basis van maandelijks ECB-gegevens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

Grafiek 2.3.8: Bankkredietstromen in het eurogebied naar huishoudens



Opmerking: Grafiek a: voortschrijdend totaal over twaalf maanden; en grafiek b: voortschrijdend totaal over vier kwartalen.
Bron: ECB.

Grafiek 2.3.9: **Schuld van huishoudens, spaarquote van huishoudens en risico op werkloosheid**



Bron: Eurostat en Ameco. Voor Malta is het bruto beschikbaar inkomen verkregen op basis van de verhouding tussen het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens en het bbp, berekend aan de hand van gegevens voor het reële bruto beschikbaar inkomen per hoofd van de bevolking, beschikbaar bij Eurostat (B6G_R_HAB). Voor Bulgarije en Kroatië werd het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens eveneens berekend op basis van het bbp van 2020 en de laatst beschikbare verhouding tussen het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens en het bbp, aangezien ook voor deze landen geen gegevens over het bruto beschikbaar inkomen voor 2020 beschikbaar zijn.

2.3.2. HUISVESTING

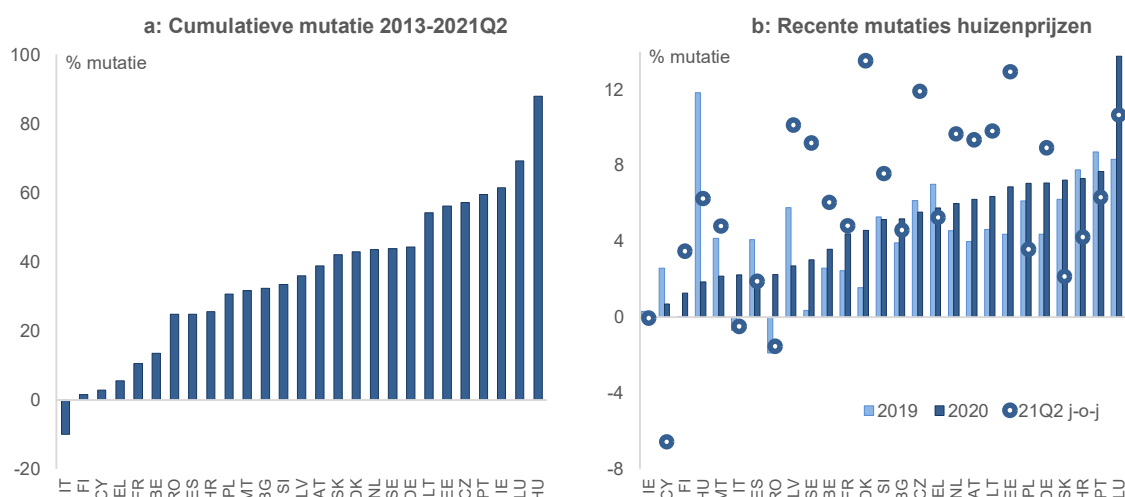
In 2020 lag de stijging van de reële huizenprijzen in tien lidstaten boven de scoreborddrempel van 6 %. Dit betreft Duitsland, Estland, Kroatië, Litouwen, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Polen, Portugal en Slowakije (grafiek 2.3.10 b), twee landen meer dan een jaar geleden. In het geval van Kroatië, Luxemburg, Polen en Slowakije is dit het tweede opeenvolgende jaar met een stijging van de huizenprijzen boven deze drempel, terwijl de stijgingen in Portugal sinds 2016 elk jaar meer dan 6 % bedragen.

In 2021 zijn de huizenprijzen in de meeste lidstaten sterk blijven stijgen. De reële huizenprijzen zijn in de eerste helft van dit jaar verder opgelopen, waarbij in 14 EU-landen de reële huizenprijzen op jaarbasis met meer dan 6 % zijn gestegen (grafiek 2.3.10 b). In Denemarken, Estland, Letland, Luxemburg en Tsjechië bedroeg de reële groei op jaarbasis meer dan 10 %. In de eerste twee kwartalen van 2021 daalden de reële huizenprijzen in Cyprus, en in mindere mate in Roemenië, en waren deze prijzen hoofdzakelijk constant in het geval van Ierland en Italië.

De huizenprijzen zijn gestegen als gevolg van verschillende factoren die de vraag aanwakkeren en het aanbod beperken. Vóór de pandemie waren er aanbodbeperkingen en hoewel deze door de lockdowns tijdelijk werden verergerd, zullen zij naar verwachting de komende jaren blijven bestaan. De pandemie heeft wellicht tot enkele structurele veranderingen in de vraag naar woningen geleid, aangezien de geografische voorkeuren kunnen veranderen door een verschuiving naar werken op afstand. Op sommige plaatsen kan dit betekenen dat de vraag het aanbod overtreft. De financiële omstandigheden zijn accommoderend geweest en zullen over het algemeen de grote vraag naar woningen waarschijnlijk blijven ondersteunen. Nu de inkomens van de huishoudens met het herstel stijgen, lijkt een verdere groei van de huizenprijzen waarschijnlijk.

De recente stijgingen van de huizenprijzen versterken de gestage opwaartse trend van de huizenprijzen sinds 2013 in de hele EU. De reële huizenprijzen zijn in alle lidstaten gestegen, met uitzondering van Italië. De grootste stijgingen, in aflopende volgorde, werden waargenomen in Hongarije, Luxemburg, Ierland, Portugal, Tsjechië, Estland en Litouwen (grafiek 2.3.10 a). In 2020 was het enige EU-land waar deze stijgende trend niet doorzette Ierland, waar de prijzen in 2019 en 2020 vrijwel stabiel waren.

Grafiek 2.3.10: Mutaties reële huizenprijzen



Opmerking: De gegevens voor Griekenland hebben betrekking op het eerste kwartaal van 2021 in plaats van op het tweede kwartaal van 2021.

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

De huizenprijzen lijken in de meeste EU-landen overgewaardeerd te zijn. Uit een vergelijking van de indexcijfers van de huizenprijzen met benchmarks waarin rekening wordt gehouden met het effect van fundamentele prijsbepalende factoren zoals inkomen en demografie, blijkt dat er op grote schaal sprake is van overwaardering⁽²²⁾. Dit is met name het geval voor België, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Hongarije, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal, Slowakije, Tsjechië en Zweden; in al deze landen zijn de kloven groot (grafiek 2.3.11 a). De maatstaven voor betaalbaarheid, gebaseerd op het aantal jaren dat iemand een gemiddeld inkomen moet hebben gehad om een woning van 100 vierkante meter te kunnen kopen⁽²³⁾, wijzen op een sterke overwaardering in Malta, Ierland en Kroatië, terwijl voor elf andere lidstaten geldt dat iemand meer dan tien jaar inkomen nodig heeft om een huis van 100 vierkante meter te kunnen kopen. Dit zijn Cyprus, Estland, Frankrijk, Griekenland, Hongarije, Nederland, Oostenrijk, Polen, Portugal, Spanje en Zweden (grafiek 2.3.11 b).

In een aantal gevallen gaan tekenen van mogelijke overwaardering van de huizenprijzen samen met hoge schulden van huishoudens of toenemende hypothecaire kredietverlening. In Luxemburg gaan hoge en sterk stijgende huizenprijzen gepaard met zeer hoge schulden van huishoudens. In België, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Zweden is sprake van mogelijk overgewaardeerde huizenprijzen met aanzienlijke, en in het geval van Denemarken zeer hoge, schulden van huishoudens. In het geval van Slowakije gaan tekenen van mogelijk overgewaardeerde huizenprijzen samen met de grootste stijging van de schuld van huishoudens in de afgelopen jaren, zij het vanaf een laag niveau.

Het risico van aanzienlijke neerwaartse aanpassingen van de huizenprijzen wordt beperkt door de aanwezigheid van beperkingen aan de aanbodzijde, maar er blijft bezorgdheid over de economie bestaan. In veel lidstaten zijn macroprudentiële maatregelen genomen die hebben bijgedragen tot het verminderen van de risico's voor de algehele financiële stabiliteit in verband met de woningmarkt⁽²⁴⁾.

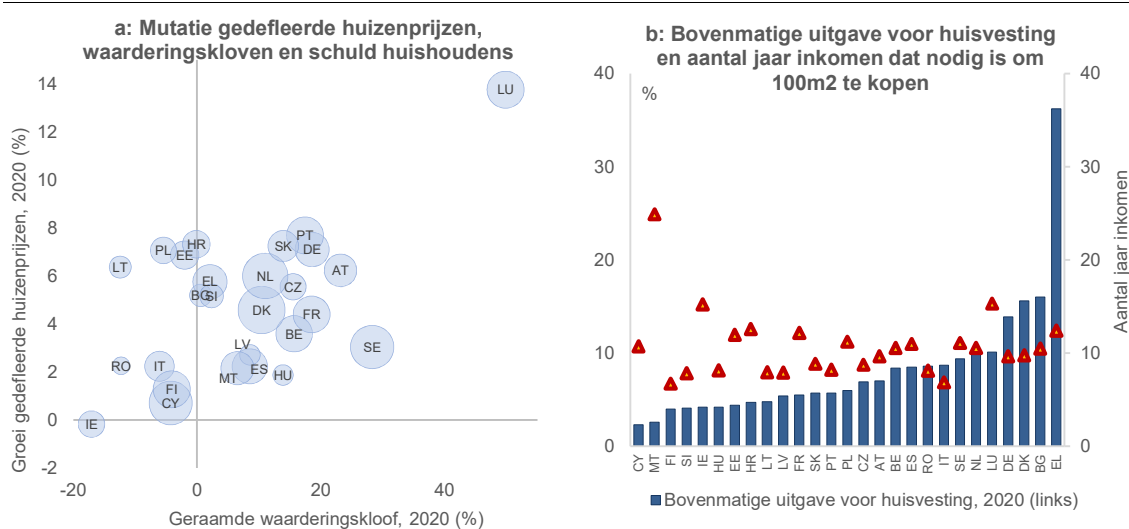
⁽²²⁾ De kloof in de waardering van huizenprijzen wordt berekend ten opzichte van benchmarks, om landspecifieke effecten in beeld te brengen. Synthetische waarderingskloven zijn gebaseerd op de kloof die wordt afgeleid uit verschillende benchmarks: i) afwijking in de prijs-inkomensverhouding ten opzichte van het langetermijngemiddelde; ii) afwijking in de verhouding tussen huizenprijs en huurbedrag ten opzichte van het langetermijngemiddelde; iii) afwijking van via regressie verkregen benchmarks, waarbij rekening wordt gehouden met economische fundamentals van vraag en aanbod; zie Philipponnet, 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.

⁽²³⁾ 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.

⁽²⁴⁾ Macroprudentiële maatregelen worden gemonitord door het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB). In september 2019 heeft het ESRB landspecifieke waarschuwingen en aanbevelingen afgegeven met betrekking tot kwetsbaarheden op

Een minder dynamisch woningaanbod droeg bij tot de prijsstijgingen; een lagere bouwactiviteit vermindert echter ook het directe economische effect van een correctie van de huizenprijzen.

Grafiek 2.3.11: **Huizenprijzen, waarderingsmaatstaven, schuld van huishoudens en bovenmatige uitgaven voor huisvesting**



Opmerkingen: De grootte van de cirkels in de grafiek aan de linkerkant komt overeen met de schuld van huishoudens als percentage van het bbp in 2020. Zie voetnoot 22 voor informatie over de waarderingskloven. Het percentage bovenmatige uitgaven voor huisvesting is het percentage van de bevolking dat leeft in een huishouden waar de totale kosten van huisvesting (na aftrek van huisvestingstoelagen) meer dan 40 % van het beschikbare inkomen (na aftrek van huisvestingstoelagen) vertegenwoordigen.

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

De betaalbaarheid van huisvesting is verslechterd. Aangezien de huizenprijzen sneller zijn gestegen dan de inkomens van huishoudens, is de betaalbaarheid van woningen verslechterd. De stijging van de huizenprijzen komt niet tot uiting in een grotere schuldenlast van de huishoudens in het algemeen, maar dit zou in de toekomst wel kunnen gebeuren naarmate woningaankopen duurder worden. De groei van de huizenprijzen was in 2020 in alle EU-landen groter dan de groei van het inkomen, met uitzondering van Letland, Cyprus en Ierland. In Luxemburg, Duitsland, Denemarken en Bulgarije besteedt meer dan 10 % van de bevolking ten minste 40 % van het beschikbare inkomen aan huisvestingskosten; in Griekenland geldt dit voor meer dan 36 % van de bevolking (grafiek 2.3.11 b). Afgezien van de duidelijke sociale gevolgen kan dit ook aanzienlijke macro-economische gevolgen hebben, voornamelijk door een ondoeltreffende besteding van middelen. Hoge huizenprijzen kunnen leiden tot een daling van de totale particuliere consumptie en tot een toename van de netto externe handelsbalans indien huizenkopers sterker dan gemiddeld geneigd zijn om te consumeren. In combinatie met leningen kan dit ertoe leiden dat krediet een andere bestemming krijgt dan productiviteitsverhogende investeringen. Ten slotte kan een gebrek aan betaalbare huisvesting negatieve gevolgen hebben voor de arbeidsmobiliteit en daarmee het concurrentievermogen.

Voor de markt voor zakelijk onroerend goed had de COVID-19-schok aanzienlijke gevolgen door een sterke afname van het aantal transacties en prijscorrecties. Zakelijk onroerend goed is sinds de uitbraak van COVID-19 losgekoppeld van de ontwikkelingen op het gebied van niet-zakelijk onroerend goed. Het aantal transacties met betrekking tot zakelijk onroerend goed daalde aanzienlijk en in het winkelsegment heeft zich een grote prijscorrectie voorgedaan. De gegevens over zakelijk onroerend goed zijn onvolledig, waardoor geen degelijke beoordeling van de risico's en kwetsbaarheden kan worden gemaakt, maar uit enquêtes onder beleggers blijkt dat het marktsentiment nog steeds verslechtert ⁽²⁵⁾. Dit

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. Begin 2022 wordt een bijgewerkte versie van het verslag van 2019 verwacht.

⁽²⁵⁾ ECB (2021): Financial Stability Review, mei 2021 op basis van de Global Commercial Property Monitor van RICS.

kan voor sommige banken een risico inhouden, aangezien zakelijk onroerend goed gewoonlijk wordt gebruikt als onderpand voor leningen aan niet-financiële vennootschappen, maar met name voor vastgoedfondsen die de belangrijkste directe houders van zakelijke onroerend goed zijn.

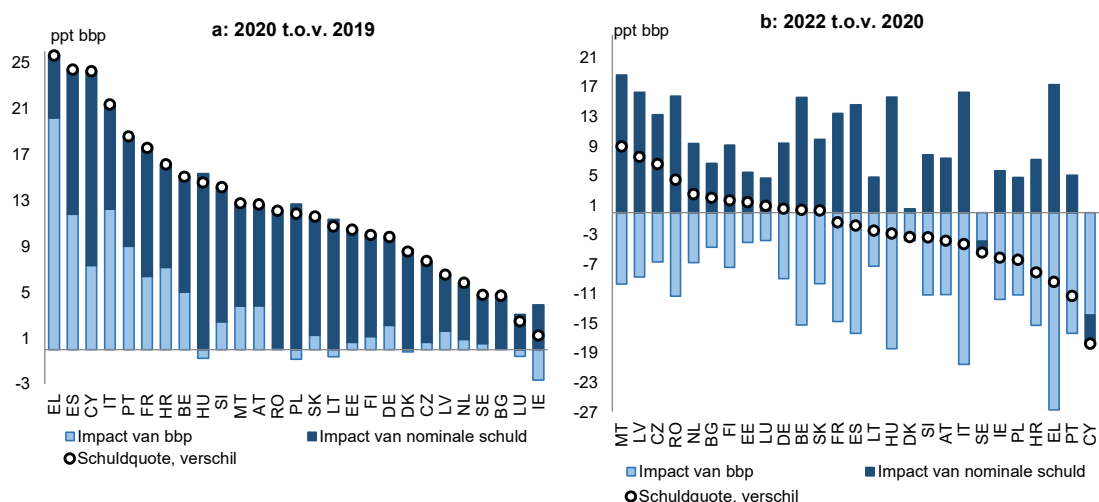
2.4. DE OVERHEIDSSECTOR

De COVID-19-crisis en de maatregelen die overheden hebben genomen om deze op te vangen, hadden een grote impact op de overheidsschuld, die in 2020 in alle lidstaten is toegenomen. In 2020 overschreed de overheidsschuld de scoreborddrempel (van 60 % van het bbp) in 13 lidstaten (België, Cyprus, Duitsland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Hongarije, Italië, Kroatië, Oostenrijk, Portugal, Slovenië en Spanje); dat zijn er twee meer dan in 2019, toen Finland en Duitsland onder de drempel bleven. De — meestal tijdelijke — maatregelen die in 2020 werden ingevoerd, deden de schuld onmiddellijk toenemen doordat de nominale waarde ervan steeg, maar zij verkleinden tegelijkertijd het effect van de recessie die de pandemie in andere economische sectoren veroorzaakte.

De toegenomen overheidsschuld in 2020 was het meest uitgesproken in landen die hard door de COVID-19-schok waren getroffen. De toename in 2020 bedroeg meer dan 20 procentpunten van het bbp in Cyprus, Griekenland, Italië en Spanje. Tegen 2022 zullen de grootste toenames in bbp ten opzichte van het niveau van 2019 zich naar verwachting voordoen in België, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië en Malta. Van deze landen hadden België, Frankrijk, Griekenland, Italië en Spanje bij het begin van de pandemie een hoog schuldniveau, dat naar verwachting tegen 2022 zal zijn gestabiliseerd.

De toename van de schuldquote tussen 2019 en 2020 was het gevolg van een toename van de nominale schuld en een abrupte daling van het bbp. In de meeste landen kwam de grootste bijdrage van de toename van de nominale schuld, waaronder het effect van de beleidsmaatregelen die werden ingevoerd om de andere economische sectoren te ondersteunen. In het geval van Griekenland en Italië was meer dan de helft van de schuldquote evenwel toe te schrijven aan het noemereffect, dat aanzienlijker is wanneer de schuld bij aanvang groter is en op plaatsen waar de recessie sterker was (grafiek 2.4.1).

Grafiek 2.4.1: Ontleding van wijzigingen in overheidsschuldquotes



Bron: Ameco, economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie

Voor 2021 en 2022 wordt een algemene stabilisering van de overheidsschuld verwacht, hoewel in sommige gevallen wordt verwacht dat zij nog verder zal toenemen. Tegen eind 2022 zou ongeveer de helft van de lidstaten naar schatting een overheidsschuldquote hebben die hoger is dan het niveau van 2020 (grafiek 2.4.1 b). In diverse landen zal de overheidsschuld naar schatting verder toenemen in 2021 als gevolg van nog steeds aanzienlijke overheidstekorten (grafieken 2.4.2 en 2.4.3 b); in Malta en Slowakije zal zij naar schatting 60 % van het bbp overschrijden. In 2022 zou de schuldquote in de meeste landen moeten dalen, hoewel zij bij ongewijzigd beleid zou toenemen in België, Estland, Letland, Malta, Roemenië en Tsjechië.

De omstandigheden voor overheidsfinanciering waren gunstig. Het rendement op overheidsobligaties was in 2020 stabiel of daalde zelfs licht vlak na een matige opleving bij het begin van de pandemie. Zij

nam in 2021 licht toe en vertoonden een convergentie, vooral bij landen in de eurozone. Het rendement op overheidsobligaties in Polen, Tsjechië en Hongarije is enigszins toegenomen, terwijl de toename in het geval van Roemenië meer uitgesproken was. De verminderde volatiliteit was te danken aan beleidsmaatregelen die de overheidsfinanciering ondersteunden. Het monetair beleid van de ECB en andere centrale banken in de EU was hierbij cruciaal. Het ondersteunende begrotingsbeleid en de monetaire beleidsmaatregelen hebben elkaar wederzijds versterkt zodat het vertrouwen en de stabiliteit bewaard bleven.

De brutofinancieringsbehoeften namen in 2020 significant toe, maar zullen naar verwachting de komende jaren geleidelijk afnemen. De uitbraak van de pandemie leidde tot een aanzienlijke toename van brutofinancieringsbehoeften in alle lidstaten, in veel gevallen met meer dan 10 procent van het bbp (Cyprus, Finland, Frankrijk, Italië, Malta, Oostenrijk, Polen, Slovenië, Slowakije en Spanje). De hoogste brutofinancieringsbehoeften in 2020, ongeveer 30 % van het bbp, werden in Italië en Spanje vastgesteld (grafiek 2.4.3 a). De financieringsbehoeften zullen in de meeste lidstaten naar verwachting in 2021 of 2022 beginnen te dalen, wat overeenstemt met de afnames van het tekort van de voorbije jaren (grafiek 2.4.3 b). Toch zullen de brutofinancieringsbehoeften in 2022 naar schatting meer dan 20 % van het bbp bedragen in Frankrijk, Italië en Spanje.

De structuur van de overheidsschuld kan in sommige gevallen risico's inhouden, bijvoorbeeld in Bulgarije⁽²⁶⁾, Hongarije, Kroatië en Roemenië, waar het deel van de schuld in buitenlandse valuta het hoogst is.⁽²⁷⁾ Met name de relevantie van schuld in buitenlandse valuta voor landen buiten de eurozone en hogere herfinancieringsbehoeften die verband houden met structuren die neigen naar een lage gemiddelde looptijd zijn hierbij van belang. Minder ontwikkelde en liquide nationale markten kunnen in sommige gevallen ook financieringsrisico's vormen.

Er zijn ook een aantal beperkende factoren voor de hogere risico's met betrekking tot de houdbaarheid van de begroting, ten opzichte van de periode voor de pandemie. De komende tien jaar zal de schuld in ongeveer een derde van de lidstaten naar verwachting boven het niveau van voor de pandemie blijven.⁽²⁸⁾ De gunstige prijsverschillen tussen rentetarieven en groei van het bbp zullen er de komende jaren naar verwachting evenwel toe bijdragen dat de schuldquotes stabiel blijven of dalen. Ook langere looptijden van schulden, relatief stabiele financieringsbronnen en historisch lage kredietkosten zouden de fiscale risico's kunnen beperken. Tegelijkertijd zou de daadwerkelijke uitvoering van hervormingen en investeringen in het kader van de faciliteit voor herstel en veerkracht potentiële groei moeten ondersteunen en de schuldhoudbaarheid moeten verbeteren.

De potentiële risico's vloeien voort uit stijgende rentetarieven of een intreden van de COVID-19-gerelateerde waarborgen. Stijgende rentetarieven zouden kunnen leiden tot stijgende rentebetalingen, met name voor landen met hoge financieringsbehoeften in de toekomst. De voorraad garanties zou ook bijkomende begrotingskosten met zich kunnen meebrengen: die nam tussen 2019 en 2020 in de eurozone toe met 14 procentpunten van het bbp. Overheden met minder fiscale ruimte (waaronder België, Frankrijk, Italië, Portugal en Spanje) hebben meer genereuze garantiestelsels ingevoerd. Hoewel deze het mogelijk maakten dat steun werd toegekend zonder rechtstreeks effect op het begrotingsevenwicht, zullen zij bij de overheidsschuld worden opgeteld wanneer zij worden teruggevorderd.⁽²⁹⁾

Het juiste traject uitstippelen om de houdbaarheid van de begroting te herstellen wordt in de toekomst cruciaal voor het herstel. De algemene ontsnappingsclausule van het stabiliteits- en groeipact, waarmee de lidstaten hun economie op het hoogtepunt van de COVID-19-crisis konden ondersteunen, zal naar verwachting vanaf 2023 worden gedeactiveerd. Wanneer de economische omstandigheden dit mogelijk maken, zullen het behalen van voorzichtige begrotingsposities op de middellange termijn en het zorgen voor houdbaarheid van de begroting op de middellange termijn van doorslaggevend belang zijn.

⁽²⁶⁾ In Bulgarije wordt het risico van het valutapakket van buitenlandse schuld beperkt door de currency-boardregeling. In het geval van Bulgarije en Kroatië kan de toetreding tot ERM II de schuldhoudbaarheidsrisico's bovendien ook verminderen dankzij lagere risicopremies.

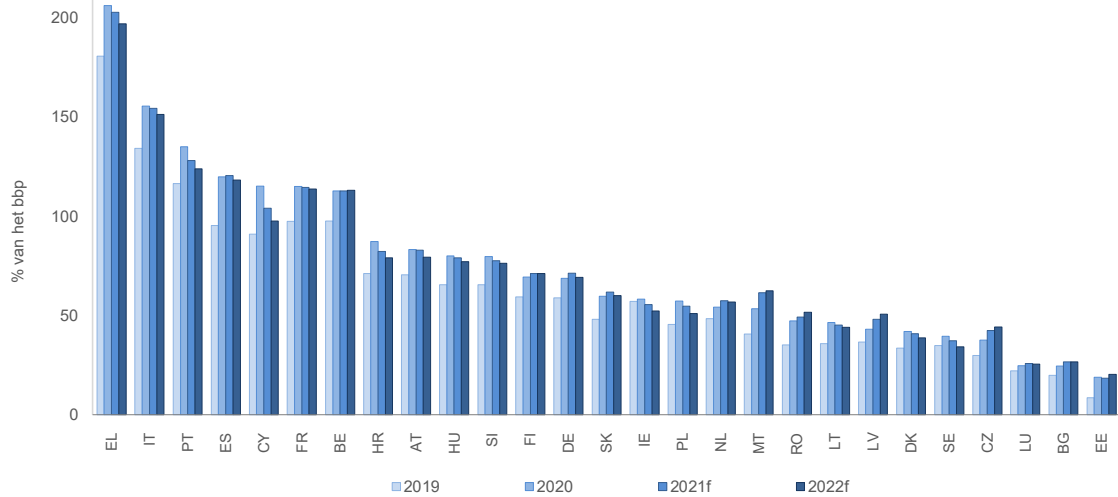
⁽²⁷⁾ In juli 2021 bedroeg het aandeel overheidsschuld in buitenlandse valuta: Bulgarije 82 %, Kroatië 72,1 %, Roemenië 51,1 %, Polen 22,9 %, Hongarije 21,7 %, Zweden 20 %, Denemarken 10,1 %, Tsjechië 8 %.

⁽²⁸⁾ Europese Commissie (2021), [The 2021 Stability and Convergence Programmes: an Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance](#)

⁽²⁹⁾ ECB (2021), Financial Stability Review.

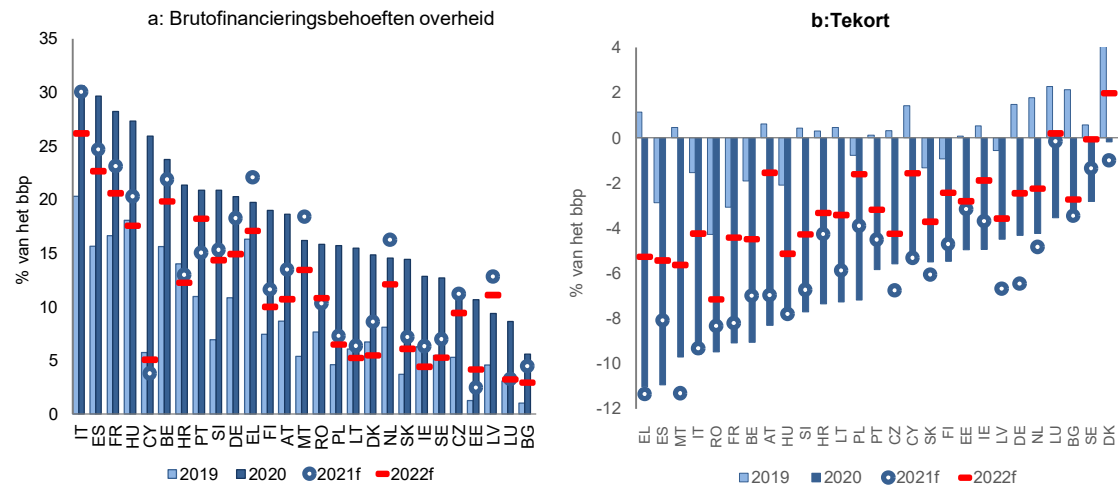
De risico's die gepaard gaan met een grote overheidsschuld moeten worden afgewogen tegen de risico's die voortvloeien uit een voortijdige intrekking van COVID-19-gerelateerde begrotingsmaatregelen, aangezien dit het herstel kan vertragen ⁽³⁰⁾ en de groei negatief kan beïnvloeden. Voor landen zoals België, Cyprus, Frankrijk, Portugal en Spanje met zowel een hoge overheids- als particuliere schuld kunnen de gevolgen voor de groeientwikkelingen nog meer uitgesproken zijn.

Grafiek 2.4.2: Overheidsschuld



Bron: Ameco en economische najaarsprognose 2021 van de Europese Commissie.

Grafiek 2.4.3: Brutofinancieringsbehoeften overheid en tekort



Bron: AMECO, economische najaarsprognose 2021 van de Europese Commissie en berekeningen van de diensten van de Commissie

⁽³⁰⁾ IMF (2021), Fiscal Monitor april 2021

2.5. FINANCIËLE SECTOR

Banken in de EU hebben zich tot nu toe veerkrachtig getoond ten opzichte van de pandemie, hoewel ze nog steeds te maken krijgen met reeds eerder bestaande uitdagingen, zoals een lage winstgevendheid. Bij het begin van de pandemie was de banksector in de EU goed gekapitaliseerd na meerdere jaren van versterking na de ernstige fall-outs van de wereldwijde financiële crisis en de staatsschuldencrisis. De robuustheid van de sector verschilde echter van land tot land, waarbij sommige nog steeds te kampen hebben met omvangrijke niet-renderende leningen, en waarbij lage winstgevendheid een wijdverbreid punt van zorg is.

- **Het bankwezen in de EU bleef veerkrachtig, zowel dankzij zijn sterke uitgangspositie als door de beleidsmaatregelen die tijdens de pandemie werden ingevoerd.** Tijdens de jaren voor de pandemie werden sterke kapitaalbuffers opgebouwd, en de verhouding tussen tier 1-kernkapitaal (“common equity tier 1”, CET1) en solvabiliteit nam in 2020 verder toe, mede dankzij regelgevende beperkingen op dividenden. Niet-renderende leningen (NPL’s) gingen een steeds kleiner aandeel van de legacyvermogens uitmaken en nieuwe NPL’s werden gematigd door moratoria op terugbetalingen van leningen die na de uitbraak van de pandemie zijn ingevoerd. Het nieuwe krediet werd op zijn beurt ondersteund door overheidswaarborgen voor bedrijfsleningen en tijdelijke macroprudentiële vereenvoudiging en de financiële voorwaarden bleven soepel in 2021. De groei van de verplichtingen in de financiële sector bleef in 2020 beperkt; alleen Estland, Griekenland en Litouwen overschreden de scoreborddrempel. Uit recente stresstests van de Europese Bankautoriteit (EBA) blijkt dat de banksector van de EU over het algemeen veerkrachtig is, maar dat de banken onderling erg verschillen; banken die zich toespitsen op binnenlandse leningen of banken met lagere netto rentebaten zouden te maken hebben met een hogere kapitaaluitputting. ⁽³¹⁾
- **Een grote uitdaging voor de banksector van de EU blijft de lage winstgevendheid** (grafiek 2.5.1 a). Het rendement op het eigen vermogen, dat in de meeste lidstaten voortdurend laag was, is in 2020 nog verder gedaald door hogere voorzieningen voor verlies op leningen en lagere inkomsten. De winstgevendheid werd negatief in Cyprus, Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje. In 2021 zijn er tekenen van herstellende winstgevendheid. ⁽³²⁾ Deze voorzichtig positieve ontwikkelingen worden ook weerspiegeld in de marktwaardering van de EU-banken. Deze hebben zich sinds het voorbije najaar geleidelijk hersteld tot het niveau van voor de pandemie, maar blijven enigszins onder de algemene aandelenmarkten.
- **In sommige EU-landen heeft de banksector nog steeds te kampen met combinaties van zeer lage winstgevendheid, lager dan gemiddelde kapitaalratio’s of grote aantallen niet-renderende leningen (NPL’s)** (grafiek 2.5.1). ⁽³³⁾ In Griekenland is het aandeel NPL’s significant teruggelopen,

⁽³¹⁾ In juli 2021 publiceerde de Europese Bankautoriteit (EBA) resultaten van de EU-brede stresstest van 50 banken uit 15 EU- en EER-landen, die 70 % van de middelen van de banksector van de EU vertegenwoordigen. Deze oefening was specifiek toegespitst op leningen onder moratoria en met publieke waarborgen. Bij de stresstest van dit jaar werd uitgegaan van een verlengd COVID-19-scenario in een omgeving met “lagere rentetarieven gedurende langere tijd”, waarbij wordt uitgegaan van een daling van het bbp van de EU van 3,6 % over drie jaar. Uit de resultaten blijkt dat de banksector van de EU boven een verhouding van het tier 1-kernkapitaal van 10 % zou blijven, met een uitputting van het kapitaal van 265 miljard EUR tegenover een verhouding van het tier 1-kernkapitaal van 15 %. De uitputting van het kapitaal zou grotendeels toe te schrijven zijn aan kredietverliezen. Het scenario zou ook leiden tot een significante daling van de bijdrage van winsten van voortgezette bedrijfsactiviteiten, hoofdzakelijk van netto rentebaten.

⁽³²⁾ Het mediane rendement op het eigen vermogen van EU-banken daalde van 5,8 % in 2019 tot 2,7 % in 2020. In het tweede kwartaal van 2021 steeg het echter tot 7,1 %.

⁽³³⁾ 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 rapporterende sector “binnenlandse bankgroepen en zelfstandige banken, dochterondernemingen onder buitenlandse zeggenschap en bijkantoren onder buitenlandse zeggenschap, alle instellingen”. Geharmoniseerde NPL-ratio’s zijn pas sinds 2014 beschikbaar. Voor de gegevens met betrekking tot de “piek” wordt in grafiek 2.5.1 b de ratio van de bruto niet-renderende schuldinstrumenten ten opzichte van de totale bruto schuldinstrumenten weergegeven, die in langere tijdreeksen beschikbaar is en die niet alleen betrekking heeft op leningen, maar ook op andere schuldinstrumenten die de banksector aanhoudt. Laatstgenoemde ratio is doorgaans iets lager dan de NPL-ratio’s, vooral omdat de noemer groter is, d.w.z. de totale bruto schuldinstrumenten zijn groter dan de totale leningen. Het verschil tussen beide ratio’s bedraagt momenteel 5 procentpunten voor Griekenland en 2 procentpunten voor Cyprus, terwijl dat voor de meeste landen minder dan 1 procentpunt is.

maar het ligt nog steeds vrij hoog ⁽³⁴⁾, terwijl de winstgevendheid negatief werd in 2020 en de kapitaalratio's tot de laagste in de EU behoren. De Cypriotische banken hebben ook een aanzienlijke daling van hun zeer hoge aandelen NPL's vastgesteld, terwijl de winstgevendheid ook negatief werd in 2020. In diverse andere landen zijn de aandelen niet-renderende leningen de voorbije jaren aanzienlijk afgenomen, maar zij bedragen bijna 5 % in Bulgarije, Kroatië en Polen. De kapitaalratio ligt ver onder het gemiddelde in Spanje en Portugal, en de winstgevendheid is in die landen ook licht negatief geworden in 2020.

De risico's voor de banksector blijven bestaan en het volledige effect van de crisis op de kwaliteit van de activa, de winstgevendheid en de kapitalisatie van banken zal pas zichtbaar zijn wanneer de steunmaatregelen volledig zijn ingetrokken. Het effect van de COVID-19-schok op de banksector was beperkt door uitgebreide steunmaatregelen van de overheid, die hoofdzakelijk gericht waren op de bedrijfssector. Deze worden geleidelijk ingetrokken en het einde van de meeste maatregelen is voorzien tegen eind 2021. Door de intrekking zullen onderliggende solventie- of liquiditeitsproblemen duidelijk worden. Dit vormt een risico voor de banksector aangezien schuldenaars zullen moeten voldoen aan terugbetalingsverplichtingen waartegen zij waren beschermd.

- **Solventieproblemen van bedrijven en huishoudens kunnen nog steeds opduiken wanneer we naar het normale leven terugkeren.** De particuliere schuld was in veel lidstaten voor de pandemie al hoog en nam in 2020 nog verder toe. Solventieproblemen bij bedrijven vormen een groot risico, vooral in bepaalde sectoren die zwaarder door de crisis zijn getroffen. Tot nu toe bleven solventieproblemen bij bedrijven beperkt. Risico's met betrekking tot hypotheekschulden van huishoudens werden tot nu toe beperkt door overheidsregelingen voor inkomenssteun en een toegenomen spaarquote van huishoudens. Langdurige voorzieningsproblemen op de woningmarkten verminderen het risico dat de huizenprijzen sterk naar beneden worden bijgesteld. Bijkomende solventieproblemen in de bedrijfssector zouden evenwel kunnen leiden tot een domino-effect op de werkgelegenheid en zouden zo ook de solventie van huishoudens kunnen aantasten.
- **Het aantal NPL's zal naar verwachting toenemen, vooral in bepaalde sectoren en landen.** Door problemen bij de terugbetaling van schulden door niet-financiële vennootschappen waarvan de winstgevendheid het sterkst is aangetast, zou het aantal niet-renderende leningen kunnen stijgen. Er is al een merkbare toename van stadium 2-leningen, die een significant hoger kredietrisico hebben. ⁽³⁵⁾ Het aandeel stadium 2-leningen in de eurozone bedroeg 13 % in 2020 en zal naar verwachting toenemen tot 17 % in 2021. ⁽³⁶⁾ De regionale verspreiding van economische activiteiten betekent dat stijgingen van het aantal NPL's ongelijk over regio's verdeeld kunnen zijn, waardoor zij de banksector van bepaalde landen onevenredig kunnen aantasten. ⁽³⁷⁾ Ook de stijging van rentetarieven kan een uitdaging vormen voor met vreemd vermogen gefinancierde bedrijven met een lage liquiditeitsbuffer.
- **Er moet nauw toezicht worden gehouden op feedbackloops tussen banken, overheden en niet-financiële vennootschappen.** In de eurozone heeft het noodsteunprogramma voor de pandemie van de ECB een gunstig financieel marktsentiment ondersteund en heeft het bijgedragen tot de stabiliteit van de banksector tijdens de pandemie. In sommige landen hebben banken evenwel een groot deel van de nieuw uitgegeven overheidsschuld op zich genomen, wat gedeeltelijk gestuurd was door

⁽³⁴⁾ Grafiek 2.5.1 b is gebaseerd op gegevens van het eerste kwartaal van 2021, toen de NPL-ratio voor Griekenland 26 % bedroeg. De gegevens voor het eerste kwartaal van 2021 die zijn vrijgegeven na de afsluitdatum van het waarschuwingsmechanismeverslag (22 oktober 2021) wijzen op een zeer substantiële vermindering van de NPL-ratio tot 16 % (voorlopige waarde).

⁽³⁵⁾ Stadium 2-leningen zijn leningen waarvan het kredietrisico significant is toegenomen sinds de initiële erkenning ervan, maar in tegenstelling tot stadium 3-leningen worden zij nog niet beschouwd als leningen met verminderde kredietwaardigheid of met verlies.

⁽³⁶⁾ ECB (2021), Financial Stability Review, mei 2021.

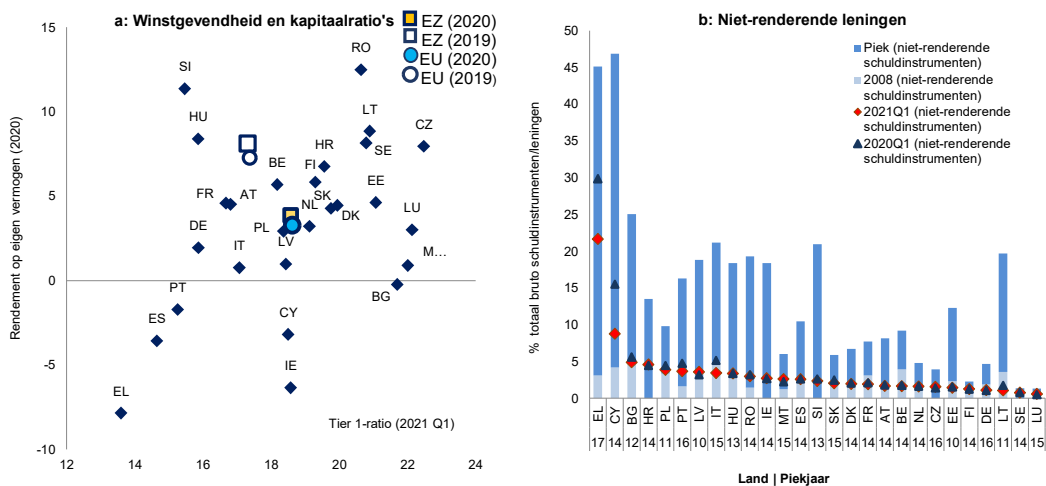
⁽³⁷⁾ Uit de gegevens van de eurozone blijkt dat de toename van stadium 2-leningen meer uitgesproken was voor sectoren die meer door de pandemie en door de beperkingen van de mobiliteit getroffen waren. Zo steeg het percentage in de sector diensten voor accommodatie van 7 % in 2019 tot 25 % in 2020 en in de sector kunst en amusement van respectievelijk 6 % tot 23 %. ECB (2021): Financial Stability Review, mei 2021. Soortgelijke trends zijn ook terug te vinden in recente NPL-gegevens. Uit EBA Risk Dashboard voor het tweede kwartaal 2021 blijkt dat de verschillen in activakwaliteit tussen sectoren toenemen. In de horeca is de NPL-ratio bijvoorbeeld verder toegenomen van 9 % in het eerste kwartaal van 2021 tot 9,6 % in het tweede kwartaal van 2021 en in de sector kunst, amusement en recreatie van 7,9 % tot 8,2 %.

ondersteuningsmaatregelen voor bedrijfssectoren. Dit vormt een risico gezien de verwevenheid tussen balansen van banken, de bedrijfssector en het niveau van de overheidsschuld, vooral in een situatie van potentiële stijgingen van rentetarieven voor langlopende leningen wereldwijd.

Structurele uitdagingen voor de banksector die al voor de pandemie bestonden, zijn niet verdwenen en zouden wel eens moeilijker op te lossen kunnen zijn. Overcapaciteit, die tot een lage kostenefficiëntie en een lage winstgevendheid leidt, is al lang een uitdaging van de banksector van de EU. Het lopende proces van digitalisering en groene transitie brengt nieuwe uitdagingen voor de banksector met zich mee, die financiering binnen sectoren zal moeten heroriënteren op momenten dat de voortdurend lage winstgevendheid de eigen investeringen inperkt. Deze uitdagingen zouden nog groter kunnen worden bij een dalende kwaliteit van de activa.

De niet-bancaire financiële sector, die getroffen is door de voortdurend lage rentetarieven, wordt geconfronteerd met nieuwe uitdagingen. De voortdurend lage rendementen zetten een rem op de winstgevendheid en de balans van niet-bancaire financiële instellingen met activaportefeuilles die in grote mate belegd zijn in laagrisicoactiva zoals verzekeraars. Daardoor werden zij ertoe gedwongen hun hefboom en blootstelling aan meer risicovolle activa te vergroten.⁽³⁸⁾ Een bruske toename van de prognose van de rentetarieven zou kunnen leiden tot een globale prijsherziening van risico's, wat verliezen van de waardering van activa betekent voor de niet-bancaire sector van de EU. Levensverzekeraars lijken tot nu toe het meest getroffen door de COVID-19-schok, aangezien hun premies in 2020 daalden, terwijl zij toenamen voor schadeverzekeringen.⁽³⁹⁾ Daarnaast leidde de pandemie tot een aantal prijscorrecties van zakelijk onroerend goed die een invloed hadden op de prestatie van vastgoedfondsen (zie de paragraaf over huisvesting).

Grafiek 2.5.1: **Winstgevendheid van de banksector en kapitaal en niet-renderende leningen**



Opmerkingen: De gemiddelde waarden voor de EU en de eurozone zijn ongewogen door de omvang van de economie. De gegevens over de "piek" hebben 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.

Bron: ECB, berekeningen diensten van de Commissie.

⁽³⁸⁾ ECB (2021), Financial Stability Review, mei 2021.

⁽³⁹⁾ EIOPA (2021), Financial Stability Report, juli 2021.

Tijdens de hele pandemie bleef de arbeidsmarkt veerkrachtig, wat in grote mate te danken was aan nooit eerder geziene steunmaatregelen op nationaal en EU-niveau. Dankzij het wijdverbreide gebruik van regelingen om banen te behouden, die werden ondersteund door het Europees instrument voor tijdelijke steun om het risico op werkloosheid te beperken in een noodtoestand (SURE) en andere soorten interventies, waaronder uitgebreide fiscale en monetaire steun, werd de ergste COVID-19-schok voor banen en inkomens opgevangen, waardoor de gezondheidscrisis geen banencrisis werd. Het effect van de COVID-19-recessie op arbeidsmarkten was over het algemeen V-vormig: in de meeste landen werd de arbeidsmarkt bij het begin van de crisis significant getroffen, waarna een gedeeltelijke heropleving volgde, die in grote mate te danken was aan de snelle hervatting van de economische activiteit. ⁽¹⁾

De werkloosheid steeg in 2020 slechts licht, gezien de omvang van de schok en zal naar verwachting in 2022 terugvallen tot het niveau van voor de pandemie. De werkloosheidsgraad in de EU (15- tot 74-jarigen) steeg tot 7 % in 2020 (met een piek van 7,7 % na de eerste golf van de pandemie), wat slechts 0,3 procentpunten (pp) hoger is dan het gemiddelde niveau van 2019. Dergelijke toenames waren laag in vergelijking met de krimp van het bbp van ongeveer 6 % voor de gehele EU. ⁽²⁾ De grootste stijgingen werden vastgesteld in de Baltische staten (2,4 pp in Estland, 2,2 pp in Litouwen en 1,8 pp in Letland), Zweden (1,5 pp) en Spanje (1,4 pp). In 17 EU-landen nam de werkloosheidsgraad met minder dan één procentpunt toe. De werkloosheidsgraad daalde in 2020 zelfs in Polen, Frankrijk, Italië en Griekenland. In de eerste helft van 2021 daalde de werkloosheid in de meeste lidstaten. De jeugdwerkloosheid (15- tot 24-jarigen) in de EU vertoonde de eerste tekenen van herstel halverwege 2021, maar bedroeg nog steeds 17,4 % in het tweede kwartaal van 2021, bijna drie keer zo veel als de werkloosheidsgraad bij de 25- tot 74-jarigen. Volgens de economische najaarsprognoses 2021 van de Europese Commissie wordt nog steeds verwacht dat de werkloosheidsgraad in de EU zal stabiliseren in 2021 maar dat zij vervolgens in 2022 zal terugvallen naar het niveau van voor de pandemie.

De lager dan verwachte toename van de werkloosheidsgraad weerspiegelt evenwel gedeeltelijk terugtrekkingen van de arbeidsmarkt en dus een lagere participatiegraad. De participatiegraad (15- tot 64-jarigen) daalde met 1,7 pp — van 73,6 % in het vierde kwartaal van 2019 tot 71,9 % in het tweede kwartaal van 2020 — maar bereikte in het tweede kwartaal van 2021 weer het niveau van voor de pandemie. De participatiegraad daalde in 2020 in de meeste lidstaten; de grootste dalingen (tussen 1 pp en 2 pp) werden opgetekend in Italië, Spanje, Ierland, Portugal, Bulgarije en Griekenland. In 2021 bleef het niveau in een significant aantal gevallen lager dan de niveaus van voor de pandemie.

De werkgelegenheidsgraad, die in bijna alle lidstaten daalde in 2020, veert geleidelijk weer op in 2021, maar niet in alle sectoren. In de EU daalde de werkgelegenheidsgraad (20- tot 64-jarigen) tot 72,4 % in 2020 tegenover 73,1 % in 2019. De grootste dalingen werden vastgesteld in Spanje (-2,3 pp), Ierland (-1,7 pp) en Bulgarije (-1,6 pp), terwijl Polen (+0,6 pp), Malta (+0,5 pp) en Kroatië (+0,2 pp) de enige landen waren waar de werkgelegenheidsgraad toenam. In het eerste kwartaal van 2021 daalde de werkgelegenheidsgraad nog steeds in de meeste lidstaten, maar in het tweede kwartaal van 2021 nam hij geleidelijk opnieuw toe tot het niveau van voor de pandemie, behalve in sectoren die het meest getroffen zijn door het beperken van sociale contacten.

Steunmaatregelen van de overheid hebben het effect van de daling van marktinkomens op beschikbare inkomens beperkt. Naast regelingen om banen te behouden hebben overheden een reeks maatregelen ingevoerd om netto-overdrachten te vergroten, waaronder ruimere werkloosheidsvergoedingen of uitstel van bepaalde betalingen zoals belastingen of energierekeningen, alsmede moratoria op de terugbetaling van schulden. Het werkelijke bruto beschikbare inkomen van huishoudens per inwoner daalde in het tweede kwartaal van 2020 met 2,7 % (op jaarbasis), maar was tegen het einde van het jaar hersteld en bleef grotendeels ongewijzigd tussen 2019 en 2020. De toename van het percentage van de bevolking dat met armoede of sociale uitsluiting wordt bedreigd (AROPE) was in 2020 beperkt of daalde ten opzichte van 2019 in ten minste de helft van de lidstaten. Er werden evenwel toenames geraamd voor een aantal lidstaten. ⁽³⁾

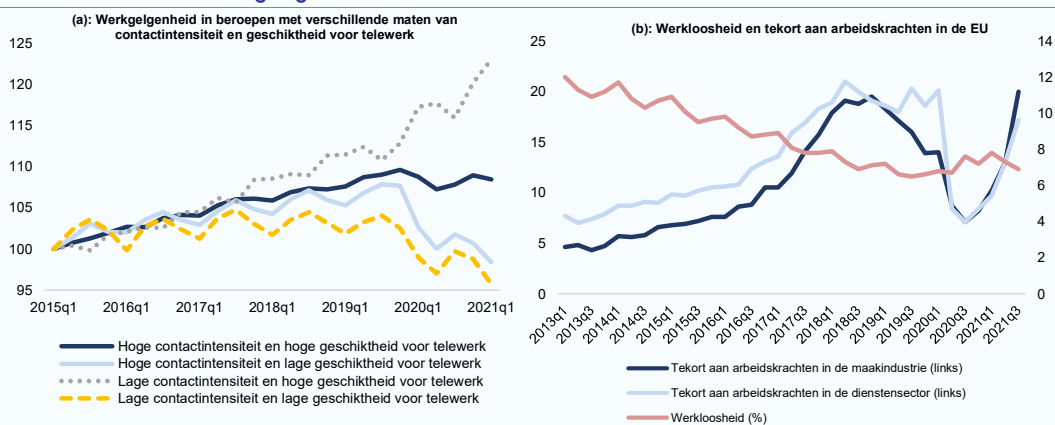
Toch zijn er nog grote uitdagingen.

De pandemie heeft structurele trends op de arbeidsmarkt versterkt, wat leidt tot problemen voor de mensen die hierdoor getroffen zijn. De langetermijntrend van een dalende vraag naar arbeidskrachten voor banen met routinetaken is versneld (grafiek 1 a). Banen waarbij telewerk moeilijk is, kunnen in toenemende mate door automatisering worden aangetast. Daarnaast zou de uitdoving van steunmaatregelen kunnen leiden tot aanzienlijk banenverlies in de sectoren die de meeste steun ontvingen, afhankelijk van de mate waarin de vraag naar de goederen en diensten van die sectoren zich zal herstellen. De snelheid en doeltreffendheid van herverdeling van de arbeid zal afhangen van het feit of de vaardigheden van ontslagen werknemers sectorspecifiek zijn of kunnen worden aangepast aan andere sectoren, en van de doeltreffendheid van omscholing en bijscholing. Hoewel een dergelijke herverdeling gepaard zou kunnen gaan met de dubbele transitie en zou kunnen leiden tot productiviteits- en concurrentiewinsten, kan de duur van werkloosheid toenemen wanneer er geen doelgerichte en doeltreffende beleidsinterventies zijn. In hun nationale herstel- en veerkrachtplannen voorzien de meeste lidstaten in maatregelen om banenherstel te ondersteunen, maar een grotere coördinatie van de maatregelen zal van doorslaggevend belang zijn voor succesvolle arbeidsmarkttransities. ⁽⁴⁾

Tekorten aan arbeidskrachten duiken opnieuw op, waardoor de behoefte aan omscholing en herscholing toeneemt (grafiek 1 b). Voor de pandemie waren de tekorten aan arbeidskrachten al historisch hoog in de hele EU. Inperkingsmaatregelen in verband met de pandemie en de hieruit voortvloeiende economische disrupties hebben de tekorten aan arbeidskrachten doen afnemen, aangezien veel bedrijven tijdens de lockdown geen nieuwe mensen in dienst namen. Het tekort aan arbeidskrachten neemt evenwel in de meeste landen opnieuw toe. Vooral in België, Duitsland, Kroatië, Litouwen, Oostenrijk, Portugal, Slovenië en Slowakije zijn er veel vacatures. De tekorten doen zich momenteel met name voor in de informatie- en communicatiesector en in de bouwsector. Het toenemende tekort aan arbeidskrachten weerspiegelt niet alleen het snelle herstel van de diepe recessie en een daling van het aantal grensarbeiders, maar wijst er ook op dat wanverhoudingen in vaardigheden, die al voor de crisis bestonden, mogelijk nog toenemen naarmate de dubbele transitie vordert. ⁽⁵⁾

De pandemie en de nasleep ervan dreigen de ongelijkheid in diverse vormen nog te vergroten. In 2021 nam de langetermijnwerkloosheid in de meeste lidstaten toe, aangezien meer mensen sinds het begin van de pandemie werkloos zijn. De grote onderbreking in aanwervingen beperkte de mogelijkheden voor werklozen en intreders op de arbeidsmarkt, onder wie veel jongeren of migranten. ⁽⁶⁾ De jeugdwerkloosheid is tijdens de pandemie in de meeste lidstaten significant toegenomen, en in het tweede kwartaal van 2021 bedroeg zij meer dan 30 % in Griekenland (38,5 %), Spanje (38,2 %) en Italië (32,2 %). Lockdowns hebben ook de ongelijkheden in de toegang tot onderwijs en tot gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening versterkt, wat op de middellange en de lange termijn een effect op de arbeidsmarkt kan hebben, terwijl het effect op het aantal gewerkte uren groter was voor werknemers met een lager opleidingsniveau. Daarnaast werden met name werknemers met tijdelijke overeenkomsten getroffen door banenverlies in 2020, behalve in Nederland. Hoewel inkomenssteunmaatregelen het regressieve effect van de crisis op de arbeidsmarktinkomens sterk hebben beperkt ⁽⁷⁾, blijven er grote bezorgdheden voor de arbeidsmarktvooruitzichten van die werknemers, ook gezien de dalende relatieve vraag naar routinebanen of banen waarbij telewerk niet mogelijk is.

Grafiek 1: Evolutie van werkgelegenheid en werkloosheid



Opmerkingen: (a) voor deze grafiek wordt gebruikgemaakt van een index van technische haalbaarheid van telewerk en fysieke nabijheid. Hij is gebaseerd op het O*NET-onderzoek waarin de taakinhoud van specifieke beroepen wordt onderzocht. Deze informatie is gecombineerd met de arbeidskrachtenenquête van de EU; (b) met de Europese conjunctuurenquêtes (Business and Consumer Surveys - EU-BCS) worden kwartaalgegevens van werkgevers verzameld over hun problemen om vacatures ingevuld te krijgen. Respondenten kunnen als beperkende factor "tekort aan beroepsbevolking" aangeven.

Bron: a) Europese Commissie, Labour market and wage developments in Europe report 2021 (te verschijnen); b) Eurostat, LFS en Europese Commissie, EU-BCS

- (¹) Voor een grondiger discussie van recente arbeidsmarktontwikkelingen, zie het verslag van de Europese Commissie "2021 Labour Market and Wage Developments in Europe" (te verschijnen).
- (²) Dankzij de uitgebreide toepassing van regelingen om banen te behouden kwam de daling meer tot uiting in een daling van het aantal gewerkte uren in 2020 (-5,5 %) dan in een toename van de werkgelegenheid. De krimp van het bbp was groter in 2020 dan in 2009 (-4,3 %), maar de toename van de werkloosheid was aanzienlijk kleiner (de maandelijkse werkloosheidsgraad in de EU steeg tussen 2008 en 2009 met ten hoogste 2,6 pp).
- (³) In maart 2021 stelde de Europese Commissie een nieuwe doelstelling op EU-niveau vast om het aantal mensen dat met armoede of sociale uitsluiting wordt bedreigd tegen 2030 met ten minste 15 miljoen te doen dalen. Het is een van de drie hoofddoelstellingen op het gebied van werkgelegenheid, vaardigheden en sociale inclusie die tegen 2030 moeten worden behaald als onderdeel van de Europese pijler van sociale rechten.
- (⁴) In maart 2021 heeft de Commissie een "Recommendation for Effective Active Support to Employment (EASE)" goedgekeurd, waarin zij de lidstaten vraagt coherente pakketten van versterkte actieve arbeidsmarktbeleidsmaatregelen in te voeren om banentransities bij het herstel te ondersteunen. Overeenkomstig de EASE-aanbeveling maken actieve arbeidsmarktbeleidsmaatregelen en openbare werkgelegenheidsdiensten integraal deel uit van de herstel- en veerkrachtplannen van 20 lidstaten, terwijl alle lidstaten beleidsmaatregelen voor om- en bijscholing in hun plannen hebben opgenomen.
- (⁵) Voor een diepgaandere bespreking van vaardigheden, zie Europese Commissie (2021), Proposal for a Joint Employment Report 2022 van de Commissie en de Raad.
- (⁶) Zie: Croitorov O. et al. (2021), "The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area" *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Europese Commissie, Vol. 20, nr. 2, deel I. Zie ook [het verslag van 2021, Employment and Social Developments in Europe \(ESDE\)](#) en Fasani, F., Mazza, J. (2020) [A vulnerable workforce: migrant workers in the Covid-19 pandemic. JRC Technical report](#)
- (⁷) Employment and Social Developments in Europe (ESDE) Annual Review 2021.

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

De COVID-19-crisis heeft de correctie van macro-economische onevenwichtigheden die verband houden met hoge overheids-, particuliere en buitenlandse schulden onderbroken en kwam op een moment dat er in sommige landen oververhittingsrisico's opdoken na meerdere jaren van sterke groei. De door de pandemie veroorzaakte recessie betekende het einde van een ruim proces van verlaging van de hoge schuldenlast in de overheids- en particuliere sector die in een aantal lidstaten gedurende het grootste deel van het voorbije decennium had plaatsgevonden, vooral in de tweede helft, toen de economische groei sterker werd en bijdroeg tot de afname van schuldratio's. Grote tekorten op de lopende rekeningen of een krachtige kredietgroei werden ook gecorrigeerd, wat ertoe leidde dat buitenlandse verplichtingen geleidelijk werden afgebouwd en het bankwezen werden versterkt. In recentere jaren werden in bepaalde sectoren in sommige landen uitdagingen en risico's waargenomen die verband hielden met tekenen van oververhitting, hoofdzakelijk met betrekking tot huizenprijzen en kostenconcurrentievermogen, vooral daar waar de economische groei forser was, en na een relatief lange economische expansie. Trends in huizenprijzen die al voor de COVID-19-crisis waren ingezet, bleven voortduren en werden in sommige gevallen zelfs versneld tijdens de pandemie. Het kostenconcurrentievermogen nam af in een aantal landen die voor de pandemie sneller groeiden. Het is nog te vroeg om recentere ontwikkelingen te beoordelen aangezien de beschikbare gegevens nog steeds verstoord zijn door de ongebruikelijke productiviteitsdaling in 2020 en de wisselwerking met uitgebreide steunmaatregelen voor de arbeidsmarkt.

Een aantal onevenwichtigheden is door de COVID-19-crisis versterkt en er kunnen nieuwe uitdagingen opdoemen. In 2020 namen de schuldquotes van de overheid en de particuliere sector scherp toe door de recessie en door hogere kredieten om de fall-out van de crisis op te vangen. Dankzij het duidelijke economische herstel zijn de schuldratio's intussen evenwel stabiel of beginnen zij zelfs af te nemen. Toch laat de crisis een spoor van hogere schulden na nu overheden uit de crisis komen met duidelijk hogere schuldquotes. De particuliere sector heeft ook een hogere schuld te torsen, hoofdzakelijk in landen waar de particuliere schuld al voor de crisis hoog was. Dankzij de succesvolle uitvoering van de herstel- en veerkrachtplannen kan de afbouw van overheids- en particuliere schuld worden ondersteund door te helpen de langetermijngroei uit te breiden. Op de korte termijn kan een verslechtering van de kwaliteit van overheids- en particuliere activa evenwel gevolgen hebben voor de balansen van financiële instellingen, waarvan de lage winstgevendheid door de pandemie verder is gedaald, en die kredietverstrekking voor het herstel in het gedrang brengt. Externe rekeningen werden minder geraakt, maar namen af in landen waar grensoverschrijdend toerisme meer aanwezig is, waaronder een aantal landen met aanzienlijke negatieve netto internationale investeringsposities. Tegelijkertijd hebben de huizenmarkten tijdens deze crisis aan dynamiek gewonnen en is de groei van de huizenprijzen in diverse lidstaten op zijn hoogst sinds meer dan tien jaar. De risico's van de overwaardering van huizenprijzen nemen toe, wat vooral een probleem is bij een hoge schuld van huishoudens. De druk op het kostenconcurrentievermogen kan sterk toenemen met het herstel, vooral in landen die minder door de crisis getroffen zijn.

Over het algemeen zijn er uitdagingen in een aantal lidstaten. De belangrijkste uitdagingen houden verband met het volgende:

- Een aantal lidstaten heeft te maken met *meervoudige en onderling verbonden kwetsbaarheden met betrekking tot stocks*. 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. Bijna al die lidstaten zijn zwaar getroffen door de COVID-19-crisis, wat ook de hoge relevantie van grensoverschrijdend toerisme in hun economieën weerspiegelt:

- In het geval van Griekenland en Cyprus zijn hoge schulden en aanzienlijke negatieve netto internationale investeringsposities gekoppeld aan voortdurende problemen voor de financiële sector. De lopende rekeningen van deze lidstaten zijn in 2020 verslechterd door de dalende inkomsten uit reizen en toerisme. Hoewel er verdere vooruitgang werd vastgesteld bij de vermindering van niet-renderende leningen in 2020, blijft het aantal in beide landen hoog. In het geval van Griekenland was de potentiële outputgroei bij hoge werkloosheid traag.
- In Kroatië, Ierland, Portugal en Spanje namen de onevenwichtigheden die verband hielden met hoge schulden af totdat de COVID-19-crisis uitbrak. In Kroatië, Portugal en Spanje werden deze trends evenwel onderbroken door de recessie die door de pandemie was veroorzaakt en namen de schuldquotas zichtbaar toe. In 2020 was Ierland een uitzondering: het wist een daling van het bbp te vermijden, terwijl de sectorsamenstelling van de economie een gunstige invloed had op de externe rekeningen van het land.
- In Roemenië en Hongarije hebben de kwetsbaarheden hoofdzakelijk te maken met de *wisselwerking tussen overheidsschuld en externe financiering* tegen de achtergrond van oververhittingsrisico's en grote begrotingstekorten. In Roemenië is het tekort op de lopende rekeningen nu al een aantal jaren significant en hardnekkig, en er wordt in de nabije toekomst geen verbetering verwacht. De overheidsschuld steeg al voor de COVID-19-crisis snel, met grote begrotingstekorten als gevolg, en zal naar verwachting nog verder stijgen, waardoor de behoeften aan externe financiering nog toenemen. In Hongarije waren de financieringsbehoeften van de overheid de laatste jaren groot en dit zal zo blijven, gezien de schulden met korte looptijden en grote begrotingstekorten, en de bron van die financiering is gedeeltelijk extern. In beide landen luidt een niet gering deel van de schuld in buitenlandse valuta, wat het verband tussen de externe sector en de fiscale situatie verklaart. In het geval van Hongarije stijgen de huizenprijzen scherp en is de druk van inflatie en kostenconcurrentievermogen zichtbaar tegen de achtergrond van een sterk herstel en blijvende beleidssteun.
- In enkele lidstaten houden de kwetsbaarheden in hoofdzaak verband met *hoge overheidsschuldquotas die tijdens de crisis verder zijn toegenomen*, gecombineerd met blijvende 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 grote, hoewel in 2020 nog steeds afnemende, volume niet-renderende leningen, terwijl de arbeidsmarkt nog steeds zwak presteert. België en Frankrijk kunnen te maken krijgen met problemen door de hoge overheidsschuld die tijdens de meest recente crisis aanzienlijk toenam, en met potentiële groeioproblemen bij een zwak concurrentievermogen. De particuliere schuld in Frankrijk, en met name de bedrijfsschuld, was al relatief hoog en bleef nog toenemen. Ook in België nam de hoge particuliere schuld nog verder toe in 2020. Zowel in België als in Frankrijk kunnen huizenprijzen, die recent dynamischer werden, overgewaardeerd zijn.
- Sommige lidstaten worden gekenmerkt door *grote overschotten op hun lopende rekening*, die boven de niveaus blijven die door economische fundamentals te verantwoorden zouden zijn. Dit geldt voor Duitsland en Nederland. Het overschot in de eurozone zal dit jaar naar verwachting stijgen, na een tijdelijke daling vorig jaar. De grote overschotten zijn mogelijk te verklaren door gemiste kansen voor groei en binnenlandse investeringen. Dit kan gevolgen hebben voor de werking van de eurozone in een context van een herstel dat duurzaam moet zijn, terwijl die nog steeds wordt gekenmerkt door significante onzekerheid. In beide gevallen wijzen de dynamieken van de huizenprijzen op risico's op overwaardering, die in Nederland al een aantal jaar bestaan en gepaard gaan met hoge schulden van huishoudens.
- In Tsjechië en Slowakije gingen de verliezen van *kostenconcurrentievermogen gedurende een aantal jaren gepaard met een sterke groei van de huizenprijzen*. De verliezen van kostenconcurrentievermogen waren al voor de crisis vastgesteld en de blijvende aanzienlijke groei van de werknemerscompensatie wijst op risico's op oververhitting bij voortdurende grote begrotingstekorten, wat in Slowakije tot een hogere overheidsschuld leidt. De prestatie van de externe sector van deze landen lijkt niet te zijn aangetast, maar de significante concentratie van export bij een aantal specifieke sectoren vormt een kwetsbaarheid. Dit gaat gepaard met een sterke groei van de huizenprijzen, met toenemende risico's van overwaardering van huizenprijzen. In het geval van Slowakije komt dit bovenop relatief hoge schulden van huishoudens na jaren van stijgingen.

- In sommige lidstaten dragen de ontwikkelingen op de woningmarkt bij tot *risico's in verband met de waardering van huizenprijzen*, vaak tegen een achtergrond van hoge schulden van huishoudens. Dit is het geval voor Zweden, en ook voor Denemarken en Luxemburg. Uit recente gegevens over de huizenprijzen blijkt dat de huizenprijzen in Zweden na een kortstondige neerwaartse correctie opnieuw toenamen in 2020, wat de zorgen voor overwaardering nog versterkt. In Luxemburg werd de forse groei van huizenprijzen tijdens de crisis nog dynamischer, wat verwante risico's op overwaardering met zich meebrengt. Deze groei vindt plaats in combinatie met hoge schulden van huishoudens ten opzichte van het bruto beschikbare inkomen van huishoudens. In Denemarken vond de zeer recente versnelling van huizenprijzen plaats in combinatie met hoge schulden van huishoudens.
- In het geval van Malta zorgen een hoge en groeiende voorraad particuliere schuld en een voortdurende zwakte van het insolventiekader voor bijzondere kwetsbaarheden.

De conclusie van dit waarschuwingsmechanismeverslag is dat voor twaalf lidstaten diepgaande evaluaties gerechtvaardigd zijn: Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje en Zweden. Deze lidstaten zijn in de vorige jaarcyclus van het PMO-toezicht aan een diepgaande evaluatie onderworpen. Op basis daarvan werd geoordeeld dat zij onevenwichtigheden (Duitsland, Frankrijk, Ierland, Kroatië, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje en Zweden) of buitensporige onevenwichtigheden (Cyprus, Griekenland en Italië) vertonen. Bij de nieuwe diepgaande evaluaties zal worden nagegaan of deze onevenwichtigheden nog verergeren, worden gecorrigeerd of zijn gecorrigeerd. Het is de bedoeling de beoordelingen te actualiseren en mogelijk overblijvende beleidsbehoeften te beoordelen.

Daarnaast vertonen een aantal lidstaten die in de vorige ronde geen diepgaande evaluatie hebben ondergaan, ontwikkelingen die bijzondere aandacht verdienen. In Slowakije is sprake van een sterke huizenprijsgroei, naast een gestage, zij het vertragende stijging van kredietverlening aan huishoudens. De export is sterk geconcentreerd in enkele specifieke sectoren en er is sprake van een verlies aan kostenconcurrentievermogen, maar de exportmarktaandelen zijn tot dusver niet negatief beïnvloed. In het geval van Hongarije moet aandacht worden besteed aan de wisselwerking tussen leningen door de overheid en externe financiering in een context van een aanzienlijke schuldblootstelling in vreemde valuta. De huizenprijzen zijn sterk gestegen. De druk van het kostenconcurrentievermogen neemt toe, maar de exportmarktaandelen zijn tot dusver niet negatief beïnvloed.

Ook de ontwikkeling van risico's in andere lidstaten, die in veel gevallen verband houden met de woningmarkten, moet nauwkeurig in het oog worden gehouden. In Denemarken en Luxemburg wijzen ontwikkelingen op de woningmarkt op een opbouw van risico's. Hoewel veranderde voorkeuren, gunstige financiële voorwaarden en aanbodbeperkingen kunnen leiden tot aanhoudende groei van de huizenprijzen, moet men ook rekening houden met het risico van een correctie naar beneden, met mogelijke gevolgen voor de economie in ruimere zin. Tsjechië wordt gekenmerkt door een sterke groei van de huizenprijzen en aanhoudende verliezen aan kostenconcurrentievermogen, die al enkele jaren significant zijn. In Malta zorgen toenemende particuliere schulden en zwakten van het insolventiekader voor bijzondere kwetsbaarheden. Aan de hand van monitoring en toezicht moeten de ontwikkelingen in deze zes lidstaten op de voet worden gevolgd en moet worden nagegaan of zij in overeenstemming zijn met en bevorderlijk zijn voor de macro-economische stabiliteit. De risicobalans wijst er momenteel niet op dat een diepgaande evaluatie nodig is. Deel 4 bevat meer informatie over landspecifieke ontwikkelingen.

4. LIDSTAATSPECIFIEKE OPMERKINGEN

4.1. BELGIË

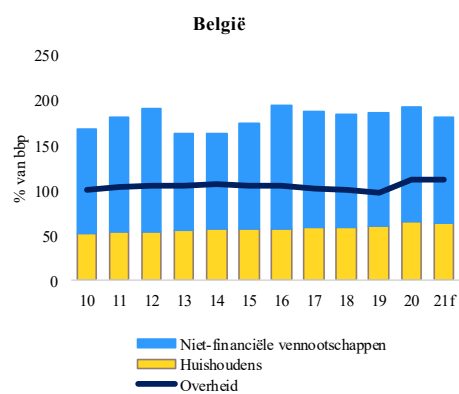
In juni 2021 werden er in België geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicatoren voor de geconsolideerde brutoschuld van de particuliere sector en de algemene overheidsschuld boven hun indicatieve drempelwaarden.

Na een krimp van 5,7 % in 2020 zal het bbp naar verwachting toenemen met 6 % in 2021 en met 2,6 % in 2022. Het nominale bbp-niveau in 2022 zal naar verwachting 8,4 % boven het niveau van 2019 liggen.

Relevante ontwikkelingen sinds het vorige verslag kunnen als volgt worden samengevat:

- **De externe zwakke punten** blijven beperkt. In 2020 vertoonde de lopende rekening een klein overschot. De NIIP is duidelijk positief en zal naar verwachting in 2021 en 2022 in grote lijnen op hetzelfde niveau blijven. De duidelijke toename in de arbeidskosten per eenheid product (unit labour cost – ULC) in 2020 weerspiegelt de sterke productiviteitsdaling tijdens de COVID-19-crisis, die gedeeltelijk te wijten was aan het hamsteren van arbeid. Er wordt verwacht dat de betalingsdynamieken in 2021 en 2022 de opleving van de productiviteit ruim zullen compenseren.
- **De schuldquote van de particuliere sector** steeg verder boven de drempelwaarde in 2020. Zij werd negatief beïnvloed door de sterke daling van het bbp in 2020. De schuld van Belgische niet-financiële vennootschappen is hoog en nam toe tot bijna 126 % van het bbp, maar het grote aandeel van grensoverschrijdende leningen in concernverband, die dit cijfer opdrijven, vermindert de risico's. De verlaging van de schuldenlast van huishoudens, die hoofdzakelijk uit hypotheekschulden bestaat, bleef in 2020 toenemen, maar de toename van de schuldquote van huishoudens is hoofdzakelijk toe te schrijven aan de daling van het bbp, aangezien de nettokredietstromen naar huishoudens werden beperkt. Maatregelen ter ondersteuning van huishoudens en een vast inkomen hebben bijgedragen tot de stabilisering van het aandeel niet-renderende leningen in 2020. De groei van huizenprijzen versnelde in 2020 en de huizenprijzen vertonen tekenen van potentiële overwaardering.
- **De overheidsschuldquote** nam in 2020 verder toe, tot 112,8 % van het bbp. Dit weerspiegelt de scherpe daling van het bbp en de aanzienlijke steunmaatregelen van de overheid om het effect van de COVID-19-crisis te beperken. Risico's die verband houden met feedbackloops van de financiële en de overheidssector blijven beperkt. De financiële sector blijft gezond.
- De toename van het **werkloosheidspercentage** werd in 2020 afgeremd en nam slechts licht toe tot 5,6 %, dankzij steunmaatregelen van de overheid die tot eind 2021 zijn verlengd. Het percentage zal naar verwachting zowel in 2021 als in 2022 licht toenemen. De jeugdwerkloosheid nam in 2020 toe en zal in 2021 naar verwachting stijgen tot 20,5 %.

Grafiek A1: Schuld per sector van de economie



Bron: Eurostat en de diensten van de Commissie

België is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, zij het met een hoge brutoschuld van de particuliere sector en de overheid, die beperkte risico's inhielden. Door de COVID-19-crisis is de schuld zowel voor de particuliere als de overheidssector verder toegenomen en moet er toezicht worden gehouden. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.2. BULGARIJE

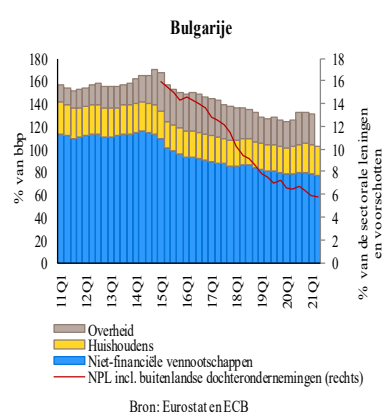
In juni 2021 werden er in Bulgarije geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, ligt de indicator voor de groei van de arbeidskosten per eenheid product (ULC) boven hun indicatieve drempelwaarden.

Na een krimp van 4,4 % in 2020 zal het bbp naar verwachting toenemen met 3,8 % in 2021 en met 4,1 % in 2022. Met de terugkeer naar economische expansie zal het nominale bbp-niveau in 2022 naar verwachting 17 % boven het niveau van 2019 liggen.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Het saldo op de **lopende rekening** vertoonde een klein tekort van 0,3 % van het bbp in 2020, voor het eerst sinds 2012. De daling was hoofdzakelijk te wijten aan de krimp van de uitvoer van toerismediëten, te wijten aan de COVID-19-pandemie. Een herstel van inkomsten uit toerisme is in 2021 begonnen en zal zich naar verwachting in 2022 doorzetten. De negatieve NIIP, die hoofdzakelijk bestaat uit directe buitenlandse investeringen, bleef verbeteren dankzij een verdere accumulatie van reseveactiva.
- **De nominale arbeidskosten per eenheid product** namen in 2020 verder toe, onder invloed van een enigszins lagere nominale productiviteit in een context van het hamsteren van arbeid. De arbeidskosten per eenheid product zullen naar verwachting aanzienlijk blijven toenemen, zij het minder dan in 2020, ondanks het herstel van de productiviteitsgroei, aangezien de compensatie per werknemer naar verwachting sterk zal stijgen.
- **De verlaging van de schuldenlast van bedrijven nam toe** in 2020, maar de afbouw van de schuldenlast zal naar verwachting hervatten wanneer de economie zich weer herstelt. Hoewel de kredietgroei beperkt was, heeft de scherpe daling van het bbp in 2020 het proces van afbouw van de schuldenlast die gebaseerd was op een sterke nominale bbp-groei tijdelijk omgekeerd. Met de terugkeer van de economische groei zou de schuldquote van bedrijven opnieuw moeten dalen. Het reële groeipercentage in **de huizenprijzen** nam in 2020 toe tot 5,2 %. Het zal naar verwachting enigszins dalen in 2021, maar wordt ondersteund door een forse groei van hypothecaire kredieten.
- **De overheidsschuld** lag in 2020 lager dan 25 % van het bbp en zal in 2021 naar verwachting onder 30 % van het bbp blijven, ondanks de geplande toename van overheidsuitgaven.
- **De financiële sector** behield tijdens de COVID-19-crisis voldoende liquiditeit en kapitaaltoereikendheid, dankzij de maatregelen die de Bulgaarse Nationale Bank in maart 2020 heeft ingevoerd en de toetreding van Bulgarije tot de bankenunie in juli 2020. Het aandeel niet-renderende leningen blijft hoog, hoewel het in 2020 verder afnam tot 5,9 %. Het zal belangrijk zijn om het effect van de uitdoving van steunmaatregelen van de overheid, zoals de moratoria op leningen en de garantieregelingen, nauwkeurig op te volgen.
- **De arbeidsmarktomstandigheden** werden niet bijzonder beïnvloed door de recessie in 2020, grotendeels dankzij het gebruik van werktijdverkortingsregelingen. Het werkloosheidspercentage nam in 2020 toe tot 5,1 %, komend van een historisch laag niveau in 2019, maar zal naar verwachting vanaf 2022 beginnen te dalen.

Grafiek A2: Uitsplitsing schuld per sector



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. Met de COVID-19-crisis nam de schuldquote van de particuliere sector in 2020 tijdelijk toe; naar verwachting zal deze daarna dalen. De looncompensatie zal naar verwachting het groeipad van vóór de pandemie blijven volgen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.3. TSJECHIË

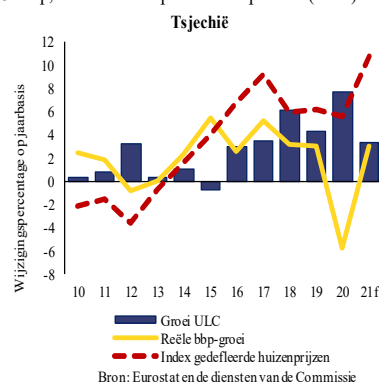
In juni 2021 werden er in Tsjechië geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, ligt de indicator voor de groei van de arbeidskosten per eenheid product (ULC) boven hun indicatieve drempelwaarden.

Na een krimp van 5,8 % in 2020 zal het bbp naar verwachting toenemen met 3 % in 2021 en met 4,4 % in 2022. Met de terugkeer naar economische expansie zal het nominale bbp-niveau in 2022 naar verwachting 13.2 % boven het niveau van 2019 liggen.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **De externe kwetsbaarheden** bleven beperkt. In 2020 werd een overschot op de lopende rekening van 3,6 % van het bbp genoteerd; dit zal naar verwachting terugkeren naar een grotendeels evenwichtige positie in 2021. De NIIP bleef verbeteren, maar bleef licht negatief, op -12,5 % van het bbp in 2020. De NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico (NENDI) was al positief en is nog verbeterd.
- **De loonkosten per eenheid product** waren voor de pandemie al hoog. Zij stegen in 2020 nog verder door het hamsteren van arbeid in het kader van de COVID-19-crisis. Met het herstel van de productiviteit zal de groei van de loonkosten per eenheid product naar verwachting worden beperkt, ondanks een sterke groei van de compensatie per werknemer in 2021 en 2022.
- **De verlaging van de particuliere schuldenlast** bleef laag. Hoewel zij in 2020 licht toenam, bleef de particuliere schuld ruim binnen de prudentiële en fundamentele benchmarks. De kredietstromen waren positief, maar beperkt, zowel voor huishoudens als voor bedrijven. **De banksector** is goed gekapitaliseerd en de winstgevendheid is hoog. Het aandeel niet-renderende leningen blijft laag.
- **De algemene overheidsschuld** nam toe tot 37,7 % van het bbp in 2020 en zal naar verwachting toenemen tot 42,4 % van het bbp in 2021 en tot 44,3 % in 2022. Hoewel het niveau van de overheidsschuld nog steeds relatief laag is, neemt zij snel toe bij grote begrotingstekorten.
- **De huizenprijzen** nemen al lange tijd snel toe, met toenemende aanwijzingen van potentiële overwaardering. De reële groei van de huizenprijzen bleef in 2020 hoog, op 5,5 %, hoewel hij daalde tot onder de scoreborddrempel. Terwijl het beschikbare inkomen van huishoudens naar verwachting in 2021 en 2022 sterk zal blijven toenemen, lijkt een verdere versnelling van de huizenprijzen waarschijnlijk, zoals ook wordt gesuggereerd door de beschikbare gegevens voor 2021. De opwaartse prijsdruk zou kunnen worden beperkt door een verwachte herneming van de woningbouw in 2021 en 2022 en toenemende hypotheekinteressen als gevolg van de aanhoudende verstrenging van de monetaire omstandigheden.

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



Tsjechië is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel het concurrentievermogen en de prijzendruk in de huizenmarkt enkele risico's inhielden. Met de COVID-19-crisis is een aantal behoeften toegenomen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

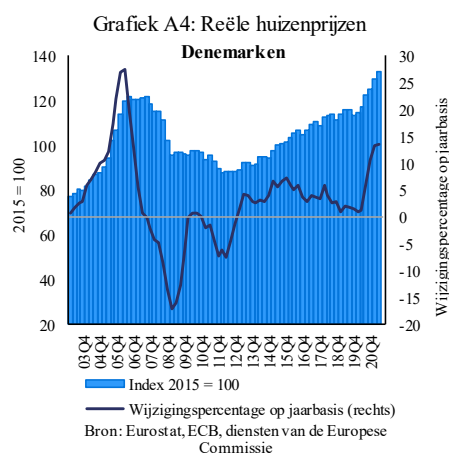
4.4. DENEMARKEN

In juni 2021 werden er in Denemarken geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicatoren voor het overschot op de lopende rekening en de schuld van de particuliere sector boven hun indicatieve drempelwaarden.

Na een daling van 2,1 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting toenemen met 4,3 % in 2021 en met 2,7 % in 2022. Het nominale bbp in 2021 zal naar verwachting het niveau van 2019 met zo'n 10,4 % overschrijden.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **Wat de externe duurzaamheid betreft**, blijft de balans op de lopende rekening een groot overschot vertonen, dat in 2020 8,1 % van het bbp bedroeg. Hoewel het bbp de komende jaren naar verwachting zal blijven dalen, zal het waarschijnlijk duidelijk boven de bovenste PMO-drempel blijven. Het hoge overschot weerspiegelt hoge spaarbedragen van vennootschappen en pensioenen. Geaccumuleerde overschotten op de lopende rekening hebben geleid tot een hoge netto internationale investeringspositie (NIIP) die in 2020 bijna 69 % van het bbp bedroeg, wat zo'n 77 % lager is dan het bbp in 2019, te wijten aan waarderingsveranderingen. De ruime NIIP genereert een positief netto primair inkomen, dat op zijn beurt de positieve balans van de lopende rekening versterkt.



- De verlaging van de schuldenlast in de **particuliere sector** blijft hoog, maar neemt af. Deense huishoudens hebben hun schuldenlast de jongste jaren afgebouwd, hoewel de **schuldenratio van huishoudens** lichtjes toenam tot 111,7 % van het bbp in 2020, onder invloed van de daling van het reële bbp. De schuldquote van huishoudens is de hoogste in de EU maar zal in 2021 naar verwachting dalen als aandeel van het bbp. Ondanks stijgende huizenprijzen bleef de toename van hypotheekleningen beperkt. De rentelast daalde verder, terwijl het aandeel leningen met variabele rente relatief hoog bleef, hoewel het veel lager is dan tien jaar geleden. Het hoge niveau van brutoschuld van huishoudens gaat gepaard met significant hogere, zij het minder liquide, financiële vaste activa, meer bepaald huizen en pensioensparen.
- **De reële groei van de huizenprijzen** bedroeg 4,6 % in 2020, wat onder de scoreborddrempel ligt. De reële groei van de huizenprijzen nam in de eerste helft van 2021 toe en bereikte de piek van 13,5 % op jaarbasis in het tweede kwartaal van 2021, maar zal in de nabije toekomst naar verwachting vertragen. De ramingen van de waarderingskloof wijzen op een potentiële overwaardering. De gemiddelde kloof van de huizenprijzen blijft toenemen en de kloof tussen prijs en inkomen is relatief hoog.
- **De banksector** bleef stabiel en de banken blijven winstgevend, liquide en goed gekapitaliseerd, terwijl het aandeel niet-renderende leningen laag is. Ondanks een scherpe toename in 2020 door de invoering van COVID-19-gerelateerde maatregelen ligt de **overheidsschuld** relatief laag, rond 42 % van het bbp. Het begrotingstekort bedroeg in 2020 slechts 0,2 % van het bbp, deels toe te schrijven aan eenmalige effecten.
- **De arbeidsmarkt** bleef sterk. Het werkloosheidspercentage nam in 2020 licht toe tot 5,6 %. Door het sterke herstel van de Deense economie ligt de werkgelegenheid hoger dan voor de pandemie en daalde het aantal werklozen tegen het tweede kwartaal van 2021 tot onder het niveau van voor de pandemie.

Denemarken is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de hoge brutoschuld van de particuliere sector en het overschot op de lopende rekening beperkte risico's inhouden. Tijdens de COVID-19-crisis is de schuldenlast van de particuliere sector matig toegenomen, terwijl de huizenprijzen aanzienlijk zijn gestegen en het overschot op de lopende rekening hoog bleef. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.5. DUITSLAND

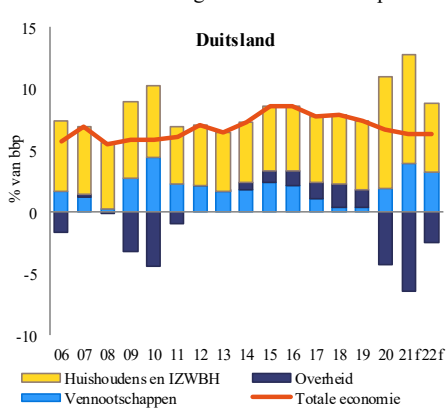
In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Duitsland macro-economische onevenwichtigheden ondervond als gevolg van gematigde investeringen in verhouding tot de besparingen, die een grensoverschrijdend belang hebben. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen het saldo van de lopende rekening, de indicatoren voor de arbeidskosten per eenheid product (ULC), de groei van de huizenprijzen en de overheidsschuld boven hun indicatieve drempelwaarden.

Na een daling van 4,6 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting toenemen met 2,7 % in 2021 en met 4,6% in 2022. Het nominale bbp-niveau in 2022 zal naar verwachting 9,4 % hoger liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **Het overschot op de lopende rekening**, dat in 2020 6,9 % van het bbp bedroeg, blijft hoog. Het is sinds 2015 geleidelijk afgenomen, maar zal naar schatting boven 6 % blijven. Dit heeft te maken met gematigde investeringen, zowel in de particuliere als in de overheidssector, onder meer als gevolg van knelpunten op het gebied van infrastructuur en huisvesting. Hoewel de investeringen in de particuliere en de overheidssector de jongste jaren geleidelijk zijn toegenomen, blijven zij onder het gemiddelde van de eurozone.
- **De arbeidskosten per eenheid product** namen in 2020 sterk toe door de scherpe daling in output in combinatie met een relatief stabiele werkgelegenheid en compensatie. Het verband tussen arbeidskosten en output zal naar verwachting weer normaal worden wanneer het bbp zich herstelt.
- **De overheidsschuld** overschreed de indicatieve scoreborddrempel van 60 % van het bbp: in 2020 nam deze toe tot 68,7 % van het bbp en zal in 2021 naar verwachting een piek van 71,4 % bereiken, wat toe te schrijven is aan beleidssteun tijdens de COVID-19-pandemie. Het **banksysteem** blijft voldoende gekapitaliseerd en kent een zeer laag niveau van niet-renderende leningen, hoewel de winstgevendheid laag blijft na een verdere daling in 2020.
- **De reële huizenprijzen** groeiden in 2020 met 7,1 % en bleven sterk groeien in de eerste helft van 2021 als gevolg van een blijvend beperkt aanbod van huizen. De ontwikkelingen van de huizenprijzen vertonen tekenen van potentiële overwaardering.

Grafiek A5: Vorderingenoverschot/-tekort per sector



Bron: Ameco

Duitsland is de COVID-19-crisis ingegaan met een groot binnenlands spaaroverschot, dat voornamelijk wordt geschraagd door nettobesparingen van huishoudens en de overheid. Het overschot op de lopende rekening blijft op een hoog niveau, aangezien particuliere investeringen laag blijven ondanks beleidssteun in het kader van de COVID-19-crisis, en reeds lang bestaande investeringsleemten zijn nog niet opgevuld door overheidsinvesteringen. De huizenprijzen zijn sterk gegroeid. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in juni, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

4.6. ESTLAND

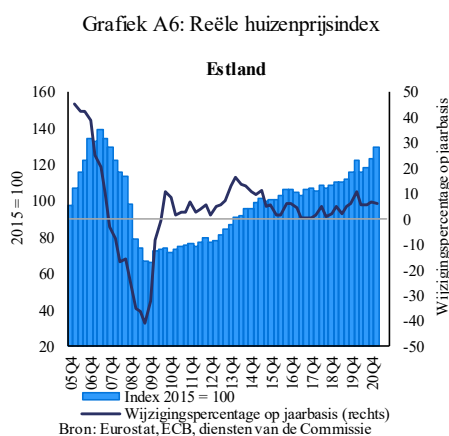
In juni 2021 werden er in Estland geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen indicatoren voor de reële effectieve wisselkoers, de groei van de arbeidskosten per eenheid product (ULC), de groei van de huizenprijzen, de verplichtingen van de financiële sector en de jeugdwerkloosheid boven hun indicatieve drempelwaarden.

Na een daling van 3 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting toenemen met 9 % in 2021 en met 3,7 % in 2022. Het nominale bbp-niveau in 2022 zal naar verwachting 16 % boven het niveau van 2019 liggen.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **De externe zwakke punten** blijven beperkt, aangezien verwacht wordt dat de netto internationale investeringspositie stabiel zal blijven rond -22 % van het bbp in 2021, na een decennium van voortdurende verbeteringen. Het geaccumuleerde volume van de buitenlandse directe investeringen vormt het grootste deel van de verplichtingen. De lopende rekening vertoonde in 2020 een klein tekort en zal naar verwachting in 2021 licht toenemen.
- **De groei van de arbeidskosten** nam in 2020 verder toe na een aantal jaren van aanhoudende sterke groei. De arbeidskosten per eenheid product zullen in 2021 naar verwachting afnemen dankzij een hogere productiviteit bij een forse groei van de output en een achterblijvende reactie van de werkgelegenheid, om daarna opnieuw toe te nemen. De uitvoermarkt nam toe tot 2020, hoofdzakelijk dankzij de uitvoer van goederen, en zal naar verwachting blijven toenemen, zij het tegen een lager tempo. De op het HICP gebaseerde reële effectieve wisselkoers is vorig jaar licht blijven stijgen, zij het minder dan in een aantal jaren voor de pandemie.
- De groei van de **huizenprijzen** versnelde tot 6,9 % in 2020 en zal naar verwachting verder versnellen in 2021, aangevuurd door de vroege uitoefening van pensioenvermogens in 2021, toegenomen prijzen van bouwmaterialen en flessenhalzen aan leverancierszijde, terwijl de kredietbeperkingen van de huishoudens een verzachtende factor zouden kunnen zijn. De maatstaven van huizenprijzen wijzen niet op potentiële overwaarderingsrisico's. **De banksector** blijft veerkrachtig met een hoge kapitaalratio en een klein aandeel niet-renderende leningen.
- **De schuldquote van de overheid** blijft laag, maar nam in 2020 met 10 procentpunten toe, door een hoger overheidstekort, een lager nominaal bbp en voorzichtige financiering door de overheid. Zij zal in 2022 naar verwachting 20,4 % van het bbp bereiken.
- De omstandigheden op de **arbeidsmarkt** verslechterden in de nasleep van de COVID-19-crisis. Na een gestage afname in de laatste tien jaar steeg de werkloosheid in 2020 tot 6,8 %. Verwacht wordt dat zij in 2022 zal beginnen te dalen. De jeugdwerkloosheid nam in 2020 aanzienlijk toe en zal in 2021 naar verwachting blijven toenemen.

Estland is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de negatieve netto internationale investeringspositie beperkte risico's inhield. Tijdens de COVID-19-crisis is de groei van de huizenprijzen versneld, maar de huizenprijzen lijken niet te zijn overgewaardeerd. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.



4.7. IERLAND

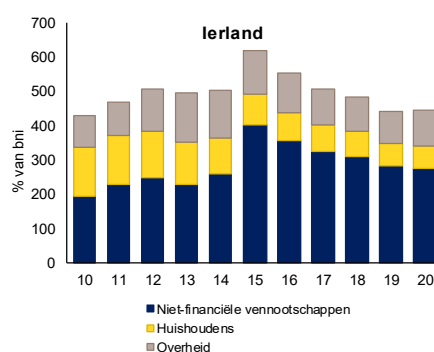
In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Ierland macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met kwetsbaarheden die te maken hebben met een hoge overheids-, particuliere en externe schuld. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicatoren voor het saldo op de lopende rekening, de netto internationale investeringspositie, de schuld van de particuliere sector en de participatiegraad boven hun indicatieve drempelwaarden⁽⁴⁰⁾.

Na een toename van 5,9 % in 2020 zal de economische groei van Ierland naar verwachting toenemen met 14,6 % in 2021 en met 5,1 % in 2022. Het nominale bbp-niveau in 2022 zal naar verwachting 28.1 % boven het niveau van 2019 liggen.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **Externe duurzaamheid** blijft een punt van zorg. De NIIP is sterk negatief, hoewel zij aanzienlijk wordt opgeschroefd door activiteiten van multinationals. Zij verbeterde tot -174 % van het bbp in 2020 en zal naar verwachting verder blijven verbeteren. De lopende rekening leefde in 2020 op na een groot tekort in 2019 en zal naar verwachting in 2021 en 2022 een groot overschot vertonen, wat zal bijdragen tot de verbetering van de externe positie.
- **De particuliere schuld** is zeer hoog maar blijft dalen. Zij bedroeg in 2020 bijna 189 % van het bbp. De bedrijfsschuld is goed voor het grootste aandeel van de particuliere schuld (153 % van het bbp en 274 % van het gewijzigd bruto nationaal inkomen (bni*)) en blijft boven fundamentele en prudentiële drempels. Het hoge aandeel grensoverschrijdende leningen in concernverband in de bedrijfsschuld vermindert de risico's. In 2020 bedroeg de schuld van huishoudens ongeveer 36 % van het bbp en 64 % van het bni*. Hoewel dit onder de prudentiële drempel ligt en nog steeds daalt, blijft zij hoog in verhouding tot het beschikbare inkomen van huishoudens (109 %).
- **De overheidsschuld** nam licht toe, tot 58,4 % van het bbp in 2020. Zij zal naar verwachting in 2021 opnieuw beginnen dalen. Daar staat tegenover dat de overheidsschuld ten opzichte van het bni* groot blijft.
- **De banksector** is gezonder dan in de aanloop naar de financiële crisis van 2010. De banken zijn goed gekapitaliseerd maar worden geconfronteerd met uitdagingen op de langere termijn met betrekking tot de winstgevendheid, die in 2020 negatief werd. Het aantal niet-renderende leningen (NPL's) is de voorbije jaren substantieel gedaald en het aandeel NPL's bleef laag, op 2,6 % in juni 2021.
- **De huizenprijzen** bleven in reële termen stabiel in 2020, maar zullen in 2021 naar verwachting licht toenemen door een beperkt aanbod van huizen. De maatstaven van de waarderingskloof wijzen niet op potentiële overwaardering, maar de betaalbaarheid van woningen blijft een probleem, waarbij het gemiddelde aantal jaren inkomen dat vereist is om een woning te kopen tot het hoogste van de EU behoort.
- **Het werkloosheidspercentage** nam toe tot 5,7 % in 2020 en zal naar verwachting stijgen tot 7,5 % in 2021 als gevolg van de COVID-19-crisis, maar zal daarna naar verwachting opnieuw beginnen dalen. De verandering in het activiteitspercentage gedurende drie jaar werd negatief in 2020, maar zal naar verwachting in 2021 en 2022 opnieuw positief worden.

Grafiek A7: Schuld per sector van de economie



Bron: Eurostat and CSO
Opmerking: het gemodificeerd bruto nationaal inkomen geeft een preciezer beeld van de onderliggende economische activiteit door een deel van de impact van multinationals te elimineren.

⁴⁰ In het Post-Programme Surveillance (PPS)-verslag over Ierland uit het najaar van 2021 wordt ook een aantal van de in het waarschuwingsmechanismeverlag vermelde kwetsbaarheden besproken.

Ierland 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. Naarmate de Ierse economie ondanks de crisis groeide, werden de zwakke punten die verband hielden met de externe schuld en de schuld van de particuliere schuld enigszins verzwakt, maar de overheidsschuld is toegenomen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in juni, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

4.8. GRIEKENLAND

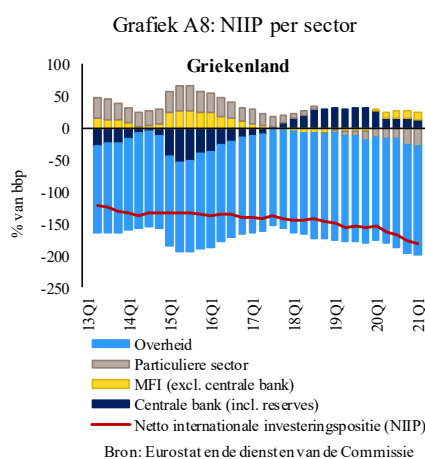
In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Griekenland, in een context van hoge werkloosheid en lage potentiële groei, buitensporige macro-economische onevenwichtigheden ondervond, in verband met de hoge schuldenlast van de overheid, het onvolledige herstel van het externe evenwicht en het hoge aandeel niet-renderende leningen. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, ligt een aantal indicatoren boven hun indicatieve drempelwaarden, met name de netto internationale investeringspositie (NIIP), de overheidsschuld, het marktaandeel van de uitvoer, de verplichtingen van de financiële sector, de werkloosheidsgraad en de participatiegraad. ⁽⁴¹⁾

Na een sterke krimp van -9 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting opleven, met een verwachte groei van 7,1 % in 2021 en 5,2 % in 2022. Het nominale bbp-niveau in 2022 zal naar verwachting 2,4 % hoger liggen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **De externe duurzaamheid** is in 2020 verslechterd aangezien de negatieve NIIP-quote verder daalde, wat te wijten was aan de krimp van het bbp en de duidelijke verslechtering van het tekort op de lopende rekening tot -6,6 % van het bbp. Naarmate het toerisme weer aantrekt, zal het tekort op de lopende rekening naar verwachting in 2021 en 2022 verkleinen. Een groot deel van de netto internationale investeringspositie komt voor rekening van de overheidsschuld die is uitgebreid tegen gunstige voorwaarden en lange looptijden.
- **De overheidsschuldquote** nam in 2020 toe met 26 procentpunten tot 206,3 % van het bbp. Dit weerspiegelt de diepte van de recessie en het effect van de maatregelen om de economische en sociale schade van de COVID-19-crisis te beperken. Meer dan de helft van deze toename was te wijten aan het noemereffect. De schuldquote van de overheid zal naar verwachting beginnen dalen vanaf 2021. De brutofinancieringsbehoeften op de lange termijn zijn niet significant veranderd sinds het begin van de pandemie, hoofdzakelijk door de daling van de herfinancieringsstarieven.
- De winstgevendheid van de **banksector** werd in 2020 negatief en de verhouding van het tier 1-kernkapitaal behoort tot de laagste in de EU, deels door de voortdurende sanering van de balansen van banken. Hoewel het aandeel niet-renderende leningen ⁽⁴²⁾ met 26,1 % in maart 2020 nog steeds hoog was, daalde het aanzienlijk in 2020 en zal het naar verwachting in 2021 traag blijven dalen. Na het verstrijken van de moratoria toont een initiële beoordeling een gematigd nadelig effect op de kwaliteit van de activa, maar de neerwaartse risico's blijven.
- **De werkloosheidsgraad** bleef zelfs tijdens de pandemie dalen, hoofdzakelijk dankzij steunmaatregelen van de overheid, maar bleef met 16,3 % in 2020 hoog. Zij zal naar verwachting verder dalen tijdens de prognoseperiode.

Griekenland is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de overheidsschuld, het onvolledige herstel van het externe evenwicht, de niet-renderende leningen uit het verleden, de werkloosheid en de lage potentiële groei. Door de COVID-19-crisis zijn de overheidsschuld



⁽⁴¹⁾ Een aantal zwakke punten die in dit waarschuwingsmechanismeverslag worden belicht, staat beschreven in het 12e verslag over het verscherpte toezicht voor Griekenland.

⁽⁴²⁾ Volgens de Europese Centrale Bank: niet-renderende leningen als aandeel van totale brutokredieten en voorschotten op geconsolideerde basis (d.w.z. met inbegrip van kassaldi bij centrale banken en andere opvraagbare deposito's in de noemer). Dit cijfer is anders dan het cijfer dat in het uitgebreide toezicht is gerapporteerd, dat niet-renderende leningen volgt als een aandeel van totale brutoconsumentenkredieten op individuele basis, zoals gerapporteerd door de Bank van Griekenland.

en de externe onevenwichtigheden toegenomen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van buitensporige onevenwichtigheden in juni, 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.

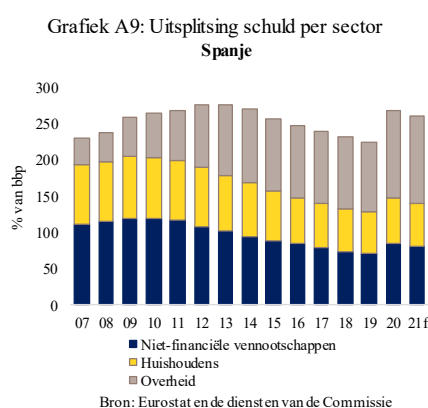
4.9. SPANJE

In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Spanje macro-economische onevenwichtigheden ondervond. Het ging daarbij om externe schulden en schulden van zowel de particuliere als de overheidssector, die grensoverschrijdende relevantie hebben, in een context van hoge werkloosheid. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, ligt een aantal indicatoren boven hun indicatieve drempelwaarden, met name de netto internationale investeringspositie (NIIP), de groei van de arbeidskosten per eenheid product (ULC), het marktaandeel van de uitvoer, de overheidsschuld en de schuld van de particuliere sector, de werkloosheidsgraad en de participatiegraad.

Na een daling van 10,8 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting toenemen met 4,6 % in 2021 en met 5,5 % in 2022. Het nominale bbp-niveau in 2023 zal naar verwachting 2.6 % boven het niveau van 2019 liggen.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **De externe duurzaamheid** is in 2020 verslechterd naarmate de negatieve NIIP-quote groter werd, hoofdzakelijk te wijten aan de krimp van het bbp maar ook aan een aantal negatieve veranderingen in waardering. De NIIP-quote bereikte -85,5 % in 2020, maar zal naar verwachting verbeteren in 2021 en 2022. De netto internationale investeringspositie exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico (NENDI) blijft sterk. Het overschot op de lopende rekening daalde tot 0,8 % van het bbp in 2020, gecombineerd met een verslechtering van het marktaandeel van de uitvoer, wat gedeeltelijk te wijten is aan het zwakke internationale toerisme. De lopende rekening zal in 2021 en 2022 naar verwachting een licht overschot vertonen.



- **De verlaging van de schuldenlast van bedrijven en huishoudens** daalde tot 2019. Met de COVID-19-crisis is de schuldquote van de particuliere sector toegenomen tot licht boven 146 % van het bbp in 2020, wat zowel de netto kredietstromen naar de bedrijfssector als (in grotere mate) de aanzienlijke daling van het bbp weerspiegelt, waardoor de PMO-drempel van 133 % is overschreden. De toename van de schuldquote van de particuliere sector zal naar verwachting gedeeltelijk worden omgekeerd in 2021, door het verwachte economische herstel.
- De reeds hoge **overheidsschuldquote** nam in 2020 met 25 procentpunten toe en bereikte 120 % van het bbp, wat de diepte van de recessie en het effect van de steunmaatregelen van de overheid als reactie op de COVID-19-crisis weerspiegelt. Zij zal naar verwachting licht dalen tegen 2022, tot 116 %. De risico's die verband houden met negatieve feedbackloops van de financiële en de overheidssector blijven bestaan en zouden nog kunnen worden versterkt door toenemende zwakke punten in de bedrijfssector in verband met de pandemie.
- **De banksector** werd de afgelopen tien jaar veerkrachtiger. Tijdens de COVID-19-crisis is de kapitalisatie van de banksector licht verbeterd, hoewel zij nog steeds laag is. De liquiditeitspositie van de banken bleef geruststellend. De winstgevendheid was voortdurend laag en werd in 2020 negatief. Het aandeel niet-renderende leningen daalde tot 2,8 % in 2020. Het kan echter in de toekomst toenemen, zodra het effect van de uitdoving van steunmaatregelen van de overheid, zoals de moratoria op leningen en de garantiestelsels, volledig zichtbaar wordt.
- Na een daling van meerdere jaren is de **werkloosheidsgraad** in 2020 opnieuw toegenomen tot 15,5 % in de context van de COVID-19-crisis, waarmee hij boven de indicatieve drempelwaarde blijft. De werkloosheidsgraad zal naar verwachting afnemen in 2021 en 2022. De participatiegraad nam af en bleef onder de indicatieve drempelwaarde. Daarnaast blijft de segmentatie van de arbeidsmarkt een punt van zorg.

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-crisis zijn de schuldquotes en de werkloosheid gestegen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in juni, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

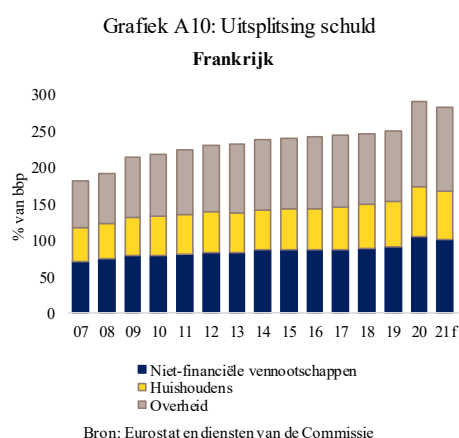
4.10. FRANKRIJK

In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Frankrijk in een context van lage productiviteitsgroei macro-economische onevenwichtigheden ondervond, in verband met de hoge overheidsschuld en het zwakke concurrentievermogen, die grensoverschrijdende relevantie hebben. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, ligt een aantal indicatoren boven hun indicatieve drempelwaarden, met name de overheidsschuld en de schuld van de particuliere sector, het marktaandeel van de uitvoer en de participatiegraad.

Na een daling van 7,9 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting toenemen met 6,5 % in 2021 en met 3,8 % in 2022. Het nominale bbp-niveau in 2022 zal naar verwachting 6.7 % boven het niveau van 2019 liggen.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **De externe positie** is in 2020 verslechterd, waarbij de negatieve NIIP-quote daalde tot ongeveer -30 % door een toegenomen tekort op de lopende rekening en de daling van het bbp. De lopende rekening zal de komende jaren naar verwachting enigszins verbeteren met de verwachte heropleving van de uitvoer. De NIIP zal naar verwachting stabiel blijven rond de huidige niveaus.
- **De schuldquote van de particuliere sector** bleef in 2020 toenemen met 21 procentpunten, tot bijna 174 %, ondersteund door sterke kredietstromen. Deze toename zal naar verwachting enigszins worden omgekeerd in 2021. De toenemende verlaging van de schuldenlast van bedrijven gaat evenwel gepaard met een parallele toename van liquiditeitsbuffers van bedrijven, terwijl de toenemende schuld van huishoudens ook gepaard ging met een toename van deposito's. De reële **huizenprijzen** groeiden iets sneller in 2020 dan in 2019 en vertonen tekenen van potentiële overwaardering.
- De reeds hoge **schuldquote van de overheid** nam in 2020 met 18 procentpunten toe tot 115 % van het bbp, wat de steunmaatregelen van de overheid als reactie op de COVID-19-crisis en de diepte van de recessie weerspiegelt. Een daling zal naar verwachting in 2021 inzetten.
- Na meerdere jaren van verbetering werd het **concurrentievermogen** nadelig beïnvloed door de COVID-19-crisis. De arbeidskosten per eenheid product namen in 2020 tijdelijk toe, ondanks de daling van de compensatie per werknemer. Dit zal naar verwachting de komende jaren slechts gedeeltelijk worden omgekeerd. Het duidelijke verlies van het marktaandeel van de uitvoer in 2020 zal naar verwachting de komende jaren worden hersteld.
- **De banksector** kende gezonde en toenemende niveaus van eigen vermogen, terwijl het reeds lage aandeel niet-renderende leningen in 2020 bleef dalen, tot 2,2 %. Dit cijfer zou evenwel kunnen stijgen met de geleidelijke uitdoving van de steunmaatregelen van de overheid.
- De situatie op de **arbeidsmarkt** verslechterde in 2020 door de COVID-19-crisis, met een daling van de totale werkgelegenheid en de participatiegraad. Zowel de werkgelegenheid als de participatiegraad zullen naar verwachting vanaf 2021 verbeteren.



Frankrijk is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de overheidsschuld en het concurrentievermogen in een context van lage productiviteitsgroei. Door de COVID-19-crisis zijn de overheidsschuld en de particuliere schuld toegenomen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in juni, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

4.11. KROATIË

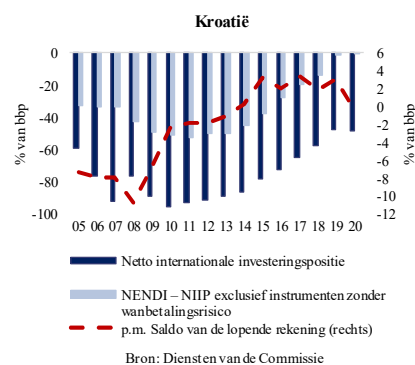
In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Kroatië, in een context van lage potentiële groei, macro-economische onevenwichtigheden ondervond, die verband hielden met hoge niveaus van externe, particuliere en overheidsschuld. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de netto internationale investeringspositie (NIIP), de groei van de arbeidskosten per eenheid product (ULC), de groei van de huizenprijzen en de algemene indicatoren van de bruto overheidsschuld boven hun indicatieve drempelwaarden.

Na een daling van 8,1 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting toenemen met 8,1 % in 2021 en met 5,6 % in 2022. Het nominale bbp-niveau in 2022 zal naar verwachting 9,5 % boven het niveau van 2019 liggen.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **De externe duurzaamheid** is in 2020 verslechterd. De lopende rekening vertoonde een tekort van 0,1 % van het bbp in 2020, hoofdzakelijk te wijten aan de daling van toerismegerelateerde uitvoer door de pandemie. Het driejaarlijkse gemiddelde overschot daalde tot 1,6 %. De NIIP verslechterde licht tot -47,8 % van het bbp in 2020, maar zal naar verwachting opnieuw verbeteren vanaf 2021. Omgekeerd verbeterden de NIIP exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico (NENDI) verder en bereikten zij een evenwichtige positie in 2020.
- De **nominale arbeidskosten per eenheid product** namen in 2020 toe bij een productiviteitsdaling, waardoor de driejaarlijkse verandering opliep tot 13,7 %. De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal naar verwachting negatief worden in 2021.
- De **index van de huizenprijzen** overschreed de drempelwaarde opnieuw in 2020, met een groei van 7,3 % in reële termen, wat het probleem van de betaalbaarheid van woningen nog vergrootte. In 2021 zouden de huizenprijzen moeten dalen. Er moet verder toezicht worden gehouden op de huizenprijzen, ook in het licht van de ontwikkelingen in de bouwmarkten.
- De **schuldquote van de particuliere sector** nam toe van ongeveer 88 % van het bbp tot 98 % in 2020, door de daling van het bbp en de positieve, zij het lage kredietstromen. De toename van de schuld van zowel bedrijven als huishoudens zal naar verwachting in 2021 worden omgekeerd door het noemereffect (groei van het bbp). Hoewel de **banksector** goed gekapitaliseerd is en de winstgevendheid hoog is, wordt hij ook gekenmerkt door een relatief hoog aandeel van meer dan 5 % niet-renderende leningen. Het zal belangrijk zijn om het effect van de uitdoving van steunmaatregelen van de overheid, zoals de moratoria op leningen en de garantiestelsels, nauwkeurig op te volgen.
- Na een daling van vijf jaar op rij nam de **schuldquote van de overheid** in 2020 met 16 procentpunten toe tot 87,3 % van het bbp, wat de steunmaatregelen van de overheid als reactie op de COVID-19-crisis en de diepte van de recessie weerspiegelt. Met het verwachte economische herstel en de intrekking van fiscale steun zal de overheidsschuld in 2021 naar verwachting opnieuw beginnen dalen.

Grafiek A11: NIIP, particuliere schuld en overheidsschuld



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 zijn de schuldquotes gestegen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in juni, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

4.12. ITALIË

In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Italië in een context van een arbeidsmarkt en een banksector met zwakke punten buitensporige macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met een hoge overheidsschuld en een aanhoudend zwakke productiviteitsdynamiek, die grensoverschrijdende relevantie hebben. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicatoren voor de overheidsschuld en de participatiegraad boven de indicatieve drempelwaarde.

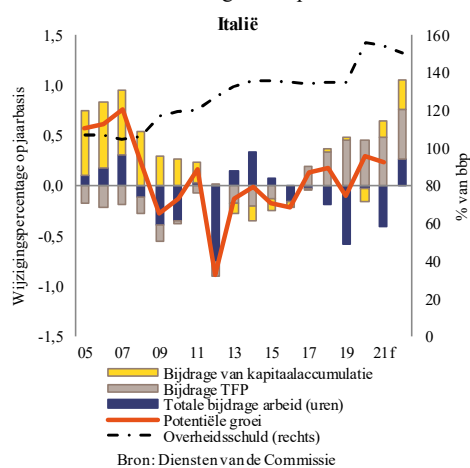
Na de sterke krimp van de reële productie met 8,9 % in 2020 als gevolg van de COVID-19-crisis zal de reële bbp-groei naar verwachting aantrekken met 6,2 % in 2021 en 4,3 % in 2022. Naar verwachting zal in 2022 het nominale bbp 4,6 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe positie** is stabiel, met een netto internationale investeringspositie (NIIP) die in evenwicht is. Het overschot op de lopende rekening van 3,8 % van het bbp in 2020 zal naar verwachting in 2021 marginaal afnemen, hoofdzakelijk als gevolg van stijgende olieprijsen en een sterkere invoervraag.
- De **particuliere schuld** steeg in 2020, waarbij de schuld van zowel huishoudens als ondernemingen dicht bij de prudentiële en op fundamentals gebaseerde benchmarks ligt. Beide componenten van de particuliere schuld zullen vanaf 2021 dalen wanneer de groei weer aantrekt.
- De **arbeidsproductiviteit** daalde in 2020 sterk omdat regelingen voor werktijdverkorting de werkgelegenheid ondersteunden terwijl de economische productie sterk afnam. De productiviteit zal op middellange termijn verbeteren wanneer de groei van het bbp zich herstelt. **De groei van de arbeidskosten per eenheid product** steeg in 2020 maar zal naar verwachting vertragen bij een aanhoudende gematigde loongroei.
- De **overheidsschuldquote** steeg in 2020 met 21 procentpunten tot 155,6 %. De stijging van de schuldquote is voor meer dan de helft toe te schrijven aan het noemereffect. De overheidsschuldquote zal naar verwachting in 2021 ondanks de verlenging van de steunmaatregelen gaan dalen en in de volgende jaren blijven afnemen. Voor de overheidsfinanciën blijven risico's bestaan vanwege feedbackloops in de financiële sector en het bedrijfsleven, gezien het aanzienlijke aandeel leningen met een overheidsgarantie en het risico van meer faillissementen, hoewel die op dit moment in aantal nog beperkt zijn.
- In de **banksector** waren aanhoudende verbeteringen te zien, maar er blijven zwakke punten bestaan. De daling van het percentage niet-renderende leningen (NPL's) zette verder door, maar met 4,5 % in het eerste kwartaal van 2021 blijft dit percentage hoger dan het gemiddelde van 2,4 % in de eurozone. De tijdens de pandemie genomen liquiditeitsmaatregelen ondersteunden de kredietvolumes van de banken. De winstgevendheid van de banken is in 2020 echter verder afgenomen. Het effect van de geleidelijke afschaffing van steunmaatregelen van de overheid, waaronder de moratoria op leningen en de garantieregelingen, zal nauwlettend moeten worden gevolgd.
- De **werkloosheid** nam in tegenstelling tot de meeste andere Europese landen in 2020 verder af, tot 9,2 %, maar zal naar verwachting in 2021 oplopen. De jeugdwerkloosheid steeg in 2020 verder en is zeer hoog. De beroepsbevolking is nog steeds kleiner dan vóór de COVID-19-crisis. Aanhoudende discrepanties tussen gevraagde en aangeboden vaardigheden kunnen een snellere daling van de werkloosheid in de komende jaren verhinderen.

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 verhoudingsgewijs nog steeds

Grafiek A12: Potentiële groei en particuliere schuld



Bron: Diensten van de Commissie

hoge werkloosheid. Door de COVID-19-crisis zijn de schuldquotes gestegen, terwijl de zwakke punten van de financiële sector en enkele zwakke punten op de arbeidsmarkt blijven bestaan. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van buitensporige onevenwichtigheden in juni, 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.

4.13. CYPRUS

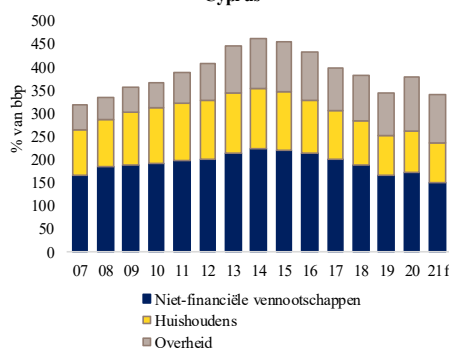
In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Cyprus buitensporige macro-economische onevenwichtigheden ondervond. De zwakke punten houden verband met een hoge externe schuld, een hoge overheidsschuld, een hoge particuliere schuld en een onverminderd hoog percentage niet-renderende leningen, naast een aanzienlijk tekort op de lopende rekening. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, te weten de lopende rekening, de netto internationale investeringspositie (NIIP), de overheidsschuld en de schuld van de particuliere sector. ⁽⁴³⁾

Na een daling van 5,2 % in 2020 zal het reële bbp in 2021 naar verwachting met 5,4 % stijgen en in 2022 met 4,2 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 7 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven een punt van zorg omdat de NIIP in 2020 sterk negatief bleef, hoewel dat grotendeels verband hield met activiteiten van special purpose entity's. De lopende rekening vertoonde in 2020 een groot tekort van 10,1 % van het bbp, terwijl dat in 2019 nog 5,7 % was; vooral het toerisme werd zwaar getroffen door de pandemie. Voor 2021 en 2022 worden gematigde verbeteringen verwacht.
- De **overheidsschuldquote** steeg in 2020 met 24 procentpunten tot 115,3 % omdat de overheid een aanzienlijke kasbuffer opbouwde om over de benodigde slagkracht te beschikken in de strijd tegen de pandemie, de economie te ondersteunen en liquiditeitsrisico's te beheersen. De overheidsschuldquote zal naar verwachting in 2021 weer een dalende lijn gaan vertonen.
- Na jaren van gestage afname steeg de **particuliere schuldquote** in 2020 door de daling van het nominale bbp ten gevolge van de pandemie. De schuldquote van huishoudens kwam uit op 91 % van het bbp, terwijl de schuldquote van niet-financiële vennootschappen steeg tot bijna 170 % van het bbp. Uitgaande van het verwachte economische herstel zal de schuldenlast van particulieren in 2021 naar verwachting weer gaan dalen – maar wel boven de prudentiële en op fundamentals gebaseerde drempelwaarden blijven liggen.
- De winstgevendheid van de **banksector** is in 2020 negatief geworden. Het aandeel niet-renderende leningen (NPL's) blijft hoog maar daalde wel aanzienlijk in 2020. Met circa 10 % bleef het percentage NPL's in het eerste halfjaar van 2021 stabiel. Verder bestaat het voornemen om meer portefeuilles af te stoten. De opheffing van het moratorium op leningen in januari 2021 heeft de activakwaliteit nog niet sterk nadelig beïnvloed, maar het effect van de geleidelijke afschaffing van steunmaatregelen van de overheid zal nauwlettend moeten worden gevolgd.

Grafiek A13: Schuld en niet-renderende leningen
Cyprus



Bron: Eurostat en de diensten van de Commissie

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. Door de COVID-19-crisis is het tekort op de lopende rekening verslechterd, terwijl de schuldquotes zijn gestegen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van buitensporige onevenwichtigheden in juni, 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.

⁽⁴³⁾ In het Post-Programme Surveillance (PPS)-verslag over Cyprus uit het najaar van 2021 wordt ook een aantal van de in het waarschuwingsmechanismeverlag genoemde zwakke punten besproken.

4.14. LETLAND

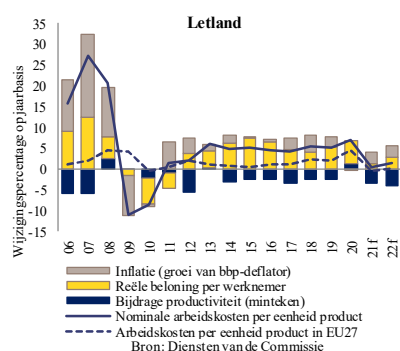
Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Letland geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, te weten de reële effectieve wisselkoersen en de groei van de arbeidskosten per eenheid product.

Na een daling van 3,6 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 4,7 % stijgen en in 2022 met 5 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 12,9 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Op de **lopende rekening** ontstond in 2020 een overschot van 2,9 % van het bbp, waardoor de NIIP aanzienlijk verbeterde en uitkwam op -34,7 % van het bbp, iets onder de PMO-drempelwaarde. De negatieve NIIP van Letland bestaat hoofdzakelijk uit overheidsschuld en buitenlandse directe investeringen met een laag risico op plotselinge vlucht of appreciatie bij financieringskosten. Het saldo op de lopende rekening zal naar verwachting in 2022 weer licht negatief worden maar de NIIP zal naar verwachting blijven verbeteren.
- **De indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen** wijzen op een verdere verzwakking in 2020. De groei van de arbeidskosten per eenheid product was voor de pandemie al hoog, maar steeg in 2020 verder door de combinatie van een afnemende productiviteit en een aanhoudende loongroei. De loongroei bleef hoog door aanhoudend ontoereikende vaardigheden en omdat vooral sectoren met lage lonen werden getroffen door verlies van werkgelegenheid als gevolg van COVID-19. De COVID-19-gerelateerde gevolgen voor de productiviteit zullen naar verwachting tijdelijk zijn, maar de loondruk door een afnemend arbeidsaanbod zal naar verwachting een blijvende factor zijn omdat verwacht wordt dat de bevolkingskrimp zal aanhouden. Het exportmarktaandeel van Letland groeide aanzienlijk in 2020. De geapprecieerde op de HICP gebaseerde reële effectieve wisselkoers werd sterk beïnvloed door de waardedaling van de Russische roebel, die in 2020 circa 20 % van zijn waarde verloor.
- De **reële groei van de huizenprijzen** vertraagde in 2020 aanzienlijk na meerdere jaren van dynamische prijsgroei. De schuld van de particuliere sector bleef stabiel, bij een gematigde kredietverlening in het bedrijfsleven. De **financiële sector** is gezond en goed gekapitaliseerd maar de winstgevendheid verslechterde aanzienlijk in 2020.
- De **werkloosheid** steeg in 2020 tot 8,1 % door de COVID-19-crisis. Een daling zal naar verwachting in 2021 inzetten. Ook de jeugdwerkloosheid steeg in 2020 en zal naar verwachting in 2021 verder toenemen. De verslechtering van de omstandigheden op de arbeidsmarkt door de COVID-19-crisis zal naar verwachting van tijdelijke aard zijn en in 2023 zal de werkloosheid weer terug zijn op het niveau van voor de crisis.

Grafiek A14: Uitsplitsing arbeidskosten per eenheid product



Bron: Diensten van de Commissie

Letland is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, maar wel met een negatieve netto internationale investeringspositie (NIIP) en een hoge groei van de arbeidskosten per eenheid product. Problemen in verband met de druk op het arbeidsaanbod en het kostenconcurrentievermogen zullen naar verwachting ook na de COVID-19-crisis blijven voortduren maar de risico's lijken beperkt. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.15. LITOUWEN

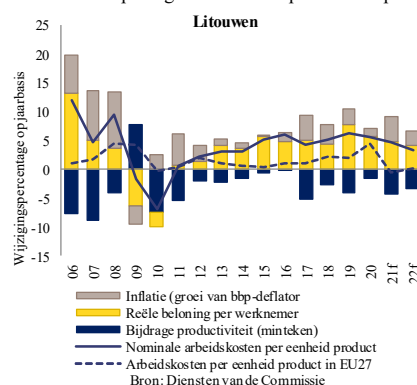
Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Litouwen geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen vijf indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, te weten de reële effectieve wisselkoers, de groei van de arbeidskosten per eenheid product, de groei van de huizenprijzen, de passiva van de financiële sector en de jeugdwerkloosheid.

Na een daling van 0,1 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 5 % stijgen en in 2022 met 3,6 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 18 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven beperkt aangezien de lopende rekening in 2020 een overschot vertoonde van 7,3 % van het bbp. Het waarneembaar grotere overschot wordt geschraagd door gunstige ontwikkelingen in de uitvoer van goederen en diensten, en zal naar verwachting aanzienlijk blijven, zij het wellicht iets kleiner. De NIIP is weliswaar negatief maar verbetert snel. Het gaat 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, waardoor de bijbehorende risico's kleiner zijn.
- De **arbeidskosten per eenheid product** blijven snel stijgen. Druk op de arbeidsmarkt en stijgende lonen in de publieke sector, voor een deel gerelateerd aan de beheersing van de pandemie, zijn van invloed op de dynamiek van arbeidsbeloning. Met meer dan 10 % bleef de loonstijging hoog in 2020 en het eerste halfjaar van 2021. In vergelijking met het verleden is het loonaandeel al relatief hoog, en de arbeidsbeloning in de publieke sector zal waarschijnlijk gaan vertragen na de snelle stijging tijdens de pandemie; daarom zal het huidige tempo van de loongroei naar verwachting niet aanhouden. De arbeidskosten per eenheid product zullen naar verwachting waarneembaar groeien, maar wel iets minder snel dan in recente jaren.
- Op de vastgoedmarkt zien we de groei van de **huizenprijzen** versnellen. De cijfers over de waarderingsverschillen wijzen echter niet op mogelijke overwaardering. De groei van de huizenprijzen kwam in 2020 uit op 6,4 % en versnelde in het eerste halfjaar van 2021. Dit is deels een gevolg van opgebouwde spanning aan de aanbodzijde, die langzaam afneemt. Naar verwachting zullen de huizenprijzen in de komende jaren wat aan momentum verliezen, deels door de verwachte vertraging in de groei van het arbeidsinkomen. Terwijl de hypothecaire kredietverlening dynamisch groeide, is de schuldenlast van huishoudens nog tamelijk laag. De **banksector** is goed gekapitaliseerd en winstgevend en het aandeel niet-renderende leningen is zeer laag.
- Op de **arbeidsmarkt** begint opnieuw druk te ontstaan. De werkloosheid steeg in 2020 tot 8,5 % maar zal naar verwachting geleidelijk dalen. De jeugdwerkloosheid steeg in 2020 maar zal naar verwachting in 2021 gaan dalen. In veel sectoren van de economie is sprake van opwaartse druk op de arbeidskosten door arbeidstekorten, die vóór de pandemie opliepen.

Grafiek A15: Uitsplitsing arbeidskosten per eenheid product



Litouwen is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, maar wel met toenemende druk op de arbeidsmarkt. Recentelijk ontstonden er weer tekorten op de arbeidsmarkt, met opwaartse druk op de arbeidskosten tot gevolg, hoewel de groei van de arbeidskosten per eenheid product naar verwachting iets zal dalen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.16. LUXEMBURG

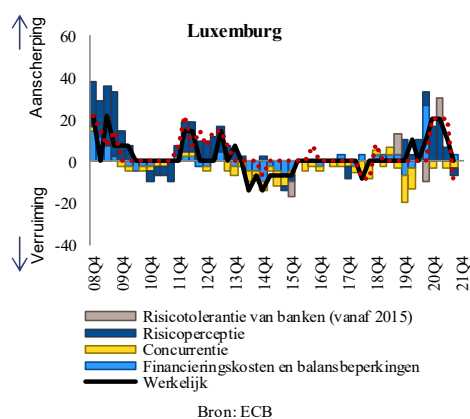
Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Luxemburg geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicatoren voor de groei van de arbeidskosten per eenheid product, de groei van de huizenprijzen, de schuld van de particuliere sector, de groei van de kredietverlening en de jeugdwerkloosheid boven de indicatieve drempelwaarde.

Door de COVID-19-crisis kromp het reële bbp in 2020 relatief licht, met 1,8 %, om in het eerste kwartaal van 2021 weer zijn niveau van voor de crisis te bereiken. De reële groei zal naar verwachting uitkomen op 5,8 % in 2021 en 3,7 % in 2022, zodat in 2022 het nominale bbp 17,6 % hoger is dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De risico's van de **houdbaarheid van de externe positie** blijven beperkt. De lopende rekening en de netto internationale investeringspositie zijn duidelijk positief.
- De **arbeidskosten per eenheid product** stegen duidelijk in 2020, deels door het tijdelijk hamsteren van arbeid gedurende de COVID-19-crisis. De werkloosheid en de jeugdwerkloosheid stegen in 2020 door de crisis.
- De **schuldquote van de particuliere sector** is in 2020 met 317 % zeer hoog, ondanks een recente lichte daling vanaf de tweede helft van 2020, en is voornamelijk toe te schrijven aan de **schuld van ondernemingen**. Grensoverschrijdende leningen in concernverband van ondernemingen die actief zijn in Luxemburgs mondiaal financieel centrum zijn goed voor 80 % van de schuld van ondernemingen, hetgeen de risico's vermindert.
- De **schuld van huishoudens** steeg in 2020 verder door tot circa 69 % van het bbp en ligt daarmee onder de referentiebenchmarks, maar wel aanzienlijk hoger in vergelijking met het beschikbaar inkomen (170 %). De hypothecaire kredietverlening versnelde verder, in een context van zeer snel stijgende huizenprijzen. Hierdoor heeft het nationale comité voor systeemrisico's per januari 2021 macroprudentiële limieten ingevoerd (ratio lening ten opzichte van waarde) en de anticyclische kapitaalbuffer verhoogd.
- De **huizenprijzen** zijn sinds het uitbreken van de pandemie met dubbele cijfers gestegen en er zijn duidelijke tekenen van mogelijke overwaardering. Naar verwachting zullen de prijzen echter matigen, mede door de uitvoering van vastgestelde maatregelen. Daartoe behoren hervormingen op het gebied van ruimtelijke ordening en onroerendgoedbelasting, die moeten bijdragen aan een oplossing van het structurele woningtekort. Verder worden investeringen in de woningbouw opgevoerd om het publieke aanbod van betaalbare woningen te verbeteren.
- De **banksector** is goed gekapitaliseerd en liquide, hoewel de winstgevendheid in 2020 afnam. Het percentage niet-renderende leningen bleef zeer laag, mede door tijdige en passende beleidsmaatregelen, waaronder moratoria en regelingen voor werktijdverkorting. Een aanhoudend dynamische toename van de hypotheekschuld in combinatie met de toch al hoge schuldenlast van huishoudens vormt een risico voor de banksector.

Grafiek A16: Kredietverleningsvoorwaarden



Luxemburg is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de stijgende huizenprijzen en de schuld van huishoudens enkele risico's inhielden. Deze risico's zijn toegenomen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.17. HONGARIJE

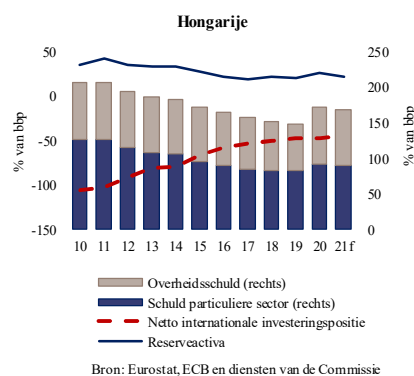
Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Hongarije geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie (NIIP), de groei van de arbeidskosten per eenheid product, de overheidsschuld, de passiva van de financiële sector en de jeugdwerkloosheid boven de indicatieve drempelwaarde.

Na een daling van 4,7 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 7,4 % stijgen en in 2022 met 5,4 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 25.1 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven bestaan, hoewel de grote negatieve NIIP grotendeels bestaat uit buitenlandse directe investeringen. De NIIP is tot en met 2020 geleidelijk verbeterd en zal naar verwachting ook blijven toenemen. De lopende rekening kwam in 2020 uit op -1,5 % van het bbp en zal naar verwachting in 2021 en 2022 over het geheel genomen stabiel blijven.
- **Duidelijke toenames van de nominale arbeidskosten per eenheid product** zijn tot op heden deels tenietgedaan door valutadepreciaties. De lonen zullen in 2021 en 2022 versneld groeien, mede door een verhoging van de minimumlonen en stijgingen van de lonen in de publieke sector, en zo hun sterk stijgende trend van vóór de pandemie weer hervatten; ondanks een zich herstellende productiviteit zullen de arbeidskosten per eenheid product naar verwachting duidelijk stijgen. Net als andere landen in de regio bleef Hongarije exportmarktaandeel winnen; deze profiteerden van een recente instroom van buitenlandse directe investeringsprojecten. De officiële reserves hebben zich sinds begin 2020 enigszins hersteld.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** steeg in 2020 als gevolg van een tijdens de COVID-19-pandemie ingevoerde regeling voor preferentiële leningen en een schuldenmoratorium. De schuldquote van huishoudens blijft tot de laagste in de EU behoren. Bijna twee vijfde van de binnenlandse leningen van niet-financiële vennootschappen luiden in vreemde valuta. De crisis leidde tot een tijdelijke verslechtering van de **arbeidsmarkt**. In 2020 was de werkloosheid 4,3 % maar 2021 zal naar verwachting een daling te zien geven.
- De groei van de reële **huizenprijzen** vertraagde tot 1,9 % in 2020 (5 % nominaal), na een duidelijke dynamiek in de afgelopen vijf jaar. De nominale groei van de huizenprijzen versnelde in het eerste halfjaar van 2021 zichtbaar, tot 11,9 % in het tweede kwartaal. In sommige gebieden vertonen de huizenprijzen tekenen van mogelijke overwaardering, waardoor de betaalbaarheid in het geding kan komen. Mede door diverse beleidsinitiatieven werden er meer woningen gebouwd.
- De **overheidsschuld** steeg in 2020 met 15 procentpunten tot 80,1 % van het bbp, voornamelijk door extra lenen als gevolg van de COVID-19-crisis en de herwaardering van de in vreemde valuta's luidende schuld. Naar verwachting zal de overheidsschuld in 2022 dalen tot iets boven de 77 % van het bbp, hoewel de discretionaire uitgaven mede door incidentele meevallers hoog blijven. De brutofinancieringsbehoeften zijn hoog maar zullen naar verwachting afnemen door de toenemende gemiddelde looptijd. De centrale bank zet een ruimhartig programma voor de aankoop van activa voort, waarmee circa twee derde van de staatsobligaties wordt aangekocht. De **banksector** blijft over het geheel genomen gezond maar feedbackloops in de publieke sector zijn relevant omdat deelnemingen in de overheidsschuld goed zijn voor bijna een vijfde van de activa van banken. De oplopende passiva van de financiële sector zijn deels te verklaren door monetaire beleidsmaatregelen voor liquiditeitsverhoging uit 2020 ter ondersteuning van de economie. De beëindiging van

Grafiek A17: NIIP, particuliere schuld en overheidsschuld



schuldmoratoriumregelingen leidt mogelijk tot uitdagingen voor de banksector, waarvan de tier 1-kapitaalratio lager is dan gemiddeld in de EU.

Hongarije is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de kostendruk, de structuur van de overheidsschuld en de huizenmarkt enkele risico's inhielden. Tijdens de COVID-19-crisis zijn deze risico's blijven bestaan. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

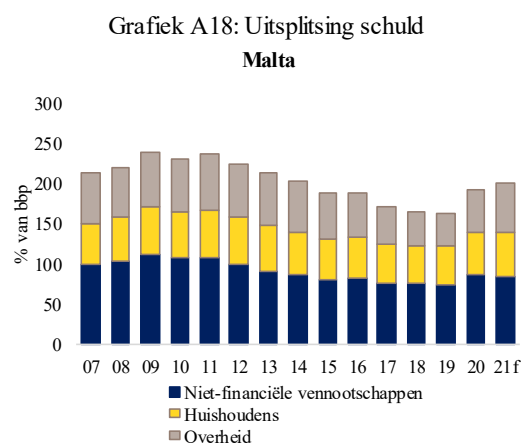
4.18. MALTA

Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Malta geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen twee indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, te weten de particuliere schuld en de groei van de arbeidskosten per eenheid product.

Na de daling van 8,3 % in 2020 zal het reële bbp in 2021 naar verwachting met 5 % en in 2022 met 6,2 % groeien, mede door een sterk herstel na de COVID-19-crisis, zodat in 2022 het nominale bbp 7,3 % hoger zal zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **netto internationale investeringspositie** (NIIP) is sterk positief vanwege Malta's positie als internationaal financieel centrum. Nadat tot en met 2019 drie jaar lang sterke positieve overschotten genoteerd konden worden, ontstond in 2020 een tekort van -2,9 % op de lopende rekening van Malta, voornamelijk door een afname van het toerisme. Naar verwachting zal dit gematigde tekort tot voorbij de prognosehorizon aanhouden. De arbeidskosten per eenheid product groeiden duidelijk in 2020, terwijl de productiviteit sterk afnam en de werkgelegenheid met beleidsmaatregelen werd ondersteund; naar verwachting zullen deze kosten min of meer ongewijzigd blijven in 2021 en in 2022 licht dalen.



Bron: Eurostat en diensten van de Commissie

- De **particuliere schuldquote** steeg in 2020 tot circa 139 % en overschreed daardoor de scoreborddrempel licht. De quote zal in 2021 naar verwachting rond hetzelfde niveau blijven liggen. De schuld van ondernemingen steeg van een toch al hoog niveau in 2020 verder, maar zal naar verwachting in 2021 licht gaan afnemen. Hoewel er maatregelen zijn genomen om een aantal problemen op het gebied van witwassen aan te pakken, is Malta opgenomen op de lijst van rechtsgebieden die onder verscherpt toezicht staan van de Financiële-actiegroep (intergouvernementele instantie tegen witwassen). De gevolgen van dit besluit zullen naar verwachting echter beperkt blijven indien de geconstateerde tekortkomingen worden aangepakt, waartoe Malta zich heeft verbonden. De schuld van huishoudens is in 2020 sterk gestegen en zal in 2021 met iets meer dan 100 % van het bruto beschikbaar inkomen van huishoudens naar verwachting min of meer ongewijzigd blijven. De schuld van huishoudens bestaat voornamelijk uit hypotheekleningen. De **huizenprijzen** zijn in de afgelopen jaren aanhoudend gegroeid en er zijn tekenen van mogelijke overwaardering, hoewel de groei in 2020 kleiner was. De gegevens voor het eerste halfjaar van 2021 wijzen op een opleving van de groei.
- De **overheidsschuld** is in 2020 door de COVID-19-crisis met 13 procentpunten gestegen tot 53,4 % van het bbp; dit houdt verband met de zwaarte van de recessie en in het bijzonder met de steunmaatregelen van de overheid. De overheidsschuld zal naar verwachting in 2021 en 2022 blijven oplopen en in 2031 weer net boven de 60 % uitkomen.
- De **banksector** is goed gekapitaliseerd en heeft een sterke liquiditeitspositie. Het niveau van voorzieningen steeg en de dekkingsratio verbeterde, maar de winstgevendheid daalde sterk in 2020. Met 3,6 % bleef het percentage niet-renderende leningen gematigd in 2020. Het effect van de geleidelijke afschaffing van steunmaatregelen van de overheid, waaronder de moratoria op leningen en de garantieregelingen, zal nauwlettend moeten worden gevolgd. Er loopt een herziening van het insolventiekader. De blootstelling van banken aan de vastgoedsector is aanzienlijk.

- De **werkloosheid** blijft laag. In 2020 zagen we een lichte stijging tot 4,4 % door de COVID-19-crisis. Nu het herstel stagneert, zal de werkloosheid naar verwachting in 2021 gaan dalen en in 2022 afnemen tot nagenoeg het niveau van voor de crisis.

Malta is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel een relatief dynamische groei van de huizenprijzen beperkte risico's inhield, ook in verband met de blootstelling van banken aan vastgoed. Door de COVID-19-crisis is de druk op de huizenprijzen enigszins gematigd maar de ontwikkelingen moeten nog steeds nauwlettend worden gevolgd. De schuld van de particuliere sector en de overheid steeg. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.19. NEDERLAND

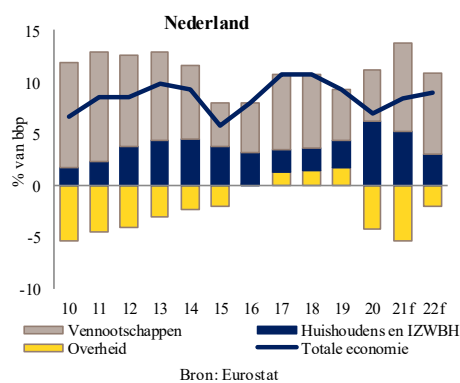
In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Nederland macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met de hoge particuliere schuld en het grote overschot op de lopende rekening, die grensoverschrijdende relevantie hebben. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, te weten het driejaarsgemiddelde van het saldo op de lopende rekening, de nominale arbeidskosten per eenheid product, de schuld van de particuliere sector en de groei van de huizenprijzen.

Na een daling van 3,8 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 4 % stijgen en in 2022 met 3,3 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 10,2 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Het **overschot op de lopende rekening** daalde tot 7 % van het bbp in 2020 maar het driejaarsgemiddelde van 9,1 % blijft ruim boven de drempelwaarde van het scorebord. De daling in 2020 was een gevolg van een afname van de saldi op de rekening, voornamelijk aan kapitaalopbrengsten. De handelsbalans is in 2020 stabiel gebleven, maar wel met lagere onderliggende handelsvolumes. Met betrekking tot spaartegoeden steeg het overschot van huishoudens en ondernemingen, maar dit werd ruimschoots tenietgedaan door de overheidssector, die netto veel moest gaan lenen voor de uitvoering van crisisgerelateerde steunmaatregelen uit de begroting. Over het geheel genomen bleef de spaarquote in Nederland hoog ten opzichte van de fundamentals en andere EU-landen. In 2021 en 2022 zal het spaaroverschot naar verwachting gematigd stijgen, terwijl het overheidstekort naar verwachting zal krimpen.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** is in 2020 blijven stijgen tot bijna 234 % van het bbp en blijft significant boven de drempelwaarde van het scorebord liggen. De hoge **schuld van ondernemingen**, die hoofdzakelijk is toe te schrijven aan grensoverschrijdende leningen van multinationals in concernverband, is in 2020 min of meer stabiel gebleven. De **schuldquote van huishoudens** steeg tot boven de 100 % van het bbp, voornamelijk door de daling van het bbp, maar zal naar verwachting in 2021 dalen wanneer de economische activiteit na de COVID-19-crisis herstelt.
- De **reële huizenprijzen** stegen in 2020 met 6 % en er zijn enkele tekenen van mogelijke overwaarding. De hoge huizenprijzen houden verband met een aantal langetermijnfactoren aan zowel de vraagzijde (lage rente in combinatie met hypotheekrenteaftrek, onderontwikkelde particuliere huurmarkt) als de aanbodzijde (woningbouw die onvoldoende is afgestemd op demografische ontwikkelingen). Naar verwachting zal de groei van de huizenprijzen in 2021 aanhouden en boven de drempelwaarde blijven liggen.

Grafiek A19: Vorderingenoverschot/-tekort per sector



Bron: Eurostat

Nederland is de COVID-19-crisis ingegaan met een reeds lang bestaand groot binnenlands spaaroverschot in combinatie met een hoge particuliere schuld. Na een lichte afname tijdens de COVID-19-crisis zal het spaaroverschot naar verwachting weer toenemen. De schuld van de particuliere sector is hoog gebleven. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in juni, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

4.20. OOSTENRIJK

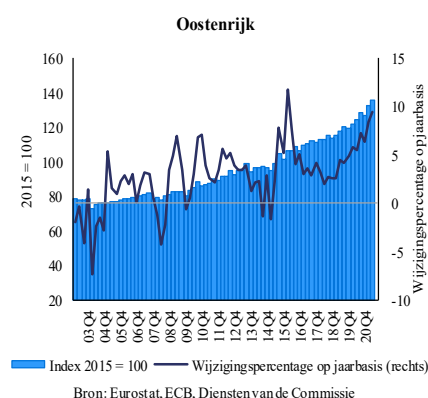
Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Oostenrijk geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicatoren voor de overheidsschuld, de groei van de huizenprijzen en de groei van de arbeidskosten per eenheid product boven de indicatieve drempelwaarde.

Na een sterke krimp van de economische activiteit in 2020 met -6,7 % zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 4,4 % opleven. Bij een zich herstellende economie zal het reële bbp naar verwachting in 2022 met 4,9 % stijgen, terwijl het nominale bbp 8,8 % hoger is dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De zorgen ten aanzien van de **externe zwakke punten en het concurrentievermogen** blijven beperkt. Het overschot op de lopende rekening nam in 2020 af tot 1,9 % van het bbp en de lopende rekening zal naar verwachting weer min of meer in evenwicht komen. De netto internationale investeringspositie blijft gematigd positief. De tijdelijke stijging van de groei van de arbeidskosten per eenheid product in 2020 is toe te schrijven aan de tijdelijk lagere productiviteit in combinatie met het hamsteren van arbeid tijdens de COVID-19-crisis.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** steeg in 2020 tot circa 131 % van het bbp, voornamelijk als gevolg van de daling van het bbp door COVID-19 en enkele nettokredietstromen, met name naar ondernemingen. Verwacht wordt dat dit in 2021 deels zal worden omgebogen als gevolg van het economisch herstel.
- Aan de daling van de **overheidsschuld** kwam in 2020 een einde, met een toename van 13 procentpunten tot 83,2 % van het bbp, als rechtstreeks gevolg van automatische stabilisatoren en de omvangrijke budgettaire reactie. De overheidsschuldquote zal naar verwachting in 2021 gaan dalen.
- De risico's in verband met de **banksector** lijken beperkt. Banken hebben een geringe nettoblootstelling aan buurlanden, zijn beter gekapitaliseerd en hebben een mindere hefboomwerking. Het percentage niet-renderende leningen is sinds 2014 onafgebroken gedaald, tot 2,0 % in 2020.
- De **reële huizenprijzen** trok in 2020 aan tot 6,2 %, met tekenen van mogelijke overwaardering. De groei van de huizenprijzen nam verder toe in de eerste twee kwartalen van 2021. Tegelijkertijd versnelde de groei van de kredietverlening in 2021 en ligt de schuld van huishoudens min of meer op het reeds lang bestaande niveau.
- Op de **arbeidsmarkt** bleven de effecten van de economische neergang op de werkloosheid beperkt dankzij regelingen voor werktijdverkorting, die wel een sterke daling van het aantal gewerkte uren tot gevolg hadden. De werkloosheid steeg in 2020 gematigd, tot 5,4 %, maar zal naar verwachting vanaf 2021 weer dalen.

Grafiek A20: Reële huizenprijsindex



Oostenrijk is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden. Door de COVID-19-crisis is de schuld van overheid en particulieren toegenomen en stijgen de huizenprijzen, hoewel een deel van deze ontwikkelingen naar verwachting weer teniet zal worden gedaan. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

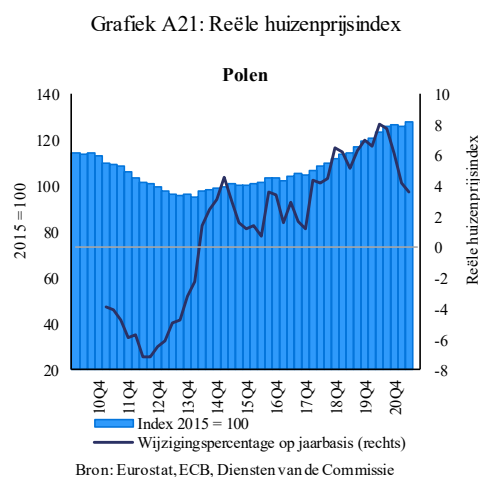
4.21. POLEN

Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Polen geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie (NIIP), de groei van de arbeidskosten per eenheid product en de groei van de huizenprijzen boven de indicatieve drempelwaarde.

Na een daling van 2,5 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 4,9 % stijgen en in 2022 met 5,2 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 23.6 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven beperkt, terwijl de NIIP weliswaar negatief is, maar tot en met 2020 geleidelijk verbeterde. Daarnaast bestaat zij voornamelijk uit het geaccumuleerde volume van de buitenlandse directe investeringen en is een aanzienlijk deel van de instroom van buitenlandse directe investeringen afkomstig van ingehouden winsten. Naar verwachting zal de NIIP in 2021 en 2022 blijven verbeteren. De lopende rekening werd in 2020 positiever en zal naar verwachting licht verslechteren in 2021.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** blijft laag omdat de schuldenlast van huishoudens en niet-financiële vennootschappen in Polen nog steeds tot de laagste in de EU behoort. De particuliere schuldquote steeg in 2020 maar zal naar verwachting in 2021 dalen.
- De **groei van de huizenprijzen** kwam in 2020 uit op 7,1 %, terwijl lage rentestanden en grotere spaartegoeden vanwege de pandemie een piek in de vraag naar huizen veroorzaakten. Toch blijft de toename van de hypotheekschuld tot dusverre beperkt. Nu de bouwsector zich sneller herstelt en het huizenaanbod toeneemt, zal de groei van de huizenprijzen in 2021 naar verwachting afnemen.
- De **banksector** is over het geheel genomen goed gekapitaliseerd en in goede conditie, ondanks de pandemie. Het percentage niet-renderende leningen daalde in 2020 maar is verhoudingsgewijs hoog en zal mogelijk stijgen als gevolg van de COVID-19-crisis. De **overheidsschuld** steeg in 2020 tot 57,4 % van het bbp, tegen 45,6 % in 2019, voornamelijk door extra leningen vanwege de COVID-19-crisis. Naar verwachting zal in 2021 een daling inzetten.
- Ondanks de COVID-19-crisis bleven de omstandigheden op de **arbeidsmarkt** verbeteren. De werkloosheid daalde in 2020 licht maar zal in 2021 naar verwachting marginaal stijgen tot 3,3 % door de geleidelijke beëindiging van steunmaatregelen van de overheid. Door opkomende arbeidstekorten ontstond opwaartse druk op de **arbeidskosten per eenheid product**, die in 2020 met 6,3 % stegen. Deze tekorten zullen naar verwachting afnemen wanneer immigratie weer op gang komt en uitgestelde vraag geleidelijk verdwijnt. Het inhaaleffect in de groei zal naar verwachting aanzienlijk zijn, waarbij verwacht wordt dat een duidelijke opleving van de productiviteit de groei van de arbeidskosten per eenheid product zal beperken.



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 overheidsschuld toegenomen en is de groei van de huizenprijzen versneld, maar de bijbehorende risico's lijken beperkt. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.22. PORTUGAL

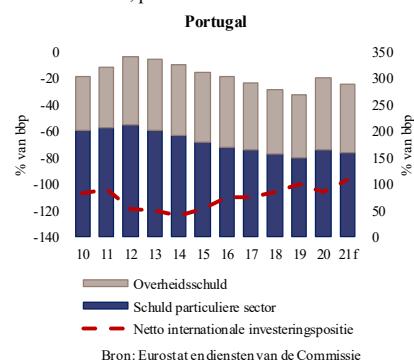
In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Portugal tegen een achtergrond van een lage productiviteitsgroei macro-economische onevenwichtigheden ondervond in verband met een groot volume aan externe nettoverplichtingen, de particuliere schuld, de overheidsschuld en een aanhoudend hoog percentage niet-renderende leningen. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, te weten de netto internationale investeringspositie (NIIP), de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld, de groei van de huizenprijzen, de groei van de arbeidskosten per eenheid product en de participatiegraad. ⁽⁴⁴⁾

Na een krimp met 8,4 % in 2020 als gevolg van de COVID-19-pandemie zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 4,5 % stijgen en in 2022 met 5,3 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting circa 5,7 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **houdbaarheid van de externe positie** blijft problematisch door een groot volume externe nettoverplichtingen en enige verslechtering van het saldo op de lopende rekening tijdens de COVID-19-crisis. Ondanks de grote blootstelling van het land aan grensoverschrijdend toerisme heeft de NIIP/bbp-ratio zich medio 2021 niettemin hersteld tot het niveau van voor de pandemie. Gedurende de prognoseperiode zal geleidelijk verdere verbetering optreden. Na jaren van gematigde groei zijn de nominale **arbeidskosten per eenheid product** in 2020 sterk gestegen, tot boven de indicatieve drempelwaarde, maar zij zullen naar verwachting weer iets dalen.
- De dalende lijn in de **schuldenlast van de particuliere sector** werd tijdens de COVID-19-crisis in 2020 onderbroken, voornamelijk door de economische krimp, waardoor de particuliere schuldquote 14 procentpunten steeg tot bijna 164 % van het bbp. De schuldenlast van de particuliere sector zal weer gaan dalen. Mede dankzij schuldmoratoria bleef het percentage niet-renderende leningen tijdens de pandemie afnemen, tot 4,9 % in 2020. Het zal belangrijk zijn om het effect van de uitdoving van steunmaatregelen van de overheid, zoals de moratoria op leningen en de garantieregelingen, nauwkeurig op te volgen. Bovendien zijn de kapitaalratio en de winstgevendheid van de **banksector** laag.
- De **overheidsschuld** steeg in 2020 met 19 procentpunten tot een recordhoogte van 135,2 % van het bbp door een plotseling primair begrotingstekort en een ongunstig sneeuwbaaleffect in de context van de COVID-19-crisis. De overheidsschuldquote zal in 2021 weer gaan dalen. Hoewel er sprake is van verzachtende factoren die verband houden met zijn profiel en samenstelling, naast een substantiële kasbuffer, zal de overheidsschuldquote naar verwachting nog enkele jaren hoger blijven dan voor de pandemie. Risico's in verband met feedbackloops in de financiële en de publieke sector blijven bestaan en kunnen worden versterkt door toenemende zwakke punten in het bedrijfsleven als gevolg van de pandemie.
- De **reële groei van de huizenprijzen** lag tot en met 2020 vijf jaar lang boven de indicatieve drempelwaarde. De huizenprijzen vertonen tekenen van mogelijke overwaardering. De groei van de huizenprijzen zwakte echter in 2021 af, mede onder invloed van een toegenomen bouwvolume en een matiging van de vraag in sommige marktsegmenten.
- De **participatiegraad** daalde in 2020. Dit valt samen met een lichte toename van de werkloosheid. Zowel de participatiegraad als de werkloosheid zullen naar verwachting dit jaar weer gaan verbeteren.

Grafiek A22: NIIP, particuliere schuld en overheidsschuld



Bron: Eurostat en diensten van de Commissie

⁽⁴⁴⁾ In het Post-Programme Surveillance (PPS)-verslag over Portugal uit het najaar van 2021 wordt ook een aantal van de in het waarschuwingsmechanismeverslag genoemde zwakke punten besproken.

Portugal is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de hoge externe schuld, particuliere schuld en de overheidsschuld, in een context van lage productiviteitsgroei. Door de COVID-19-crisis zijn de schuldquotes verder gestegen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in juni, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

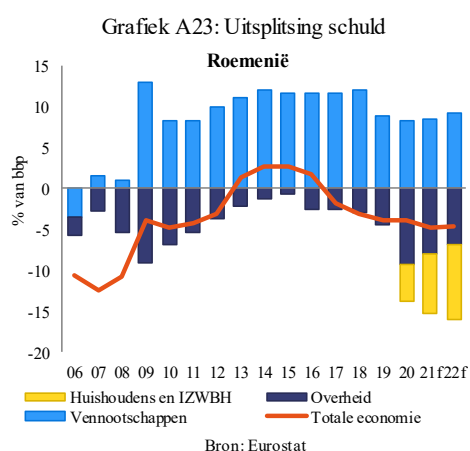
4.23. ROEMENIË

In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Roemenië macro-economische onevenwichtigheden ondervond, waaronder met name een aanhoudend aanzienlijk tekort op de lopende rekening in een context van grote overheidstekorten, terwijl de druk van eerdere oververhitting afnam. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, te weten het saldo op de lopende rekening, de netto internationale investeringspositie en de groei van de arbeidskosten per eenheid product.

Na een daling van 3,9 % in 2020 door de COVID-19-crisis zal het reële bbp naar verwachting in 2021 weer aantrekken om in 2021 met 7 % te groeien en in 2022 met 5,1 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 21,4 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Met betrekking tot de **houdbaarheid van de externe positie** zal het tekort op de lopende rekening van 5 % van het bbp in 2020 naar verwachting in 2021 oplopen tot circa 6 % van het bbp, hoofdzakelijk als gevolg van een sterk negatieve handelsbalans. De NIIP zal stabiel blijven op circa -48 % van het bbp in 2021 en 2022. Exclusief instrumenten zonder wanbetalingsrisico (NENDI) is de NIIP licht negatief.
- Het **concurrentievermogen** werd verder negatief beïnvloed door een duidelijke stijging van de nominale arbeidskosten per eenheid product in 2020, deels ten gevolge van de sterke daling van de productie en de daaropvolgende daling van de productiviteit, in combinatie met het hamsteren van arbeid tijdens de COVID-19-crisis. Voor 2021 en 2022 wordt echter een duidelijk herstel van de productiviteit verwacht om de groei van de arbeidskosten per eenheid product te beperken, ondanks een vergelijkbaar sterke groei van de beloning per werknemer.
- De **huizenprijzen** stegen licht in 2020 maar de groei van de huizenprijzen zal naar verwachting in 2021 versnellen.
- De **overheidsschuld** ligt nog duidelijk onder de drempel van 60 % van het bbp maar steeg in 2020 met 12 procentpunten door de COVID-19-maatregelen en aanhoudende begrotingstekorten. De overheidsschuldquote zal naar schatting oplopen tot 49,3 % van het bbp voor 2021 en naar verwachting verder toenemen in 2022.
- Het percentage niet-renderende leningen van de **banksector** was in 2020 en begin 2021 met circa 4 % van de totale leningen min of meer stabiel. De schuld van de particuliere sector is bijzonder laag.
- De **werkloosheid** steeg in 2020 tot 5 %. Naar verwachting zal dit percentage in 2021 even hoog blijven maar daarna gaan afnemen. Ook de jeugdwerkloosheid steeg in 2020 en zal naar verwachting in 2021 verder stijgen.



Roemenië is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met een oplopend tekort op de lopende rekening, een verslechterende externe positie en aanzienlijke verliezen aan kostenconcurrentievermogen. Door de COVID-19-crisis is de overheidsschuld opgelopen, zij het vanaf een laag niveau. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in juni, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

4.24. SLOVENIË

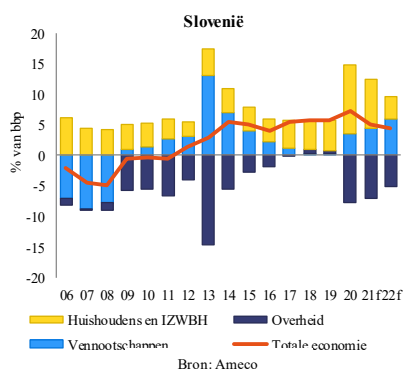
Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Slovenië geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicator voor het overschot op de lopende rekening, de groei van de arbeidskosten per eenheid product, de bruto-overheidsschuld en de groei van de jeugdwerkloosheid boven de indicatieve drempelwaarde.

Na een daling van 4,2 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 6,4 % stijgen en in 2022 met 4,2 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 11.1 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **Het grote overschot op de lopende rekening liep verder op**, van 6 % tot 7,4 % van het bbp in 2020, waardoor het driejaarsgemiddelde de indicatieve bovengrenswaarde overschreed. Naar verwachting zal het overschot op de lopende rekening in 2021 en 2022 iets krimpen. De negatieve NIIP is sinds 2012 langzaam maar zeker verbeterd om in 2020 uit te komen op -15,2 % van het bbp, en naar verwachting zal in 2022 een evenwicht dichtbij komen. Het exportmarktaandeel van Slovenië is in de afgelopen jaren zichtbaar gegroeid.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** steeg in 2020 slechts licht, tot 69,7 van het bbp, en ligt nog steeds onder de prudentiële en op fundamentals gebaseerde benchmarks. Deze stijging is hoofdzakelijk een weerslag van de daling van het bbp omdat de kredietstroom in 2020 negatief was. In lijn met recente trends groeiden de **huizenprijzen** met 5,2 %.
- De **banksector** blijft goed gekapitaliseerd en in deze sector nam de winstgevendheid slechts licht af; het percentage niet-renderende leningen bleef in 2020 dalen.
- De **overheidsschuld** steeg tot 79,8 % van het bbp in 2020, tegen 65,6 % in 2019, door extra lenen vanwege de COVID-19-crisis en in mindere mate de sterke daling van het bbp in 2020. De overheidsschuld zal naar verwachting in 2021 en 2022 dalen.
- De omstandigheden op de **arbeidsmarkt** verslechterden enigszins door de COVID-19-pandemie. De werkloosheid steeg in 2020 licht tot 5 %, tegen 4,5 % in 2019. De jeugdwerkloosheid, die in vorige jaren sterk was gedaald, steeg bijzonder sterk, van 8,1 % in 2019 tot 14,2 % in 2020. De gegevens voor 2021 wijzen echter op een verbetering van de omstandigheden op de arbeidsmarkt en een daling van de werkloosheid. De **arbeidskosten per eenheid product** groeiden in 2020 met 7,4 % door het hamsteren van arbeid tijdens de COVID-19-crisis. De grotere productiviteit waarmee het herstel gepaard gaat, zal naar verwachting in 2021 en 2022 leiden tot een daling van de arbeidskosten per eenheid product.

Grafiek A24: Vorderingenoverschot/-tekort per sector



Slovenië is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, hoewel de hoge overheidsschuld beperkte risico's inhield. Door de COVID-19-crisis is de overheidsschuld gestegen en is het ruime overschot op de lopende rekening verder opgelopen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.25. SLOWAKIJE

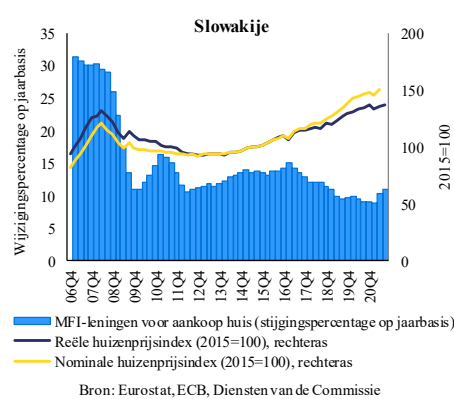
Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Slowakije geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen de indicatoren voor de netto internationale investeringspositie (NIIP), de reële effectieve wisselkoers, de groei van de arbeidskosten per eenheid product en de groei van de huizenprijzen boven de indicatieve drempelwaarde.

Na een daling met 4,4 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 3,8 % stijgen en in 2022 met 5,3 %, zodat in 2022 het nominale bbp 13,6 % hoger zal uitkomen dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- De **externe zwakke punten** blijven bestaan. Met circa -66 % van het bbp lag de NIIP in 2020 nog steeds aanzienlijk boven de drempelwaarde. Dat is grotendeels een gevolg van verplichtingen zonder wanbetalingsrisico's in verband met vroegere investeringsstromen, die wellicht stabiel en dus minder riskant zijn. Naar verwachting zal de NIIP in 2021 en 2022 mede door positieve stromen van vorderingenoverschotten geleidelijk verbeteren.

Grafiek A25: Stijging huizenprijzen en hypotheekleningen



- De groei van de **arbeidskosten per eenheid product** was vóór de pandemie hoog en versnelde verder in 2020. Recente ontwikkelingen houden echter voornamelijk verband met het hamsteren van arbeid in de context van de COVID-19-crisis. De groei van de arbeidskosten per eenheid product zal naar verwachting duidelijk vertragen door een ommekeer in het effect dat hamsteren van arbeid heeft op de productiviteit, terwijl de sterke groei van de beloning per werknemer van invloed zal blijven. De op de HICP gebaseerde reële effectieve wisselkoersen lagen in 2020 iets boven de drempelwaarde maar de exportmarktaandelen zijn niet nadelig beïnvloed. Een sterke concentratie van de export in enkele sectoren en de mate van integratie in mondiale waardeketens blijven echter risicofactoren.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** en met name de hypotheekschuld van huishoudens is in de loop van enkele jaren gestegen maar het groeitempo is afgenomen. De schuld van huishoudens steeg in 2020 tot circa 47 % van het bbp. Deze schuld blijft iets onder de prudentiële niveaus maar ligt boven het op fundamentals gebaseerde niveau.
- De **reële huizenprijzen** versnelden tot 7,2 % in 2020 en dragen daarmee mogelijk bij aan de schuldenlast van huishoudens. De huizenprijzen vertonen tekenen van mogelijke overwaardering. De groei van de huizenprijzen zal naar verwachting in 2021 afnemen.
- Door ondersteunend begrotingsbeleid steeg de **overheidsschuld** in 2020 met 12 procentpunten tot 59,7 % van het bbp. Voor 2021 wordt een marginale stijging verwacht, om daarna vervolgens uit te komen op circa 60 % van het bbp, ondersteund door een robuuste groei, lage rente en afnemende primaire begrotingstekorten.
- De **banksector** is gezond en heeft robuuste kapitaalbuffers. Het percentage niet-renderende leningen bleef in 2020 afnemen en is lager dan het gemiddelde in de EU; het zou kunnen oplopen wanneer de crisismaatregelen worden beëindigd. De blootstelling van de bankbalansen aan de huizenmarkt is groter geworden.

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 automobiellindustrie beperkte risico's inhielden. Door de COVID-19-crisis zijn enkele risico's toegenomen. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

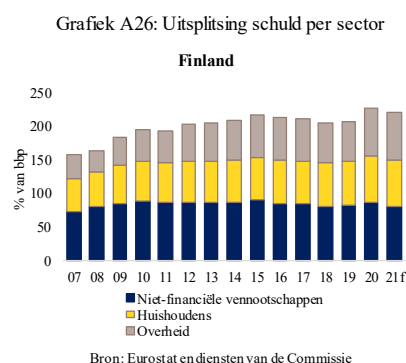
4.26. FINLAND

Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Finland geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen twee indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, te weten de schuld van de particuliere sector en de bruto-overheidsschuld.

Na een daling van 2,9 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 3,4 % stijgen en in 2022 met 2,8 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 8.7 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- **Aan de externe zijde** werd het saldo op de lopende rekening positief en liep in 2020 het overschot op de handelsbalans marginaal op door een groeiend exportmarktaandeel. De lopende rekening zal naar verwachting op een klein overschot uitkomen. De netto internationale investeringspositie daalde in 2020 tot -5,3 % van het bbp. De arbeidskosten per eenheid product stegen marginaal door de productiviteitsdaling die het gevolg was van de crisis.
- De **schuldenlast van de particuliere sector** bleef oplopen, waarbij de particuliere schuldquote deels steeg door een daling van het bbp. Dit zal in 2021 waarschijnlijk voor een deel teniet worden gedaan door een aantrekkelijk economisch herstel. Gunstige kredietvoorwaarden met lage rentes en een snelle groei van de woningbouw zullen naar verwachting de particuliere schuldquote blijvend laten stijgen, ook als het effect van de COVID-19-recessie afneemt.
- De **overheidsschuld** steeg in 2020 tot 69,5 % van het bbp, tegen 59,5 % in 2019, vanwege de budgettaire reactie van de overheid op de crisis en, in mindere mate, door de daling van het bbp in 2020. Naar verwachting zal deze schuld zich vanaf 2021 stabiliseren op 71 %.
- De **banksector** blijft goed gekapitaliseerd en het percentage niet-renderende leningen is laag en min of meer ongewijzigd gebleven; het zal naar verwachting niet significant stijgen. De COVID-19-crisis heeft geen waarneembaar effect gehad op de aflossing van schulden en evenmin op het aantal bedrijfsfaillissementen. De risico's voor de financiële stabiliteit blijven beperkt, ondanks aanzienlijke grensoverschrijdende blootstellingen, met name aan andere Scandinavische landen.
- De **omstandigheden op de arbeidsmarkt** verslechterden tijdens de crisis slechts marginaal, mede dankzij steunmaatregelen van de overheid, die de stijging van de werkloosheid beperkten tot 1,1 procentpunt, om uit te komen op 7,8 % in 2020. De werkloosheid zal naar verwachting vanaf 2021 geleidelijk dalen wanneer de economie zich herstelt, maar zal naar verwachting niet voor 2023 afnemen tot het niveau van voor de pandemie.



Finland is de COVID-19-crisis ingegaan zonder vastgestelde macro-economische onevenwichtigheden, maar wel met zwakke punten die verband houden met de schuld van de particuliere sector. Door de COVID-19-crisis is de particuliere schuldquote gestegen, maar de risico's blijven beperkt. Over het geheel genomen acht de Commissie het in dit stadium niet noodzakelijk een verdere diepgaande analyse te verrichten in de context van de PMO.

4.27. ZWEDEN

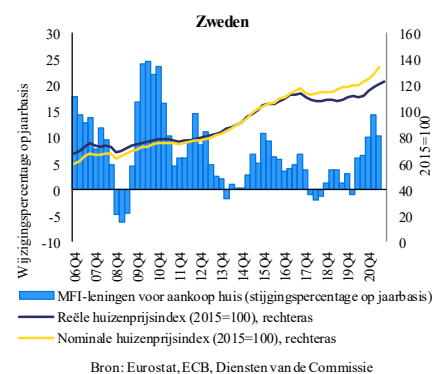
In juni 2021 heeft de Commissie geconcludeerd dat Zweden macro-economische onevenwichtigheden ondervond in verband met risico's van overgewaardeerde huizenprijzen in combinatie met een hoge en oplopende schuld van huishoudens. Op het geactualiseerde scorebord, dat de cijfers tot en met 2020 bevat, liggen twee indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, te weten de particuliere schuld en de jeugdwerkloosheid.

Na een daling met 2,8 % in 2020 zal het reële bbp naar verwachting in 2021 met 3,9 % stijgen en in 2022 met 3,5 %. In 2022 zal het nominale bbp naar verwachting 9,9 % hoger zijn dan in 2019.

Een aantal relevante ontwikkelingen kan als volgt worden samengevat:

- Het **overschot op de lopende rekening** steeg in 2020 tot 5,7 % van het bbp, terwijl de NIIP licht daalde tot bijna 16 % van het bbp. In 2021 en 2022 zal het overschot op de lopende rekening naar verwachting rond de 5 % van het bbp blijven liggen. In 2020 bleven de exportmarktaandeelen toenemen. De geapprecieerde reële effectieve wisselkoers met 3 % in 2020 na drie jaren van lagere waarderingen.
- De **schuld van de particuliere sector** zette zijn stijgende lijn voort en bereikte in 2020 met circa 216 % van het bbp een nieuw hoogtepunt. Zowel de schuld van huishoudens als die van ondernemingen ligt boven de prudentiële en op fundamentals gebaseerde benchmarks. Voor 2021 wordt een afvlakking op hoge niveaus verwacht voor de particuliere schuld, terwijl de netto financiële activa negatiever zullen worden. De **schuld van huishoudens** groeide in 2020 tot circa 95 % van het bbp. De hypotheekleningen aan huishoudens bleven in het eerste halfjaar van 2021 groeien. De **huizenprijzen** trokken in 2020 aan, bijzonder sterk in het tweede kwartaal van 2021. Over het geheel genomen blijven de huizenprijzen bijzonder hoog, met tekenen van mogelijke overwaardering.
- De **overheidsschuld** blijft laag ondanks omvangrijke steunmaatregelen tijdens de pandemie. In 2020 steeg de overheidsschuld tot 39,7 % van het bbp. Naar verwachting zal in 2021 een daling inzetten.
- De **banksector** blijft gezond. Tijdens de pandemie verbeterden de toch al gezonde scores van de tier 1-kapitaalratio en het percentage niet-renderende leningen. De toezichthouder op de financiële markten heeft de versoepeling van de macroprudentiële maatregelen in de loop van 2021 teruggedraaid en per 1 september 2021 de aflossingseisen weer ingevoerd. Los van de over het geheel genomen gezonde financiële positie behoort de hefboomratio van Zweedse banken tot de hoogste in de EU.
- Ondanks steunmaatregelen steeg de **werkloosheid** in 2020 tot 8,3 %. De jeugdwerkloosheid schoot in 2020 omhoog tot circa 24 %. De werkloosheid zal naar verwachting vanaf 2021 weer dalen.

Grafiek A27: Stijging huizenprijzen en hypotheekleningen



Zweden is de COVID-19-crisis ingegaan met zwakke punten die verband houden met de risico's van overgewaardeerde huizenprijzen in combinatie met een hoge en aanhoudend stijgende schuld van huishoudens. Door de COVID-19-crisis zijn de particuliere schuldquotes, de huizenprijzen en de werkloosheid gestegen. Over het geheel genomen acht de Commissie het nuttig, mede in het licht van de vaststelling van onevenwichtigheden in juni, verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden aanhouden dan wel ongedaan worden gemaakt.

BIJLAGE 1: PROGNOSES EN 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 2021 en later en op “nowcasts” voor het lopende jaar. De eventueel beschikbare gegevens zijn gebaseerd op de najaarsprognoses 2021 van de Commissie. Anders tonen de cijfers nowcasts op basis van vervangende indicatoren die door de diensten van de Commissie voor dit waarschuwingsmechanismeverslag zijn opgesteld.

Onderstaande tabel geeft een overzicht van de aannames die zijn gebruikt voor de cijfers in de prognoses en nowcasts van de kernscorebordindicatoren. De bbp-cijfers die in sommige quotes als noemer worden gebruikt, zijn afkomstig uit de najaarsprognoses 2021 van de Commissie.

In geval van meerjarige veranderingspercentages (bv. de verandering van het exportmarktaandeel in een periode vijf jaar) zijn alleen de componenten 2021 en 2022 gebaseerd op prognoses, terwijl voor componenten voor 2020 of eerdere jaren gebruik wordt gemaakt van de Eurostat-gegevens die aan het PMO-scorebord ten grondslag liggen.

<i>Tabel 1: Aanpak van prognoses en nowcasts voor kernindicatoren van het PMO-scorebord</i>		
Indicator	Aanpak	Gegevensbronnen
Saldo lopende rekening, % van het bbp (3-jaarsgemiddelde)	Waarden van het saldo op de lopende rekening uit de najaarsprognoses 2021 van de Commissie (betalingsbalansconcept)	Ameco
Netto internationale investeringspositie (% van het bbp)	De najaarsprognoses 2021 van de Commissie voor het vorderingsoverschot/-tekort van de totale economie verschaffen de NIIP-verandering die transacties voor 2021-2023 weerspiegelt; voor 2024 en 2025 wordt de prognose voor de lopende rekening van de World Economic Outlook van het IMF gebruikt, waarbij wordt uitgegaan van een constant blijvende kapitaalbalans. Andere effecten (bv. waarderingsmutaties) worden tot en met het tweede kwartaal van 2021 meegenomen en daarna geacht nul te zijn.	Ameco, Eurostat
Reële effectieve wisselkoers – 42 handelspartners, HICP-deflator (verandering over 3 jaar in %)	Waarden uit de najaarsprognoses 2021 van de Commissie	Ameco
Exportmarktaandeel - % van mondiale export (verandering over 5 jaar in %)	Cijfers gebaseerd op de najaarsprognoses 2021 van de Commissie van: i) de nominale uitvoer van goederen en diensten voor EU-lidstaten (nationalerekeningenconcept) en ii) de prognose van de Commissie voor 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
Indexcijfer nominale arbeidskosten per eenheid product, 2010 = 100 (verandering over 3 jaar)	Waarden uit de najaarsprognoses 2021 van de Commissie	Ameco

in %)		
Indexcijfer gedefleerde huizenprijzen (2015 = 100) (verandering over 1 jaar in %)	De prognose voor 2021 bevat de gegevens over het eerste en tweede kwartaal van 2021, indien beschikbaar. Aangenomen wordt dat de groei van de huizenprijzen in het derde en vierde kwartaal van 2021 het voorspelde tempo zal volgen van de kortetermijnrelatie die is berekend op basis van een woningwaarderingmodel dat met de lidstaten is gedeeld in het kader van de EPC LIME Working Group.	Eurostat, diensten van de Commissie
Kredietstroom particuliere sector, geconsolideerd (% van het bbp)	Het cijfer voor 2021 is een benadering van de kredietstromen in het laatste kwartaal van 2020 en de eerste drie kwartalen van 2021, waarbij geconsolideerde gegevens van de sectorale kwartaalrekeningen van de ECB zijn gebruikt voor het vierde kwartaal van 2020 en de eerste twee kwartalen van 2021 en benaderingen voor enkele kredietstroomcomponenten uit het derde kwartaal van 2021. Deze laatste maken gebruik van kredietstromen aan de particuliere sector (ECB BSI MFI) om bankleningcomponenten voor het derde kwartaal van 2021 te voorspellen, en nominale uitgifte van schuldbewijzen (ECB SEC) om de uitgifte van obligaties voor het derde kwartaal van 2021 te voorspellen.	ECB (QSA, BSI, SEC)
Schuld particuliere sector, geconsolideerd (% van het bbp)	Het cijfer voor 2021 is een benadering van de schuld van de particuliere sector voor het einde van het vierde kwartaal van 2021. Er zijn geconsolideerde gegevens van de sectorale kwartaalrekeningen van de ECB voor het tweede kwartaal van 2021 voor gebruikt. Dit cijfer wordt geëxtrapoleerd naar het derde kwartaal van 2021 aan de hand van bankleningcijfers (op basis van ECB BSI) en gegevens over obligatieverplichtingen (op basis van ECB SEC) en gaat er vanuit dat de kredietverlening in het vierde kwartaal van 2021 hetzelfde is als in het vierde kwartaal van 2020 (zie boven).	ECB (QSA, BSI, SEC)
Bruto-overheidsschuld (% van het bbp)	Waarden uit de najaarsprognoses 2021 van de Commissie	Ameco
Werkloosheid (3-jaarsgemiddelde)	Waarden uit de najaarsprognoses 2021 van de Commissie	Ameco
Totale passiva van de financiële sector, niet geconsolideerd (verandering over 1 jaar in %)	Het cijfer voor 2021 geeft de twaalfmaandelijke groei van de passiva (ECB MFI) weer tot en met september 2021.	ECB (BSI)
Participatiegraad - % van de totale bevolking van 15-64 jaar (verandering over 3 jaar in procentpunt).	De veranderingpercentages voor 2021 en 2022 zijn gebaseerd op de najaarsprognoses 2021 van de Commissie voor de verandering in de totale beroepsbevolking (alle leeftijden) minus de najaarsprognoses van de Commissie voor de bevolkingsverandering (leeftijdsgroep 15-64 jaar).	Ameco
Langdurige werkloosheid - % van de beroepsbevolking van 15-74 jaar (verandering over 3 jaar in procentpunt).	De nowcast voor 2021 is gebaseerd op de meest recente gegevens (eerste en tweede kwartaal 2021, uitgaand van een constant percentage voor de rest van het jaar)	Eurostat (arbeidskrachtenenquête)
Jeugdwerkloosheid - % van de beroepsbevolking van 15-24 jaar (verandering over 3 jaar in procentpunt).	De nowcast voor 2021 is gebaseerd op de meest recente gegevens (januari-september 2021, uitgaand van een constant percentage voor de rest van het jaar)	Eurostat (arbeidskrachtenenquête)

BIJLAGE 2: PMO-SCOREBORD

Tabel 1. PMO-scorebord 2020

Jaar 2020	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden					Werkgelegenheidsindicatoren ¹			
	Saldo lopende rekening in % van het bbp (3-jaars-gemiddelde)	Netto internationale investeringspositie (% 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 huizenprijzen (2015=100) (verandering over 1 jaar in %)	Kredietstroom particuliere sector, geconsolideerd (% van het bbp)	Schuld particuliere sector, geconsolideerd (% van het bbp)	Bruto overheids-schuld (% van het bbp)	Werkloosheid (3-jaars-gemiddelde)	Totale passiva van financiële sector, niet-geconsolideerd (verandering over 1 jaar in %)	Participatiegraad - % van totale bevolking van 15-64 jaar (verandering over 3 jaar, in pp)	Langdurige werkloosheid van beroepsbevolking van 15-74 jaar (verandering over 3 jaar, in pp)	Jeugdwerkloosheid - % van beroepsbevolking van 15-24 jaar (verandering over 3 jaar, in pp)
Drempels	-4%/+6%	-35%	±5% (EA) ±11% (Niet-EA)	-6%	9% (EA) 12% (Niet-EA)	6%	14%	133%	60%	10%	16,50%	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	0,1	44,4	2,5	10,9	7,5p	3,6	1,1p	192,0p	112,8	5,7	8,8	0,6b	-1,2	-4
BG	0,8	-26,3	7,1	16	20,4	5,2p	4,2	94,3	24,7	4,8	11,1	0,9	-1,1	1,3
CZ	1,5	-12,5	5,6	10,1	19,2	5,5	2,4	81,9	37,7	2,3	3,4	0,5	-0,4	0,1
DK	8,1	68,8	0,9	11,5	6,2	4,6	4,8	220,9	42,1	5,2	5,7	1,1b	-0,3	-0,8
DE	7,4	61,7	2,4	1,3	11,1p	7,1	6,0p	120,1p	68,7	3,4bp	11,3	1,1bp	-0,5bp	0,6bp
EE	1	-21,5	5,3	17,6	17,1	6,9	3,6	104,4	19	5,5	17,5	0,5	-0,7	5,8
IE	-5,8	-174	-1,2	50	-6,3	-0,2	-1,8	188,9	58,4	5,5	7,2	-0,8	-1,7	0,9
EL	-3,7	-175	0,4	-10,1	6,4p	5,5e	5,4p	125,3p	206,3	17,6	27,4	-0,9	-4,7	-8,6
ES	1,6	-85,5	1,1	-6,8	11,0p	2,2	4,4p	146,4p	120	15	9,5	-1,7	-2,7	-0,3
FR	-1	-30,2	2,7	-6,9	4,6p	4,4	13,0p	173,7p	115	8,5	11,6p	-0,5	-1,3	-1,9
HR	1,6	-47,8	0,5	0,1	13,7p	7,3	1,3p	98,0p	87,3	7,5	7,3	0,7	-2,5	-6,3
IT	3,2	2,4	0,6	-2,8	5,5	2,2	4,1	118,9	155,6	9,9	6,8	-1,3	-1,8	-5,3
CY	-6,6	-136,7	0,1	28,5	5,8p	0,7p	-2,6p	260,5p	115,3	7,7	-2,5	1,9	-2,4	-6,5
LV	0,7	-34,7	5,9	18,2	18,4	2,7	-1,8	66,5	43,2	7,3	10,8	1,2	-1,1	-2,1
LT	3,7	-15,8	6,9	39,3	18,3	6,4	0,3	54,7	46,6	7	28,5	2,6	-0,2	6,3
LU	4,5	39,9	1,5	20,6	11,1	13,8	44,5	316,8	24,8	6	-3,6	2	-0,4	7,8
HU	-0,7	-48,1	-4,9	8,2	13,2p	1,9p	7,7p	76,4p	80,1	3,8	55,3	1,6	-0,6	2,1
MT	3	60,3	2,1	13,2	19,7	2,2p	9	139,1	53,4	3,9	1,9	4,9	-0,9	0,3
NL	9,1	113,9	3,8	7,4	14,0p	6,0p	-1,3p	233,7p	54,3	3,7	3,3p	1,2	-1	0,2
AT	1,6	9,3	3,2	5,2	12,2	6,2	4,7	131,2	83,2	4,9	10,6	0,2	-0,5	0,7
PL	0,7	-44,5	1,1	36,9	12,3p	7,1p	1,5	75,9	57,4	3,5	11,7	1,4	-0,9	-4
PT	0	-106,4	0	-0,9	16,2p	7,7	4,4p	163,7p	135,2	6,8	7,2	-0,4	-2,2	-1,3
RO	-4,9	-48,3	3,4	20,6	26,1p	2,3	1,3p	48,5p	47,4	4,4	13,4	1,9	-0,5	-1
SI	6,4	-15,2	1,9	20,2	14,9	5,2	-0,9	69,7	79,8	4,9	14	0,4	-1,2	3
SK	-1,8	-65,7	5,3	8,1	16,4	7,2	3,7	95,3	59,7	6,3	9,9	0,3	-1,9	0,4
FI	-0,4	-5,3	2,3	12,3	6,1	1,3	6,5	155,2	69,5	7,3	7,7	1,6	-0,9	1,3
SE	4,6	16,4	-4,8	4,5	9,4	3,0	11,6	215,7	39,7	7,2b	11,2	0	-0,1	6

Gearceerde cijfers liggen op of boven de drempelwaarde. Afkortingen: b: onderbreking in reeks, p: voorlopig, e: geschat.

1) Voor de werkgelegenheidsindicatoren wordt verwezen naar bladzijde 2 van het waarschuwingsmechanismeverlag 2016. 2) Indexcijfer huizenprijzen: e = schatting NCB voor EL. 3) Indicatoren arbeidskrachtenenquête: b = door technische problemen met de invoering van het nieuwe Duitse systeem van geïntegreerde onderzoeken naar huishoudens, waarin opgenomen de AKE, zijn de cijfers voor Duitsland in 2020 geen rechtstreekse ramingen op basis van AKE-microgegevens maar gebaseerd op een bredere steekproef met extra gegevens uit andere geïntegreerde onderzoeken naar huishoudens.

Bron: Europese Commissie, Eurostat en directoraat-generaal Economische en Financiële Zaken (voor de reële effectieve wisselkoers), en gegevens van het Internationaal Monetair Fonds, World Economic Outlook (voor het volume mondiale export van goederen en diensten).

Tabel 2. Aanvullende indicatoren, 2020

Jaar 2020	Reële bbp (verandering over 1 jaar in %)	Bruto-investeringen in vaste activa (% van bbp)	Bruto binnenlandse uitgaven 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 %)	Ruivoet (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	-5,7p	23,9p	n.v.t.	0,8	37,8	-3,6	174,8	-1,7p	0,4	11,4	0,8p	2,4p	-5,6p	2,1p	0,5	11,5	6,2p	66,4	14,2p
BG	-4,4	19,2	0,9p	1,3	47,1	3,9	84,8	-2,1	3,0	16,6	12,7	-4,2	-2,1	5,9p	39,2	18,2p	2,9	24,7	7,9p
CZ	-5,8	26,2	2,0p	4,8	36,9	2,5	81,5	-1,5	3,7	10,6	2,2	1,0	-4,2	1,9p	10,9	28,6	4,8	34,0	12,1p
DK	-2,1	22,4	3,0p	8,1	30,0	0,4	58,4	-0,4	-2,0	12,0	1,2	0,9	-1,4	1,9p	-8,1	12,3	5,5	111,7	17,4p
DE	-4,6p	21,9p	3,1p	6,8	53,2	2,9	49,8	-1,3p	0,1	1,8	2,9p	-1,4p	-3,8p	1,2p	11,2	21,6	7,0p	57,7	14,4p
EE	-3,0	30,7	1,8p	1,9	42,3	11,4	113,5	-0,5	1,3	18,1	1,4	2,9	-0,3	1,6p	23,4	20,2	5,5	41,8	8,8p
IE	5,9	39,7	1,2p	-6,8	-292,9	8,2	428,5	-0,7	-2,5	50,7	-3,0	17,4	7,5	3,4p	-35,4	13,2	2,1	35,9	8,8p
EL	-9,0p	11,7p	1,5p	-5,0	-155,2	1,8	23,4	-1,8p	-3,2	-9,7	-3,1p	-13,6p	-7,9p	26,4p	-13,7	14,0e	1,1p	59,5	13,8p
ES	-10,8p	20,3p	1,4p	1,2	-52,8	2,6	78,9	-1,3p	-1,2	-6,4	0,9p	-12,2p	-7,0p	2,8p	-11,2	14,8	6,0p	62,5	15,8p
FR	-7,9p	23,0p	2,4p	-1,8	-41,9	0,4	50,3	-1,1p	0,6	-6,4	0,0p	-7,9p	-7,0p	2,2p	-3,6	11,9	6,1p	68,7p	16,2p
HR	-8,1p	22,3p	1,3p	2,1	-0,3	2,1	65,3	-2,0p	-2,0	0,6	1,5p	-14,8p	-7,0p	5,3p	-11,9	24,5	n.v.t.	38,3	7,6p
IT	-8,9	17,8	1,5p	3,7	1,4	-1,1	30,8	-1,3	-1,9	-2,4	5,9	-6,1	-7,0	4,5p	-7,5	1,2	4,1	45,1	13,9p
CY	-5,2p	20,0p	n.v.t.	-10,0	-170,4	-0,6	1886,4	-3,3p	-3,0	29,1	-0,8p	2,8p	-4,7p	11,0p	-15,0	5,3p	7,6p	91,0	13,6p
LV	-3,6	24,5	0,7p	4,7	14,5	2,8	60,0	-1,6	1,5	18,8	9,3	5,7	-1,3	4,6p	27,8	23,5	3,0	20,9	10,0p
LT	-0,1	21,1	1,2p	9,1	15,2	8,0	56,2	-2,4	2,1	39,9	2,8	8,3	1,5	2,2p	26,5	23,0	3,2	24,6	15,5p
LU	-1,8	16,8	n.v.t.	4,0	-4095,3	-214,4	6136,5	-2,0	0,0	21,2	-0,5	9,2	-3,6	0,7p	6,6	35,0	3,7	69,2	14,3p
HU	-4,7p	26,8p	1,6	0,5	-2,4	111,5	327,3	-2,2p	-6,5	8,7	1,4p	2,0p	-3,7p	3,6p	14,4	40,4p	4,1p	20,9	10,8p
MT	-8,3	21,7p	0,7	-2,3	270,2	29,4	1602,5	-5,5	0,7	13,7	2,4	1,6	-10,7	3,6p	20,7	16,1p	3,9p	54,0	10,7p
NL	-3,8p	21,3p	n.v.t.	6,9	9,2	-16,7	567,0	-0,5p	2,0	7,9	1,8p	3,1p	-3,3p	1,9p	3,0	26,4p	5,3p	103,0p	16,7p
AT	-6,7	25,2	3,2p	1,8	-5,6	-4,1	57,4	-1,4	1,4	5,7	-0,2	-2,9	-5,2	2,0p	5,5	19,3	5,1	53,2	11,9p
PL	-2,5	16,6	1,4p	5,2	-6,2	2,9	48,5	-1,6	-1,0	37,6	3,5	8,0	-2,4p	6,0p	4,9	28,0p	2,0	34,8	10,5p
PT	-8,4p	19,1p	1,6p	0,0	-47,0	2,0	87,2	-1,7p	-1,9	-0,4	2,2p	-10,7p	-6,7p	4,9p	-1,0	31,1	3,4p	69,5	11,4p
RO	-3,9p	24,6p	0,5p	-3,1	-7,2	1,4	46,4	-1,2p	1,0	21,2	5,4p	-1,8p	-2,2p	3,9p	23,5	14,3	2,6p	16,2	9,1p
SI	-4,2	18,9	2,2p	6,9	2,0	0,9	42,9	-2,0	-0,2	20,8	1,4	-0,8	-3,7	3,0p	-0,5	21,4	2,3	27,8	9,3p
SK	-4,4	19,6	0,9	1,3	-14,8	-0,2	70,4	-2,1	3,8	8,6	-2,2	0,6	-2,5	2,5p	10,1	28,4	3,9	47,2	9,7p
FI	-2,9	24,2	2,9	0,9	4,9	-0,8	50,3	-0,9	-1,0	12,8	0,1	1,1	-0,8	1,5p	-5,5	3,9	7,1	69,6	16,0p
SE	-2,8	24,8	3,5p	5,7	-4,5	5,3	92,4	-0,8	-7,4	5,0	-0,8	3,3	-1,5	1,0p	7,4	5,8	5,0	94,7	17,6p

Afkortingen: e: geschat. p: voorlopig.

1) De officiële uiterste datum voor de indiening van gegevens over 2020 voor de bruto-investeringen in vaste activa voor O&O is 31 oktober 2021 en de gegevens werden geëxtraheerd op 22 oktober 2021. 2) Indexcijfer huizenprijzen: e = schatting NCB voor EL.

Bron: Europese Commissie, Eurostat en directoraat-generaal 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 (vervolg): Aanvullende indicatoren, 2020

Jaar 2020	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 15-24 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	0,0p	68,6	2,3	15,3	9,2	-0,1b	18,9b	-1,7b	14,1b	-1,8b	3,9b	-1,3b	11,9b	-2,0b
BG	-2,3	72,2	2,3	14,2	14,4	-0,9	32,1	-6,8	23,8	0,4	19,4	-10,6	8,5	-2,6
CZ	-1,7	76,4	0,6	8,0	6,6	0,3	11,9	-0,3	9,5	0,4	2,4	-1,3	4,4	-1,1
DK	-0,7	79,0	0,9	11,6	7,4	-0,2b	15,9b	-1,3b	12,1b	-0,3b	2,4	-0,7	9,1	-0,9
DE	-0,8p	79,3bp	1,1bp	7,4bp	7,3bp	1,0bp	24,0b	5,0b	18,5b	2,4b	6,6bu	3,2bu	9,5b	0,8b
EE	-2,7	79,3	1,2	17,9	8,9	-0,5	23,3	-0,1	20,7	-0,3	2,8	-1,3	4,7	-1,1
IE	-1,5	71,9	1,3	15,3	12,0	1,1b	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
EL	-1,2p	67,4	10,9	35,0	13,2	-2,1	28,9	-5,9	17,7	-2,5	16,5	-4,6	12,8	-2,8
ES	-4,1p	72,2	5,0	38,3	13,9	0,6	26,4	-0,2	21,0	-0,6	7,0	1,9	9,9	-2,9
FR	-0,9p	71,0	2,9	20,2	11,4	0,0	18,2p	1,2p	13,8p	0,6p	4,8p	0,7p	8,8p	0,7p
HR	-1,2p	67,1	2,1	21,1	12,2	-3,2	23,2	-3,2	18,3	-1,7	6,9	-3,4	8,6	-3,6
IT	-2,1	64,1	4,7	29,4	19,0	-1,1	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
CY	-0,6p	75,8	2,1	18,2	14,4	-1,7	21,3	-3,9	14,3	-1,4	8,3	-3,2	5,6	-3,8
LV	-2,3	78,2	2,2	14,9	7,1	-3,2	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
LT	-1,6	78,5	2,5	19,6	10,8	1,7	24,8	-4,8	20,9	-2,0	7,7	-4,7	7,3	-2,4
LU	1,9	72,2	1,7	23,2	6,6	0,7	20,9b	1,5b	17,4b	1,0b	1,7b	0,5b	7,9b	1,0b
HU	-1,0	72,8	1,1	12,8	11,7	0,7	17,8	-7,8	12,3	-1,1	8,0	-6,5	5,0	-1,6
MT	2,7	77,1	1,1	10,9	9,3	0,7b	19,0	-0,3	16,9	0,2	3,3	0,0	5,4	-1,7
NL	-0,5p	80,9	0,9	9,1	4,5	0,5	16,3p	-0,7p	13,6p	0,4p	2,1p	-0,5p	8,9p	-0,6p
AT	-1,6	76,6	1,3	10,5	8,0	1,5	17,5	-0,6	13,9	-0,5	2,7	-1,0	7,1	-1,2
PL	-0,1p	71,0	0,6	10,8	8,6	-0,9	17,3p	-2,2p	14,8p	-0,2p	2,6p	-3,3p	4,3p	-1,4p
PT	-1,9p	74,3	2,3	22,6	9,1	-0,2	19,8	-3,5	16,2	-2,1	4,6	-2,3	5,1	-2,9
RO	-1,8p	69,2	1,5	17,3	14,8	-0,4	30,4	-5,3	23,4	-0,2	15,2	-4,5	6,3	-0,6
SI	-0,6	74,6	1,9	14,2	7,7	1,2	15,0	-2,1	12,4	-0,9	3,0	-1,6	4,8	-1,4
SK	-1,9	72,4	3,2	19,3	10,7	-1,4	14,8p	-1,5p	11,4p	-1,0p	5,9p	-1,1p	4,3p	-1,1p
FI	-2,1	78,3	1,2	21,4	9,3	-0,1	16,0	0,3	12,2	0,7	2,6	0,5	9,9	-0,8
SE	-1,3	82,5	1,1	23,9	6,5	0,3	17,9	0,2	16,1	0,3	1,8u	0,7u	8,5	-0,3

Afkortingen: b: onderbreking in reeks. p: voorlopig. u: geringe betrouwbaarheid.

1) Indicatoren arbeidskrachtenenquête: b = door technische problemen met de invoering van het nieuwe Duitse systeem van geïntegreerde onderzoeken naar huishoudens, waarin opgenomen de AKE, zijn de cijfers voor Duitsland in 2020 geen rechtstreekse ramingen op basis van AKE-microgegevens maar gebaseerd op een bredere steekproef met extra gegevens uit andere geïntegreerde onderzoeken naar huishoudens. 2) De officiële uiterste datum voor de indiening van gegevens van 2020 voor de indicatoren van inkomens en levensomstandigheden (EU-SILC) is 30 november 2021 en de gegevens werden geëxtraheerd op 22 oktober 2021. b = grotere materiële en methodologische wijzigingen voor DE.