



Brussel, 5.3.2014
COM(2014) 150 final

MEDEDELING VAN DE COMMISSIE

AAN HET EUROPEES PARLEMENT, DE RAAD EN DE EUROGROEP

**Resultaten van diepgaande evaluaties op grond van Verordening (EU) nr. 1176/2011
betreffende de preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden**

In deze mededeling worden de resultaten samengevat van de diepgaande evaluaties (DEV's) om te beoordelen of onevenwichtigheden en buitensporige onevenwichtigheden bestaan in een aantal EU-lidstaten. () Er wordt ook uitgeweid over de eurozonedimensie van de macro-economische onevenwichtigheden en over de wijze waarop de verschillende beleidsuitdagingen in een eurozonewijde context moeten worden aangepakt. Bovendien worden, om aan het geïntegreerde toezicht bij te dragen, in de mededeling ook budgettaire ontwikkelingen besproken: voor de betrokken landen actualiseert de Commissie haar beoordeling van november 2013, toen zij de ontwerpbegrotingsplannen besprak. (**)*

In de DEV's worden de relevante aspecten van de economieën van de lidstaten besproken, met name de ontwikkeling van hun externe rekeningen, besparingen en investeringsaldi, effectieve wisselkoersen, exportmarktaandeel, kosten- en niet-kostenconcurrentievermogen, productiviteit, private en publieke schuld, huizenprijzen, kredietstromen, financiële systemen, werkloosheid en andere variabelen. Bij de beoordeling van onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden worden de situatie van elke economie op een bepaald moment, de dynamiek bij elk van deze kwesties alsook, in voorkomend geval, de recente beleidsacties beschouwd.

Uit de diepgaande evaluaties blijkt dat de uitdagingen waarvoor de EU-economieën staan, veranderd zijn. Toen de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden (PMO) werd ingevoerd, en tijdens de vorige ronden van de tenuitvoerlegging ervan, hielden de belangrijkste uitdagingen verband met de onhoudbare tekorten op de lopende rekening, verliezen van concurrentievermogen in verband met vroeger zeer dynamische arbeidskosten, private schulden en hoge huizenprijzen. De voornaamste uitdagingen van landoverschrijdende aard hebben nu eveneens betrekking op de impact die de deleveraging in veel landen heeft op de groei op middellange termijn; de houdbaarheid van de private en publieke schulden en van de externe passiva in een context van zeer lage inflatie; de noodzaak om in de kwetsbare economieën onder een gefragmenteerd financieel systeem te zorgen voor een toereikende stroom van krediet voor levensvatbare activiteiten – vooral in de sector van de niet-verhandelbare goederen en diensten; en de zeer hoge werkloosheid in veel economieën.

*Op basis van de DEV's heeft de Commissie onevenwichtigheden vastgesteld in **België, Bulgarije, Duitsland, Ierland, Spanje, Frankrijk, Kroatië, Italië, Hongarije, Nederland, Slovenië, Finland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk**. Van die lidstaten ondervinden **Kroatië, Italië en Slovenië** buitensporige onevenwichtigheden. In het geval van **Spanje** is de Commissie van oordeel dat in het afgelopen jaar een significante aanpassing heeft plaatsgevonden en dat volgens de actuele trends de onevenwichtigheden mettertijd zullen afnemen; hoewel op basis hiervan geconcludeerd moet worden dat de onevenwichtigheden niet langer buitensporig zijn in de zin van de PMO, beklemtoont de Commissie dat nog substantiële risico's aanwezig zijn.*

*De aanjagers van de onevenwichtigheden en de risico's die zij veroorzaken verschillen per economie. Het beleid dient te worden aangepast aan de uitdagingen van elke economie en passende monitoring is noodzakelijk. In lijn met de tot de eurozone gerichte aanbeveling van de Raad is de Commissie voornemens een specifieke monitoring op gang te brengen van het beleid dat door de Raad is aanbevolen voor de lidstaten met buitensporige onevenwichtigheden (**Kroatië, Italië en Slovenië**), alsmede voor de landen waar de onevenwichtigheden afdoende beleidsactie vereisen (**Ierland, Spanje en Frankrijk**). (***) In het geval van **Ierland en Spanje** zal bij deze monitoring gesteund worden op postprogrammatietoezicht.*

*Voor **Denemarken en Malta** is de Commissie van oordeel dat de risico's in vergelijking met vorig jaar zijn verlaagd of beter onder controle zijn; onevenwichtigheden in de zin van de PMO zijn in deze landen niet meer vastgesteld. Bovendien vormen, hoewel een aantal aspecten van de **Luxemburgse** economie, inclusief zijn grote financiële sector, aandacht vereisen, zij geen onevenwichtigheden in de zin van de PMO. (****)*

De versterking van het herstel en krachtige uitvoering van het beleid zou de komende jaren het verminderen van de onevenwichtigheden en buitensporige onevenwichtigheden in de andere economieën moeten vergemakkelijken. Desondanks zijn onevenwichtigheden langdurige verschijnselen en kan het enige tijd duren voordat in het kader van het PMO-toezicht het passende

beleid resulteert in een afdoende vermindering van de macro-economische risico's. Aldus wordt met het vaststellen van onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden voor een economie gedurende meerdere jaren geen uitspraak gedaan over het gevoerde beleid, maar gesignaleerd dat risico's blijven bestaan en dat grote waakzaamheid met betrekking tot de onevenwichtigheden en relevante beleidsimplementatie noodzakelijk is. Voor sommige landen zij aangestipt dat het aanhouden van onevenwichtigheden echter eveneens verband houdt met de trage tenuitvoerlegging van de landenspecifieke aanbevelingen in het kader van het Europees semester.

*Met betrekking tot de budgettaire ontwikkelingen is de situatie zowel in de EU als in de eurozone blijven verbeteren als gevolg van volgehouden consolidatie-inspanningen. Uit de laatste prognoses blijkt dat echter dat er voor **Frankrijk** en **Slovenië** risico's zijn dat de consolidatie-inspanning misschien niet groot genoeg is om ervoor te zorgen dat de correctie van de buitensporige tekorten volgens plan blijft verlopen. De Commissie richt bijgevolg aanbevelingen op grond van artikel 11 van Verordening (EU) nr. 473/2013 tot deze lidstaten.*

De Commissie verwacht dat de lidstaten in hun nationale hervormingsprogramma's (NHP's) en stabiliteits- en convergentieprogramma's (SP's en CP's) rekening houden met de bevindingen van de DEV's en de budgettaire prognoses. De lidstaten met buitensporige onevenwichtigheden moeten met name in een uitgebreide en gedetailleerde beleidsrespons voorzien in hun komende NHP's en SP's en CP's. De Commissie is klaar om nauw met deze lidstaten samen te werken bij het opstellen van deze respons, met inachtneming van de nationale processen. Van de twee lidstaten waartoe in de mededeling een aanbeveling wordt gericht om ervoor te zorgen dat de correctie van de buitensporige tekorten volgens plan verloopt, wordt verwacht dat zij in een specifiek onderdeel van hun SP's verslag uitbrengen over de acties waarmee aan die aanbeveling gevolg wordt gegeven. De NHP's en SP's en CP's voor alle lidstaten zullen in juni 2014 in het kader van Europees semester voor coördinatie van het economisch beleid door de Commissie worden beoordeeld om uit te maken of zij volstaan gezien de uitdagingen. Voor de lidstaten met buitensporige onevenwichtigheden (Italië, Kroatië, Slovenië) zou de Commissie, als zij van oordeel is dat de voorgestelde beleidsrespons gezien de uitdagingen niet volstaat, aan de Raad aanbevelen dat de betrokken lidstaat corrigerende actie onderneemt in het kader van het correctieve deel van de PMO. Indien noodzakelijk zullen verdere procedurele stappen in het kader van de BTP eveneens worden gedaan begin juni.

(*) Met deze mededeling wordt voldaan aan het vereiste van de artikelen 6, lid 1, en 7, lid 1, van Verordening nr. 1176/2011 (EU) overeenkomstig welke de Commissie het Europees Parlement, de Raad en de Eurogroep op de hoogte brengt van het resultaat van de DEV's. De DEV's voor zeventien lidstaten worden tegelijkertijd met deze mededeling gepubliceerd (zie *European Economy-Occasional Papers*). In de zin van de PMO zijn onevenwichtigheden trends die aanleiding geven tot ontwikkelingen die een negatieve invloed hebben op de werking van de economie van een lidstaat, of de monetaire unie of de Unie als geheel; zijn buitensporige onevenwichtigheden ernstige onevenwichtigheden, inclusief die welke de goede werking van de economische en monetaire unie in gevaar kunnen brengen.

(**) COM(2013) 900 van 15.11.2013.

(***) Zie LSA 5 van Aanbeveling (2013/C 217/24) van de Raad van 9 juli 2013 (PB C 217 van 30.7.2013, blz. 97).

(****) In het waarschuwingsmechanismeverslag van november 2013 oordeelde de Commissie dat geen specifieke actie in de context van de PMO noodzakelijk was voor Tsjechië, Estland, Letland, Litouwen, Oostenrijk, Polen en Slowakije. Het macro-economisch toezicht voor al deze lidstaten zal worden voortgezet in de context van het Europees semester. Bovendien is de PMO niet van toepassing op lidstaten die ondersteund door financiële bijstand macro-economische aanpassingsprogramma's ten uitvoer leggen: Griekenland, Cyprus, Portugal en Roemenië; de uitgebreide monitoring van hun onevenwichtigheden en beleid wordt voortgezet in de context van hun programma's.

OVERZICHT
GEÏNTEGREERD TOEZICHT OP MACRO-ECONOMISCHE EN BUDGETTAIRE ONEVENWICHTIGHEDEN
(Lidstaten waarvoor een DEV is opgesteld)

	PMO		SGP
	Bevinding	Follow-up	
BE	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties	Buitensporig tekort, termijn voor correctie: 2013
BG	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties	Nog geen MTD
DE	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties	Presteert beter dan MTD
DK	Geen onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester	Buitensporig tekort, termijn voor correctie: 2013
IE	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties Specifieke monitoring: postprogrammatoezicht	Buitensporige tekort, termijn voor correctie: 2015
ES	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties Specifieke monitoring: postprogrammatoezicht	Buitensporig tekort, termijn voor correctie: 2016
FR	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties Op gang te brengen specifieke monitoring	Buitensporig tekort, termijn voor correctie: 2015 De Commissie neemt vandaag een aanbeveling aan (*)
HR	Buitensporig onevenwicht	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties In juni te nemen besluit over verdere stappen in het kader van de PMO. Op gang te brengen specifieke monitoring	Buitensporig tekort, termijn voor correctie: 2016
IT	Buitensporig onevenwicht	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties In juni te nemen besluit over verdere stappen in het kader van de PMO. Op gang te brengen specifieke monitoring	Nog geen MTD
LU	Geen onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester	Presteert beter dan MTD
HU	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties	Nog geen MTD
MT	Geen onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester	Buitensporig tekort, termijn voor correctie: 2014
NL	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties	Buitensporig tekort, termijn voor correctie: 2014
SI	Buitensporig onevenwicht	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties In juni te nemen besluit over verdere stappen in het kader van de PMO. Op gang te brengen specifieke monitoring	Buitensporig tekort, termijn voor correctie: 2015 De Commissie neemt vandaag een aanbeveling aan (*)
SE	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het	Presteert beter dan MTD

		kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties	
FI	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties	Nog geen MTD
VK	Onevenwichtigheid	Aanbevelingen die moeten worden aangenomen in het kader van het Europees semester, inclusief betreffende PMO-gerelateerde kwesties	Buitensporig tekort, termijn voor correctie: 2014-5

(*) De aanbevelingen in het kader van de '2-pack' (Verord. nr. 473/2013) betreffende maatregelen die moeten worden genomen om te zorgen voor een tijdige correctie van het buitensporige overheidstekort ervan hebben alleen betrekking op lidstaten van de eurozone.

MTD: budgettaire doelstelling op middellange termijn.

Lidstaten van de eurozone waarvoor een DEV is opgesteld, zijn gearceerd.

1. INLEIDING EN VOORNAAMSTE BEVINDINGEN

De laatste jaren is de economische governance van de EU significant versterkt. Deze voorziet nu in een coherente jaarlijkse cyclus van economische beleidscoördinatie in Europa, met meer geïntegreerde stappen voor de eurozone. Het Europees semester is zeer belangrijk geworden om hervormingen waar te maken en ervoor te zorgen dat de lidstaten hun economisch beleid en hun inspanningen om groei en banen te bevorderen, coördineren¹.

Samen met het versterkte stabiliteits- en groeipact, waarvan de focus op houdbare publieke financiën ligt, vormt de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden (PMO) de kern van de versterkte economische governance van de EU. De procedure voor macro-economische onevenwichtigheden (PMO) is bestemd om bij te dragen tot het opsporen, voorkomen en corrigeren van problemen in een vroeg stadium. Bij de start van het vierde Europees semester in november 2013 heeft de Commissie in haar waarschuwingsmechanismeverslag (WMV) alle EU-lidstaten op basis van een scorebord van indicatoren op mogelijke macro-economische onevenwichtigheden doorgelicht en 16 gevallen vastgesteld waarin een diepgaande evaluatie vereist was. Na de succesvolle voltooiing van zijn macro-economisch aanpassingsprogramma is Ierland op uitnodiging van de Raad ECOFIN van februari 2014 eveneens opgenomen. Op basis van deze diepgaande analyses heeft de Commissie conclusies getrokken betreffende het bestaan van onevenwichtigheden en de aard ervan.

In het algemeen blijkt uit de analyse dat de macro-economische onevenwichtigheden, die zich jarenlang hebben opgebouwd, geleidelijk aan afnemen. In één land zijn niet langer buitensporige onevenwichtigheden vastgesteld, terwijl in twee andere landen niet langer evenwichtigheden zijn vastgesteld. In sommige gevallen hebben zich echter nieuwe aandachtsvelden aangediend, die nauwere aandacht vereisen. De Commissie verwacht dat de drie lidstaten waarvoor zij heeft geconcludeerd dat de onevenwichtigheden buitensporig zijn, snel en afdoend zullen handelen en uitgebreide en gedetailleerde beleidsmaatregelen in hun komende nationale hervormingsprogramma en stabiliteits- en convergentieprogramma's zullen opnemen. De lidstaten waarvoor de Commissie heeft geconcludeerd dat onevenwichtigheden bestaan, worden uitgenodigd met de bevindingen van de diepgaande evaluaties rekening te houden in hun nationale hervormingsprogramma's en stabiliteits- en convergentieprogramma's. Op basis hiervan en in de context van het Europees semester zal de Commissie in juni beleidsaanbevelingen doen voor de correctie van deze onevenwichtigheden en de voorkoming van nieuwe.

Als onderdeel van haar continue monitoring van verplichtingen in het kader van de buitensporigtekortprocedure maakt de Commissie vandaag ook gebruik van een nieuw instrument in het kader van het versterkte stabiliteits- en groeipact en vestigt zij de aandacht van twee lidstaten van de eurozone op het risico van niet-naleving van de voor dit jaar aanbevolen begrotingsdoelstelling. De Commissie zal in de context van het Europees semester in juni de totale situatie met betrekking tot de verplichtingen op grond van het stabiliteits- en groeipact herbeoordelen en in voorkomend geval de passende stappen aan de Raad voorstellen.

¹ Mededeling van de Commissie betreffende het inventariseren van de Europa 2020-strategie voor slimme, duurzame en inclusieve groei, COM(2014) 130, 5.3.2014.

2. ECONOMISCH HERSTEL MAAR VOORTDURENDE NOODZAAK VAN HERVORMING

Het economisch herstel houdt aan. Op basis van de laatste prognose² zal de Europese economie groeien met 1,5 procent in 2014 en 2,0 procent in 2015. Voor het eerst in jaren zijn de groeiprognoses voor verschillende landen naar boven herzien. Een aantal nominale gegevens in verband met onevenwichtigheden, met inbegrip van de externe en budgettaire rekeningen, de indicatoren voor concurrentievermogen en handel en de totale schulden, verbeteren. In veel landen zijn de huizenprijscycli uitgebodemd en matig gestegen. De werkloosheid is gestabiliseerd en is in verschillende economieën traag gedaald, hoewel de werkloosheid en andere indicatoren van sociale spanning in veel landen te hoog blijven. De correctie van de onevenwichtigheden, die het resultaat is van politiek complexe beleidsmaatregelen alsook sociaal pijnlijke aanpassing door de economische subjecten, heeft bijgedragen tot de verbetering van de fundamentals en heeft een geleidelijk herstel ondersteunt, dat vervolgens ertoe bijdraagt de macro-economische risico's te doen verminderen. Toch is het herstel nog broos en ongelijk. Pas in 2014 en 2015 zal de EU respectievelijk de eurozone naar de in 2007 geregistreerde reële-activiteitsniveaus terugkeren, en voor sommige lidstaten zal dit meer tijd in beslag nemen.

Uit de DEV's blijkt dat de uitdagingen waarvoor de geëvalueerde EU-economieën staan, veranderd zijn. Toen de PMO-verordening door de Commissie werd ingediend en later aangenomen, en tijdens de eerste twee ronden van de tenuitvoerlegging ervan, hielden de belangrijkste uitdagingen verband met onhoudbare tekorten op de lopende rekening, verliezen van concurrentievermogen in verband met vroeger zeer dynamische arbeidskosten, private schulden en hoge huizenprijzen. Hoewel veel 'stroom'onevenwichtigheden, zoals de tekorten op de lopende rekening, zijn overwonnen, is dit nog niet het geval met de 'stand'onevenwichtigheden, zoals de externe passiva. De voornaamste uitdagingen van landoverschrijdende aard hebben nu betrekking op de voortdurende impact die de deleveragingdruk in veel landen heeft op de groei op middellange termijn; de houdbaarheid van de private schulden en van de externe passiva in een context van zeer lage inflatie en trage groei; de implicaties van het feit dat in de eurozone een verschuiving naar een betrekkelijk groot overschot op de lopende rekening plaatsvindt; en de noodzaak om onder een gefragmenteerd financieel systeem in de kwetsbare economieën krediet te verlenen voor levensvatbare investeringen. De zeer hoge werkloosheid in veel economieën is bovendien een belangrijke politieke en sociale uitdaging.

Bij de beleidsrespons op het veranderende geheel van uitdagingen moet ook de eurozonedimensie van de onevenwichtigheden in beschouwing worden genomen. Macro-economische onevenwichtigheden zijn eerst en vooral schadelijk voor de economieën van de betrokken lidstaten, die er daarom belang bij hebben de daaraan verbonden risico's te verminderen. Deze risico's hebben betrekking op de houdbaarheid van de externe en publieke en private schuld; het vermogen om te concurreren op de wereldmarkten en uiteindelijk de capaciteit om sterke groei op middellange termijn te genereren en banen te creëren. De onderlinge afhankelijkheid van de economieën impliceert echter dat onevenwichtigheden naar andere landen overslaan, en dat de verliezen aan efficiëntie in een lidstaat eveneens tot gederfde welvaart bij zijn partners leiden. Er zijn verschillende kanalen waarlangs de macro-economische situatie en beleidsactie in een lidstaat zijn partners treft: handel, financiële en monetaire verbanden, structurele hervormingen en vertrouwen en onzekerheid.³

² Zie de winterprognoses van 25 februari 2014 van de diensten van de Commissie, *European Economy*, 2 (2014).

³ Zie 'Cross-Border Spillovers in Confidence,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), 26-30, en 'Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment'. *Quarterly Report on the Euro*

In het kader van de PMO dienen, gezien de onderlinge afhankelijkheid van de economieën, verschillende uitdagingen in een eurozonewijde context te worden gezien:

- **Beleid voor groei.** Na verscheidene jaren van recessie of trage groei, is de eurozone nu een broze herstelfase ingetreden. Gezien de onderlinge verwevenheid van de lidstaten en de beperkingen waarmee vele ervan worden geconfronteerd, zal een stimulering van de economische activiteit en perspectief op middellange termijn naar verwachting afkomstig zijn van voortdurende structurele hervormingen die gericht zijn op het stimuleren van de competitiviteit en aanpassing in de kwetsbare economieën en, voor de grotere en minder schuldplichtige lidstaten, beleid om de binnenlandse vraag en potentiële groei te verhogen. Beleid dat bijdraagt tot een verhoging van de investeringen is van cruciaal belang aangezien het op korte termijn de vraag stimuleert en de potentiële groei verhoogt in de toekomst⁴.
- **Financiële fragmentatie** bestaat in verschillen in de werking en de prestaties van de financiële markten van verschillende rechtsgebieden. Zij leidt tot divergente rentevoeten en kredietvoorwaarden voor bedrijven en huishoudens afhankelijk van het land van verblijf, die verder gaan dan die welke door de economische fundamentals gerechtvaardigd worden. Ervoor zorgen dat het financiële systeem in financiering voor levensvatbare investeringsprojecten voorziet, is noodzakelijk voor de herallocatie van de hulpbronnen tussen de sectoren in de meest kwetsbare lidstaten⁵ en voor het herstel van gelijkmatige 'benedenwaartse' financiële stromen naar de periferie van de eurozone.
- **Schulden en zeer lage inflatie.** Prijsstabiliteit, door de ECB gedefinieerd als een inflatie van minder dan maar bijna 2 procent op middellange termijn, is belangrijk voor groei op middellange termijn. De winterprognose van de Commissie wijst op een langdurige periode van lage inflatie, die negatieve implicaties voor de economische activiteit en schuld niveaus zou kunnen hebben. Bovendien impliceert zeer lage inflatie een toereikende mate van nominale flexibiliteit om de aanpassing van de reële lonen te bewerkstelligen die in sommige gevallen noodzakelijk kan zijn om de werkloosheid te verminderen.
- **Herbalancering in een moeilijke economische context.** De eurozone gaat momenteel door een herbalanceringsproces dat goed gevorderd, maar nog niet voltooid is. Voor een aantal lidstaten betekent dit het herstellen van de competitiviteit middels een interne devaluatie, d.w.z. loonmatiging, productiviteitsverbetering en vermindering van andere productiekosten ten opzichte van de handelspartners. Dit alsook een ambitieuze bredere hervormingsagenda is een noodzakelijk proces om het concurrentievermogen zowel binnen de monetaire unie als wereldwijd evenwel tegen aanzienlijke sociale kosten te herstellen. Vergeleken met de economische aanpassing in sommige economieën na de totstandbrenging van de monetaire unie is de uitdaging van herstel van het concurrentievermogen vergroot door de lage economische bedrijvigheid in de EU als geheel en wereldwijd. De noodzakelijke aanpassingen van de arbeidskosten hangen niet alleen van de specifieke situatie van elke lidstaat, maar ook van het gedrag van de arbeidskosten van de concurrenten binnen en buiten de eurozone en de nominale

Area, 2013 (2), 7-16, en 'The Economic Effects of Policy Uncertainty,' kader I.1 in *European Economy*, 2014 (2); 28-30.

⁴ Zie 'The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade' en 'The Growth Impact of Structural Reforms,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), 7-16 en 17-27, en 'Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU,' kader I.2 in *European Economy*, 2014 (2); 31-4.

⁵ Zie 'Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), 19-25, en 'Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions, kader I.2, *European Economy*, 2013 (7): 20-3.

wisselkoers van de euro af. De wisselkoers van de euro is geen beleidsdoel. Opwaartse druk op de wisselkoers zou het gevolg kunnen zijn van interne ontwikkelingen of externe ontwikkelingen. Er is een risico dat de competitiviteitsverbetering die door middel van zeer moeilijke beleidsaanpassing is gerealiseerd teniet wordt gedaan door een waardeinstijging van de nominale wisselkoers van de euro. Terwijl de totale vraag in de eurozone nog steeds zwak is, zal het herstel volgens de winterprognose van de Commissie naar verwachting in toenemende mate aangejaagd worden door de binnenlandse vraag en zich in de lidstaten verspreiden, hetgeen de opwaartse druk zou kunnen helpen verlichten.

In alle lidstaten, vooral in de eurozone, zijn acties vereist om de macro-economische onevenwichtigheden en divergenties in competitiviteit aan te pakken. Zoals vastgesteld in de specifieke aanbevelingen voor de lidstaten van de eurozone⁶ moeten zij individueel en collectief in het kader van de Eurogroep actie ondernemen, en verantwoordelijkheid opnemen voor de gezamenlijke beleidskoers in de eurozone om voor de goede werking van de eurozone te zorgen en groei en werkgelegenheid te bevorderen. De coördinatie moet er mede voor zorgen dat het tempo van de begrotingsconsolidatie bepaald wordt door de budgettaire en macro-economische situatie van de lidstaten. Met budgettaire en productiviteitsverhogende maatregelen moet de verdere herbalancering in de eurozone bevorderd worden en moeten de verstoringen van het gedrag inzake besparingen en investeringen in de lidstaten aangepakt worden. Om de sociale gevolgen van de crisis en de stijgende werkloosheid aan te pakken, zijn verdere hervormingen noodzakelijk (bv. om de toegang tot het arbeidsproces te vergemakkelijken, vroegtijdige uittreding uit de arbeidsmarkt te voorkomen, de arbeidskosten te verminderen en de segmentering van de arbeidsmarkt te bestrijden).

Voltooiing van de Bankenunie blijft de hoeksteen om het vertrouwen in de financiële sector te herstellen en de marktfragmentatie te verminderen. Dit zal op zijn beurt de kredietstroom voeden naar de reële economie, vooral naar de kmo's, die traditioneel meer afhankelijk zijn van bankfinanciering. De komende bepalingen betreffende de liquiditeitsregels voor banken in de context van de gedelegeerde handelingen van de kapitaalvereistenwetgeving zouden evenzeer de toegang tot financiering voor de reële economie gemakkelijker moeten maken. Verder herstel van de balans en verdere consolidatie van het banksysteem dient bijgevolg te worden bevorderd; de komende uitgebreide beoordeling van de balansen van banken door de ECB zal in dat opzicht zeer belangrijk zijn.

De groeibijdrage van de grote lidstaten is belangrijk. Bij de grootste lidstaten van de eurozone moeten de beleidsprioriteiten gericht zijn op het versterken van de binnenlandse vraag en de groei op middellange termijn in *Duitsland*, het aanpakken van knelpunten voor de groei op middellange termijn en het werken aan structurele hervormingen en begrotingsconsolidatie in *Frankrijk* en *Italië* en het voortzetten van de ordelijke deleveraging en structurele transformatie van de economie die zullen bijdragen tot duurzame groei, en het aanpakken van sociale problemen in *Spanje*.

⁶ Aanbeveling (2013/C 217/24) van de Raad van 9 juli 2013 (PB C 217 van 30.7.2013, blz. 97).

3. VOORNAAMSTE LANDOVERSCHRIJDENDE BEVINDINGEN

In de DEV's wordt een vollediger inzicht verschaft in een aantal landoverschrijdende ontwikkelingen die reeds in het waarschuwingsmechanismeverslag zijn besproken.⁷

Verschillende onevenwichtigheden en risico's blijven een onderscheidend element in een aantal lidstaten. Uit de DEV's blijkt met name dat:

- **Grote externe passiva blijven een kwetsbaar punt.** Gedurende de laatste kwartalen zijn de tekorten op de lopende rekening verder teruggelopen in landen die hoge tekorten kenden in de periode vóór de crisis. In sommige landen, zoals *Bulgarije*, *Spanje*, *Kroatië* en *Hongarije* zijn de lopende rekeningen een overschot, en in het geval van *Ierland* en *Slovenië* een zeer groot overschot gaan vertonen. De verbetering van de lopende rekening in deze landen is het gevolg van competitiviteitsverbetering, in de hand gewerkt door aanpassing van de arbeidskosten, maar ook van een inkrimping van de binnenlandse vraag in die landen. In termen van standen blijven de netto externe passiva echter zeer hoog in een aantal van de geëvalueerde landen. Dit is met name het geval met *Ierland*, *Spanje*, *Kroatië* en *Hongarije*, waar de negatieve netto internationale investeringspositie (NIIP) in de buurt van of boven het jaarlijkse bbp ligt, maar de NIIP is ook zeer hoog in *Bulgarije*. De bezorgdheid over de externe houdbaarheid varieert per land en hangt ook af van het soort bruto en netto passiva die zij hebben. Met name verzacht het hoge aandeel van de BDI de risico's in *Bulgarije*, *Ierland* en *Hongarije*⁸. Veel van de verbetering op de lopende rekeningen is niet cyclisch en zal daarom naar verwachting niet met het herstel verdwijnen⁹. Om voor de externe houdbaarheid van de meest schuldplichtige economieën te zorgen, zal echter de aanpassing van de lopende rekening moeten voortgaan en zullen de overschotten of lage tekorten gedurende een langere periode aanhouden. Uit de structurele afname van de vraag in de meest kwetsbare landen blijkt de noodzaak van productiviteitsverbetering, ondersteund door groeibevorderende hervormingen; anders zou de economische activiteit, met name in de meest schuldplichtige economieën, gedurende een lange periode zwak blijven.
- **De jongste jaren zijn de externe stromen van enkele landen substantieel afgekald.** Dit is het geval met *Frankrijk* en het *Verenigd Koninkrijk*: dit laatste land heeft momenteel het grootste tekort op de lopende rekening in de EU. Hoewel deze economieën betrekkelijk lage niveaus van netto externe passiva hebben en hun externe houdbaarheid geen gevaar loopt, kunnen toenemende divergenties specifieke risico's voor hun economieën met zich meebrengen als hun externe tekorten blijven vergroten.
- **Aanhoudende zeer grote overschotten op de lopende rekening zijn vaak een weerspiegeling van een getemperde dynamiek van de binnenlandse vraag.** Een land met een overschot op de lopende rekening draagt consumptie van vandaag naar morgen over door in het buitenland te investeren. Anderzijds kan een land met een tekort op de lopende rekening zijn investeringen of consumptie vandaag verhogen, maar moet het toekomstige inkomsten naar het buitenland overdragen om de externe schuld af te lossen.¹⁰ De overschotten zijn zeer hoog in *Duitsland*, *Luxemburg*, *Nederland* en *Zweden*, terwijl het overschot in *Denemarken* eveneens hoog is. Hun surplusen houden verband met sterke uitvoerprestaties vergeleken met de invoer, de gematigde groei van de invoer is

⁷ COM (2013) 790 final van 13.11.2013.

⁸ Zie 'The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), 17-25.

⁹ Zie 'The Cyclical Component of Current Account Balances,' kader I.3 in *European Economy*, 2014 (2); 35-8.

¹⁰ Zie 'Current Account Surpluses in the EU,' *European Economy*, 2012 (9).

in lijn met de groei van de binnenlandse vraag. De accumulatie van gematigde overschotten is een welkome ontwikkeling gezien de noodzaak om een deel van de lopende inkomsten te sparen om de uitdaging van de demografische vooruitzichten aan te pakken¹¹ en voor besparingen te zorgen om in het buitenland te investeren. Voor zover de hoge overschotten het resultaat zijn van grote binnenlandse investeringsgaten, belemmeren zij ook de economische vooruitzichten op middellange tot lange termijn. De aard van de overschotten is niet in al deze landen identiek; terwijl in *Denemarken*, *Nederland* en *Zweden*, waar de huishoudens en niet-financiële ondernemingen een hoge schuld hebben, de overschotten verband houden met deleveraging, is dit in *Duitsland* veel minder het geval. Het handelsoverschot van *Duitsland* is ten opzichte van de rest van de wereld toegenomen, terwijl het tegenover de rest van de eurozone is afgenomen. Deze afname is een gunstige ontwikkeling, die echter in perspectief moet worden geplaatst; de wijziging ten opzichte van de eurozone is meer aan een vermindering van de invoer door de periferie van de eurozone dan aan een stijging van de *Duitse* invoer toe te schrijven. Bovendien heeft de vermindering van het overschot van de intra-eurozone deels te maken met andere 'overschotlanden.' Een stijging van de binnenlandse vraag door een versnelling van de investeringen zou het overschot verminderen, de potentiële groei stimuleren en zou tot het herstel en tot de aan de gang zijnde aanpassing in de eurozone kunnen bijdragen.

- **Kostenconcurrentievermogen blijft een cruciale kwestie.** Dit is vooral het geval voor de landen die vroeger de grootste tekorten op de lopende rekening hadden en de externe houdbaarheid ervan dienen zeker te stellen, zoals *Bulgarije*, *Spanje* en *Hongarije*, of die de jongste jaren veel uitvoermarktaandeel zijn verloren, zoals *Kroatië*, *Italië* of *Finland*. Concurrentievermogen en exportprestaties zijn bijzonder relevant voor de economische vooruitzichten van verschillende economieën omdat, gezien de deleveragingnoodzaak in de private sector en de noodzaak van budgettaire consolidatie, de netto uitvoer of de uitvoergerichte investeringen waarschijnlijk de belangrijke vraagcomponenten zijn die de groei op middellange termijn zullen ondersteunen. De loonkosten per eenheid product (LEP) blijven zich aanpassen in verschillende lidstaten die het meest getroffen zijn door verlies aan concurrentievermogen en werkloosheid. Van de geëvalueerde lidstaten heeft de grootste aanpassing de jongste jaren plaatsgevonden in *Ierland* en *Spanje*. De LEP-aanpassing werd aangejaagd door intensieve markt- en competitiviteitsdruk die tot verminderingen van de nominale beloning in verschillende sectoren, banenverlies alsook productiviteitsverbeteringen heeft geleid. De aanpassing was vergelijkenderwijs veel kleiner in *Frankrijk*, *Italië* en *Slovenië*. Voor verschillende landen zijn de LEP meer gedaald dan de uitvoer- en bbp-deflatoren. Dit kan in zoverre verenigbaar zijn met de herbalancering dat verhoogde winstmarges ertoe bijdragen dat de verhandelbare sector wordt gestimuleerd om uit te breiden¹². Ondanks de aan de gang zijnde aanpassing van de reële lonen heeft de aanpassing van de arbeidsmarkt tot dusver overwegend plaatsgevonden in termen van banenverlies en een sterke vermindering van het percentage baanvinders. Dit heeft geleid tot scherpe stijgingen van de werkloosheid en een algemene verlenging van de werkloosheidsduur¹³ met sociale gevolgen en implicaties voor potentiële groei waarop het beleid moet inspelen.
- **In de DEV's wordt ook de rol van de niet-kostencompetitiviteit benadrukt.** Voor de meeste lidstaten lijkt niet-kostencompetitiviteit even belangrijk als kostencompetitiviteit

¹¹ Zie 'Ageing Report,' *European Economy*, 2012 (2) en 'Fiscal Sustainability,' *European Economy*, 2012 (8).

¹² 'Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), 19-25.

¹³ Zie 'Labour Market Developments in Europe,' *European Economy*, 2013 (6).

om de handelsprestaties te verklaren. Niet-kostenfactoren zijn onder meer de exportsamenstelling en technologische inhoud, geografische diversificatie van de export, de structuur van ondernemingen, het bedrijfsklimaat en innovatie. In de DEV's wordt besproken hoe lidstaten als *België, Denemarken, Italië, Frankrijk, Kroatië, Hongarije, Finland* en het *Verenigd Koninkrijk* de uitdaging aangaan van verbetering van hun exportprestaties en herstel van de niet-kostencompetitiviteit. De uitvoer van diensten verzacht vaak zwakkere prestaties in de export van goederen voor verschillende van de in de DEV's geëvalueerde landen zoals *België, Denemarken, Kroatië, Luxemburg, Zweden, Slovenië* en het *Verenigd Koninkrijk*. Stagnerende productiviteitsgroei is aangewezen als een langdurig probleem in *België* en *Italië*, dat de risico's in verband met externe of interne onevenwichten verzwaart. Verbeteringen van zowel de kosten- als de niet-kostencompetitiviteit zijn cruciaal gezien de dalende trend van het mondiale uitvoermarktaandeel bij de ontwikkelde economieën.

- **De deleveraging vindt plaats in de private sector, maar de privateschuldstanden blijven hoog in verschillende economieën.** De noodzaak dat de huishoudens en niet-financiële ondernemingen alsook de financiële ondernemingen hun balansen inkrimpen en hun passiva verminderen heeft een negatieve impact gehad op de private consumptie en investeringen. De kredietstroom naar de private sector heeft de invloed ondervonden van ongunstige vraag- en aanbodomstandigheden¹⁴. Daartoe behoren de deleveraging in de financiële sector zelf, een gefragmenteerde financiële sector en aanhoudende beleidsonzekerheid die de investeringsbeslissingen beïnvloed hebben. Het lage niveau van de ondernemingsinvesteringen vormt een hinderpaal voor de verplaatsing van de middelen naar de meest productieve sectoren en exportgerichte ondernemingen, en beperkt de groei op middellange termijn¹⁵. De deleveraging van de huishoudens en de niet-financiële en financiële ondernemingen heeft niettemin bijgedragen tot de verbetering van de lopende rekening in verschillende van de geëvalueerde lidstaten, zoals *Spanje* en *Slovenië*, en tot de grote overschotten in *Denemarken, Nederland* en *Zweden*. Bovendien kan de lage inflatie, die voor verschillende lidstaten een cruciale component is van hun strategie om de competitiviteit te herstellen, de deleveraginginspanningen van de private sector meer tot een uitdaging maken in sommige landen.
- **De aanpassing van de huizenmarkt lijkt uit te bodemen in een aantal landen.** De meeste huizenmarkten in de EU maakten een correctiefase door na een bijzonder lange haussecyclus. In sommige landen, met name *Denemarken, Ierland, Spanje* en *Nederland* was de gecumuleerde vermindering van de reële prijs van woningactiva substantieel. In *Spanje* en *Ierland* is de aanpassing van de huizenprijzen hand in hand gegaan met de inkrimping van de bouwsectoren en heeft dit de werkloosheid verergert. Zij heeft bijgedragen tot de toename van de noodlijdende kredieten en de afkalving van de bankbalansen en vereiste verhoogde voorzieningen en de overdracht van probleemactiva naar specifieke bedrijven voor het beheer van activa. Hoewel voor sommige geëvalueerde landen verdere benedenwaartse aanpassingen niet vallen uit te sluiten, blijkt uit de beschikbare gegevens dat voor de meeste landen, zoals *Luxemburg, Malta, Zweden* en het *Verenigd Koninkrijk*, de cyclus is uitgebodemd en er gematigde stijgingen zijn geweest.

¹⁴ Zie 'Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), 19-25, en 'Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), 26-32.

¹⁵ Zie 'Product Market Review: Financing the Real Economy,' *European Economy*, 2013 (8), 'Financial Dependence and Growth,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), 7-18, and 'Firms' Investment Decisions in Vulnerable Member States,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), 29-35.

- **Werkloosheid en andere indicators van sociale spanning blijven zeer hoog**¹⁶. De werkloosheid schoot vooral omhoog in de landen waar de lopende rekening omkeerde, en de divergenties onder de lidstaten zijn ook zeer groot. De jeugd en langetermijnwerkloosheid zijn specifieke problemen, terwijl ook de discrepantie tussen gevraagde en aangeboden vaardigheden moet worden aangepast. Sinds medio 2013 zijn er tekenen van stabilisatie en schuchtere verminderingen van de werkloosheid in sommige lidstaten, zoals *Bulgarije, Ierland, Hongarije* en *het Verenigd Koninkrijk*. Voor zover de omkeringen van de lopende rekening tot een aanhoudende daling van de investeringen en productiviteit leiden, kan de vermindering van de werkloosheid vereisen dat de loonontwikkelingen in lijn zijn met de productiviteit en aldus zowel de competitiviteit als de geaggregeerde vraag ondersteunen.

Uit de laatste prognoses blijkt dat het tempo van budgettaire aanpassing begint te vertragen in de EU en de eurozone. Dit is te danken aan de grote consolidatie-inspanningen van de laatste twee jaar. Toch moet in de meeste lidstaten de begrotingsconsolidatie nog opgevoerd worden.

- **De begrotingsconsolidatie vertraagt terwijl de schuldquote piekt in 2014.** In 2013 zijn de overheidsfinanciën zowel in de EU als in de eurozone blijven verbeteren dankzij volgehouden consolidatie-inspanningen. In 2014 zal het tempo van de aanpassing naar verwachting vertragen. Niettemin moeten de aan de gang zijnde consolidatie-inspanningen en het economisch herstel een verdere vermindering van de nominale tekorten mogelijk maken. Wat de structurele aanpassingen betreft waren de inspanningen van de meeste lidstaten bevredigend in 2013. Zowel in de EU als in de eurozone zal de schuldquote naar verwachting verder stijgen in 2013 en, in een enigszins trager tempo, in 2014, wanneer zij naar verwachting zal pieken.
- **Er zijn twijfels of de consolidatie in sommige lidstaten sterk genoeg is om ervoor te zorgen dat de correctie van de buitensporige tekorten volgens plan blijft verlopen.** Dit is met name het geval met *Frankrijk* en *Slovenië*. Voor deze landen neemt de Commissie aanbevelingen aan waarin de regeringen worden uitgenodigd de situatie tijdig aan te pakken. In het geval van *Italië*, dat geen buitensporig tekort heeft, blijkt uit de prognoses een noodzaak tot verdere consolidatie-inspanningen om voor de vereiste schuldvermindering te zorgen. Wat niet-eurozonelanden betreft loopt *Kroatië*, bij de huidige trends en in afwezigheid van bijkomende maatregelen, gevaar de doelstellingen voor zowel de nominale tekorten als de structurele aanpassing te missen. In *Hongarije*, dat geen buitensporig tekort heeft, verslapt het structurele saldo, waardoor de schuldvermindering in gevaar komt.

4. BEVINDINGEN PER LIDSTAAT

De onevenwichtigheden die veertien lidstaten ondervinden zijn verschillend van aard. Op basis van de in de DEV's in detail gedocumenteerde analyse is de Commissie van oordeel dat *België, Bulgarije, Duitsland, Ierland, Spanje, Frankrijk, Kroatië, Italië, Hongarije, Nederland, Slovenië, Finland, Zweden* en *het Verenigd Koninkrijk* onevenwichtigheden ondervinden. Van die lidstaten ondervinden *Kroatië, Italië* en *Slovenië* buitensporige onevenwichtigheden. In het geval van *Spanje* is de Commissie van oordeel dat in het

¹⁶ Zie ook de mededeling van de Commissie 'Versterking van de sociale dimensie van de economische en monetaire unie', COM(2013) 690 van 2.10.2013 en 'Ontwerp van het gezamenlijk verslag over de werkgelegenheid', COM(2013) 801 final van 13.11.2013.

afgelopen jaar een significante aanpassing heeft plaatsgevonden en dat volgens de actuele trends de onevenwichtigheden mettertijd zouden afnemen. Hoewel op basis hiervan de conclusie is dat de onevenwichtigheden in *Spanje* niet meer buitensporig zijn in de zin van de PMO, beklemtoont de Commissie dat er nog risico's aanwezig zijn. De verschillen in het karakter van de onevenwichtigheden en buitensporige onevenwichtigheden, inclusief hun budgettaire ruimte en fase in het toezichtsproces, betekenen dat de beleidsrespons, die door de lidstaten in samenwerking met de Commissie moet worden opgesteld, aan de specifieke behoeften van elk land moeten worden aangepast.

- **België** blijft *macro-economische onevenwichtigheden ondervinden die monitoring en beleidsactie vereisen*. Met name de ontwikkelingen in verband met de externe competitiviteit van goederen blijven aandacht verdienen omdat een persistente afkalving de macro-economische stabiliteit zou bedreigen.

Meer specifiek kan een voortdurende verslechtering van de competitiviteit, inclusief de niet-kostendimensie ervan, negatieve gevolgen voor de economie hebben. Het vermogen van de industrie om internationaal te concurreren is belemmerd, hetgeen zich weerspiegelt in eroderende producentenmarges en in vernietiging van banen. Het doen aansluiten van hoge loonkosten bij duurzame banencreatie en hoge levensstandaarden vereist vol inzetten op producten hogerop in de mondiale waardeketens. Tegelijkertijd moet een verdere ontkoppeling tussen snelle loongroei en trage productiviteitsgroei worden voorkomen. In dat verband heeft België stappen ondernomen die naar verwachting de komende jaren effect zullen hebben. Toch vereist het in stand houden van de industriële basis ambitieuzere actie, te meer met de hervormingen die zich in de concurrerende landen ontwikkelen. Een en ander houdt verband met belastingen op arbeid en het bij de loonvorming meer inspelen op de economische en sectorale realiteiten, en het aanpakken van persistente problemen met betrekking tot de werking van de arbeidsmarkt. België's hoge schuld blijft een probleem voor de houdbaarheid van de publieke financiën. Positief is dat België erin geslaagd is zijn schuldquote te stabiliseren, geacht wordt aan de aanbevolen tekortdoelstelling te hebben voldaan in 2013, en naar verwachting het tekort onder de 3 procent van het bbp zal houden. Bovendien temperen lange gemiddelde looptijden, een relatief beperkte onderlinge verwevenheid met de binnenlandse financiële sector en een relatief gezonde private sector de risico's voor de bredere economie.

- **Bulgarije** blijft *macro-economische onevenwichtigheden ondervinden die monitoring en beleidsactie vereisen*. Met name vereist de langdurige aanpassing van de arbeidsmarkt beleidsacties, terwijl de correctie van de externe positie en de deleveraging door de bedrijven goed opschieten.

Meer specifiek heeft Bulgarije een periode van zeer snelle accumulatie van onevenwichtigheden gekend tijdens de hausse die met de toetreding tot de EU samenviel. Grote buitenlandse kapitaalinstromen hebben bijgedragen tot een oververhitting van de economie en aanhoudende stijgingen van de prijzen van vaste activa. De lopende rekening is sinds 2009 omgekeerd, maar de stand van de externe passiva, hoewel een groot gedeelte BDI zijn, blijft hoog. De aanpassing lijkt meestal niet-cyclisch, maar een verdere vermindering van de externe passiva hangt af van het behoud van externe competitiviteit en sterke exportprestaties. De aan de gang zijnde deleveraging door niet-financiële ondernemingen zou op korte en middellange termijn de investeringen en groei in sommige sectoren kunnen beperken. Ook beperkt de zwakke niet-inclusieve arbeidsmarkt de aanpassingscapaciteit van de economie, een van de oorzaken van de afremming van de potentiële groei. De werkloosheid is scherp gestegen, aangezien de inkrimping van de werkgelegenheid gedurende de crisis meer uitgesproken was dan uit de inkrimping van de

output bleek. Vooral de laaggeschoolde en jonge werknemers zijn door het banenverlies getroffen. Ondanks betrekkelijk lage loonkosten kunnen na sterke stijgingen de jongste jaren loonvloeren het risico inhouden dat de meest kwetsbaren uit de arbeidsmarkt worden geprijsd. Tegelijkertijd hebben het actieve arbeidsmarktbeleid en het onderwijs het aanpassingsproces tot dusver niet op doeltreffende wijze bevorderd en belemmeren zij een brede accumulatie van menselijk kapitaal.

- **Duitsland** ondervindt *macro-economische onevenwichtigheden die monitoring en beleidsactie vereisen*. Met name vertoonde de lopende rekening aanhoudend een zeer hoog overschot, hetgeen een sterke competitiviteit weerspiegelt, terwijl besparingen voor een groot deel in het buitenland werden geïnvesteerd. Het is ook een teken dat de binnenlandse groei getemperd bleef en de economische hulpbronnen misschien niet efficiënt zijn gealloceerd. Hoewel overschotten op de lopende rekening geen soortgelijke risico's als grote tekorten inhouden, verdienen de omvang en het aanhouden van het overschot op de lopende rekening in Duitsland nauwlettende aandacht. Het is, gezien de omvang van Duitslands economie, van bijzonder groot belang dat actie wordt ondernomen om het risico van nadelige effecten op de werking van de binnenlandse economie en op de eurozone te beperken.

Meer specifiek hebben relatief lage investeringen door de private en publieke sector in combinatie met getemperde private consumptie gedurende een langere periode bijgedragen tot bescheiden groei, dalende trendmatige groei, verhoogde afhankelijkheid van de economie van de externe vraag en de opbouw van een extern overschot. De uitdaging bestaat er bijgevolg in maatregelen vast te stellen en uit te voeren die de binnenlandse vraag en het groeipotentieel van de economie helpen versterken. Hogere investeringen in fysiek en menselijk kapitaal, en bevordering van efficiëntieverbeteringen in alle sectoren van de economie, inclusief door het ontsluiten van het groeipotentieel van de dienstensector, hetgeen ook tot verdere versterking van het arbeidsaanbod zou bijdragen, zijn centrale beleidsdoelstellingen.

- **Ierland:** Het onlangs voltooide macro-economische aanpassingsprogramma heeft een grote rol gespeeld in het beheren van de economische risico's en het verminderen van de onevenwichtigheden. De resterende macro-economische *onevenwichtigheden vereisen specifieke monitoring en afdoende beleidsactie*. Met name de ontwikkelingen in de financiële sector, de schulden van de private en publieke sector en, daarmee verband houdend, de hoge bruto en netto externe passiva en de situatie van de arbeidsmarkt betekenen dat de risico's nog aanwezig zijn. De Commissie zal een specifieke monitoring van de beleidsimplementatie op gang brengen en zal regelmatig verslag uitbrengen aan de Raad en de Eurogroep. Bij deze monitoring zal op postprogrammatoezicht gesteund worden.

Meer specifiek kende Ierland vanaf 2007 een ineenstorting van de vastgoedmarkt en waren maatregelen om de verliezen bij de banken te behandelen en een daling van de overheidsinkomsten de oorzaak van ernstige begrotingsproblemen. Als gevolg van een verlies van markttoegang vroeg Ierland eind 2010 internationale financiële bijstand. Ierland heeft zich zeer goed aan het programma gehouden, dat in 2013 ten einde liep. De doelstellingen inzake begrotingsconsolidatie ingevolge het programma zijn behaald, en Ierland heeft de binnenlandse budgettaire regels en instellingen verbeterd. Bovendien zal het nominale tekort naar verwachting aan de doelstellingen voldoen in 2013 en 2014. De deleveragingdoelstellingen voor de banken zijn vervuld en de kapitaaltoereikendheidsratio's zijn verbeterd. Financieel toezicht en de financiële regelgeving zijn verbeterd. De huishoudens hebben hun spaarquote verhoogd om hun

schulden te verminderen. De hervormingen van de arbeidsmarkt hebben tot een vermindering van de werkloosheid bijgedragen. De huizenprijzen zijn eveneens gestabiliseerd en vertonen tekenen van herstel. Niettemin is meer vooruitgang nodig omdat, net als de externe schuld, de overheidsschuld zeer hoog blijft, de financiële sector kwetsbaar is met een hoog percentage noodlijdende kredieten en de langetermijn- en jeugdwerkloosheid hoog blijft.

- **Spanje** ondervindt *macro-economische onevenwichtigheden die specifieke monitoring en afdoende beleidsacties vereisen*. In verschillende opzichten is de aanpassing van de vorig jaar als buitensporig aangewezen onevenwichtigheden duidelijk gevorderd en heeft de terugkeer naar positieve groei de risico's verminderd. Toch betekenen de omvang en onderlinge verwevenheid van de onevenwichtigheden, met name hoge binnenlandse en externe schuldniveaus, dat de risico's nog steeds aanwezig zijn. De Commissie zal een specifieke monitoring van het in de context van het Europees semester door de Raad aan Spanje aanbevolen beleid voortzetten, en regelmatig verslag uitbrengen aan de Raad en de Eurogroep. Bij deze monitoring zal op postprogrammatoezicht gesteund worden.

Meer specifiek is de aanpassing ondersteund door afdoende beleidsacties op EU-niveau en door Spanje. Met name zijn door de herkapitalisatie en herstructurering van de zwakkere banken de systemische punten van zorg over de financiële sector verdreven en is een vlotte beëindiging van de financiëlebijstandsprogramma's begin 2014 mogelijk gemaakt. De lopende rekening vertoont weer een overschot als gevolg van de combinatie van invoerinkrimping en sterke uitvoer, ondersteund door competitiviteitsverbetering. De huizenmarkt is bijna stabiel. De vernietiging van werkgelegenheid lijkt ten einde te lopen. Wat het beleid betreft lijkt de uitgebreide agenda van structurele hervormingen die in het NHP 2013 werd geschetst vanuit wetgevingsoogpunt grotendeels uitgevoerd, en verschuift de aandacht naar een implementatiefase die een uitdaging vormt. Deze positieve ontwikkelingen hebben tot een sterke terugkeer van het vertrouwen geleid, hetgeen tot uiting is gekomen in de daling van de risicopremies, de terugkeer van de buitenlandse kapitaalinstromen en de toename van het ondernemings- en consumentenvertrouwen.

Toch is de aanpassing verre van volledig en blijven kwetsbare plekken bestaan. Meer specifiek blijven aan de zeer hoge stand van de private en publieke schuld, zowel binnenlands als extern, risico's verbonden voor groei en financiële stabiliteit. Ondanks de recente inkrimping ervan blijft de werkloosheid op alarmerende niveaus. De heroriëntatie van het productiesysteem op de exportsectoren en het herstel van de internationale concurrentiepositie moeten in stand worden gehouden om de zeer hoge stand van de externe passiva en de last die daardoor in termen van negatieve stroom van inkomens naar de rest van de wereld toe wordt veroorzaakt te verminderen. De aanpassing van de balansen van de private sector vordert, maar hoge werkloosheid en dalende inkomens hebben het tempo van deleveraging van de huishoudens beperkt. De niet-financiële bedrijven hebben in een enigszins meer volgehouden tempo de schuld verminderd. Voor de toekomst bestaat de uitdaging erin ervoor te zorgen dat de deleveraging hand in hand gaat met positieve kredietstromen naar financieel gezonde kredietnemers. Het opheffen van belemmeringen voor de werking van de product- en financiële markten en efficiënte insolventieprocedures zouden de rem op de groei als gevolg van de deleveraging kunnen verminderen. Op de arbeidsmarkt zouden, voortbouwend op de positieve effecten van recente hervormingen op de interne flexibiliteit en loonvorming, bijkomende hervormingen beschouwd kunnen worden. Ten slotte hebben significante tegenvallers aan de ontvangstenzijde, hogere sociale uitgaven en de kosten van de bankherkapitalisaties tot een substantiële druk op de overheidstekorten en een steile stijging van de overheidsschuld

naar hoge niveaus geleid. De budgettaire tekortdoelstelling van 2013 is misschien gemist, hoewel de verbeterende macro-economische vooruitzichten Spanje in staat zouden moeten stellen aan de nominale doelstelling van 2014 te voldoen. Een vermindering van de overheidsschuld op middellange termijn zal onafgebroken budgettaire inspanningen vereisen.

- **Frankrijk** blijft *macro-economische onevenwichtigheden ondervinden die specifieke monitoring en afdoende beleidsactie vereisen*. Met name de afkalving van de handelsbalans en het concurrentievermogen alsook de implicaties van het hoge niveau van de schulden van de overheidssector verdienen voortdurende beleidsaandacht. Het is van bijzonder groot belang dat afdoende actie wordt ondernomen om het risico van nadelige effecten op de werking van de Franse economie en op de eurozone te beperken gezien de omvang van Franse economie en mogelijke verspreiding naar de werking van de eurozone. Gezien de noodzaak van beleidsactie waartoe reeds in de DEV van 2013 is opgeroepen, zal de Commissie een specifieke monitoring van het in de context van het Europees semester door de Raad aan Frankrijk aanbevolen beleid in gang zetten, en zal zij regelmatig verslag uitbrengen aan de Raad en de Eurogroep.

Meer specifiek weerspiegelt het toenemende handelstekort de daling op lange termijn van het exportmarktaandeel in verband met voortdurende verliezen aan zowel kosten- als niet-kostenconcurrentievermogen. Ondanks het feit dat maatregelen genomen zijn om de competitiviteit te bevorderen, is er tot dusver beperkt bewijs van herbalancering. Terwijl de lonen zich in lijn met de productiviteit hebben ontwikkeld, blijven de loonkosten hoog en blijven zij op de winstmarges van de bedrijven wegen. De lage en afnemende winstgevendheid van private bedrijven, met name in de industrie, heeft misschien hun vermogen belemmerd om te groeien en hun uitvoerprestaties te verbeteren. Het ongunstige bedrijfsklimaat, en in het bijzonder het lage niveau van concurrentie in de dienstverlening, verergeren de competitiviteitsuitdaging verder. Bovendien resulteren rigiditeiten in het loonvormingssysteem in moeilijkheden voor de bedrijven om de lonen aan de productiviteit aan te passen. Ondanks het feit dat sinds 2010 maatregelen zijn genomen om het overheidstekort te verminderen, is de overheidsschuld blijven stijgen, hetgeen vraagt om voortdurende begrotingsconsolidatie en, gezien het hoge niveau van de overheidsuitgaven, om een specifieke focus op bezuinigingsmaatregelen, met name door het nastreven van efficiëntieverbeteringen. Frankrijk zal naar verwachting tijdens de hele prognoseperiode zowel de doelstellingen inzake nominaal tekort als die inzake structurele aanpassing missen.

- **Kroatië** ondervindt *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden, die specifieke monitoring en krachtige beleidsactie vereisen*. Met name is beleidsactie vereist met het oog op de kwetsbare plekken als gevolg van omvangrijke externe passiva, afnemende exportprestaties, bedrijven met een hoge hefboom en snel toenemende overheidsschuld, een en ander binnen een context van lage groei en lage aanpassingscapaciteit. De Commissie zal een specifieke monitoring van de beleidsimplementatie in gang zetten, en zal regelmatig verslag uitbrengen aan de Raad.

Meer specifiek maakt Kroatië, na een expansiefase, waarin zich onevenwichtigheden opstapelden, nu een lange crisisperiode door, waarin een reeks externe en interne risico's op de voorgrond zijn getreden. Problematisch voor de externe herbalancering, die afhankelijk is van een verbeterde competitiviteit en een verbreding van de export tot andere sectoren dan het toerisme om de groei te ondersteunen, zijn de belangrijke risico's in afwachting dat de buitenlandse passiva van Kroatië tot veiliger niveaus verminderen. De deleveraging van de niet-financiële bedrijven bevindt zich nog in een vroeg stadium en

ontwikkelingen op het punt van noodlijdende kredieten in dit segment dienen te worden gemonitord. De overheidsbedrijven, die in sommige sectoren nog een dominante rol spelen en vaak niet geherstructureerd zijn, hebben over het algemeen een hoge schuld en zijn weinig rendabel. Kroatië heeft de laagste activiteits- en arbeidsparticipatiegraad in de EU, hetgeen deels verband houdt met het onderliggende instellingen- en beleidskader. Een betere werking van de arbeidsmarkt zal van cruciaal belang zijn ter ondersteuning van de groei en aanpassing die nodig zijn met het oog op externe en interne kwetsbare plekken. Op bijna een reeks standaard indicatoren scoort Kroatië's bedrijfsklimaat significant onder het gemiddelde voor de lidstaten van Midden- en Oost-Europa. In combinatie met elkaar leveren deze factoren lagere potentiële groei op, hetgeen herstel van de balans van de private sector belemmert en de vereiste budgettaire consolidatie-inspanning vergroot. Er is behoefte aan significante bijkomende budgettaire consolidatie-inspanningen om het tekort te verkleinen en te voorkomen dat de schuld onhoudbaar stijgt. Tegen Kroatië loopt een BTP en het land moet effectieve actie ondernemen om het buitensporig tekort aan te pakken tegen 30 april 2014. Bij de huidige trends dreigt Kroatië in afwezigheid van bijkomende maatregelen zijn doelstellingen ruimschoots te missen in 2014.

- **Italië** ondervindt *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden, die specifieke monitoring en krachtige beleidsactie vereisen*. Met name de implicaties van het zeer hoge niveau van de publieke schuld en de zwakke externe competitiviteit, beide in laatste instantie veroorzaakt door langdurige achterblijvende productiviteitsgroei, verdienen urgente beleidsaandacht. Het is, gezien de omvang van Italiaanse economie, van bijzonder groot belang dat afdoende actie wordt ondernomen om het risico van nadelige effecten op de werking van de Italiaanse economie en op de eurozone te beperken. De Commissie is voornemens een specifieke monitoring van de in de context van het Europees semester door de Raad aan Italië aanbevolen beleid in gang te zetten, en zal regelmatig verslag uitbrengen aan de Raad en de Eurogroep.

Meer specifiek legt, met name in de context van chronisch zwakke groei en getemperde inflatie, de hoge publieke schuld een zware last op de economie. Het bereiken en in stand houden van zeer hoge primaire overschotten – boven de historische gemiddelden – en robuuste bbp-groei voor lange tijd, beide noodzakelijk om de schuldquote standvastig te doen dalen, zal een grote uitdaging vormen. In 2013 heeft Italië vooruitgang gemaakt richting zijn budgettaire middellangetermijndoelstelling. Het gevaar bestaat echter dat de aanpassing van het structurele saldo in 2014 niet volstaat gezien de noodzaak de zeer grote schuldquote in een toereikend tempo te verminderen. De crisis heeft de initiële weerbaarheid van de Italiaanse banksector geërodeerd en verzwakt de rol ervan in het ondersteunen van het herstel van de economie. De verliezen aan competitiviteit zijn geworteld in een voortdurende onjuiste afstemming tussen lonen en productiviteit, een hoge loonwage, een ongunstige exportproductstructuur en het feit dat een groot gedeelte van de kleine bedrijven het moeilijk vindt om internationaal te concurreren. Rigiditeiten in de loonvorming belemmeren voldoende loondifferentiatie in lijn met de productiviteitsontwikkelingen en lokale arbeidsmarktomstandigheden. Reeds lang bestaande inefficiënties bij het openbaar bestuur en de rechterlijke macht, zwakke corporate governance en hoge niveaus van corruptie en belastingontwijking verminderen de allocatieve efficiëntie in de economie en belemmeren dat de voordelen van de doorgevoerde hervormingen werkelijkheid worden. Grote gaten op het aspect menselijk kapitaal – die een laag rendement op onderwijs voor jongere generaties, de specialisering van het land in laag- tot mediumtechnologiesectoren en structurele zwaktes van het onderwijssysteem weerspiegelen – verzwakt de productiviteitsuitdaging.

- **Hongarije** blijft *macro-economische onevenwichtigheden ondervinden die monitoring en afdoende beleidsactie vereisen*. Met name blijven de aan de gang zijnde aanpassing van de zeer negatieve netto internationale investeringspositie, het hoge niveau van de publieke en private schuld in de context van een broze financiële sector en afkalvende exportprestaties zeer grote aandacht verdienen om de belangrijke risico's van negatieve effecten op de werking van de economie te verminderen.

Meer specifiek is de NIIP ondanks matige exportprestaties verbeterd, hetgeen in de eerste plaats de deleveraging van de private sector weerspiegelt. Hoewel er onlangs enkele bemoedigende tekenen in de industrie waren, zal dat op zich niet voldoende zijn om een duidelijke ommekeer in de exportprestaties teweeg te brengen. Hoewel het schuldniveau is gedaald, blijven de onevenwichtigheid en risico's in verband met de private schuld bestaan, omdat de deleveraging is belemmerd door een hoog aandeel noodlijdende kredietnemers, een gedrukte huizenmarkt, een broze financiële sector, een substantieel aandeel leningen in buitenlandse valuta alsook overheersende ondernemingsonzekerheid. Het duurzaam herstellen van de normale kredietverlening aan de economie zou de verbetering van het bedrijfsklimaat voor de banken vereisen. Een hoge overheidsschuld is nog een belangrijke bron van zorg. Ondanks substantiële verbeteringen van het structurele begrotingssaldo is als gevolg van een verzwakte wisselkoers, een laag groeipotentieel en verhoogde financieringskosten de schuld niet blijven dalen. Hongarije zal naar verwachting niet aan zijn middellangetermijndoelstelling voldoen en zijn structureel saldo zal naar schatting achteruitgaan in 2014.

- **Nederland** blijft *macro-economische onevenwichtigheden ondervinden die monitoring en beleidsactie vereisen*. Met name bepaalde macro-economische ontwikkelingen ten aanzien van de private schuld en de aan de gang zijnde deleveraging, gekoppeld aan resterende inefficiënties op de huizenmarkt verdienen aandacht. Hoewel aan het grote overschot op de lopende rekening geen risico's verbonden zijn die vergelijkbaar zijn met de risico's die met grote tekorten samenhangen, en het grote overschot deels verband houdt met de noodzaak van deleveraging, zal de Commissie de ontwikkelingen van de lopende rekening in Nederland in de context van het Europees semester volgen.

Meer specifiek hebben rigiditeiten en vervormde prikkels zich gedurende decennia opgebouwd om de huizenfinancierings- en sectorale besparingenpatronen te bepalen. De balansen van de financiële instellingen geraakten in hoge mate ingesteld op woningfinanciering, terwijl de huishoudens een hefboom op het woningvermogen hebben gezet. Parallel hieraan was er bij de niet-financiële ondernemingen vanaf het midden van de jaren negentig een structureel besparingenoverschot. Daardoor is een substantieel en langdurig overschot op de lopende rekening ontstaan dat hand in hand ging met een hoog niveau van zowel de brutoschuld van de huishoudens als de nettoactiva van de huishoudens. De laatste jaren heeft de getemperde binnenlandse vraag in het zog van de mondiale crisis het externe overschot verder omhoog gejaagd. De voorbije jaren is hierin verbetering opgetreden met de implementatie van beleid om de hypotheekfinanciering te beteugelen. De deleveraging zal op de economische activiteit blijven wegen, maar een stabiliserende huizenmarkt en een significant positieve netto activapositie van de huishoudens beperken de risico's. Wat de publieke financiën betreft zal Nederland naar verwachting zijn nominale tekortdoelstelling missen in 2014, het jaar waarin het buitensporig tekort zou moeten zijn gecorrigeerd, hoewel het naar verwachting in 2013-2014 de structurele maatregelen van de aanbevolen omvang zal hebben aangenomen.

- **Slovenië** blijft *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden die specifieke monitoring en doorlopende krachtige beleidsactie vereisen* ondervinden. De

onevenwichtigheden zijn het laatste jaar dankzij macro-economische aanpassing en afdoende beleidsactie door Slovenië verminderd. Toch betekent de omvang van de noodzakelijke correctie dat nog steeds substantiële risico's aanwezig zijn. De Commissie zal de specifieke monitoring van het in de context van het Europees semester door de Raad aan Slovenië aanbevolen beleid voortzetten, en zal regelmatig verslag uitbrengen aan de Raad en de Eurogroep.

Meer specifiek vereist het risico dat voortkomt uit een economische structuur gekenmerkt door zwakke corporate governance, een hoog niveau van betrokkenheid van de staat bij de economie, verliezen van kostenconcurrentievermogen, de overhang van de bedrijfsschuld en de stijging van de overheidsschuld zeer nauwlettende aandacht. Hoewel aanzienlijke vooruitgang is gemaakt in het repareren van de balansen van de banken, is nog vastberaden actie met betrekking tot de volledige implementatie van een uitgebreide strategie van de banksector, inclusief herstructurering, privatisering en verhoogd toezicht vereist.

Slovenië blijft worstelen met de erfenis van zijn vroegere boom, met bedrijven die onhoudbaar te veel schulden blijven hebben. Door de overdracht van noodlijdende kredieten aan de Bank Asset Management Company (BAMC) zijn de balansen van de banken verbeterd, maar de noodlijdende kredieten blijven hoog vergeleken met voor de crisis en moeten nog duurzaam worden geherstructureerd op basis van het onlangs gewijzigde insolventiekader. Omdat de binnenlandse vraag en vooral de investeringen significant zijn gekrompen, heeft de lopende rekening een scherpe correctie doorgemaakt en vertoont ze nu een groot overschot, maar de verliezen aan kostencompetitiviteit zijn niet goedge maakt en met de hervormingen tot dusver zijn de flexibiliteit van de arbeidsmarkt en de competitiviteitsuitdaging niet volledig aangepakt. Zwakke corporate governance, met name maar niet alleen in overheidsbedrijven, vermindert de algemene efficiëntie van de economie door mogelijk inefficiënte allocatie van de hulpbronnen. Wanneer de staat zich op significante wijze terugtrekt uit de bedrijfs- en financiële sector en dit gecombineerd wordt met een uitgebreide strategie voor het beheer van kernactiva en de afstoting van niet-kernactiva, zou dit de aanpassingscapaciteit van de economie kunnen verbeteren. Ten slotte creëert de substantiële stijging van de overheidsschuld de jongste jaren, hoewel vanaf een relatief laag niveau, nieuwe uitdagingen. Hoewel het nominale budgettaire tekort als gevolg van de significante uitgaven in verband met de bankherkapitalisatie in 2013 en 2014 naar verwachting boven de doelstellingen zal liggen, zal bij ongewijzigd beleid het tekort volgens de prognose ook in 2015 boven de doelstelling liggen. De structurele aanpassing is eveneens licht minder dan wat nodig zou zijn. Alles samen genomen wegen deze tekortkomingen en uitdagingen op de macro-economische prestaties op korte termijn. De recente daling van de rendementen van staatsobligaties heeft enige druk weggenomen, maar het tempo van uitvoering van het programma van structurele hervormingen moet worden versneld.

- **Finland** blijft *macro-economische onevenwichtigheden ondervinden die monitoring en beleidsactie vereisen*. Met name de zwakke exportprestaties de laatste jaren, aangejaagd door industriële herstructurering, kosten- en niet-kostencompetitiviteitsfactoren, verdienen voortdurende aandacht.

Meer specifiek verklaarden de hoge invoergroei vóór de crisis en de getemperde uitvoer daarna de erosie van het externe saldo. De lopende rekening is evenwel recent gestabiliseerd en externe houdbaarheid is geen zorg. Het land bleef in een snel tempo uitvoermarktaandeel verliezen, ondanks het herstel van de wereldhandel. Finlands integratie in de mondiale waardeketens heeft een rol gespeeld in de dalende prestaties van de uitvoer, terwijl de industriële herstructurering de sterke schaalverkleining van de

elektronica- en bosbouwsector nog niet heeft kunnen goedmaken. Als gevolg daarvan is de aanpassingscapaciteit van de economie beperkt door lage productiviteit en zwakke concurrentiedruk in de diensten alsook de stijgende kosten wegens dynamische loongroei en een hoge energie-intensiteit. De exporteurs zijn zo in staat geweest de prijzencompetitiviteit staande te houden hoofdzakelijk door het verkleinen van de winstmarges, waardoor hun vermogen om het hoge innovatiepotentieel in nieuwe producten te vertalen beperkt bleef. Niet-kostenfactoren lijken de afname van de concurrentiekracht grotendeels te verklaren: een beperkt aantal grote exporterende bedrijven die een klein productassortiment verkopen, een geringere exportgeneigdheid van kleine bedrijven alsook minder efficiënte O&O-uitgaven. Als gevolg daarvan wegen zwakke investeringen, een dalende bevolking in de werkende leeftijd en een significante daling van de productiviteit op de potentiële groei. Wat de publieke financiën betreft zal het structureel tekort naar verwachting licht groter zijn dan de middellangetermijndoelstelling in 2014 terwijl, gedeeltelijk vanwege de ongunstige groeidynamiek, de publieke schuld naar verwachting tot meer dan 60 procent van het bbp zal stijgen.

- **Zweden** blijft *macro-economische onevenwichtigheden ondervinden die monitoring en beleidsactie vereisen*. Met name blijven de ontwikkelingen betreffende de huishoudschuld gekoppeld aan inefficiënties in de woningmarkt aandacht vereisen. Hoewel aan het grote overschot op de lopende rekening geen risico's verbonden zijn die vergelijkbaar zijn met de risico's die met grote tekorten samenhangen, en het grote overschot deels verband houdt met de noodzaak van deleveraging, zal de Commissie de ontwikkelingen van de lopende rekening in Zweden in de context van het Europees semester volgen.

Meer specifiek is de huishoudelijke schuld opnieuw gestegen na een periode van stabilisatie, terwijl de voornaamste bijdragende factoren – lage rentes op hypotheek, schuldbevoordeling in de fiscaliteit, trage hypotheekaflossing en beperkt huizenaanbod – aanwezig blijven. Diverse indicatoren van de kredietaanbod- en kredietvraagomstandigheden wijzen niet op op handen zijnde deleveragingdruk. Na de jongste jaren te zijn gestabiliseerd, zijn de huizenprijzen in 2013, aangejaagd door ongunstige vraagomstandigheden en aanbodinefficiënties, opnieuw gestegen. Bovendien hebben inefficiënties op de huurmarkt, omslachtige bouwvergunningprocedures en weinig concurrentie in de bouw eveneens tot de huizenprijzdynamiek bijgedragen. Stabieler huizenprijzen zijn nodig om de private schuldenlast te beperken en de macro-economische risico's te verminderen zodra de kosten van de dienst van een lening stijgen. De recente macroprudentiële maatregelen spelen een rol, maar volstaan waarschijnlijk niet om de macro-economische risico's te verminderen. Met name worden de krachtige fiscale prikkels voor schuldfinanciering als belangrijkste aanjagers van de woningprijzen gevoeld. Hogere wooninvesteringen zouden eveneens de balans van de besparingen-en investeringen kunnen verbeteren. De schuldenlast van de sector van de niet-financiële bedrijven is volgens de analyse geen oorzaak van macro-economische risico's. Bovendien zullen recente hervormingen van de vennootschapsbelasting waarschijnlijk een verdere daling van de bedrijfsschulden teweegbrengen doordat zij de belastingminimalisering door multinationale ondernemingen beperken.

- Het **Verenigd Koninkrijk** blijft macro-economische onevenwichtigheden ondervinden die monitoring en beleidsactie vereisen. Met name de ontwikkelingen ten aanzien van de schuldenlast van huishoudens, welke verband houden met de hoge hypothecaire schulden en de structurele elementen van de woningmarkt, alsook de ongunstige ontwikkelingen in exportmarktaandeel blijven aandacht verdienen.

Meer specifiek is de recente groei van de economische activiteit weliswaar welkom, maar wordt hij vooral door de consumptie van de huishoudens aangejaagd en gaat hij van een stijgend tekort op de lopende rekening vergezeld. De bedrijfsinvesteringen en netto uitvoer moeten nog aantrekken vanaf hun huidige lage niveau. Het indijken van de hoge schuldenlast, met name van de huishoudens, en het minimaliseren van de impact op investeringen en groei, zou bijdragen tot het beperken van de risico's op middellange termijn en de kwetsbaarheid voor stijgingen van de kosten van kredietneming. De kredietgroei voor hypotheekleningen was bescheiden, maar stijgt vanaf hoge bestaande niveaus van huishoudelijke schuld. De risico's in de woningsector hebben betrekking op een voortdurend structureel onderaanbod van woningen; de betrekkelijk trage reactie van het aanbod op de stijgingen van de vraag leidt, vooral in Londen en het zuidoosten, tot hoge huizenprijzen en hypotheekschulden voor de huishoudens. Hoewel het dalende uitvoermarktaandeel waarschijnlijk geen risico's op korte termijn zal opleveren wijst dit alsook het tekort op de lopende rekening nog steeds op structurele uitdagingen. Deze houden verband met vaardigheidsgaten en een laag infrastructuurniveau. Wat de publieke financiën betreft lijkt het VK zijn doelstellingen inzake nominaal tekort en structurele aanpassing in ruime mate te blijven missen.

Voor drie geëvalueerde landen zijn geen macro-economische onevenwichtigheden vastgesteld. Uit de DEV's blijkt dat de macro-economische risico's in *Denemarken* en *Malta* zijn verlaagd en beter onder controle zijn. Ook is er geen bewijs van onevenwichtigheden in de zin van de PMO in *Luxemburg*. Zorgvuldig toezicht en zorgvuldige beleidscoördinatie is te allen tijd noodzakelijk voor alle lidstaten om zich aandienende risico's vast te stellen en beleid voor te stellen dat bijdraagt tot groei en banen. Dit toezicht zal verdergaan in de context van het Europees semester.

- De macro-economische uitdagingen in **Denemarken** vormen niet langer substantiële macro-economische risico's en worden niet langer als onevenwichtigheden aangewezen in de zin van de PMO. De aanpassing van de woningmarkt en de implicaties van een hoge schuld van de private sector voor de reële economie en de stabiliteit van de financiële sector lijken onder controle. Toch verdienen deze ontwikkelingen alsook de aanjagers van externe competitiviteit voortdurende monitoring.

Meer specifiek lijken, zelfs bij confrontatie met staartrisico's zoals gecombineerde negatieve renteschokken en ongunstige arbeidsmarktontwikkelingen, de macrofinanciële risico's als gevolg van hoge private schuld beperkt. Tegenover het hoge niveau van de schuld van de huishoudens staat een hoog niveau van de activa van de huishoudens, hetgeen grote besparingen bij de pensioenfondsen en het vastgoed weerspiegelt. De huishoudens zijn tot nog toe financieel opgewassen gebleken tegen de aanpassing van de woningprijzen sinds 2007, terwijl het aantal openstaande schulden op een zeer laag peil is gebleven. Bovendien zouden volgens diverse stresstesten en studies de huishoudens in het geval van negatieve schokken weerbaar blijven. De financiële sector lijkt stabiel en de overblijvende uitdagingen worden aangepakt met versterkte regelgevings- en toezichtsmaatregelen. Wat de concurrentiekracht betreft is Denemarken exportmarktaandeel verloren; dit heeft te maken met hoge loongroei en zwakke productiviteitsgroei. De wanverhouding tussen productiviteit en lonen lijkt evenwel een cyclisch verschijnsel. Met het oog op de hoge overschotten op de lopende rekening blijken uit de trendmatige daling in exportmarktaandeel geen risico's op korte termijn. Wat de publieke financiën betreft zal Denemarken naar verwachting zijn buitensporig tekort op houdbare wijze hebben gecorrigeerd in 2013.

- De macro-economische uitdagingen van **Luxemburg** zijn niet als onevenwichtigheden aangewezen in de zin van de PMO. Zij komen voort uit een groeimodel gebaseerd op een efficiënte financiële sector, die de crisis goed heeft doorstaan. Toch verdienen de verliezen aan industrieel concurrentievermogen, de ontwikkeling van de woningmarkt en het hoge schuldniveau van de private sector voortdurende monitoring.

Meer specifiek blijkt uit de analyse van het overschot op de lopende rekening dat dit niet het gevolg is van een zwakke binnenlandse vraag, maar eerder van het bijzondere groeimodel van het land, dat vooral op financiële dienstverlening gebaseerd is. Toch gaat daarachter een groot en gestaag toenemend tekort in de goederenhandel schuil, grotendeels het gevolg van tegenvallende uitvoer. Verliezen van marktaandeel houden grotendeels verband met het feit dat de loonkosten per eenheid product veel sneller stijgen dan bij de handelspartners, wat tot op zeker hoogte het gevolg is van het loonvormingsmechanisme. In dat opzicht vormt het vinden van een structurele oplossing voor de tijdelijke aanpassing van de automatische loonindexering een uitdaging. Er bestaan risico's voor de binnenlandse financiële stabiliteit als gevolg van de aanwezigheid van een grote financiële sector, maar deze blijven betrekkelijk onder controle omdat de sector tegelijkertijd gediversifieerd en gespecialiseerd is. Verder rapporteren de binnenlandse banken gezonde kapitaal- en liquiditeitsratio's. Het hoge schuldniveau van de private sector en met name de niet-financiële bedrijven weerspiegelt vooral de aanwezigheid van een groot aantal multinationals die hun filialen of dochters in Luxemburg gebruiken voor financieringstransacties binnen groepen. De dynamiek van de huizenprijzen vormt steeds meer een bron van zorg. Ten slotte is de actuele gunstige positie van de overheidsfinanciën in hoge mate afhankelijk van de houdbaarheid van het groeimodel gebaseerd op een levendige financiële sector en loopt de houdbaarheid ervan op lange termijn gevaar. In dezelfde geest volstaat de recent doorgevoerde pensioenhervorming niet om tegen de uitdaging opgewassen te zijn. Het structurele saldo is evenwel groter dan de middellangetermijndoelstelling.

- De macro-economische uitdagingen in **Malta** vormen niet langer substantiële macro-economische risico's en worden niet langer als onevenwichtigheden aangewezen in de zin van de PMO. Hoewel de schuldenlast groot blijft, lijken de risico's voor de houdbaarheid van de private en publieke schuld en de stabiliteit van de financiële sector onder controle, ook al verdienen zij voortdurende monitoring.

Meer specifiek blijven volgens de analyse in de DEV de indicatoren voor financiële stabiliteit gezond. Toch lijkt, in het licht van het structurele karakter van de risico's in de sector, een voortzetting van de huidige praktijken inzake prudent toezicht en prudente risiconeming zeer belangrijk. De huizenmarkt is gestabiliseerd en de risico's als gevolg van overblootstelling aan vastgoed zijn dus beperkt. De private schuld is aan het dalen; de deleveraging door de ondernemingen verloopt ordelijk en de druk van de kredietmarkten is beperkt. Wat de publieke financiën betreft zal Malta naar verwachting aan zijn nominale tekortdoelstellingen voldoen in 2013 en 2014. Wat de externe houdbaarheid betreft waren de handelsprestaties positief dankzij product- en geografischemarktoriëntatie en niet-kostencompetitiviteitsfactoren; de actuele lopende rekening heeft een overschot. Toch zou de externe competitiviteit kunnen profiteren van actief inspelen door het beleid op kostenaanpassingen in concurrerende landen.