EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 26.11.2015
COM(2015) 691 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE

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

Waarschuwingsmechanismeverslag 2016

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

Het waarschuwingsmechanismeverslag vormt het startpunt van de jaarlijkse cyclus van de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden (PMO), waarmee wordt beoogd de onevenwichtigheden te detecteren en aan te pakken die de vlotte werking van de economieën van de lidstaten en van de economie van de EU hinderen en die de goede werking van de economische en monetaire unie in gevaar kunnen brengen.

In het verslag wordt gebruikgemaakt van een scorebord van geselecteerde indicatoren, gecompleteerd met een ruimere reeks aanvullende indicatoren, om lidstaten te screenen op potentiële economische onevenwichtigheden die beleidsmaatregelen vereisen. De in het verslag als te evalueren aangemerkte lidstaten worden vervolgens door de Commissie aan een diepgaande analyse onderworpen om te beoordelen hoe macro-economische risico's in die lidstaten ontstaan of afnemen, alsook om uit te maken of er van onevenwichtigheden, dan wel van buitensporige onevenwichtigheden sprake is. Volgens een vaste praktijk zal voor lidstaten ten aanzien waarvan in de vorige ronde van diepgaande evaluaties onevenwichtigheden zijn geconstateerd, in ieder geval een nieuwe evaluatie worden opgesteld.

Rekening houdend met de besprekingen met het Parlement en binnen de Raad en de Eurogroep, zal de Commissie voor de betrokken lidstaten diepgaande evaluaties opstellen en de bevindingen daarvan zullen worden meegenomen in de landenspecifieke aanbevelingen in het kader van het Europees semester voor coördinatie van het economisch beleid. Deze diepgaande evaluaties zullen naar verwachting in februari 2016 worden gepubliceerd, voordat het pakket met landenspecifieke aanbevelingen in het kader van het Europees semester wordt bekendgemaakt.

1 SAMENVATTING

Dit verslag markeert het begin van de vijfde ronde van de procedure inzake macro-economische onevenwichtigheden (PMO)[1]. Met deze procedure wordt beoogd de onevenwichtigheden te detecteren die een vlotte werking van de economieën van de lidstaten, de eurozone of de EU als geheel in de weg staan en tevens de aanzet tot de juiste beleidsreacties te geven. De implementatie van de PMO is ingepast in het Europees semester voor de coördinatie van het economisch beleid, zodat de consistentie wordt verzekerd met de in het kader van andere instrumenten voor de uitoefening van het economisch toezicht verrichte analyses en gedane aanbevelingen. In de jaarlijkse groeianalyse, die op hetzelfde moment als dit verslag wordt aangenomen, wordt de balans opgemaakt van de economische en sociale situatie in Europa en worden ook de brede beleidsprioriteiten voor de EU als geheel voor de komende jaren uiteengezet.

In het verslag wordt aangegeven voor welke lidstaten een verdere diepgaande analyse nodig is om na te gaan of zij kampen met onevenwichtigheden die beleidsoptreden vereisen[2]. Het waarschuwingsmechanismeverslag is een doorlichtingsinstrument voor het opsporen van economische onevenwichtigheden, dat bij het begin van elke jaarlijkse cyclus van de coördinatie van het economisch beleid wordt gepubliceerd. Het is met name gebaseerd op een economische interpretatie van een scorebord van indicatoren met indicatieve drempelwaarden, gecompleteerd met een reeks aanvullende indicatoren.

Dit jaar zullen drie indicatoren voor werkgelegenheid, namelijk de arbeidsparticipatie, de langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid, worden toegevoegd aan het voornaamste scorebord. Met de opname van nieuwe werkgelegenheidsvariabelen in het scorebord geeft de Commissie concreet gestalte aan haar streven om de analyse van macro-economische onevenwichtigheden te versterken. Dit is met name relevant voor de sociale gevolgen van de crisis, ook omdat lang aanhoudende negatieve ontwikkelingen op sociaal en

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

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

werkgelegenheidsgebied op verschillende manieren nadelig kunnen uitpakken voor de potentiële bbp-groei en macro-economische onevenwichtigheden kunnen verergeren. De opname van deze factoren verandert niets aan het centrale aandachtspunt van de PMO, namelijk het voorkomen of corrigeren van schadelijke macro-economische onevenwichtigheden. Als de nieuwe indicatoren hoge waarden te zien geven, hoeft niet meteen aan een verslechtering van de macro-economische risico's te worden gedacht. Zij worden bijgevolg niet gebruikt om verdere stappen te zetten in het kader van de PMO[3].

In vergelijking met de vorige edities van het waarschuwingsmechanismeverslag wordt nu meer nadruk gelegd op voor de eurozone relevante overwegingen. In overeenstemming met de mededeling van de Commissie van 21 oktober "*Stappen naar de voltooiing van de economische en monetaire unie*", is het waarschuwingsmechanismeverslag bedoeld om stelselmatiger te analyseren welke gevolgen onevenwichtigheden in bepaalde landen hebben voor de hele eurozone en te bekijken in hoeverre die gevolgen een gecoördineerde aanpak van de beleidsreacties vergen.

De horizontale analyse in het waarschuwingsmechanismeverslag levert een aantal conclusies op:

- **De correctie van bestaande onevenwichtigheden gebeurt in een moeilijke context**. Het bescheiden herstel dat thans plaatsvindt in de eurozone en dat naar verwachting zal aanhouden, blijft fragiel en onderhevig aan toegenomen externe risico's. De wereldhandel is de afgelopen maanden aanzienlijk vertraagd en de neerwaartse risico's zijn toegenomen, meer bepaald in verband met de vooruitzichten van de opkomende markten[4]. De groei is steeds meer gaan afhangen van de binnenlandse vraag, met name van een sterker herstel van de investeringen.

- **De EU-lidstaten blijven vooruitgang boeken bij het corrigeren van hun onevenwichtigheden.** In landen met aanzienlijke externe verplichtingen zijn de grote en onhoudbare tekorten op de lopende rekening van vóór de crisis sterk geslonken; de externe posities die nu in evenwicht zijn of overschotten vertonen, zouden moeten worden gehandhaafd om de kwetsbaarheden significant te verminderen. Verder volgt de ontwikkeling van het kostenconcurrentievermogen over het algemeen de lijn van de vereiste externe aanpassing en vordert in de meeste landen de reparatie van de balansen in de verschillende sectoren van de economie.

- **Kwetsbaarheden die samenhangen met een hoge schuldenlast blijven wel een bron van zorg**. In verscheidene lidstaten ligt de schuldenlast, zowel de particuliere als de publieke en de externe als de interne, nog steeds op een historisch hoog niveau. Dat is niet alleen een probleem voor de groei, de werkgelegenheid en de financiële stabiliteit in de EU: ook de druk van de noodzakelijke schuldafbouw weegt op het herstel.

---

[3] De indicatoren worden toegevoegd om een beter zicht te krijgen op de sociale en werkgelegenheidsdimensie van de onevenwichtigheden en aanpassingen. Die indicatoren zijn de participatiegraad, de langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid en worden weergegeven als veranderingen in een periode van drie jaar. Dergelijke indicatoren werden al opgenomen onder de aanvullende PMO-indicatoren. Voor meer informatie over de criteria voor de keuze van de indicatoren, zie het werkdocument van de Commissie "Adding employment indicators to the scoreboard of the Macroeconomic Imbalances Procedure to better capture employment and social developments", dat werd besproken in de comités van de Ecofin- en Epsco-Raden en in de commissies van het Europees Parlement.

[4] Zie "European Economic Forecast-Autumn 2015", *European Economy*, *Institutional Paper 011*, november 2015.

- **In bepaalde lidstaten blijven de overschotten groot tijdens de prognoseperiode (2015-2017).** Op geaggregeerd niveau heeft de eurozone een overschot op de lopende rekening, dat één van de grootste ter wereld is en dat dit jaar naar verwachting opnieuw zal stijgen. Terwijl lagere grondstoffenprijzen en de depreciatie van de wisselkoers van de euro hebben bijgedragen tot het versterken van de handelsbalans, is het overschot grotendeels ontstaan doordat de binnenlandse besparingen de investeringen op het niveau van de eurozone overtreffen.

- **Na jaren van sterk uiteenlopende ontwikkelingen is nu sprake van convergentie van de arbeidsmarktomstandigheden**. **Toch blijft de sociale onrust in een aantal landen onaanvaardbaar hoog**, met name daar waar macro-economische onevenwichtigheden en een schuldencrisis moeten worden bestreden.

Zoals aangegeven in de jaarlijkse groeianalyse is een gecoördineerde benadering van het macro-economisch beleid noodzakelijk om onevenwichtigheden aan te pakken en het herstel te bevorderen. Beleidsactie en effectieve hervormingen, met name op het gebied van zowel het concurrentievermogen als ook het insolventiekader, moeten vooral krachtiger ter hand worden genomen in landen waar het groeivermogen wordt afgeremd door een hoge druk om schuld af te bouwen of door structurele groeiknelpunten. Tegelijk moeten de binnenlandse vraag en investeringen juist worden gestimuleerd in landen met budgettaire ruimte en een groot overschot op de lopende rekening of een lage schuldendruk. In het licht van de onderlinge verwevenheid tussen lidstaten zou een dergelijk beleidspakket het herbalanceringsproces op een steviger leest schoeien door het symmetrischer en derhalve ook stabieler te maken, met een duurzamer herstel tot gevolg.

Voor de in het waarschuwingsmechanismeverslag aangewezen lidstaten zullen in het kader van de diepgaande evaluaties meer gedetailleerde en uitgebreidere analyses plaatsvinden. Zoals bij de vorige cyclus zullen de diepgaande evaluaties worden verwerkt in landenverslagen waarin ook de aanvullende analyse door de Commissie van andere structurele problemen wordt opgenomen, die nodig is als onderliggende informatie voor de landenspecifieke aanbevelingen van het Europees semester. Bij de voorbereiding van de diepgaande evaluaties zal de Commissie haar analyse baseren op een veel ruimer geheel van gegevens en informatie: er zal met alle pertinente statistieken, relevante gegevens en essentiële feiten rekening worden gehouden. Zoals bepaald in de wetgeving maakt de Commissie op basis van de diepgaande evaluaties uit of er sprake is van onevenwichtigheden dan wel van buitensporige onevenwichtigheden en zal zij voor elke lidstaat passende beleidsaanbevelingen opstellen[5].

Op basis van de economische interpretatie van het PMO-scorebord komt de Commissie tot de bevinding dat het raadzaam is om voor de volgende lidstaten tot diepgaande evaluaties over te gaan teneinde het ontstaan en het wegwerken van onevenwichtigheden en van de daarmee samenhangende risico's nader te onderzoeken[6].

---

5 Verordening (EU) nr. 1176/2011 (PB L 306 van 23.11.2011, blz. 25).

6 De stijging van het aantal lidstaten dat sinds 2012 voor een diepgaande evaluatie is geselecteerd, hangt deels samen met het feit dat hieraan ook de landen moeten worden onderworpen waarvoor als gevolg van een betere economische situatie net een programma voor financiële bijstand is beëindigd. Hierbij gaat het om Ierland, Portugal en Roemenië, waarvoor deelname aan het PMO-toezicht adequaat werd geacht. Bovendien valt Kroatië sinds de toetreding tot de EU in 2013 onder het normale toezicht. Dat een aantal lidstaten nog steeds wordt onderworpen aan een diepgaande evaluatie heeft te maken met het feit dat PMO-toezicht op lidstaten alleen kan worden beëindigd op grond van een nieuwe diepgaande evaluatie. Als de economische omstandigheden in de toekomst dus verbeteren of niet verslechteren, is de verwachting dat het aantal landen waarvoor een diepgaande evaluatie nodig is na verloop van tijd zal dalen.

- *Voor de meeste landen zijn diepgaande evaluaties nodig omdat bij de vorige ronde van diepgaande evaluaties onevenwichtigheden waren vastgesteld*[7]. Uitgaande van de vaste praktijk is een nieuwe diepgaande evaluatie nodig om na te gaan of de bestaande buitensporige onevenwichtigheden verminderen, aanhouden of verergeren, waarbij de nodige aandacht zal worden geschonken aan de bijdrage die deze lidstaten leveren met het beleid dat zij voeren om deze onevenwichtigheden weg te werken. De betrokken lidstaten zijn **België, Bulgarije, Duitsland, Frankrijk, Kroatië, Italië, Hongarije, Ierland, Nederland, Portugal, Roemenië, Spanje, Slovenië, Finland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk**.

- *Voor het eerst zullen ook diepgaande evaluaties worden opgesteld voor **Estland** en **Oostenrijk***. Voor Estland worden in de diepgaande evaluatie de risico's en kwetsbaarheden beoordeeld in verband met een hernieuwde stijging van de vraagdruk. Voor Oostenrijk zullen problemen in verband met de financiële sector worden geanalyseerd, met name de hoge blootstelling aan ontwikkelingen in het buitenland en het effect op de kredietverlening aan de particuliere sector.

Voor de lidstaten die financiële steun ontvangen, vindt het toezicht op hun onevenwichtigheden en de controle van corrigerende maatregelen plaats in de context van hun steunprogramma's. Hierbij gaat het om **Griekenland** en **Cyprus**. Zoals het geval was bij de vorige cycli voor de lidstaten waarvoor het programma voor financiële bijstand is afgelopen, zal de situatie van **Cyprus** in het kader van de PMO pas worden beoordeeld na het lopende programma voor financiële bijstand, dat naar verwachting uiterlijk in maart 2016 voltooid zal zijn.

Wat de overige lidstaten betreft, zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot verdere analyses in de context van de PMO. Op basis van de economische interpretatie van het scorebord is de Commissie van mening dat voor **Tsjechië**, **Denemarken**, **Letland**, **Litouwen**, **Luxemburg**, **Malta, Polen** en **Slowakije** in dit stadium geen diepgaande evaluatie nodig is en dat verder PMO-toezicht niet is vereist. Voor alle lidstaten blijven een nauwlettend toezicht en een zorgvuldige beleidscoördinatie echter wel noodzakelijk om opkomende risico's te detecteren en beleidsmaatregelen voor te stellen die groei en banen bevorderen.

[7] Zie "2015 European Semester: Assessment of growth challenges, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011"; COM(2015) 85 final, 26.2.2015, en "Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015", *European Economy-Occasional Papers* 228. Voor de volledige reeks door de Raad aangenomen landenspecifieke aanbevelingen, met inbegrip van die welke relevant zijn voor de PMO, zie PB C 272 van 18.8.2015.

Kader 1. **Het stabiliseren en vereenvoudigen van categorieën van onevenwichtigheden in de PMO**

De rangschikking in categorieën van onevenwichtigheden in de PMO is in de loop van de tijd geëvolueerd en ziet er momenteel als volgt uit:

1. Geen onevenwichtigheid

2. Onevenwichtigheden die monitoring en beleidsactie vereisen

3. Onevenwichtigheden die monitoring en doortastende beleidsactie vereisen

4. Onevenwichtigheden die specifieke monitoring en doortastende beleidsactie vereisen

5. Buitensporige onevenwichtigheden die specifieke monitoring en doortastende beleidsactie vereisen

6. Buitensporige onevenwichtigheden die aanleiding geven tot de procedure voor buitensporige onevenwichtigheden (PBO)

Op de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden is nog geen beroep gedaan. Wanneer wel buitensporige onevenwichtigheden worden vastgesteld, is doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereist. Sinds 2014 is in sommige systeemrelevante landen van de eurozone waar onevenwichtigheden zijn vastgesteld doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereist teneinde vooruitgang te boeken met de landenspecifieke aanbevelingen voor de eurozone met betrekking tot macro-economische onevenwichtigheden. In sommige landen met onevenwichtigheden was doortastende beleidsactie nodig.

Dankzij een meer verfijnde categorisering van PMO-onevenwichtigheden kon de activering van het PMO-toezicht beter worden onderbouwd, maar de daaruit voortvloeiende complexiteit was niet bevorderlijk voor de transparantie en uitvoerbaarheid. Om die reden wordt in de mededeling van 21 oktober een aantal mogelijkheden geopperd ter verbetering van het PMO-proces in de toekomst. Zo zal de Commissie zorgen voor transparante PMO-implementatie, stabilisatie van de categorieën en verduidelijking van de criteria in haar besluitvorming.

2. ONEVENWICHTIGHEDEN, RISICO'S EN AANPASSING: KWESTIES DIE DE LANDSGRENZEN OVERSTIJGEN

In een onzekere mondiale context hangt economisch herstel in toenemende mate af van de binnenlandse vraag. De jongste economische prognoses bevestigen dat er in de EU in een context van lage olieprijzen en een zeer accomoderend monetair beleid een bescheiden herstel gaande is. Verwacht wordt dat de economische activiteit in de EU in 2015 en 2016 met respectievelijk 1,9 % en 2,0 % zal toenemen, na een groei van 1,4 % in 2014. Voor de eurozone bedraagt de reële bbp-groei in 2014, 2015 en 2016 respectievelijk 0,9 %, 1,6 % en 1,8 %[8]. Hoewel de consumptie onlangs is gestegen, blijft de binnenlandse vraag zwak, ten dele door de aanzienlijke druk om schulden af te bouwen in verschillende lidstaten. Dit komt tot uiting in lage inflatie en een toenemend overschot op de lopende rekening in de eurozone, dat naar verwachting in 2015 opnieuw zal stijgen, ook tegen de achtergrond van de sinds medio 2014 dalende olieprijs en de lagere wisselkoers van de euro. Sinds afgelopen zomer is de buitenlandse vraag sterk afgenomen terwijl de neerwaartse risico's voor de wereldeconomie toenemen in het licht van geopolitieke factoren en een vertraging in China en andere opkomende landen die wellicht sterker blijkt dan verwacht[9]. Afhankelijk van de omvang van de wereldwijde vertraging kunnen de economieën van de EU zwaar worden getroffen. Dat versterkt de noodzaak om verbeteringen van het concurrentievermogen te consolideren, maar maakt van de binnenlandse vraag ook een cruciale factor voor herstel.

In deze context blijven de macro-economische onevenwichtigheden afnemen, maar vormt de hoge schuldenlast een aanzienlijke kwetsbaarheid. De EU-economieën blijven vooruitgang boeken bij het wegwerken van hun externe en interne onevenwichtigheden. De hoge en onhoudbare tekorten op de lopende rekening zijn teruggedrongen en bij de reparatie van de balansen worden in de meeste landen in alle sectoren vorderingen gemaakt. Voorts strookt de ontwikkeling van het kostenconcurrentievermogen over het algemeen met de vereiste externe aanpassingen. Er resten echter nog ernstige kwetsbaarheden met betrekking tot de schuldenlast en de kwaliteit van het aanpassingsproces. De schuldenlast, zowel de particuliere als de publieke en de externe als de interne, ligt in verschillende lidstaten op een historisch hoog niveau. Dat is niet alleen een probleem voor de groei, de werkgelegenheid en de financiële stabiliteit in de EU, ook de gelijktijdige druk die door de vereiste schuldafbouw ontstaat, weegt op het herstel. Daarnaast wijst het bestaan van een aanzienlijk overschot op de lopende rekening in landen met een betrekkelijk lage behoefte aan schuldafbouw op grote onevenwichtigheden op het vlak van besparingen en investeringen en op een ondoeltreffende besteding van middelen, wat het risico op een zwak blijvende conjunctuur doet toenemen en het proces van schuldafbouw in de gehele EU kan bemoeilijken.

De hoge schuldenlast verminderen en ruimte creëren voor duurzamer herstel is op dit moment de grootste uitdaging voor de eurozone. Op het geaggregeerde niveau van de eurozone moet het risico van langdurige zwakke groei en lage inflatie worden beperkt door landen die dankzij hun beschikbare budgettaire ruimte en lagere schuldenlast beter in staat zijn om investeringen aan te zwengelen. Tegelijkertijd moeten structurele hervormingen die inzetten op het aanboren van groeipotentieel worden voortgezet of opgevoerd, vooral in landen waar het groeivermogen wordt beperkt door structurele knelpunten. Bovendien zouden

[8] Zie "European Economic Forecast-Autumn 2015", *European Economy, Institutional Paper 011*, november 2015. Ofschoon achter de geaggregeerde herstelcijfers aanzienlijke verschillen tussen de lidstaten schuilgaan, zit nu blijkbaar schot in reële convergentie, met hogere groeicijfers in Spanje, Ierland, Slovenië, de Baltische staten, maar ook in Hongarije, Polen, Tsjechië en Roemenië, terwijl de groei in Frankrijk, Italië, Oostenrijk, Finland en België in 2015 waarschijnlijk onder het gemiddelde blijft.

[9] Zie het Internationaal Monetair Fonds, 2015. *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*. Washington (oktober).

landen waar een hoge schuldendruk het vermogen om de vraag te stimuleren belemmert, ook werk moeten maken van groeibevorderende hervormingen en ervoor moeten zorgen dat hun insolventiekader in staat is om het volume niet-levensvatbare schuld op te vangen, economische middelen vrij te maken en een efficiënte herallocatie van kapitaal te waarborgen. (*kader 2)*

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

De gevolgen van macro-economische onevenwichtigheden in de hele eurozone moeten zorgvuldig worden onderzocht. In overeenstemming met de voorstellen in het verslag van 22 juni 2015 "*De voltooiing van de Economische en Monetaire Unie*" door Jean Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi en Martin Schulz, en de mededeling van de Commissie van 21 oktober 2015 "*Stappen naar de voltooiing van de economische en monetaire unie*", bevat het waarschuwingsmechanismeverslag vanaf dit jaar een meer systematische analyse van de gevolgen van de onevenwichtigheden voor de hele eurozone en wordt tevens bekeken in hoeverre die gevolgen een gecoördineerde aanpak van de beleidsreacties vergen.

De eurozone kent thans in termen van waarde één van de grootste overschotten op de lopende rekening ter wereld. Het overschot bedraagt in 2015 naar verwachting 390 miljard EUR of 3,7 % van het bbp. Het leeuwendeel van dit overschot wordt gerealiseerd door Duitsland en Nederland, met respectievelijk een bijdrage van 2,5 % en 0,7 % van het bbp van de eurozone, en door Italië (0,4 % van het bbp van de eurozone). (*grafiek 1*) Voormalige tekortlanden hebben nu ook een begrotingsevenwicht of -overschot, hetgeen nodig is met het oog op de houdbaarheid van hun externe posities. In een context van lage groei en bijna-nulinflatie wijst het bestaan van grote overschotten in landen waar schuldafbouw minder prangend is op een gebrek aan bronnen van binnenlandse groei. Zodra de olieprijs weer gaat stijgen, de binnenlandse vraag aantrekt, het effect van de lagere euro wegebt en de groei van de uitvoer vertraagt, zouden de overschotten op de lopende rekening van de eurozone en de EU niet meer toenemen en uiteindelijk in 2017 licht gaan dalen. De aanhoudende accumulatie van netto buitenlandse activa kan ook leiden tot toenemende blootstelling aan het wisselkoersrisico en tot minder armslag voor nationale autoriteiten om macrofinanciële risico's te beheren (bv. via prudentiële of regelgevende maatregelen), naarmate het aandeel activa van buitenlandse oorsprong in binnenlandse portefeuilles groter wordt.

Alle sectoren van de economie (huishoudens, ondernemingen, overheid) ondervinden gelijktijdige druk om schuld af te bouwen. Op het geaggregeerde eurozoneniveau hebben huishoudens, ondernemingen en overheden momenteel te kampen met een hoge schuldenlast en de noodzakelijke schuldafbouw gaat gepaard met een getemperde investerings- en consumptiedynamiek. Volgens gegevens van Eurostat vertegenwoordigde de geconsolideerde schuldenlast 59,7 % en 79,5 % van het bbp van de eurozone voor huishoudens en niet-financiële ondernemingen, terwijl dat in 2009 nog respectievelijk 63,1 % en 81,9 % van het bbp was. Achter de geaggregeerde cijfers gaan grote verschillen tussen de lidstaten schuil. De schuldafbouw in de particuliere sector is kort na het uitbreken van de crisis begonnen en is nog steeds gaande[10]. Huishoudens hebben nog altijd een netto financieringsoverschot dat dubbel zo hoog is als vóór de crisis. Ondernemingen die in normale tijden vaak netto financieringsbehoeften kennen, hebben nog steeds een positieve netto financieringspositie. De schuldafbouw door de overheid is later begonnen omdat in de eerste fase van de recessie in 2009-2010 stimuleringsprogramma's nodig waren. Sindsdien hebben regeringen een consolidatiefase bereikt en is het begrotingsbeleid strikt of, meer recentelijk, grotendeels neutraal gebleven. De gevolgen van

[10] Het schuldafbouwproces kan inzichtelijk worden gemaakt door te kijken naar de totale netto financieringspositie van de eurozone per sector. Deze bedroeg in 2014 3,2 % van het bbp, waarbij huishoudens, ondernemingen en overheden respectievelijk 2,9 %, 1,8 % en -2,6 % vertegenwoordigden. In 2010 bedroegen die cijfers respectievelijk 0,6 %, 2,9 %, 3,3 % en -6,2 % en in 2007 0,3 %, 1,4 %, -0,6 % en -0,6 %.

schuldafbouw door huishoudens en ondernemingen voor de vraag zijn bijgevolg versterkt door de noodzaak om de toename van de overheidsschuld in te dammen[11].

Het overschot op de lopende rekening in de eurozone is wellicht hoger dan op basis van de economische fundamentals kan worden verwacht en weerspiegelt economische inefficiënties en een zwakke binnenlandse vraag. Een aantal economische kenmerken, zoals het vergrijzingsprofiel van de bevolking, de afhankelijkheidsratio van ouderen, de relatief hoge inkomens per hoofd van de bevolking, maar ook de status van de euro als reservemunt, wijzen erop dat de algemene spaar-investeringsbalans in de eurozone over het algemeen goed is[12]. Het overschot op de lopende rekening in de eurozone is de afgelopen jaren echter sterker gestegen dan in het licht van de economische fundamentals zou worden verwacht. Ondanks recente verbeteringen en in weerwil van het tijdelijke effect van een lagere olieprijs en wisselkoersveranderingen kan dit verschil gedeeltelijk worden verklaard door het uitblijven van forse kredietgroei in de eurozone ten gevolge van de reparatie van de balansen en een aanzienlijke druk om schulden af te bouwen. Met het oog op de toekomst zijn EU-beleidsmaatregelen genomen (bijv. het ECB-aankoopprogramma voor de overheidssector en het door de Commissie gelanceerde investeringsplan) ter ondersteuning van investeringen en consumptie, hoewel het effect op de reële economie vermoedelijk nog enige tijd op zich zal laten wachten.

Grensoverschrijdende overloopeffecten binnen de eurozone vereisen een gecoördineerde aanpak van het macro-economisch beleid om onevenwichtigheden aan te pakken en het herstel te bevorderen. Omdat de economieën van de eurozone op handelsgebied en door financiële en institutionele banden onderling zijn verweven, is een gecoördineerde aanpak van het macro-economisch beleid noodzakelijk om meer vaart te zetten achter het wegwerken van onevenwichtigheden en het ondersteunen van groei. Bovendien is ook de factor vertrouwen een belangrijk overdrachtsmechanisme gebleken[13]. Vooral uit de beleidskoers voortvloeiende overloopeffecten in grote landen zijn in de huidige situatie van systeemrelevant belang voor de eurozone.

Het risico van aanhoudende zwakke groei en inflatie in de hele eurozone moet worden beperkt, vooral door landen die zich in een betere positie bevinden om investeringen te stimuleren dankzij hun beschikbare budgettaire ruimte en een positieve spaar-investeringsbalans[14]. Dat is het geval voor Duitsland en Nederland, die een overschot op de lopende rekening hebben dat de komende jaren naar verwachting aanzienlijk zal blijven. Een vermindering van de overschotten in landen met een relatief lage schuldendruk zou de vraag in de eurozone eindelijk kunnen doen aantrekken en landen met een hoge schuldenlast helpen bij de afweging tussen gelijktijdig afbouwen van schuld en stimuleren van groei.

---

11 Zie Bricongne, J.-C., en Mordonu, A., (2015), "'Interlinkages between household and corporate debt in advanced economies", *European Commission Discussion Papers*, nr. 17 (oktober 2015).

12 De benchmark wordt afgeleid van regressies op basis van de gereduceerde-vormmethode die de belangrijkste determinanten van de spaar-investeringsbalans afdekken, met inbegrip van fundamentele determinanten (bijv. demografie, hulpbronnen), beleidsfactoren en de wereldwijde financiële toestand. Deze methode is verwant aan de External Balance Assessment (EBA) die is ontwikkeld door het IMF. Zie Phillips, S., et al., (2013), "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", *IMF Working Paper*, 13/272.

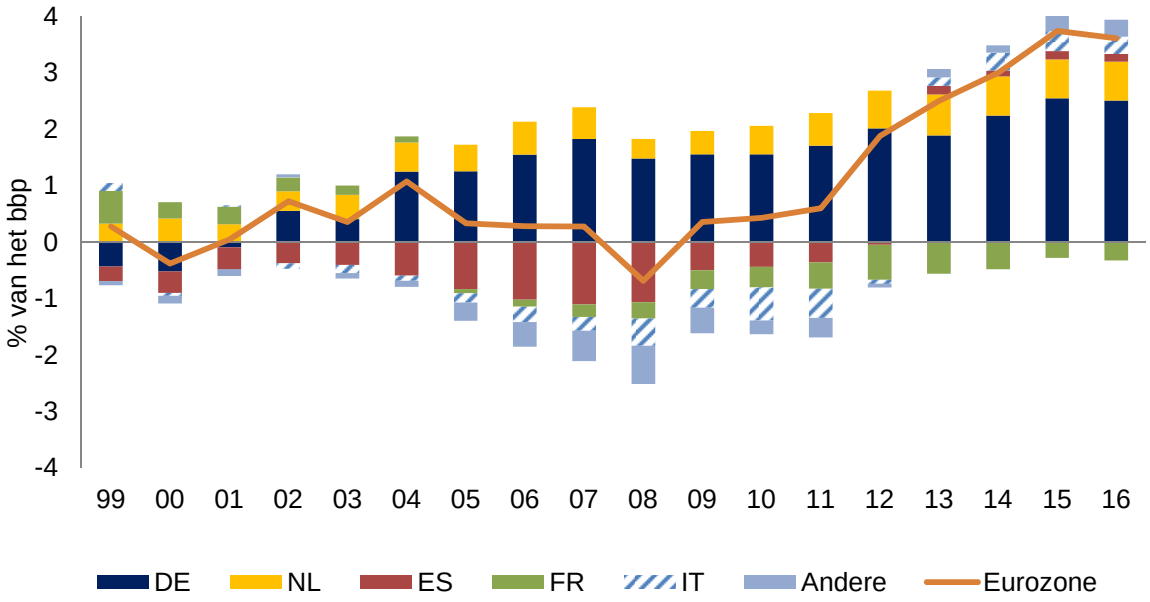
13 Zie D'Auria, F., Linden, S., Monteiro, D., in 't Veld, J., en Zeugner S., "Cross-border Spillovers in the Euro-Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 13, nr. 4 (2014).

14 Zie overweging 17 van Verordening (EU) nr. 1176/2011: "Bij het beoordelen van macro-economische onevenwichtigheden moet rekening worden gehouden met de ernst ervan en met de mogelijke negatieve economische en financiële overloopeffecten ervan, welke de kwetsbaarheid van de economie van de Unie vergroten en een bedreiging vormen voor de soepele werking van de economische en monetaire unie. In alle lidstaten, vooral in het eurogebied, zijn maatregelen nodig om macro-economische onevenwichtigheden en verschillen in het concurrentievermogen het hoofd te bieden. De aard, de omvang en de urgentie van de beleidsuitdagingen kunnen, afhankelijk van de betrokken lidstaten, evenwel sterk verschillen. Gelet op de zwakke punten en de omvang van de vereiste aanpassing is actie vooral urgent in de lidstaten met aanhoudende grote tekorten op de lopende rekening en met een tanend concurrentievermogen. Bovendien moet het beleid in lidstaten die grote overschotten op de lopende rekening opbouwen, erop gericht zijn maatregelen vast te stellen en uit te voeren die de binnenlandse vraag stimuleren en het groeipotentieel doen toenemen."

Tegelijkertijd dienen structurele hervormingen te worden voortgezet of opgevoerd die gericht zijn op het ontsluiten van groeipotentieel, meer bepaald in systeemrelevante landen als Italië en Frankrijk. Dergelijke hervormingen zouden niet alleen nuttig zijn voor het elimineren van groeiknelpunten, maar zouden ook het vertrouwen in de houdbaarheid van de budgettaire onevenwichtigheden in deze landen helpen versterken.

Bovendien zouden landen die hun groei-ondersteunend vermogen belemmerd zien door een grote schuldenlast en een hoog niveau van oninbare leningen, ook groeibevorderende hervormingen moeten doorvoeren en ervoor moeten zorgen dat hun insolventiekaders ook in staat zijn om de niet-levensvatbare schuld op te vangen, economische middelen vrij te maken en een efficiënte herallocatie van kapitaal te waarborgen.

Grafiek 1: **Het saldo op de lopende rekening in de eurozone**



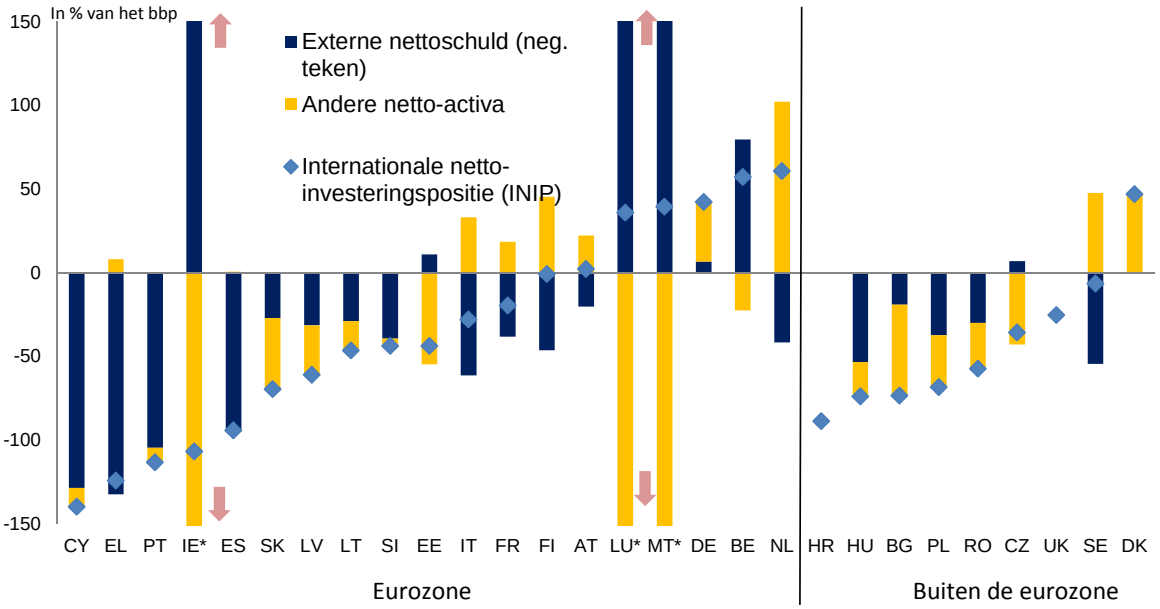
Bron: De nationale rekeningen en de najaarsprognoses 2015 van de Commissie (Ameco)

In de meeste lidstaten zijn grote tekorten op de lopende rekening omgebogen tot meer evenwichtige posities of overschotten, terwijl daarnaast nog steeds grote overschotten op de lopende rekening bestaan. In 2014 heeft het merendeel van de lidstaten overschotten op de lopende rekening geboekt. Eurozone-landen die het hardst door de crisis zijn getroffen, hebben scherpe correcties doorgevoerd en tekenen nu bescheiden overschotten (Spanje, Portugal, Italië) of iets grotere overschotten (Ierland, Slovenië) op. Terwijl de initiële correctie voornamelijk was ingegeven door de terugval van de particuliere binnenlandse vraag, zijn de recente overschotten mede het gevolg van de toegenomen uitvoer[15]. De conjunctuurgezuiverde cijfers liggen echter over het algemeen lager dan de nominale saldi (Spanje, Italië, Portugal, Griekenland, Cyprus), wat erop kan wijzen dat geen grotere overschotten op de lopende rekening te verwachten zijn naarmate het herstel de reële productie weer in de buurt van het productiepotentieel brengt, ook al lijkt het risico beperkt dat de tekorten van vóór de crisis opnieuw opduiken. Enkele lidstaten hadden relatief beperkte tekorten op de lopende rekening, zoals Finland en Frankrijk, terwijl de tekorten veel groter waren in het Verenigd Koninkrijk en Cyprus. Over het geheel genomen overtreft de op een

[15] Zie kader I.3 "European Economic Forecast-Spring 2015", *European Economy*, 2015(2).

periode van drie jaar gebaseerde indicator de drempel in vier landen met een overschot (Duitsland, Denemarken, Nederland en Zweden) en in twee landen met een tekort (het Verenigd Koninkrijk en Cyprus). Landen als Duitsland, Nederland, en niet tot de eurozone behorende lidstaten zoals Zweden en Denemarken, hebben nog steeds erg grote overschotten. Deze grote en aanhoudende overschotten vertonen geen tendens tot vermindering. Hoewel overschotten op de lopende rekening in landen met een vergrijzende bevolking, zoals Duitsland, in de lijn der verwachting liggen en de recente ontwikkelingen van de wisselkoers en de olieprijs een gunstig effect hebben op de handelsbalans, lijkt de huidige waarde van het overschot veel groter dan wat op grond van de economische fundamentals zou worden verwacht[16].
Wanneer rekening wordt gehouden met de positie van Duitsland in de conjunctuurcyclus, is het conjunctuurgezuiverde overschot van dat land zelfs hoger dan het nominale cijfer[17].

Grafiek 2: **Internationale netto-investeringspositie en netto buitenlandse schuld in 2014**



Bron: Eurostat (BPM6 en ESR10)
Noot: Gegevens voor de externe nettoschuld zijn niet beschikbaar voor Kroatië en het Verenigd Koninkrijk. De uitsplitsing is niet volledig weergegeven voor Ierland, Luxemburg en Malta[18].

---

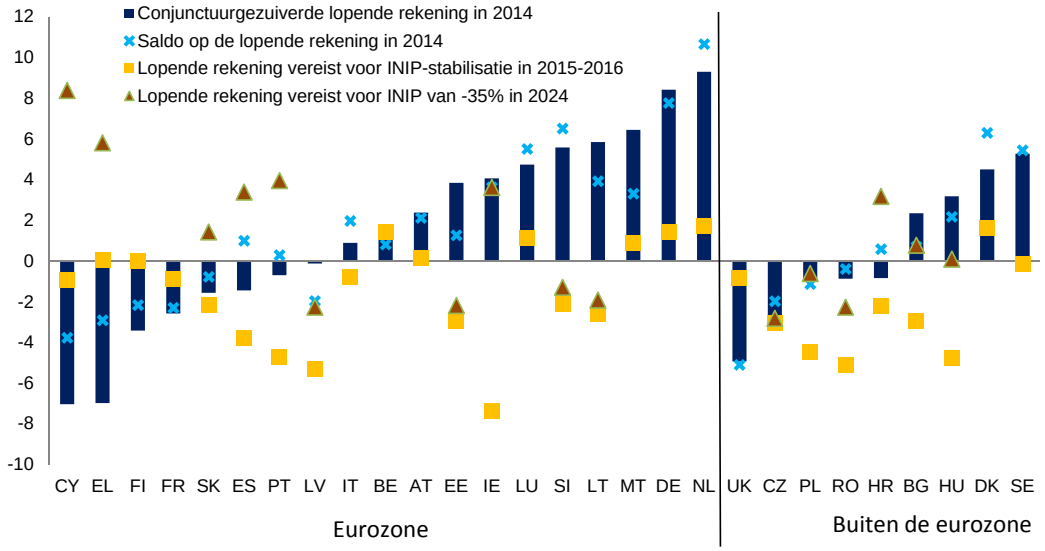
16 Zie "Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015" *European Economy-Occasional Papers* 228.

17 Gezien de vermindering van de tekorten op de lopende rekening is de geografische samenstelling van de overschotten in de crediteureconomieën, en met name in Duitsland, gewijzigd. Het saldo ten opzichte van de rest van de wereld is toegenomen, terwijl het saldo ten opzichte van de eurozone is gedaald. Deze daling is vooral terug te voeren op een vermindering van de uitvoer naar de rest van de eurozone, veeleer dan op een stijging van de Duitse invoer.

18 Voor deze landen is het grootste deel van de buitenlandse verplichtingen niet gekoppeld aan binnenlands kapitaal en binnenlandse activiteiten, maar veeleer aan buitenlandse activa. Zo komt een groot deel van de Ierse buitenlandse verplichtingen op rekening van onderlinge fondsen die in Ierland gevestigd zijn maar waarvan de activa uit andere landen komen. Volgens de betalingsbalans-classificatie bestaat de balans van beleggingsmaatschappijen uit passiva in de vorm van deelnemingen waartegenover activa in de vorm van

Er blijven kwetsbaarheden bestaan omdat de aanpassing van de externe stromen nog niet heeft geleid tot een substantiële vermindering van de externe schuldenlast (*grafiek 2*). Al met al blijven aanzienlijke kwetsbaarheden bestaan in de netto debiteurlanden: in 2014 overtrof de scorebordindicator voor de internationale netto-investeringspositie (INIP) in 16 lidstaten de indicatieve drempelwaarde. Sinds het ontstaan van de overschotten op de lopende rekening gedurende de laatste jaren zijn de als percentage van het bbp uitgedrukte externe nettoverplichtingen van landen als Griekenland, Spanje, Kroatië en Portugal niet significant verbeterd. Met uitzondering van Ierland en meer recent Portugal was de bijdrage van de nominale bbp-groei klein (Spanje) of negatief (Griekenland en Cyprus). Dat maakt duidelijk wat de risico's zijn van lage inflatie en hoe daardoor de correctie van onevenwichtigheden kan worden belemmerd. Negatieve waarderingseffecten hebben ook — soms in aanzienlijke mate — de verbetering van externe nettoverplichtingen bemoeilijkt, vooral in Griekenland, Spanje en Portugal. Ook in Kroatië is geen significante verbetering waargenomen. In de meeste landen met erg negatieve posities zouden grotere overschotten op de lopende rekening nodig zijn dan nu het geval is om de externe nettoverplichtingen tijdig te reduceren (*grafiek 3*). Consolidatie van het verbeterde concurrentievermogen op het gebied van de uitvoer blijft daarom van essentieel belang, evenals beleid voor het aantrekken van directe buitenlandse investeringen. In Ierland en een aantal Oost-Europese landen (Hongarije, Polen, Roemenië) moeten de huidige saldi op de lopende rekening nog lange tijd worden gehandhaafd vooraleer een aanzienlijke verbetering van de externe nettoverplichtingen op de middellange termijn kan worden vastgesteld. In netto crediteurlanden als Duitsland en Nederland kunnen risico's in verband met het groeiende volume netto buitenlandse activa niet worden vergeleken met externe houdbaarheidsrisico's. Toch mag de snelle en voortdurende toename van netto crediteurrisico's niet over het hoofd worden gezien.

Grafiek 3: **Lopende rekening: conjunctuurgezuiverde saldi en saldi die nodig zijn voor een stabilisatie of vermindering van de externe verplichtingen**



Bron: De lopende rekening wordt in het concept van de nationale rekeningen weergegeven. Berekeningen van de Commissie.

schuldbewijzen staan, wat leidt tot een zeer negatieve eigenvermogenspositie naast een zeer positieve verhandelbare schuldpositie.

Noten: De conjunctuurgezuiverde saldi worden berekend aan de hand van de ramingen van de output gap, die aan de basis liggen van de najaarsprognoses 2015 van de Commissie[19]. De saldi op de lopende rekening die zijn vereist om de buitenlandse nettoverplichtingen te stabiliseren of te reduceren, berusten op de volgende aannames: de prognoses voor het nominale bbp vloeien voort uit de najaarsprognoses van de Commissie (tot 2017) en uit Commissieprognoses op basis van de T+10-methode voor de periode daarna[20], de gebruikelijke aanname dat de waarderingseffecten tijdens de prognoseperiode gelijk zijn aan nul, wat een onvertekende prognose voor de activaprijzen oplevert, en de gebruikelijke aanname dat de kapitaalrekeningen constant blijven als percentage van het bbp, op een niveau dat overeenkomt met de mediaan voor 2014 en de prognoses voor de periode 2015-2017[21].

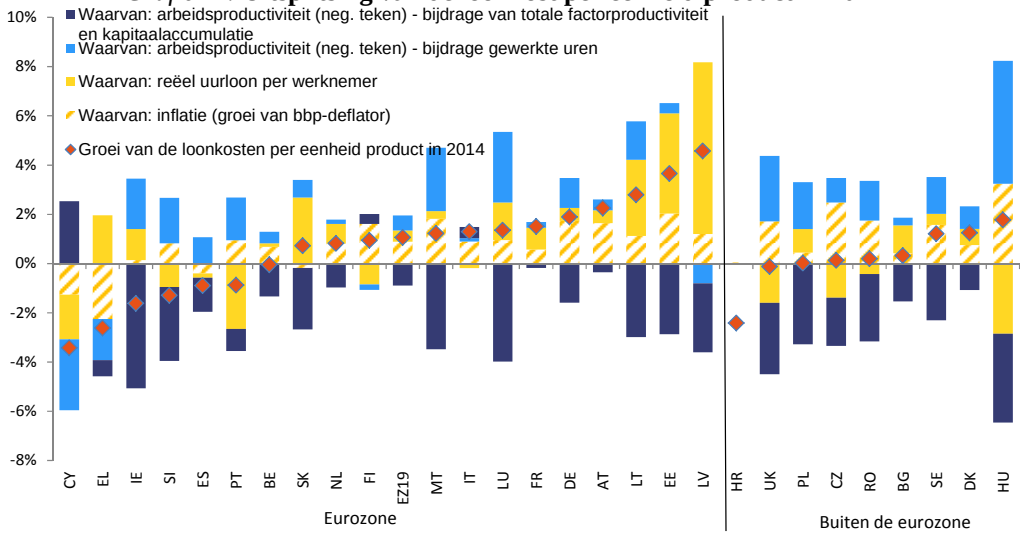
De evolutie van het kostenconcurrentievermogen is grotendeels in overeenstemming met de nodige externe aanpassingen (*grafiek 4*). In 2014 voltrok zich een daling van de loonkosten per eenheid product in een aantal landen die bijzonder zwaar door de crisis zijn getroffen (zoals Cyprus, Griekenland, Spanje, Slovenië, Portugal en Ierland). In Cyprus, Griekenland en Portugal was de aanpassing hoofdzakelijk het gevolg van loonmatiging, terwijl in Spanje en Ierland een groot deel van de daling in loonkosten per eenheid product lijkt voort te komen uit een verhoogde productiviteit. In landen waar de arbeidsmarkt opveert, begon het aantal gewerkte uren bovendien positief bij te dragen tot de evolutie van de loonkosten per eenheid product (Spanje, Portugal en Ierland). Omgekeerd zijn in Italië en Frankrijk de loonkosten per eenheid product gestegen in een tempo dat boven het EU-gemiddelde (1,1 %) ligt, terwijl Duitsland en Oostenrijk stijgingen van de loonkosten per eenheid product van bijna 2 % optekenden, hoofdzakelijk door de loondynamiek, en in Italië ook de zwakke productiviteitsgroei meespeelde. De snelste stijgingen deden zich voor in de Baltische lidstaten, waar de uurlonen sterk zijn gestegen. Over het geheel genomen en rekening houdend met de ontwikkelingen in de afgelopen drie jaar overschrijdt de indicator voor de loonkosten per eenheid product de drempel in Estland, Letland en Bulgarije. De neerwaartse aanpassing van de loonkosten per eenheid product in lidstaten met hogere aanpassingsbehoeften werd gevolgd door een meer gematigde, maar nog steeds zichtbare relatieve achteruitgang van de reële effectieve wisselkoers, wat erop wijst dat de prijs-kostenmarges enigszins gevoelig zijn voor een zwakke conjunctuur. Als gevolg van deze relatief beperkte ontwikkelingen lichtte de indicator niet op, behalve voor Griekenland.

[19] De ramingen van de conjunctuurgezuiverde saldi zijn gebaseerd op de methodologie beschreven in Salto, M., en Turrini, A., (2010), "Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment", *European Economy-Economic Papers*, 427.

[20] Voor de T+10-methode, zie Havik, K., Mc Morrow, K., Orlandi, F., Planas, C., Raciborski, R., Röger, W., Rossi, A., Thum-Thysen, A., en Vandermeulen, V. (2014), "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps", *European Economic Papers* 535.

[21] Voor een gedetailleerde presentatie van de berekeningen en hypothesen, zie Loublier, A., Turrini, A., en Zeugner, S. (2015), "Methodologies for computing current account benchmarks", *European Economy Economic Paper*: *verschijnt binnenkort*.

Grafiek 4: **Uitsplitsing van de loonkost per eenheid product in 2014**

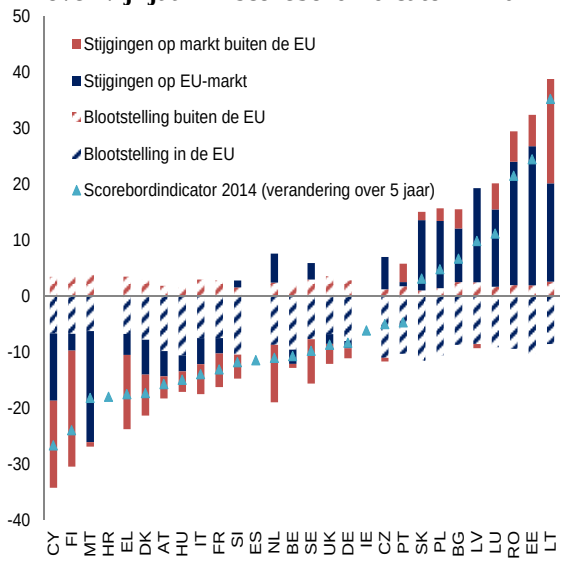


Bron: Ameco- en PMO-scorebord. Berekeningen van de Commissie.
Noten: De uitsplitsing is gebaseerd op de normale verdeling van de loonkostenstijging in inflatie, reëel uurloon en arbeidsproductiviteit, waarbij deze laatste verder wordt uitgesplitst in gewerkte uren, totale factorproductiviteit en kapitaalaccumulatie met behulp van een kader voor "standard growth accounting".

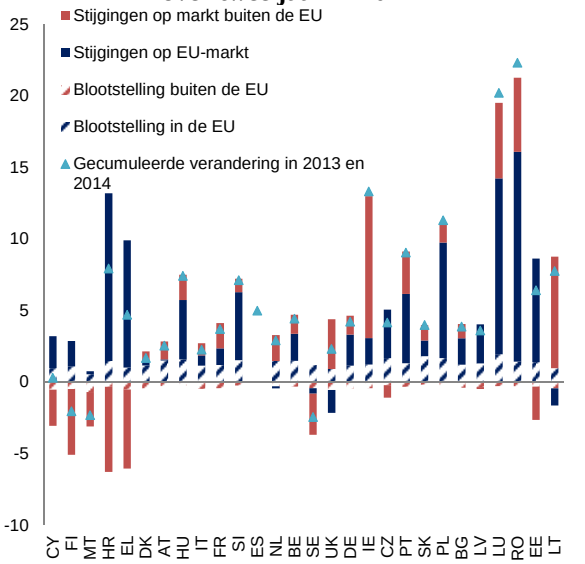
Het scorebord registreert nog steeds gecumuleerde verliezen in exportmarktaandeel die de indicatieve drempelwaarde in verschillende lidstaten overtreffen, maar stilaan worden verbeteringen zichtbaar. Uit de indicator voor veranderingen in het exportmarktaandeel gedurende een vijfjarige periode blijkt dat de gecumuleerde verliezen in 18 lidstaten de drempel overtreffen, wat erop wijst dat het geaggregeerde overschot op de lopende rekening van de eurozone niet in hoofdzaak het gevolg is van sterke exportprestaties (*grafiek 5a*)[22]. De verdere daling van de exportmarktaandelen in de economieën van de EU van de afgelopen jaren lijkt echter tot stilstand te zijn gekomen sinds in 2013 en 2014 in de meeste lidstaten weer een stijging is waargenomen, met Finland, Zweden en Malta als uitzonderingen (*grafiek 5b*). In 2014 was de stijging in sommige gevallen vrij beperkt (Oostenrijk, Frankrijk, Nederland, Spanje, Italië) en in andere gevallen significanter (België, Duitsland, Hongarije, Roemenië, Griekenland en Ierland). Deze stijging is echter over het algemeen echter veel beperkter dan de in 2010-2012 geregistreerde daling. De recente verbetering in de exportmarktaandelen in de EU is voor een deel te danken aan het feit dat de wereldwijde handel in 2013-2014 tot stilstand is gekomen, wat het verlies aan exportmarktaandeel automatisch heeft afgezwakt. Daarom zijn de recente verbeteringen van het marktaandeel misschien niet van structurele aard. Wat de toekomst betreft, is het nog te vroeg om uit te maken of deze verbeteringen blijvend of slechts tijdelijk zijn.

[22] In waarde is de uitvoer uit de eurozone tussen 2013 en 2015 gedaald, en is de uitvoer naar niet-EU-landen ruwweg afgevlakt.

Grafiek 5a: **Verandering in het exportmarktaandeel over vijf jaar — scorebordindicator in 2014**



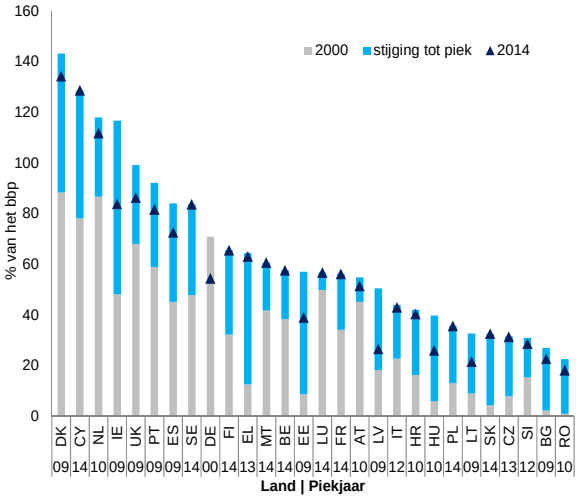
Grafiek 5b: **Verandering in het exportmarktaandeel over twee jaar in 2014**



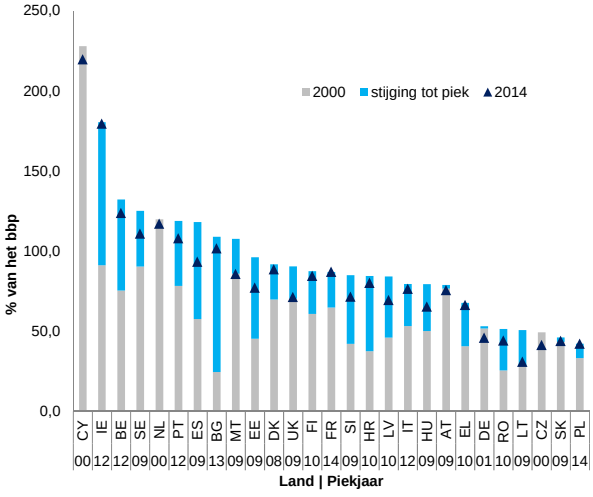
Bron: Eurostat, berekeningen van de Commissie.

Noten: De uitsplitsing berust op de shift-share-methode. De gearceerde balken geven de bijdrage tot de marktaandeeldynamiek weer die voortvloeit uit veranderingen in de positie op een bepaalde markt; de volle balken meten de bijdrage aan de marktaandeeldynamiek die voortvloeit uit veranderingen in marktaandeel op een bepaalde markt[23]. De berekeningen berusten op BPM6-gegevens behalve voor BG, IT, FI en MT, waarvoor de gegevens over uitvoer naar de EU worden afgeleid uit de nationale rekeningen; gegevens zijn gedeeltelijk onbeschikbaar voor ES, HR en IE.

Grafiek 6a: **Schuld van huishoudens** (geconsolideerd, in % van het bbp)



Grafiek 6b: **Schuld van niet-financiële vennootschappen** (geconsolideerd, in % van het bbp)



Bron: Eurostat, berekeningen van de Commissie.

Noten: In *grafiek 6a* is de piek van de schuldquote aangegeven op de horizontale as. De eerste waarneming dateert van 2000, met uitzondering van IE, SI, HR (alle 2001), PL (2003), MT, LV, LT (alle 2004). De waarde voor 2014 is, indien niet beschikbaar, geraamd op basis van kwartaalgegevens. In grafiek 6b is de looneenheid niet in aanmerking genomen vanwege specifieke kenmerken met betrekking tot de oorzaken van bedrijfsschulden. De piek van de schuldquote wordt weergegeven op de horizontale as. De eerste waarneming

[23] Voor een gedetailleerde toelichting bij de methodologie die is gebruikt voor de uitsplitsing van de exportmarktaandelen, zie "A closer look at some drivers of trade performance at Member State level", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (2):29-39.

dateert van 2000, met uitzondering van IE, SI, HR (alle 2001), PL (2003), MT, LV, LT (alle 2004). De waarde in 2014 is, indien niet beschikbaar, geraamd op basis van kwartaalgegevens.

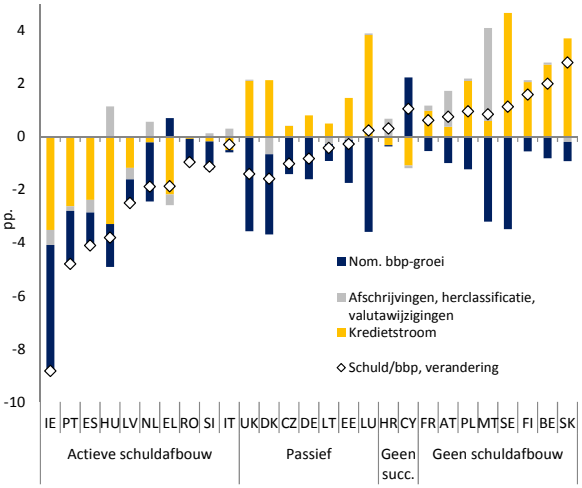
De schuld van de particuliere sector blijft hoog en overschrijdt in verschillende lidstaten de indicatieve drempelwaarde van het scorebord. De particuliere schuldenlast schommelt sterk en weerspiegelt niet alleen de ontwikkelingsgraad van de financiële sector, maar geeft ook weer in welke mate teveel is geleend als gevolg van de soepele leenvoorwaarden van vóór de crisis. Ook de samenstelling van de particuliere schulden in de voornaamste sectoren van de economie vertoont aanzienlijke verschillen (*grafieken 6a en 6b*). In sommige landen is de hoge schuldenlast meestal het gevolg van de accumulatie van schulden door huishoudens, vaak gekoppeld aan een sterke toename van de huizenprijzen en van de waarde van hypotheken. In andere landen is vooral de schuld van niet-financiële vennootschappen hoog. In sommige landen hebben alle sectoren van de economie een hoge schuldenlast. Hoge schulden vormen een kwetsbaarheid omdat ze de macro-financiële gevolgen van negatieve schokken verergeren. Ze tasten het aanpassingsvermogen van economieën aan door de invloed van het monetaire beleid te verzwakken, aangezien ondernemingen met schulden nauwelijks kunnen profiteren van lage rentevoeten[24]. In het licht van de nog af te bouwen schulden zou een neerwaartse aanpassing van de particuliere schuldenlast een rem zetten op de groei in de vorm van een zwakkere investerings- of consumptiedynamiek. In deze context zouden goed functionerende insolventiekaders kunnen bijdragen tot het terugdringen van de totale schuldenlast door een oplossing te bieden voor de niet-levensvatbare schuld, waardoor het groeivertragende effect van schuldafbouw kan worden tegengegaan.

Schuldafbouw is geen onverdeeld succes en de afname van de particuliere schuld was in de meeste lidstaten voornamelijk het resultaat van negatieve kredietstromen. Volgens gegevens van Eurostat was de geconsolideerde schuldenlast in 2014 goed voor 64,6 % en 77,7 % van het bbp van de EU voor huishoudens en niet-financiële vennootschappen, tegenover respectievelijk 68,0 % en 82,5 % van het bbp in 2009. Sinds het hoogtepunt van de schuldencrisis is de schuldafbouw geen onverdeeld succes gebleken, waarbij een reële verlaging van de schuldenlast vaker werd waargenomen bij bedrijven (*grafieken 6a en 6b*). De jongste ontwikkelingen leveren een zeer ongelijk beeld op van de schuldafbouw in de diverse landen en sectoren (*grafieken 7a en 7b*). In de loop van 2014 en begin 2015 werd de actieve schuldaflossing door huishoudens in de hand gewerkt door positieve groeicijfers in Ierland en in mindere mate in Portugal, Spanje en Hongarije. Passieve schuldafbouw heeft plaatsgevonden in het Verenigd Koninkrijk en Denemarken, waar de schuldquote dankzij de gunstige groeicontext is gedaald en de kredietverschaffing aan huishoudens behouden bleef. Daartegenover staat dat de schuld van huishoudens verder is gestegen in Zweden, Finland, Frankrijk en België, ondersteund door positieve kredietstromen. In sommige gevallen hebben ook ondernemingen actief schulden afgebouwd, wat samenviel met een gunstige nominale groei. Dit is het geval voor Letland, Ierland, Denemarken, Slovenië en Portugal. Passieve schuldafbouw door ondernemingen heeft slechts in een beperkt aantal landen plaatsgevonden (met name het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië). De schuldafbouw door ondernemingen was echter geen succes in enkele andere lidstaten, zoals Cyprus en Griekenland, die hun

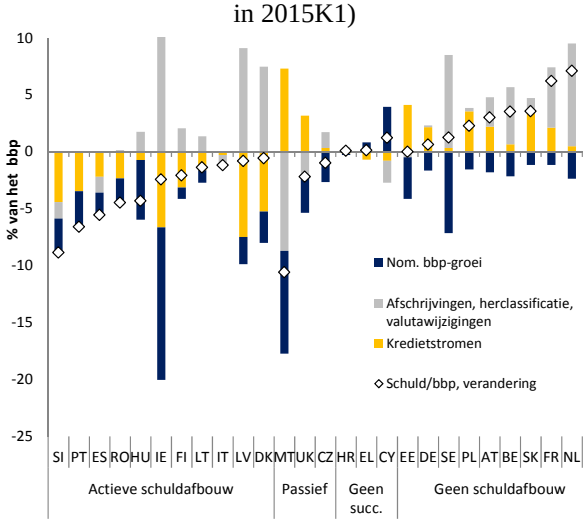
[24] De erfenis van de hoge schuldenlast van ondernemingen zal waarschijnlijk blijven drukken op de economie. De hoge particuliere schuld gaat over het algemeen gepaard met lage groei op middellange termijn, hoewel het creëren van specifieke schulddrempels een analytische uitdaging kan vormen (zie verwijzingen in Chen et al., (2015), "Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts", *Working Paper 15/35, Internationaal Monetair Fonds*, Washington). Ook wordt aangenomen dat de schuld de economische prestaties na de crisis negatief heeft beïnvloed (zie Bornhorst, F. en Ruiz Arranz, M. (2013). "Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area." *Country Report 13/232, Internationaal Monetair Fonds*, Washington, en Europese Centrale Bank (ECB), (2012), "Corporate Indebtedness in the Euro Area.", *Monthly Bulletin* (februari): 87-103.

schuldquoten ondanks toegenomen besparingen zagen verslechteren als gevolg van een negatieve dynamiek in het nominale bbp. De schuldenlast van ondernemingen is in sommige lidstaten, zoals Oostenrijk, Frankrijk, Slowakije, Polen en in mindere mate Duitsland, toegenomen, mede als gevolg van positieve kredietstromen[25].

Grafiek 7a: **Factoren voor schuldafbouw van huishoudens** (jaar-op-jaar-verandering in 2015K1)



Grafiek 7b: **Factoren voor schuldafbouw van niet-financiële vennootschappen** (jaar-op-jaar-verandering in 2015K1)



Bronnen: Eurostat, berekeningen van de Commissie.
Noten: De grafieken tonen een uitsplitsing van de ontwikkeling van de schuldquoten in drie componenten: de kredietstromen, de nominale bbp-groei (noemereffect) en andere wijzigingen in de schuldenlast. Schuldverlaging kan worden bereikt door verschillende combinaties van schuldaflossing, economische groei en andere wijzigingen in de uitstaande schuld. *Actieve* schuldafbouw heeft betrekking op de netto aflossing van de schuld (negatieve netto kredietstromen), wat gewoonlijk leidt tot een nominale daling van de balans van de sector en, ceteris paribus, tot negatieve gevolgen voor de economische activiteit en de activamarkten. *Passieve* schuldafbouw daarentegen bestaat uit positieve netto kredietstromen die worden tenietgedaan door hogere nominale bbp-groei die de schuldquote geleidelijk doet dalen. Actieve schuldafbouw kan *mislukken* indien de deflatoire invloed op het bbp leidt tot stagnatie of zelfs een stijging van de schuldquote[26].

De kwetsbaarheden in de banksector van een aantal lidstaten doen vermoeden dat verminderde toegang tot financiering de schulddynamiek kan blijven beïnvloeden. De algemene situatie in de banksector is in de meeste lidstaten verbeterd. De kapitaalniveau's zijn aangevuld en staan nu algemeen op een veiliger peil[27]. Daarnaast is vooruitgang geboekt met betrekking tot het institutionele kader voor herstel en afwikkeling van banken, waardoor het risico op negatieve terugkoppelingseffecten tussen banken en overheden kleiner wordt. In verscheidene lidstaten is echter nog steeds sprake van kwetsbaarheden en druk om schuld af te bouwen in de financiële sector, wat in sommige gevallen ook blijkt uit de terugval in de scorebordindicator voor de financiële verplichtingen. In Ierland, Griekenland, Spanje, Italië, Cyprus, Hongarije, Portugal, Bulgarije, Roemenië en Slovenië gaat de banksector nog steeds gebukt onder hoge percentages oninbare leningen op de balans, die in sommige gevallen in

[25] Wisselkoersbewegingen, in het bijzonder de waardevermindering van de euro in de tweede helft van het jaar 2014, hebben wellicht aanzienlijke waarderingseffecten teweeggebracht, waardoor de waarde van niet in euro uitgedrukte schuld is gestegen, zoals in Ierland of in Nederland.

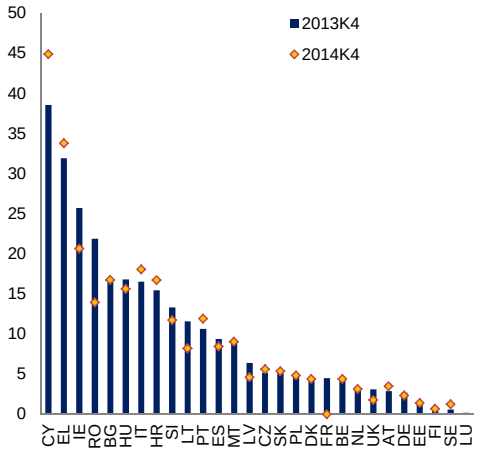
[26] Voor een gedetailleerde toelichting, zie Pontuch, P., "Private sector deleveraging: where do we stand?", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2014(4): 7-19.

[27] Zie Europese Centrale Bank (2015), "Financial Stability Review', mei 2015, en het Gemengd Comité van de Europese toezichthoudende autoriteiten (2015), "Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System", GC 2015 007.

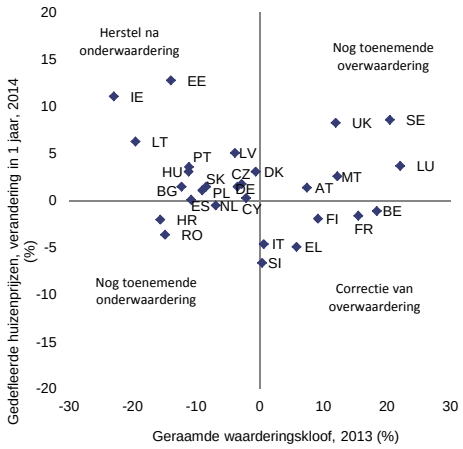
2014 nog zijn toegenomen (*grafiek 8*). In Oostenrijk kan hoge blootstelling aan ontwikkelingen in het buitenland ook een bron van kwetsbaarheid betekenen. Sinds medio 2014 neemt de afhankelijkheid van centralebankfinanciering niet langer af, wat erop wijst dat de vermindering van de financiële fragmentatie mogelijk is gestopt of dat de financiering door banken plaats maakt voor goedkopere overheidskredieten[28]. Bovendien bedreigen lage groei en een klimaat van lage rentevoeten de winstgevendheid van de banken in een aantal lidstaten[29]. In deze context en rekening houdend met de druk om schuld af te bouwen in de financiële en niet-financiële sectoren bleven de meest kwetsbare landen in 2014 kredietschaarste kennen.

In 2014 weerspiegelde de evolutie van de huizenprijzen uiteenlopende posities op de woningmarkt in de hele EU (*grafiek 9*). De jaarlijkse veranderingen in de inflatiegezuiverde huizenprijzen liepen in 2014 uiteen van een daling met 5 % in Slovenië en Griekenland tot krachtige stijgingen van meer dan de indicatieve drempelwaarde van 6 % in Ierland en Estland. Deze toegenomen verschillen zijn het gevolg van uiteenlopende posities op de woningmarkt en van verschillen in risico's[30]. In een aantal lidstaten hebben de prijzen tijdens de crisis een scherpe correctie ondergaan en hebben zij een niveau bereikt dat beduidend lager ligt dan op basis van de fundamentals zou worden verwacht. Dat geldt voor de huizenprijzen in Ierland die tijdens het afgelopen jaar sterk zijn gestegen. Ook Hongarije, Estland, Litouwen en Slowakije kenden een belangrijke stijging van de huizenprijzen. De huizenprijzen worden in deze landen nog steeds als ondergewaardeerd beschouwd, zodat het tempo van het herstel niet hoeft te duiden op het ontstaan van nieuwe risico's in de nabije toekomst. In lidstaten waar huizen nog steeds als sterk overgewaardeerd worden beschouwd, zoals in Zweden of het Verenigd Koninkrijk, zijn deze huizenprijzen nog verder gestegen en dienen zij nauwlettend te worden gevolgd[31].

Grafiek 8: **Percentages oninbare leningen**



Grafiek 9: **Huizenprijzen: waarderingsniveaus in 2013 en wijzigingen in 2014**



28 Sinds de zomer van vorig jaar lijkt de totale vermindering van Target2-saldi tot stilstand te zijn gekomen, vooral onder invloed van ontwikkelingen in Italië, Griekenland en Spanje.

29 De lage rente heeft ook grote invloed op de winstgevendheid van de sector levensverzekeringen omdat het aan de klanten geboden rendement in het licht van de lage opbrengsten van overheidsobligaties niet houdbaar is.

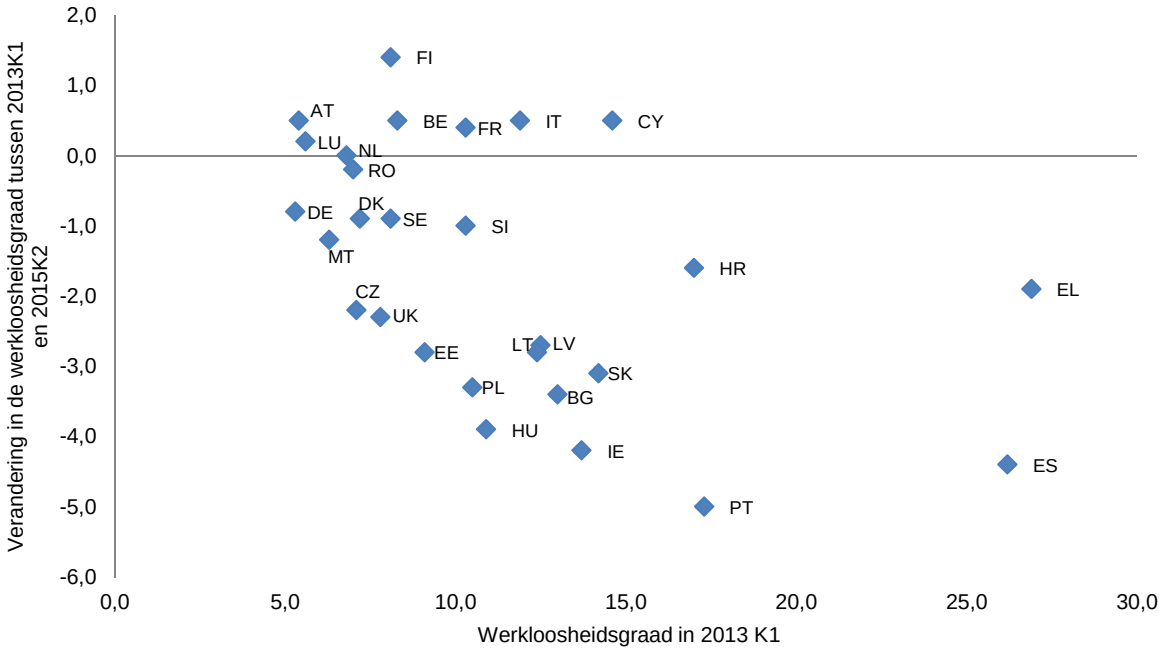
30 De ontwikkeling van de huizenprijzen dient te worden bekeken in combinatie met een beoordeling van de scheefgegroeide waardering van de huizenmarkt.

31 Zweden en Luxemburg zijn de enige landen waar de huizenprijzen vrijwel niet zijn beïnvloed door de crisis en waar zij sinds het midden van de jaren 1990 gestaag zijn blijven stijgen. In het Verenigd Koninkrijk heeft de overgewaardeerde huizenmarkt tot 2012 een correctie van ongeveer 18 % ondergaan sinds de piek in het derde kwartaal van 2007, maar zijn de prijzen alleen al in 2014 met 8 % gestegen en zijn zij blijven stijgen in 2015.

Bronnen: Voor grafiek 8: IMF, ECB; voor grafiek 9: Eurostat, ECB, BIS, OESO, berekeningen van de Commissie.
Noten: De cijfers in *grafiek 8* komen alle uit IMF-gegevens, behalve voor FR, waarvoor het vierde kwartaal van 2013 van het IMF naar 2014 is geëxtrapoleerd met de 2014H1-wijziging van de ECB en voor FI, waarvoor ECB-gegevens zijn gebruikt. Voor LU zijn voor 2014 geen cijfers van IMF en ECB beschikbaar. Voor *grafiek 9* is de overwaarderingskloof geraamd als gemiddelde van de waarderingskloof voor prijs/inkomen, prijs/huur en fundamenteel model[32].

Het niveau van de overheidsschuld ligt nog steeds hoog maar is beginnen te dalen dankzij in het verleden geleverde consolidatie-inspanningen en een aantrekkende groei. De sinds 2007 snel gestegen overheidsschuld zou pas dit jaar beginnen te dalen en naar historische maatstaven nog zeer hoog blijven. De daling van het totale niveau van overheidsschuld is het resultaat van de aanhoudende daling van het algehele overheidstekort en van het aantrekken van de nominale groei. In werkelijkheid is de voor de conjunctuur gecorrigeerde begrotingskoers in de eurozone en in de EU nagenoeg neutraal, waardoor een neerwaartse schuldendynamiek kan ontstaan en een pril economisch herstel kan worden ondersteund. In een aantal landen echter, zoals Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië en Portugal, zal de begrotingsaanpassing ondanks de hoge overheidsschuld gaan afvlakken.

Grafiek 10: **Evolutie van de werkloosheid sinds 2013**



Bron: Eurostat
Noten: het jongste cijfer betreft het tweede kwartaal van 2015, met uitzondering van EE, IT en UK (eerste kwartaal 2015) en IE, NL, FI en SE (derde kwartaal 2015)

[32] De raming van de scheefgroei van de huizenprijzen gebeurt op basis van een gemiddelde van drie waarderingsindicatoren: i) de betaalbaarheidskloof (de afstand tot het langetermijngemiddelde van de verhouding prijs/inkomen); ii) de opbrengstkloof (de afstand tot het langetermijngemiddelde van de verhouding aankoopprijs/huurprijs); en iii) een raming van de afwijkingen van de huizenprijzen van de evenwichtswaarden, onderbouwd door de wetten van vraag en aanbod op de huizenmarkt. Voor meer details, zie Europese Commissie: "Housing market adjustment in the European Union," kader 1.3, in "European Economic Forecast-Spring 2014," *European Economy* 2014(3).

Kader 3: **Werkgelegenheid en sociale ontwikkelingen**

De situatie op de EU-arbeidsmarkt wordt beter en de verschillen tussen de lidstaten nemen af, maar de sociale context blijft in vele lidstaten zorgwekkend.

Belangrijkste boodschappen van het scorebord voor het waarschuwingsmechanismeverslag

In 2014 was de *werkloosheid* in verschillende EU-landen nog steeds zeer hoog. Het driejaarsgemiddelde overschreed de drempelwaarde van 10 % in 12 lidstaten (Bulgarije, Ierland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Kroatië, Italië, Cyprus, Letland, Litouwen, Portugal en Slowakije). In 2014 bedroeg het werkloosheidscijfer (leeftijdsgroep 15-74) 11,6 % en 10,2 % in respectievelijk de eurozone en de EU. Wel is in 2014 een vrij brede daling van de werkloosheid ingezet naarmate het economisch herstel voet aan de grond kreeg: tussen 2013 en 2014 is het werkloosheidspercentage op jaarbasis gedaald met 0,4 en 0,7 procentpunten in respectievelijk de eurozone en de EU. In landen met een hoge werkloosheid deed zich een sterkere daling voor, hetgeen heeft bijgedragen tot kleinere onderlinge verschillen in de werkloosheidscijfers in de EU en in de eurozone. De daling van de werkloosheid was bijzonder uitgesproken in Portugal, Spanje, Ierland, de Baltische staten, maar ook in Hongarije, Bulgarije, het Verenigd Koninkrijk en Polen. Omgekeerd is het werkloosheidscijfer gestegen in Italië en Finland en grotendeels gestabiliseerd in Duitsland en Frankrijk. In het algemeen was de daling sterker dan wat op basis van de groei van het bbp zou kunnen worden aangenomen, als gevolg van een verbeterd vertrouwen, de zichtbare resultaten van structurele hervormingen en de verlaagde loonkosten per eenheid product, terwijl het aantal gewerkte uren niet in dezelfde mate is toegenomen. In de eerste helft van 2015 bleef de werkloosheid in de grote meerderheid van de EU-landen dalen. Dat was vooral het geval in landen die de werkloosheid tijdens de crisis snel hadden zien stijgen, zoals Cyprus, Spanje, Griekenland en Portugal.

De *arbeidsparticipatie* bleef in de meeste landen veerkrachtig. In totaal is tussen 2013 en 2014 een stijging van de arbeidsparticipatie met 0,2 en 0,3 procentpunten geregistreerd in respectievelijk de eurozone en de EU, die grotendeels kan worden toegeschreven aan de structurele toename van de arbeidsparticipatie van vrouwen en oudere werknemers in bijna alle landen. Voor een deel is dat ook het gevolg van een krimpende beroepsbevolking, zoals in de Baltische staten en – in mindere mate – in landen die zijn getroffen door de staatsschuldencrisis. De wijziging in procentpunten over drie jaar is slechts in twee lidstaten negatief, namelijk in Portugal en Denemarken. In beide landen is deze ontwikkeling voornamelijk toe te schrijven aan een dalende arbeidsparticipatie bij jongeren die niet volledig wordt gecompenseerd door een stijgende arbeidsparticipatie van oudere werknemers; deze evolutie moet evenwel worden bekeken in het licht van een waargenomen daling van het aandeel jongeren dat niet werkt en evenmin onderwijs of een opleiding volgt, wat wijst op een stijgende onderwijsdeelname. De combinatie van een veerkrachtige arbeidsparticipatie en groei van de werkgelegenheid heeft in 2014 in de meeste lidstaten geresulteerd in dalende werkloosheidscijfers. Over het algemeen was de toename van de werkgelegenheid meer uitgesproken in de verhandelbare sector. Dit komt vooral door een sectorgebonden patroon van loonstijging dat de verplaatsing van de productie bevordert van de niet-verhandelbare naar de verhandelbare sectoren, wat nodig is voor de externe herbalancering van de "tekortlanden" in de eurozone.

Over het geheel genomen is de afname van de werkloosheid grotendeels te verklaren door een verminderd aantal ontslagen; het aantal aanwervingen neemt weliswaar toe, maar haalt het niveau van vóór de crisis niet. Zo zijn er niet voldoende nieuwe aanwervingen om een stijging van de *langdurige werkloosheid* te voorkomen, die in de afgelopen drie jaar in 11 lidstaten, en met name in Griekenland, Spanje, Portugal, Cyprus en Italië, bijzonder hoog was; daarentegen is de langdurige werkloosheid afgenomen in Duitsland, de Baltische lidstaten, Hongarije en het Verenigd Koninkrijk. De aanhoudende langdurige werkloosheid heeft gevolgen voor de afstemming van vraag en aanbod op de

arbeidsmarkt en bergt het risico van hardnekkige werkloosheid in zich ("werkloosheidhysteresis")[33]. Het hoge niveau van de werkloosheid vormt ook een bron van zorg wegens de ernstige sociale gevolgen, zoals het verlies van menselijk kapitaal en de toenemende armoede in de EU sinds het uitbreken van de crisis[34].

Hoewel de *jeugdwerkloosheid* veel sneller is gedaald dan de algehele werkloosheid, blijft deze met 23,7 % en 22,2 % in respectievelijk de eurozone en de EU in 2014 hoog. Parallel aan de totale werkloosheid begon de jeugdwerkloosheid in de tweede helft van 2013 af te nemen en die evolutie zette zich voort in 2014 en begin 2015. In landen met een hoge jeugdwerkloosheid, zoals in Griekenland, Kroatië, Portugal, Slowakije, Bulgarije, Cyprus en Spanje, vonden na de piek van 2013 aanzienlijke dalingen plaats. Italië is het enige land met een hoge jeugdwerkloosheid waar de situatie gedurende bijna het hele jaar 2014 nog is verslechterd. De recente toename van de arbeidsparticipatie onder jongeren is echter niet voldoende. Als gevolg daarvan slaat de driejaarsindicator voor veranderingen nog steeds uit voor 13 lidstaten (België, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Kroatië, Italië, Cyprus, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal, Slovenië en Finland). De daling van de jeugdwerkloosheid gaat in de meeste landen gepaard met een afname van het aantal jongeren dat niet werkt en evenmin onderwijs of een opleiding volgt. Het NEET-percentage is in 2014 gedaald tot 12,4 %, maar blijft wel ruim boven het niveau van vóór de crisis. De percentages NEET-jongeren liggen het hoogst in Ierland, Cyprus, Spanje, Roemenië, Kroatië, Griekenland, Bulgarije en Italië, waarbij Italië, Cyprus en Kroatië in de afgelopen drie jaar de grootste toename hebben gekend. De jeugdwerkloosheid is een eerste indicatie van de verslechtering van de situatie op de arbeidsmarkt en ook van een lagere potentiële output (door verlies van vaardigheden, schadelijke effecten en gederfde inkomsten in de toekomst) en gaat gepaard met een hoger niveau van sociale uitsluiting.

Langdurige negatieve sociale en werkgelegenheidsontwikkelingen kunnen diverse nadelige gevolgen hebben voor de potentiële bbp-groei en dreigen de macro-economische onevenwichtigheden nog te versterken.

Arbeidsmobiliteit

In 2014 is de arbeidsmobiliteit binnen de EU toegenomen, al bereikten de mobiliteitsstromen niet het niveau van vóór 2008. De stromen van oost naar west blijven het beeld domineren als gevolg van verschillen in lonen en bbp per hoofd van de bevolking. Arbeidsmobiliteit heeft de verschillen in werkloosheid afgezwakt, wat blijkt uit de groei van de mobiliteit van zuid naar noord, uit landen die het sterkst door de crisis zijn getroffen naar landen waar de crisis minder hard is aangekomen. De netto-uitstroom is met name toegenomen in landen als Griekenland, Cyprus en Kroatië, terwijl de netto-instroom onder meer in Duitsland en Oostenrijk is gestegen. De netto-uitstroom is vertraagd in Spanje, de Baltische staten en in Ierland, waar de economische situatie merkbaar is verbeterd. Geleidelijk wordt de loonontwikkeling gevoeliger voor asymmetrische schokken in de nationale arbeidsmarkten, en ook is het reactievermogen van de mobiliteitsstromen toegenomen. Toch blijft hun bijdrage tot het opvangen van de algehele schommelingen van de werkloosheid laag[35]. De participatiegraad van mobiele EU-burgers is gemiddeld hoger dan die van de bevolking van het

[33] Zie Draghi, M. (2014), "Unemployment in the euro area", toespraak op het jaarlijkse symposium van de centrale banken in Jackson Hole, 22 augustus 2014, en Arpaia, A., Kiss, A., en Turrini, A. (2014) "Is unemployment structural or cyclical? Main features of job matching in the EU after the crisis", *European Economy, Economic Papers 527*, september 2014.

[34] Zie Duiella, M. en Turrini, A. (2014), "Poverty developments in the EU after the crisis: a look at main drivers", *ECFIN Economic Brief*, nummer 31, mei 2014.

[35] Europese Commissie (2015), Labour Market and Wage Developments in Europe 2015, deel II, hoofdstuk 1: Labour Mobility and Labour Market Adjustment in the EU.

ontvangende land[36], maar hun menselijk kapitaal, alsook dat van buiten de EU geboren personen, lijkt vaak onderbenut[37].

Over het algemeen kennen de meeste lidstaten risico's die voortvloeien uit kwetsbaarheden of trends die mogelijk macro-financiële instabiliteit of chaotische correcties in de hand kunnen werken. De omvang van de problemen en de urgentie om een passende beleidsreactie te ontwikkelen, variëren sterk van lidstaat tot lidstaat. Alles hangt af van de aard van de kwetsbaarheden of onhoudbare trends, alsook van de vraag of één of meer geledingen van de economie worden getroffen:

- in sommige lidstaten doen zich voornamelijk kwetsbaarheden voor in de externe sector, in de vorm van *grote negatieve internationale netto-investeringsposities*. Dit is het geval voor inhaaleconomieën zoals Roemenië en, in mindere mate, Polen, Letland, Litouwen, Slowakije en Tsjechië.
- Sommige landen hebben *grote en blijvende overschotten op de lopende rekening.* Dit is met name het geval voor Duitsland en Nederland, waar aanzienlijke overschotten en een groei in het aandeel netto externe activa kunnen wijzen op toenemende crediteurrisico's, wat relevant kan zijn voor de rest van de eurozone.
- De combinatie van *grote overheidsschulden en een dalende trend in de potentiële groei of het concurrentievermogen* is ondanks het ontbreken van externe houdbaarheidsrisico's in een aantal landen een bron van zorg, omdat hierdoor een groter risico ontstaat op een instabiele evolutie van de schuldquote en op kwetsbaarheid voor negatieve schokken. Dit is het geval voor systeemrelevante landen, zoals Italië of Frankrijk, maar ook voor kleinere economieën zoals België.
- In een aantal economieën blijven *onhoudbare trends en kwetsbaarheden* mogelijk beperkt *tot een bepaalde sector van de economie*. In Zweden is de voornaamste zorg de aanhoudende stijging van de woningprijzen en de schuldenlast van de huishoudens. In Nederland behoort de schuld van de huishoudens tot de hoogste in de EU, hoewel die schuld thans wordt afgebouwd. Dit draagt bij tot het Nederlandse overschot op de lopende rekening, samen met andere structurele factoren, waaronder een laag investeringsniveau. In beide gevallen dragen interne ontwikkelingen bij tot de hoge overschotten op de lopende rekening, die ook worden beïnvloed door structurele kenmerken van de economie, zoals de belastingstructuur of de aanwezigheid van een groot aantal multinationale ondernemingen. Het Verenigd Koninkrijk wordt ook geconfronteerd met stijgende huizenprijzen die nauwlettend in het oog dienen te worden gehouden. Het tekort op de lopende rekening – met name te verklaren door een robuuste consumptie – lijkt hier niet het gevolg van een significante verslechtering van het prijsconcurrentievermogen. De financieringsdruk in de Oostenrijkse financiële sector zou als kwetsbaarheid kunnen worden aangemerkt. In Estland moet wellicht worden gekeken naar risico's die gelieerd zijn aan de stijgende vraagdruk in de binnenlandse economie. Finland kampt met moeilijke structurele veranderingen in de

[36] In 2014 bedroeg de arbeidsparticipatie van mensen die in een ander EU-land geboren zijn 67 %, tegenover 65 % voor mensen die geboren zijn in het ontvangende land. De arbeidsparticipatie van buiten de EU geboren personen bedroeg 57 % (bron: arbeidskrachtenenquête van Eurostat, leeftijdsgroep: 15 tot 64 jaar).

[37] In 2014 was 13 % van de in een ander EU-land geboren personen werkloos, terwijl dat 10 % was voor mensen die geboren zijn in het ontvangende land. De werkloosheid bij buiten de EU geboren personen bedroeg 19 %. De overkwalificatiegraad – hooggeschoolde werknemers die banen voor laag- of middelhooggeschoolden aannemen – was ook beduidend hoger bij mobiele EU-werknemers dan bij autochtonen en zelfs hoger bij buiten de EU geboren personen. (bron: arbeidskrachtenenquête van Eurostat)

economie als gevolg van de inkrimping van de elektronicasector. Denemarken valt door de hoge schuldenlast van de huishoudens ook binnen deze categorie, hoewel uit de huidige risicobeoordeling geen behoefte aan nader onderzoek blijkt. Dit geldt ook voor Luxemburg en Malta, waar de risico's die voortvloeien uit de hoge particuliere schuld onder controle zijn.

- Een aantal lidstaten heeft te kampen met kwetsbaarheden in de vorm van *grote volumes nettoverplichtingen in een breed scala van sectoren*, zowel intern als extern. Dit is met name het geval in landen die het grote tekort op de lopende rekening vroeger hoog lieten oplopen in combinatie met een forse stijging van de kredietverlening in de binnenlandse economie, wat tegelijk heeft geleid tot grote negatieve internationale netto-investeringsposities en hoge particuliere schulden. In het algemeen staan zulke landen momenteel onder druk om de schuld af te bouwen, en dat in een context van beperkte budgettaire ruimte, een groot volume noodlijdende kredieten en een onaanvaardbaar hoge werkloosheid. Het gaat hier om eurolanden als Portugal, Spanje, Cyprus, Griekenland, Ierland en Slovenië. Oost-Europese landen zoals Hongarije, Kroatië en Bulgarije worden ook geconfronteerd met problemen in het licht van de hoge interne en externe verplichtingen. Dit vormt vooral een uitdaging in Hongarije en Bulgarije, waar het herstructureringsproces van de banksector nog moet worden voortgezet.

3. ONEVENWICHTIGHEDEN, RISICO'S EN AANPASSING: LANDENSPECIFIEKE OPMERKINGEN

In dit deel wordt voor elke lidstaat een beknopte economische interpretatie gegeven van het scorebord en de aanvullende indicatoren. Samen met de bespreking van de grensoverschrijdende kwesties helpt dit overzicht bij het bepalen van de lidstaten waarvoor tot een diepgaande evaluatie moet worden overgegaan. Zoals hierboven reeds is uitgelegd, zal de Commissie op basis van de diepgaande evaluaties uitmaken of er van onevenwichtigheden, dan wel van buitensporige onevenwichtigheden sprake is.

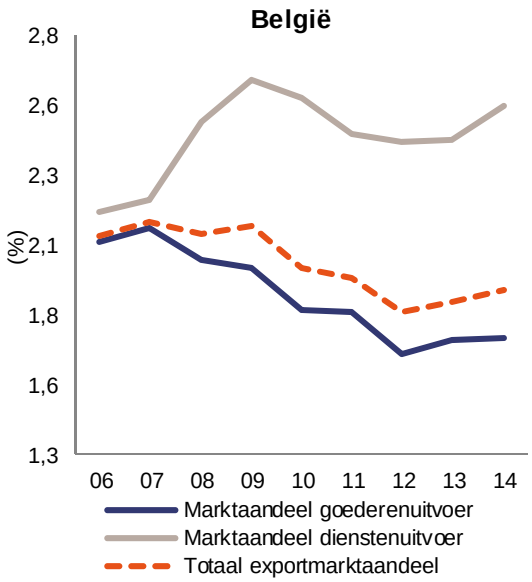
De PMO is niet van toepassing op lidstaten die financiële bijstand ontvangen ter ondersteuning van hun macro-economische aanpassingsprogramma's[38]. Momenteel zijn dat Griekenland en Cyprus. Hieronder worden echter ook opmerkingen met betrekking tot Cyprus geformuleerd. De toestand van Cyprus in de context van de PMO, met inbegrip van de opstelling van een diepgaande evaluatie, zal worden bekeken als de huidige financiële bijstand afloopt.

De volledige reeks statistieken waarop deze economische interpretatie en het volledige verslag zijn gebaseerd, is te vinden in de statistische bijlage.

België: In februari 2015 concludeerde de Commissie dat België met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat het concurrentievermogen betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector, de schuldpositie van de overheidssector, alsmede de stijging van de langdurige en jeugdwerkloosheid.

Na een tweede jaar waarin het exportmarktaandeel is toegenomen, is de indicator in 2014 verbeterd en nadert deze geleidelijk de drempelwaarde. Deze verbetering valt samen met het verbeterde saldo op de lopende rekening en de stabiele ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product. Beide factoren zullen in 2015 naar verwachting verder verbeteren, gelet op de gunstige handelsvoorwaarden en de geringe stijging van de loonkosten. Hoewel het scorebord nog op een aantal problemen wijst, duidt het er in het algemeen op dat de externe prestaties stabiel zijn of zelfs verbeteren. De indicatoren voor de schuldpositie zijn al meerdere jaren min of meer stabiel, maar op een niveau dat beduidend boven de respectieve

Grafiek A1: ***Exportmarktaandelen***



Bron: Eurostat

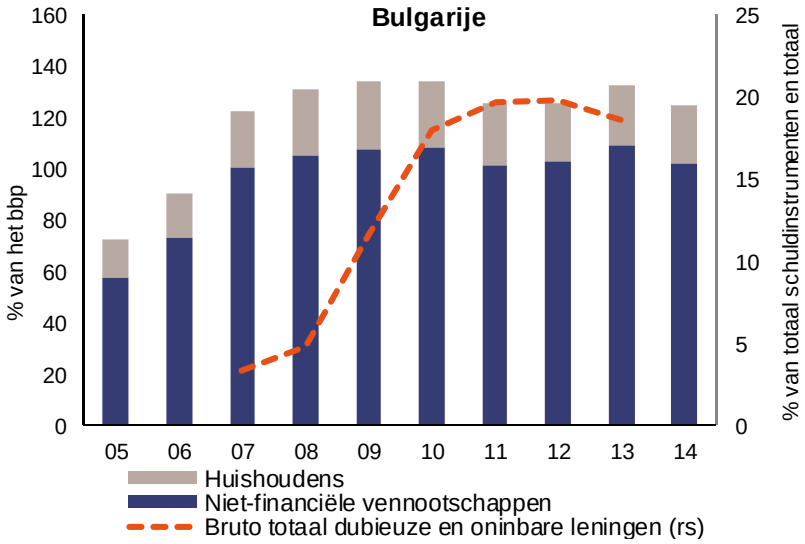
[38] Deze aanpak, waarmee parallelle procedures en rapportageverplichtingen worden vermeden, is vastgelegd in Verordening (EU) nr. 472/2013 (PB L 140 van 27.5.2013, blz. 1). Hij sluit ook aan bij het Commissievoorstel tot instelling van een faciliteit voor het toekennen van financiële bijstand aan lidstaten die de euro niet als munt hebben (COM(2012) 336 van 22.6.2012).

drempelwaarden ligt. De hoge bedrijfsschulden zijn het gevolg van de veelvuldig afgesloten groepsinterne leningen, waarmee rekening moet worden gehouden. De schuldenlast van de huishoudens blijft bescheiden doordat de risico's deels wegvallen als gevolg van de toename van de financiële middelen. De overheidsschuld is stabiel, doordat latente verplichtingen van de overheidssector aan financiële instellingen verder zijn afgenomen. De financiële sector heeft zijn schuld verder afgebouwd, ondanks de toenemende verplichtingen. De vastgestelde stijging van de indicatoren voor werkloosheid, waaronder langdurige en jeugdwerkloosheid, wordt hoofdzakelijk veroorzaakt door de conjunctuurcyclus.

Al met al wijst de economische interpretatie op kwesties in verband met het concurrentievermogen die eerst nader moeten worden geanalyseerd, voordat kan worden vastgesteld of de dynamiek daadwerkelijk een positieve wending neemt. Derhalve acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van een onevenwichtigheid, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Bulgarije: In maart 2014 heeft de Commissie geconcludeerd dat Bulgarije buitensporige macro-economische onevenwichtigheden kende die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen, zeker in het licht van de zorgen over praktijken in de financiële sector, die significante financiële en macro-economische risico's meebrengen. Het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de schuld van de particuliere sector, de loonkosten per eenheid product, alsook de werkloosheid en de toegenomen langdurige werkloosheid.

Grafiek A2: ***Particuliere schuld en oninbare leningen***



Bron: Eurostat en ECB

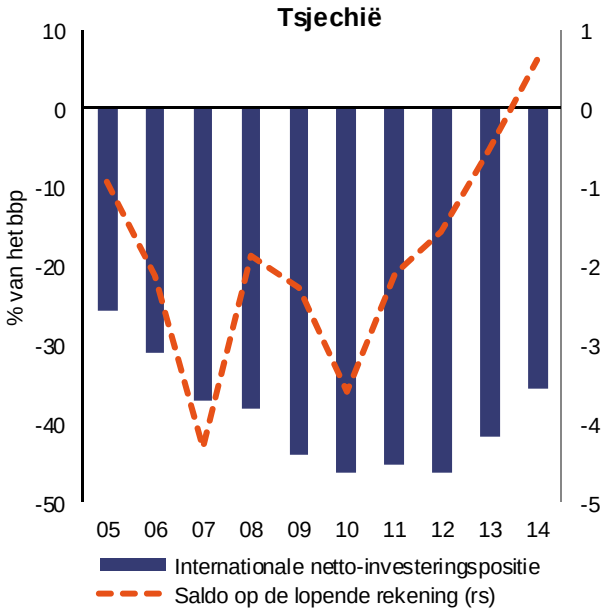
De hoge stand van de externe verplichtingen blijft een bron van kwetsbaarheid. De externe nettopositie is echter opnieuw verbeterd, dankzij de positieve lopende en kapitaalrekening en de toenemende externe activa. Tegelijkertijd is de toename van het exportmarktaandeel vertraagd, maar dit is ook het geval voor de stijging van de loonkosten per eenheid product. Hoewel de financiële sector lijkt te zijn gestabiliseerd, zijn de problemen op het gebied van instellingen en regelgeving, die aan het licht zijn gekomen door het faillissement van de Corporate Commercial Bank, nog onvoldoende aangepakt. De schuld van de particuliere sector, die geconcentreerd is in de sector niet-financiële vennootschappen, is nog steeds groot. Als de druk om schulden af te bouwen niet ordelijk wordt behandeld, zou deze op de korte termijn een rem op de investerings- en economische groei kunnen zetten en een extra bron van kwetsbaarheid kunnen zijn. Ondanks de inspanningen om het ondernemingsklimaat te verbeteren, leidt de ontoereikende ontwikkeling van de Bulgaarse pre-insolventie- en insolventiekaders ertoe dat schulden langzamer worden afgebouwd, de onzekerheid bij de marktdeelnemers toeneemt en het land minder aantrekkelijk wordt voor investeerders. Aanhoudende structurele problemen, zoals langdurige werkloosheid en het probleem dat het aanbod van en de vraag naar

vaardigheden en kwalificaties niet op elkaar aansluiten, leiden ertoe dat de Bulgaarse arbeidsmarkt hapert, waardoor het menselijk kapitaal onderbenut wordt en de economische en sociale kosten uiteindelijk stijgen.

Al met al zijn de externe en interne kwetsbaarheden, met name in de financiële sector, nog steeds aanwezig. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in februari, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang inzake het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

Tsjechië: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Tsjechië geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft de internationale netto-investeringspositie (INIP) de indicatieve drempelwaarde.

Grafiek A3: ***INIP en saldo op de lopende rekening***



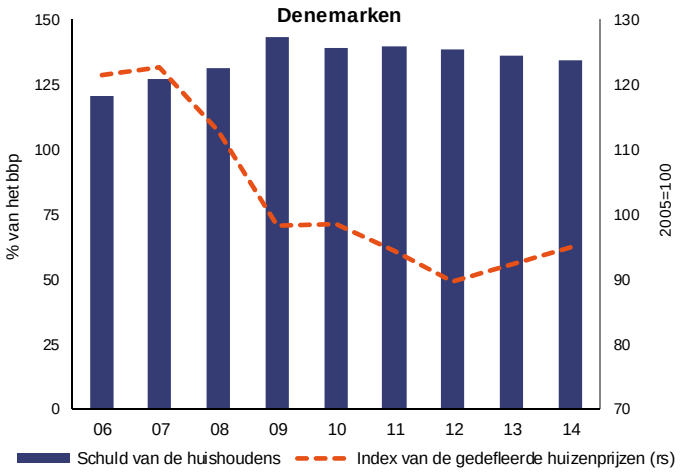
Bron: Eurostat

Het saldo op de lopende rekening is de laatste jaren aanzienlijk verbeterd, en vertoonde in 2014 zelfs een jaarlijks overschot. De INIP is geleidelijk afgenomen en ligt nog maar iets boven de drempelwaarde. De aan de externe positie verbonden risico's zijn beperkt omdat een groot deel van de buitenlandse verplichtingen de vorm van buitenlandse directe investeringen aanneemt en de externe nettoschuld derhalve zeer laag is. Deze positie veroorzaakt echter primaire-inkomensstromen die aanhoudende handelsoverschotten vereisen om de houdbaarheid te handhaven. Het concurrentievermogen lijkt stabiel, met een beperkte groei van de nominale loonkosten per eenheid product. De reële effectieve wisselkoers is in 2014 fors gedaald doordat de Tsjechische nationale bank eind 2013 een laagste wisselkoers ten opzichte van de euro invoerde. Deze factoren droegen ertoe bij dat er in 2014 over de hele linie terreinwinst op de exportmarkt werd geboekt en de trend van eerdere jaren werd gekeerd. De risico's van interne onevenwichtigheden lijken gering, gelet op de betrekkelijk geringe schuldenlast van en de zwakke kredietstromen in de particuliere sector. De banksector, die grotendeels in buitenlandse handen is, bleef stabiel dankzij de slechts geringe toename van de totale verplichtingen van de financiële sector in 2014 en het over het geheel genomen lage percentage oninbare leningen. De overheidsschuld is verder afgenomen en blijft ruim onder de drempelwaarde. De werkloosheid is in 2014 afgenomen (ook in de eerste helft van 2015 is een sterke daling vastgesteld) en de groei van de huizenprijs was licht positief.

Al met al duidt de economische interpretatie op een verbeterend extern concurrentievermogen en geringe interne risico's. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Denemarken: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Denemarken geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, het verlies aan exportmarktaandeel en de schuldpositie van de particuliere sector, alsook een afname van de arbeidsparticipatie.

Grafiek A4: ***Schuld van de huishoudens en index van de huizenprijzen***



Bron: Eurostat

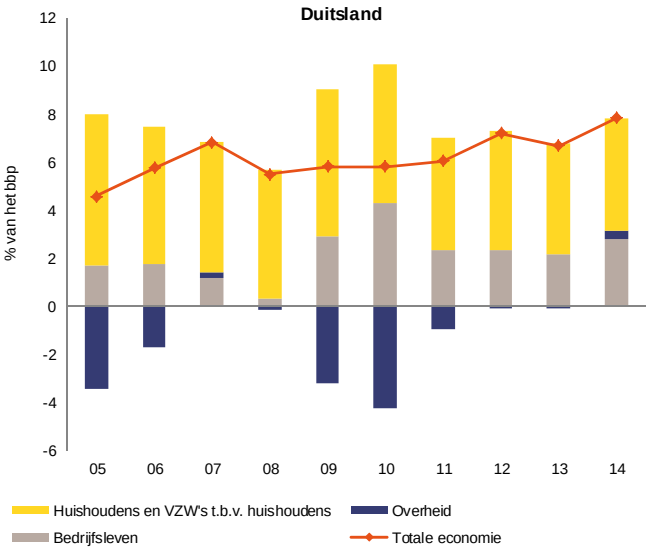
Het saldo op de lopende rekening vertoont nog steeds grote overschotten en ligt voor het tweede achtereenvolgende jaar iets boven de bovenste drempelwaarde van het scorebord. Dit hangt samen met het nog altijd zwakke herstel van de binnenlandse vraag in Denemarken en de hoge inkomsten uit investeringen in het buitenland. De internationale netto-investeringspositie is sterk, vooral door de groeiende netto-omvang van de buitenlandse directe investeringen. Verwacht wordt dat het overschot op de lopende rekening zal afnemen naarmate het herstel vastere voet krijgt. Ook in 2014 werd een verlies aan exportmarktaandeel vastgesteld en de cumulatieve verliezen blijven groot, ook in vergelijking met andere geïndustrialiseerde landen. De cumulatieve verliezen hangen nauw samen met de sterke loonstijging en de zwakke productiviteitsgroei vóór de crises en blijven een uitdaging voor het economisch herstel. De indicatoren voor het prijsconcurrentievermogen zijn de laatste jaren echter stabiel. De schuld van de particuliere sector is nog steeds hoog, terwijl de macro-economische risico's uit het oogpunt van zowel de reële economie als de financiële stabiliteit beperkt blijven. Daarbij gaat het met name om de brutoschuld van de huishoudens, die samenhangt met het specifieke hypothecaire stelsel. De huizenprijzen zijn mettertijd aangepast en verkeren nu in een herstelfase. De huishoudens blijken de aanpassingen van de huizenprijzen sinds 2007 aan te kunnen doordat tegenover de hoge schuld een hoog niveau van activa staat. De in voorgaande jaren ingevoerde regelgevende en toezichtmaatregelen lijken de stabiliteit van de financiële sector te hebben versterkt. Na de crisis heeft de werkgelegenheidssituatie zich gestabiliseerd en de werkloosheid, inclusief de langdurige werkloosheid, is gering en dalende, hoewel de arbeidsparticipatie licht is teruggelopen. De arbeidsparticipatie was echter hoog en de daling is in overeenstemming met het slinkende NEET-percentage.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de exportprestatie. De externe risico's en de schuldenlast van de particuliere sector zijn echter beperkt. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Duitsland: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Duitsland met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd die doortastende beleidsactie en monitoring vereisen, met name wat betreft de risico's die toenemen doordat de particuliere en overheidsinvesteringen onvoldoende blijven, wat negatieve gevolgen heeft voor de groei en bijdraagt aan het zeer hoge overschot op de lopende rekening. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, het verlies aan exportmarktaandeel en de overheidsschuld.

Het overschot op de lopende rekening is verder toegenomen, mede door de lagere olieprijzen en gunstige wisselkoersontwikkelingen, en het zal naar verwachting de komende jaren groot blijven. In 2014 is het relatieve belang van de eurozone en de rest van de wereld voor het externe overschot grotendeels stabiel gebleven. De internationale netto-investeringspositie is zeer ruim en groeit snel. De bruto-investeringen in vaste activa zijn sinds 2011 min of meer stabiel. De indicator voor het verlies aan exportmarktaandeel is verbeterd als gevolg van kleine toenames in 2014, maar overtreft in cumulatieve termen nog altijd de drempelwaarde. De loonkosten per eenheid product stijgen sterker dan gemiddeld in de eurozone, maar in cumulatieve termen blijven er negatieve gaps ten opzichte van andere landen van de eurozone. De schuldafbouw in de particuliere sector is voortgezet bij een positieve maar geringe kredietstroom naar de particuliere sector. Hoewel de gedefleerde huizenprijzen de laatste jaren stijgen – met grote regionale verschillen – blijft de indicator onder de drempelwaarde. Deze ontwikkeling moet niettemin nauwlettend worden gemonitord. De overheidsschuldquote overtreft in Duitsland de drempelwaarde, hoewel zij in 2014 verder is gedaald. De robuuste arbeidsmarkt leidt in Duitsland tot zeer lage en dalende werkloosheidscijfers.

Grafiek A5: **Financieringsoverschot/-tekort per sector**

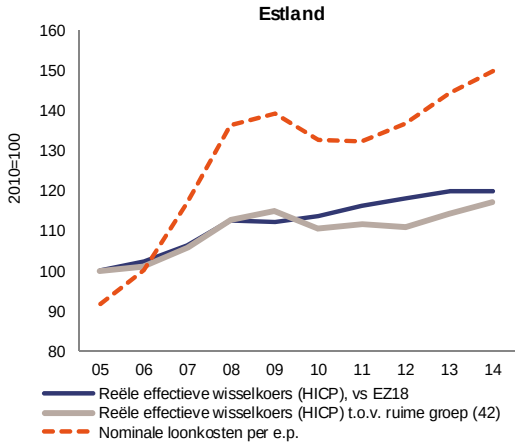


Bron: Commissiediensten

Al met al leiden het grote en oplopende externe overschot en de sterke afhankelijkheid van de externe vraag tot groeirisico's. Derhalve vindt de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van onevenwichtigheden die doortastende beleidsactie en monitoring vereisen, nuttig de risico's die samengaan met de aanhoudende onevenwichtigheden of het ongedaan maken daarvan, verder te onderzoeken.

Estland: Tijdens de vorige PMO-ronden werden er in Estland geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), loonkosten per eenheid product en de huizenprijzen.

Grafiek A6: ***Reële eff. wisselkoers en loonkosten per e.p.***



Bron: Eurostat, Commissiediensten

De negatieve INIP bevindt zich boven de drempelwaarde, maar vertoont verbetering en meer dan de helft van de externe verplichtingen bestaat uit buitenlandse directe investeringen die risico's beperken. De lopende rekening vertoont sinds 2014 een overschot, geholpen door de groeiende uitvoer van diensten. Hoewel het exportmarktaandeel over het geheel genomen fors is toegenomen, was de jaarlijkse toename in 2014 marginaal. De significante toename van de nominale loonkosten per eenheid product weerspiegelt het beperkte arbeidsaanbod en de door de binnenlandse vraag geschraagde

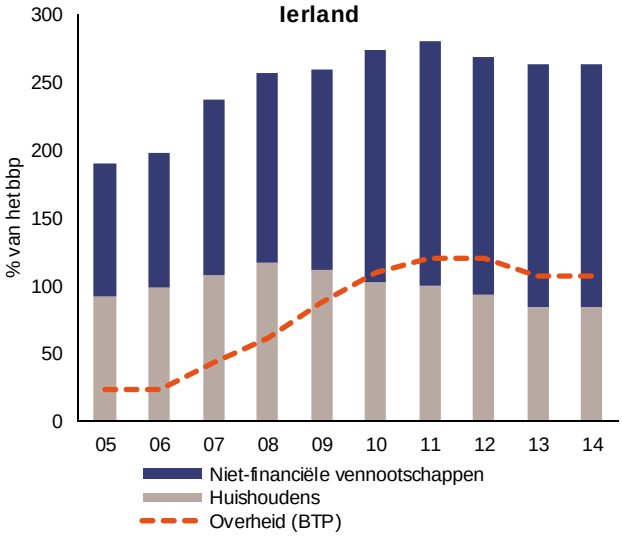
economische groei, maar houdt ook nog steeds verband met inhaaleffecten. Onafgebroken sterke stijging van de lonen zou het kostenconcurrentievermogen kunnen aantasten. De snelle stijging van de huizenprijzen na het barsten van de kredietzeepbel van 2008/2009 hangt samen met de recentelijk sterk stijgende lonen, de gunstige kredietvoorwaarden en het feit dat de meeste transacties plaatsvinden in het duurdere, hoofdstedelijke gebied. De schuldpositie van de particuliere sector ligt iets onder de drempelwaarde. Geholpen door een robuuste nominale bbp-groei en een bescheiden groei van de kredietverlening aan de particuliere sector wordt de schuld afgebouwd. De schuld is echter nog betrekkelijk hoog in verhouding tot vergelijkbare landen. De overheidsschuld is daarentegen nog steeds de laagste in de gehele EU. Wat langdurige werkloosheid, jeugdwerkloosheid en ernstige materiële deprivatie betreft, zijn de cijfers aanmerkelijk verbeterd.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen die er verband mee houden dat de druk in de binnenlandse economie opnieuw oploopt. Derhalve acht de Commissie het nuttig tot een verdere grondige analyse van de gelopen risico's over te gaan om uit te maken of er van een onevenwichtigheid sprake is.

Ierland: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Ierland macro-economische onevenwichtigheden kende die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen. Het betrof met name ontwikkelingen in de financiële sector, de schuldenlast van de particuliere sector, de schuldenlast van de overheidssector, de hoge externe bruto- en nettoverplichtingen en de arbeidsmarkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector, de schuldpositie van de overheidssector, de huizenprijzen en werkloosheid.

De lopende rekening wordt verder aangepast en vertoont nu een aanzienlijk overschot, dat onder meer het gevolg is van de sterke groei van de uitvoer. De INIP was ook in 2014 zeer negatief, maar houdt niettemin een significante verbetering in ten opzichte van 2013 en blijft aantrekken. De nettopositie verhult grote veranderingen in de samenstelling van de externe activa en passiva. Ierland heeft de vijf jaren voorafgaand aan 2014 exportmarktaandeel verloren, maar komt door een sterke toename in 2014 zeer dicht bij de drempelwaarde. Dit weerspiegelt de sterke groei van de uitvoer, die onder meer het gevolg is van het significante herstel van het prijs- en kostenconcurrentievermogen van eerdere jaren. Daarbij blijft de groei van de loonkosten per eenheid product bescheiden door de toegenomen productiviteit, terwijl ook de ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers helpt. De schuldenlast van de particuliere sector als percentage van het bbp is in 2014 sterk afgenomen door de groei van het bbp en de kredietbeperkingen, maar de schuldquote blijft hoog, wat deels het gevolg is van de schuld op de balans van Ierse filialen van multinationale ondernemingen. Het percentage oninbare leningen vertoont eveneens een dalende trend, maar is nog altijd hoog.

Grafiek A7: ***Schuld in economische sectoren***



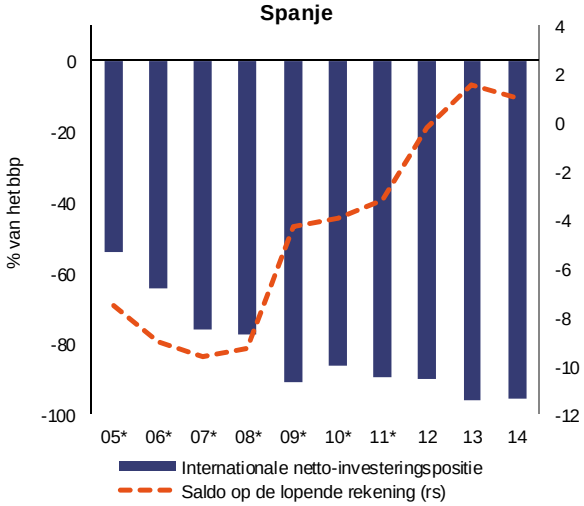
Bron: Eurostat

De gemiddelde stijging van de huizenprijs oversteeg in 2014 de drempelwaarde, maar volgt op een forse neerwaartse correctie in de vijf jaren daarvoor. De recente krapte is grotendeels het gevolg van het beperkte aanbod, met name in grote stedelijke gebieden. Ook op de huurmarkt loopt de druk op. De schuldenlast van de overheidssector als percentage van het bbp is in 2014 voor het eerst gedaald, maar blijft zeer hoog. De daling is voor een belangrijk deel toe te schrijven aan technische factoren, maar de afname zal naar verwachting doorzetten. De indicator voor werkloosheid overtreft nog steeds de drempelwaarde. De langdurige en jeugdwerkloosheid zijn nog steeds hoog, maar dit verhult dat het werkloosheidspercentage sinds begin 2013 voortdurend daalt.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de INIP, ontwikkelingen in de financiële sector, de schuldenlast van de particuliere sector, de schuldenlast van de overheidssector, en de vastgoedmarkt. Derhalve vindt de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van onevenwichtigheden die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen, nuttig de risico's die samengaan met de aanhoudende onevenwichtigheden of het ongedaan maken daarvan, verder te onderzoeken. Dit zal worden gecoördineerd in het kader van het voortgaande post-programmatoezicht.

Spanje: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Spanje macro-economische onevenwichtigheden kende die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen. Daarbij ging het met name om risico's in verband met de grote schuldenlast van de particuliere en de overheidssector en de hoge externe schuld, in samenhang met de bijzonder hoge werkloosheid.

Grafiek A8: ***INIP en saldo op de lopende rekening***



Bron: Eurostat. Noot: * betekent gegevens van BBH5 and ESA9

In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldenlast van de particuliere sector, de schuldenlast van de overheidssector, de werkloosheid alsmede de stijging van de langdurige en jeugdwerkloosheid.

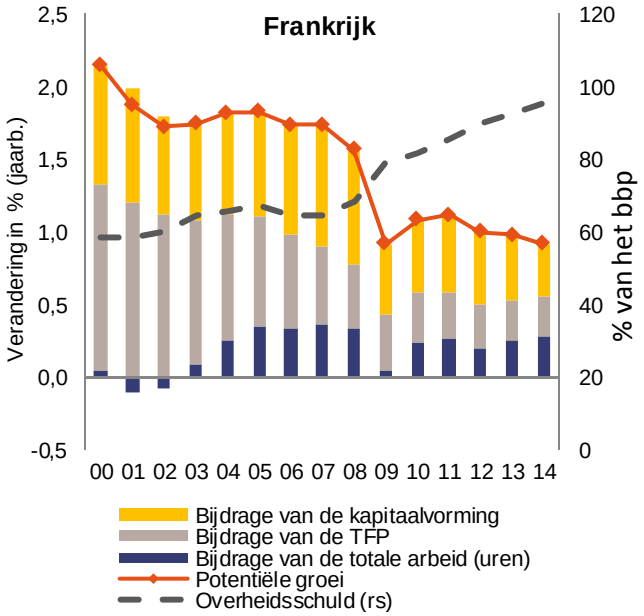
Het proces van externe herbalancering is voortgezet en naar verwachting zal de lopende rekening op de middellange termijn een bescheiden overschot blijven vertonen. De INIP is, hoofdzakelijk door negatieve waarderingseffecten, echter nog niet significant verbeterd. Het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel overtreft weliswaar nog steeds de drempelwaarde, maar de indicator gaat er als gevolg van de jaarlijkse toenames van de laatste twee jaar wel op vooruit. De betere exportprestatie is ten dele toe te schrijven aan het herstelde kostenconcurrentievermogen, dat blijkt uit de afname van de nominale loonkosten per eenheid product en de daling van de reële effectieve wisselkoers. De schuldafbouw in de particuliere sector is in 2014 voortgezet als gevolg van een negatieve kredietgroei. Meer recente gegevens wijzen erop dat de schuldafbouw vertraagt, nu de kredietverstrekking – met name aan het bedrijfsleven – weer op gang is gekomen. De overheidsschuld is daarentegen verder opgelopen, als gevolg van een fors doch teruglopend overheidstekort. Bij de deflatie van de huizenprijzen lijkt het dieptepunt te zijn bereikt. De werkloosheid neemt snel af, maar

is nog altijd zeer hoog. Dit geldt met name voor de langdurige en jeugdwerkloosheid. Bovendien heeft de aantrekkende arbeidsmarkt nog niet geleid tot een verlaging van de armoede-indicatoren, die nog steeds tot de hoogste van de EU behoren.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe houdbaarheid, de schuldenlast van de particuliere sector en de schuldenlast van de overheidssector, en de aanpassing van de arbeidsmarkt. Derhalve acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling van buitensporige onevenwichtigheden die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen, nuttig over te gaan tot een verdere analyse van het voortbestaan van de macro-economische risico's en tot het monitoren van de bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden gemaakte vorderingen. Dit zal worden gecoördineerd in het kader van het voortgaande post-programmatoezicht.

Frankrijk: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Frankrijk buitensporige macro-economische onevenwichtigheden kende die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen. Daarbij ging het met name om risico's in verband met een verslechtering van het concurrentievermogen en de grote schuldenlast van de overheidssector. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren nog steeds de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector, de schuldpositie van de overheidssector, de werkloosheid en de stijging van de langdurige werkloosheid.

Grafiek A9: ***Potentiële groei en overheidsschuld***



Bron: Commissiediensten

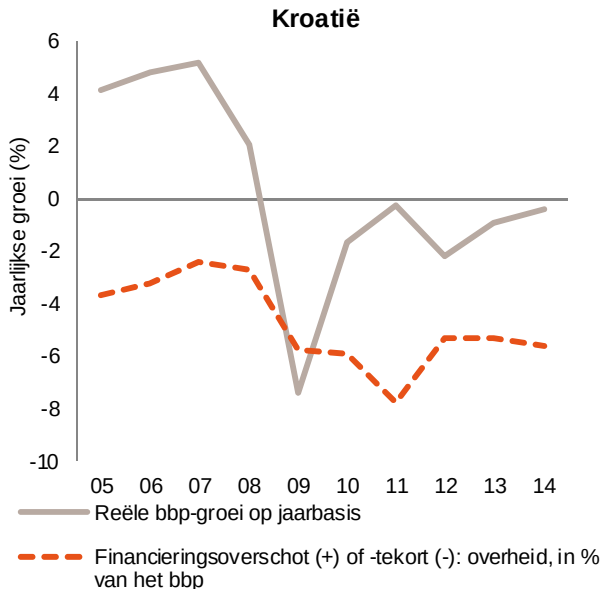
Het saldo op de lopende rekening blijft stabiel en vertoont een bescheiden tekort doordat de internationale netto-investeringspositie nog steeds negatief is en in 2014 verder is verslechterd. De cumulatieve verliezen aan exportmarktaandeel liggen ruim boven de drempelwaarde, ondanks de beperkte jaarlijkse toename in 2014, waarmee de basis is gelegd voor betere indicatorwaarden in de komende jaren. De loonkosten blijven hoog en blijven het kostenconcurrentievermogen van ondernemingen drukken. De schuldpositie van de particuliere sector overtreft de drempelwaarde, maar de druk om schulden af te bouwen is bij een gematigd positieve kredietgroei beperkt. De zeer hoge algemene schuldenlast van de overheidssector is in 2014 verder opgelopen en in een context van inflatie en geringe groei blijven de risico's van overheidsschulddynamiek bestaan. De reële huizenprijzen worden langzaam gecorrigeerd. De aanpassing van de arbeidsmarkt is een probleem nu de werkloosheid toeneemt en de drempelwaarde overtreft, terwijl ook de langdurige en jeugdwerkloosheid stijgen.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met ontwikkelingen op het gebied van het concurrentievermogen en de hoogte van de algemene overheidsschuld in een context van geringe groei en geringe inflatie. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in februari,

nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang inzake het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

Kroatië: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Kroatië buitensporige macro-economische onevenwichtigheden kende die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen. Daarbij ging het met name om risico's in verband met het geringe concurrentievermogen, grote externe verplichtingen en een oplopende overheidsschuld, gepaard aan zwak openbaar bestuur en een bedroevende werkgelegenheidsprestatie, tegen de achtergrond van flauwe groei. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de overheidssector, de werkloosheid alsmede de stijging van de langdurige en jeugdwerkloosheid.

Grafiek A10: ***Bbp-groei en netto financieringstekort van de overheid***



Bron: Eurostat

De lopende rekening vertoont sinds 2013 een overschot, aangezien de groei van het exportvolume toenam en sterker is gestegen dan die van de invoer. De negatieve INIP noch de hoge externe nettoschuld is verbeterd. Beide blijven bijzonder hoog. Hoewel het exportmarktaandeel de laatste jaren is toegenomen, blijven de cumulatieve verliezen zeer aanzienlijk. De indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen duiden op enige aanpassing, aangezien de groei van de loonkosten per eenheid product negatief is en de reële effectieve wisselkoers stabiel. De schuldpositie van de particuliere sector blijft onder de drempelwaarde, maar is hoog in verhouding tot vergelijkbare landen. Hoewel de banken over voldoende kapitaal beschikken, blijft de kredietgroei zwak, tegen een achtergrond van druk om schulden af te bouwen, hoge bedragen aan oninbare leningen en de zwakke macro-economische vooruitzichten. De schuldpositie van de overheidssector loopt sinds 2008 geleidelijk en onafgebroken op als gevolg van de grote tekorten en de latente verplichtingen die zijn aangegaan. De eerdere inkrimping van economische activiteit heeft, gepaard aan de beperkte aanpassing van de lonen, haar weerslag op de werkgelegenheid, onder andere op de langdurige en jeugdwerkloosheid. Voor een relatief groot deel van de bevolking dreigt nog steeds armoede of sociale uitsluiting. Niettemin zijn er recente positieve economische ontwikkelingen en verbeterde economische vooruitzichten.

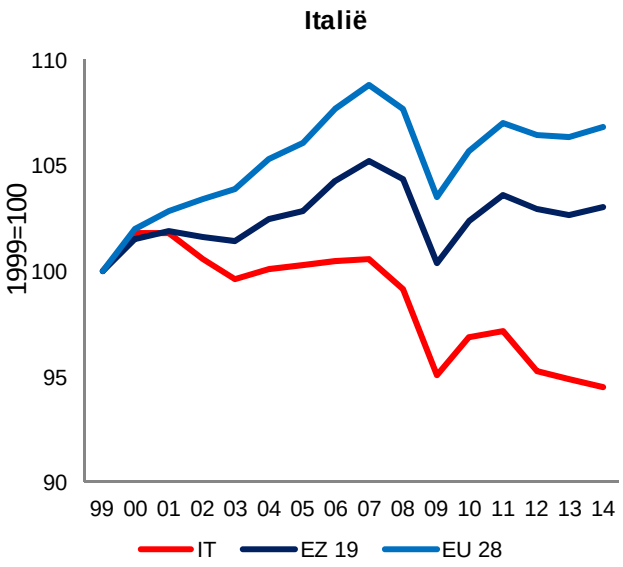
Al met al duidt de economische interpretatie op risico's in verband met de houdbaarheid van de externe schulden en de schuldenlast van de overheidssector, en in verband met de aanpassing van de arbeidsmarkt. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in februari, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang inzake het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

Italië: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Italië buitensporige macro-economische onevenwichtigheden kende die doortastende beleidsactie en specifieke

monitoring vereisen. Daarbij ging het met name om risico's in verband met de zeer hoge overheidsschuld en de zwakte van zowel het kosten- als het niet-kostenconcurrentievermogen, tegen de achtergrond van een geringe groei- en productiviteitsdynamiek. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarden, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de overheidsschuld, de werkloosheid alsmede de stijging van de langdurige en jeugdwerkloosheid.

Het overschot op de lopende rekening is in 2014 verder toegenomen, hetgeen helpt de negatieve internationale netto investeringspositie terug te dringen, gedragen door een toename van de export en de geringe binnenlandse vraag, die zich overigens in 2015 herstelt. De verliezen aan exportmarktaandeel zijn enigszins ongedaan gemaakt, geholpen door de beperkte stijging van de indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen. De afname van de arbeidsproductiviteit en de lage inflatie verhinderen evenwel dat het concurrentievermogen verder toeneemt. Terwijl de schuldquote van de particuliere sector stabiel is gebleven, is de overheidsschuldquote in 2014 verder gestegen als gevolg van de negatieve reële groei, de lage inflatie en de aanhoudende begrotingstekorten. De zwakte van de economie kwam ook tot uiting in het afnemende aandeel van de investeringen in het bbp, wat deels terug te voeren is op de lichte krimp van de kredietverlening aan de particuliere sector in 2014. Ondanks verbeteringen sinds medio 2014 hebben de vele oninbare leningen van de banken nog steeds negatieve gevolgen voor de financieringsvoorwaarden. De werkloosheidsgraad heeft in 2014 een hoogtepunt bereikt, evenals de langdurige en jeugdwerkloosheid, tegen een achtergrond van hoge NEET-percentages. De sociale en armoede-indicatoren waren in 2014 min of meer stabiel, maar wel zorgwekkend hoog.

Grafiek A11: ***Totale arbeidsproductiviteit***



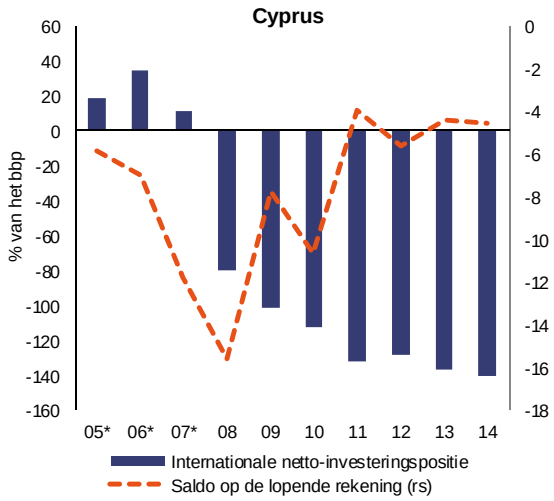
Bron: Commissiediensten

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met een zwakke productiviteitsgroei, die de groeivooruitzichten en verbeteringen van het concurrentievermogen dwarsbomen en het lastiger maken om de schuldlast van de overheidssector te verminderen. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheden in februari, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang inzake het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te monitoren.

Cyprus: Sinds december 2013 legt Cyprus een macro-economisch aanpassingsprogramma met financiële bijstand ten uitvoer.

Het toezicht op de onevenwichtigheden heeft dan ook plaatsgevonden in het kader van dat programma en niet uit hoofde van de PMO. In het kader van het programma heeft Cyprus een aantal belangrijke maatregelen uitgevoerd om zijn buitensporige onevenwichtigheden te corrigeren. De economie herstelt zich nu en het bankwezen is zich aan het stabiliseren. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren echter de indicatieve drempelwaarde, namelijk het tekort op de lopende rekening, de internationale netto-investeringspositie (INIP), het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector, de schuldpositie van de overheidssector, de werkloosheid alsmede de stijging van de langdurige en jeugdwerkloosheid.

Grafiek A12: ***INIP en saldo op de lopende rekening***

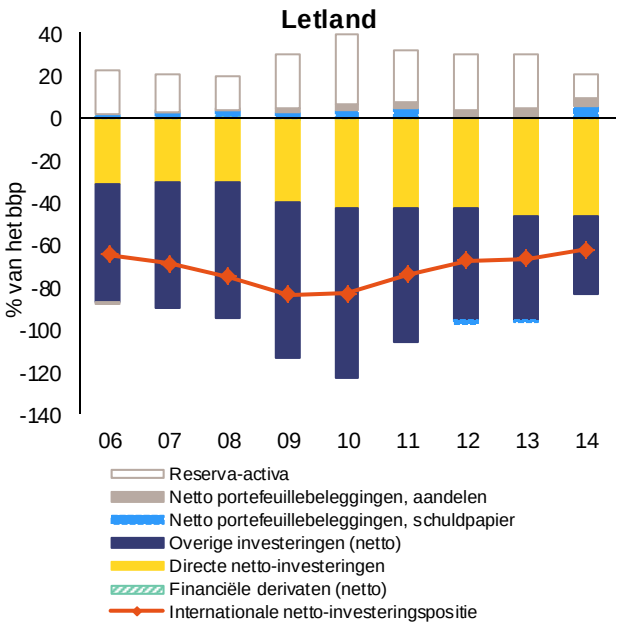


Bron: Eurostat. Noot: * betekent BBH5 en ESR95

Het tekort op de lopende rekening blijft hoog, ondanks enige aanpassing, die ontoereikend is om de hoge stand van de externe verplichtingen te stabiliseren. Voorts is de lopende rekening hoofdzakelijk aangepast door een krimp van de invoer, terwijl het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel aanzienlijk is, ondanks de beperkte toename op jaarbasis sinds 2014. Het kostenconcurrentievermogen is toegenomen, zoals blijkt uit de significante daling van de loonkosten per eenheid en de daling van de op het HICP gebaseerde reële effectieve wisselkoers. De schuld van de particuliere sector blijft op een zeer hoog peil en de schuldafbouw blijkt zowel voor huishoudens als ondernemingen traag te verlopen, ondanks belangrijke hervormingen die bijdragen aan de aanpak van het buitensporig hoge percentage oninbare leningen in het bankwezen. Naar aanleiding van de aanpassing van de woningmarkt die gaande is, blijven de huizenprijzen dalen, maar minder sterk dan eerder het geval was. De overheidsschuld is zeer hoog en er zijn risico's voor de budgettaire houdbaarheid. De werkloosheid is significant gestegen als gevolg van de ongunstige economische ontwikkelingen, waaronder de langdurige en jeugdwerkloosheid.

Al met al heeft het economische aanpassingsprogramma Cyprus geholpen bij het terugdringen van zijn buitensporige macro-economische onevenwichtigheden en bij het beheersen van de daaraan verbonden risico's. De toestand van Cyprus in de context van de PMO zal worden beoordeeld wanneer het huidige financiëlebijstandsprogramma afloopt en zal tevens afhangen van de post-programmaregelingen die worden overeengekomen.

Grafiek A13: ***Internationale netto-investeringspositie***



Bron: Eurostat

Letland: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Letland geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de loonkosten per eenheid product en de werkloosheid.

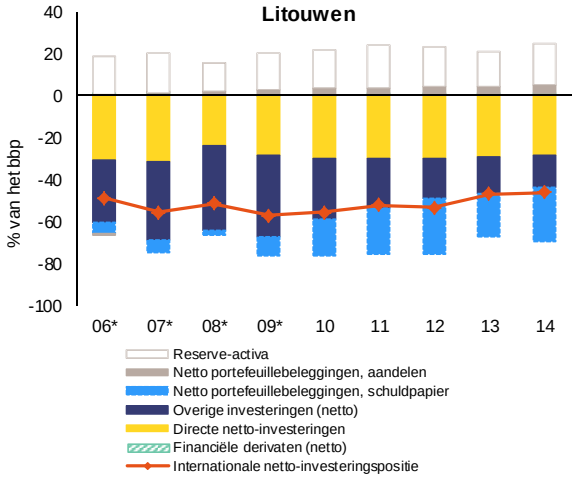
De lopende rekening vertoont nog altijd een tekort en de negatieve internationale netto-investeringspositie

ligt nog altijd significant boven de drempelwaarde, al is er mettertijd sprake van verbetering. Tegelijkertijd bestaan deze verplichtingen voor een zeer groot deel uit buitenlandse directe investeringen en loopt de bescheiden externe nettoschuld ook terug. Het exportmarktaandeel neemt toe, zij het dat het tempo afneemt. De verbeterende handelsbalans helpt om het tekort op de lopende rekening terug te dringen. De export heeft een significante aanpassing ondergaan wat betreft producten en markten, in een context van een volatiele externe omgeving en ingrijpende verstoringen van de handel met Rusland. De loonkosten per eenheid product blijven oplopen, na de scherpe daling tijdens de crisis, en de indicator ligt nu iets boven de drempelwaarde. De huizenprijzen waren laag en herstellen zich thans. De financiële sector blijft robuust en de schulden worden verder afgebouwd, ondanks de lage rentestand. De schuldquote van zowel de particuliere als de overheidssector ligt nog steeds ver onder de drempelwaarde. De werkloosheid neemt af, maar overtreft nog altijd de drempelwaarde. Zowel de langdurige als de jeugdwerkloosheid is de laatste twee jaar aanzienlijk afgenomen.

Al met al duidt de economische interpretatie op risico's, die in een context van geleidelijke interne herbalancering aan externe zijde echter beperkt zijn. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Litouwen: Tijdens vorige PMO-ronden werden er in Litouwen geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de loonkosten per eenheid product, de huizenprijzen en de werkloosheid.

Grafiek A14: ***Internationale netto-investeringspositie***



Bron: Eurostat

Noot: * betekent BBH5 en ESR95 - breuk in de reeksen in 2009.

Tegen een achtergrond van een aanpassing van de lopende rekening is de negatieve INIP de laatste jaren voortdurend verbeterd. Inkomende buitenlandse directe investeringen leiden tot een beduidend lagere externe nettoschuld. Het exportmarktaandeel is over het geheel genomen gegroeid, maar aanzienlijk minder snel, doordat hoofdzakelijk de export naar Rusland terugloopt. Het kostenconcurrentievermogen vertoont op een aantal punten beperkte achteruitgang, bij een licht stijgende reële effectieve wisselkoers en nominale loonkosten per eenheid product die iets minder snel stijgen dan de drempelwaarde. De schuldquote van zowel de particuliere als de overheidssector is nog steeds vrij gering en de particuliere sector blijft zijn schulden afbouwen. De verplichtingen van de financiële sector namen toe en de kredietstromen naar niet-financiële vennootschappen vertoonden in 2014 een lichte groei. De gedefleerde huizenprijzen zijn gestabiliseerd, na de eerdere scherpe correcties. De werkloosheid is verder gedaald in de richting van de drempelwaarde en de langdurige en jeugdwerkloosheid laten significante verbeteringen zien.

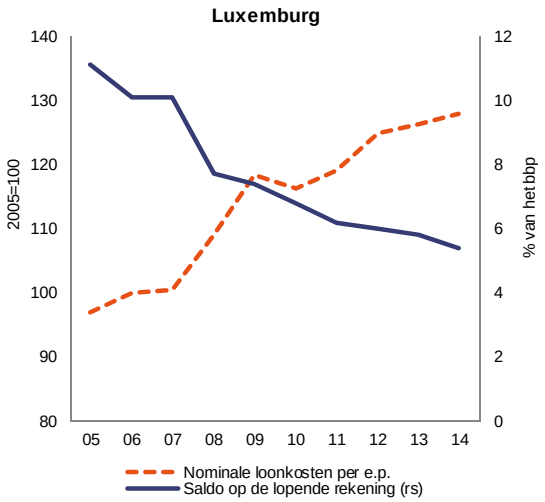
Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe prestatie, maar het risico dat hiermee gepaard gaat, is beperkt. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Luxemburg: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er voor Luxemburg geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de schuldpositie van de

particuliere sector, de groei van de verplichtingen van de financiële sector alsmede de jeugdwerkloosheid.

Het aanzienlijke overschot op de lopende rekening van Luxemburg is verder afgenomen als gevolg van de sterke toename van het tekort aan primair inkomen, die de verbetering van de handels- en dienstenbalans meer dan teniet heeft gedaan. Deels door een positieve bijdrage van de productiviteit is de stijging van de loonkosten per eenheid product in 2014 afgenomen, hetgeen heeft bijgedragen tot een aanzienlijke toename van het exportmarktaandeel. De schuld van de particuliere sector (geconsolideerde cijfers, maar niet voor de hoge grensoverschrijdende bedrijfsinterne leningen) bleef in 2014 ruim boven de drempelwaarde. Ondanks de grote schuldenlast vindt er geen schuldafbouw plaats. De overheidsschuld is gering. Hoewel de verplichtingen van de financiële sector aanzienlijk zijn toegenomen, blijft de hefboomwerking van de financiële sector gering, en als er al er risico's zijn, zijn deze beperkt, gelet op de omvang van de sector. De reële huizenprijzen bleven in 2014 sneller stijgen, door de aanhoudende discrepanties tussen vraag en aanbod op de woningmarkt, waardoor de kans van een scherpe prijscorrectie beperkt is. De jeugdwerkloosheid is toegenomen, zij het in een context van lage werkloosheid.

Grafiek A15: ***Loonkosten per e.p. en saldo op de lopende rekening***



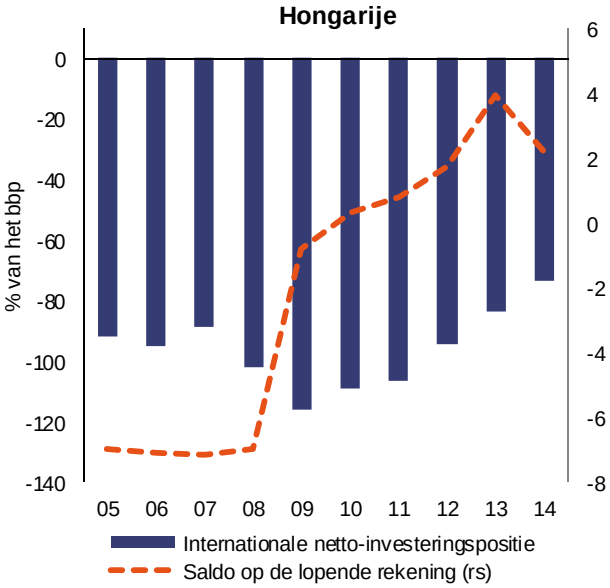
Bron: Eurostat, Commissiediensten
Noot: gegevens van ESR 2010 en BBH6

Al met al duidt de economische interpretatie op een geleidelijk verbeterend economisch klimaat met beperkte risico's. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Hongarije: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Hongarije met macro-economische onevenwichtigheden kampte die doortastende beleidsactie vereisen. Het betrof meer in het bijzonder de voortgaande aanpassing van de zeer negatieve internationale netto-investeringspositie (INIP) van het land en zijn vrij hoge overheidsschuld. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, het verlies aan exportmarktaandeel en de overheidsschuld.

De verbetering van de lopende rekening tot een overschotpositie sinds 2010 heeft gezorgd voor een zeer snelle en gestage daling van de INIP, die overigens nog altijd hoog is. De verbetering van de lopende rekening is voornamelijk te danken aan de zwakke binnenlandse vraag. De groei van de loonkosten per eenheid product is vrij dynamisch, maar hoofdzakelijk als gevolg van de handelsvoorwaarden, bij een dalende reële effectieve wisselkoers. De jaarlijkse toename van het exportmarktaandeel zette in 2014 door en beperkte de cumulatieve

Grafiek A16: ***INIP en saldo op de lopende rekening***



Bron: Eurostat

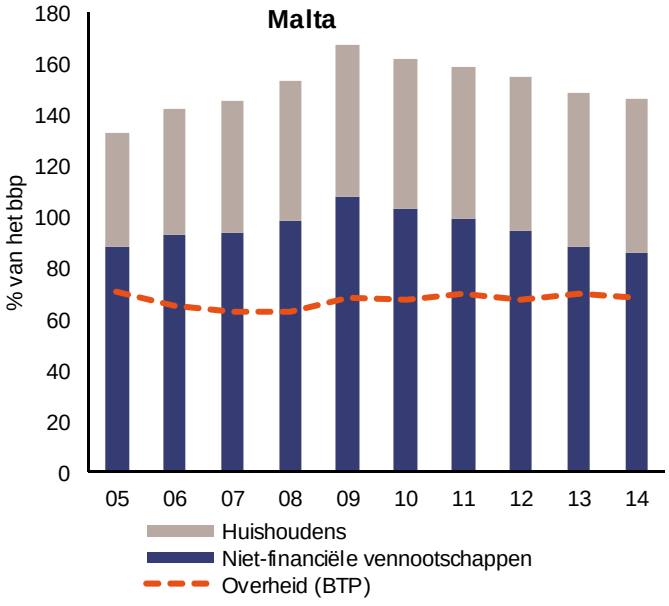
verliezen. De schulden van de particuliere sector worden afgebouwd. Het volume oninbare leningen blijft groot en is een last voor de financiële sector, hetgeen bijdraagt tot negatieve kredietstromen. Sinds medio 2013 trekt de groei krachtig aan. De schuldafbouw is vertraagd, mede door de gesubsidieerde kredietverlening van de centrale bank. Er lijkt een einde te zijn gekomen aan de daling van de reële huizenprijzen. De algemene overheidsschuld neemt geleidelijk verder af, maar vrij langzaam. Het beperkte groeipotentieel van de economie kan de kwetsbaarheden van het land nog steeds verergeren. De indicator voor werkloosheid ligt door de hogere participatiegraad onder de drempelwaarde. Uit de indicatoren voor armoede blijkt dat het algemene percentage mensen voor wie armoede of sociale uitsluiting dreigt, is afgenomen, maar nog steeds hoog is.

Al met al duidt de economische interpretatie op externe risico's, ook al zijn deze beperkt, terwijl het intern herstel wordt gehinderd door de druk om de schulden af te bouwen, in een context van zwak groeipotentieel. Derhalve vindt de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van onevenwichtigheden die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen, nuttig de risico's die samengaan met de aanhoudende onevenwichtigheden of het ongedaan maken daarvan, verder te onderzoeken.

Malta: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Malta geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de particuliere schuld en de overheidsschuld.

Het saldo op de lopende rekening en de internationale netto-investeringspositie zijn in 2014 aanzienlijk verbeterd. De verbetering van de internationale netto-investeringspositie is ook het gevolg van de gunstige ontwikkelingen van de financiële rekening van de economie, geschraagd door variaties van de marktwaardering en bewegingen in de wisselkoers. Het exportmarktaandeel is de laatste jaren echter gekrompen en als deze ontwikkeling aanhoudt, zou dit kunnen duiden op het risico van een uitholling van het concurrentievermogen, ook al is de ontwikkeling van het kostenconcurrentievermogen in 2014 getemperd, doordat de groei van de loonkosten per eenheid product vertraagde en de reële effectieve wisselkoers ongewijzigd bleef. De particuliere schuldenlast is nog steeds groot, met name door het bedrijfsleven, maar een correctie van de schuldquote is gaande, als gevolg van de krachtige economische groei en de zwakke kredietgroei. De algemene overheidsschuld past zich stilaan aan, naarmate de begrotingsbalans wordt geconsolideerd, hoofdzakelijk dankzij de hogere begrotingsontvangsten, die eveneens het gunstiger macro-economisch klimaat weerspiegelen. De aanpassingscapaciteit van de economie wordt geschraagd door de krachtige arbeidsmarktprestatie, met name de forse stijging van de arbeidsparticipatie en de lage werkloosheid, met inbegrip van de jeugdwerkloosheid.

Grafiek A17: ***Schuld in economische sectoren***



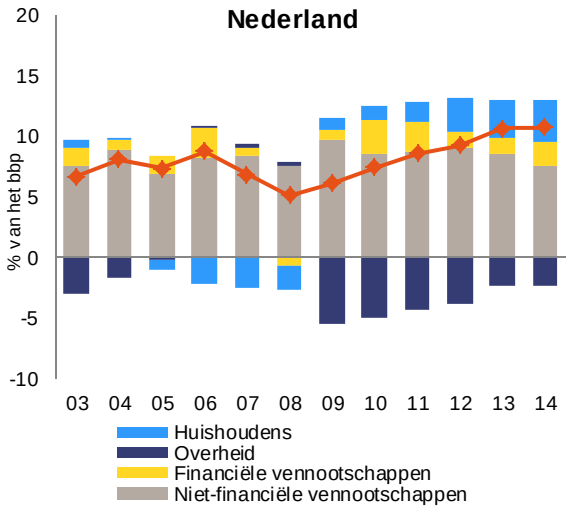
Bron: Eurostat

Al met al duidt de economische interpretatie op risico's in verband met een zwakke exportprestatie, beperkte externe risico's en een gestage binnenlandse schuldafbouw. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet

overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Nederland: In februari 2015 concludeerde de Commissie dat Nederland macro-economische onevenwichtigheden kende. Daarbij ging het met name om risico's in verband met de hoge particuliere schuldenlast, terwijl het grote overschot op de lopende rekening wellicht op een inefficiënte kapitaalallocatie wijst. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector, de schuldpositie van de overheidssector, alsmede de stijging van de langdurige en jeugdwerkloosheid.

Grafiek A18: ***Financieringsoverschot/-tekort per sector***



Bron: Ameco

Het overschot op de lopende rekening liep tot 2013 op als gevolg van de schuldafbouw door huishoudens, en ligt ruim boven de drempelwaarde. Het overschot is deels het gevolg van structurele kenmerken van de economie, zoals een structureel hoge wederuitvoerbalans en de kapitaalstromen van multinationale ondernemingen. Het hangt er ook mee samen dat het percentage ingehouden winst hoog is en dat de besparingen van het bedrijfsleven in verhouding tot zijn vrij geringe investeringen hoog zijn. De algehele investeringsactiviteit, met inbegrip van investeringen in woningbouw, lijkt in 2015 echter toe te nemen en zal zich naar verwachting verder herstellen. Er zijn nog steeds cumulatieve verliezen aan exportmarktaandeel, maar de jaarlijkse toenames in 2013/2014 wijzen op verdere verbetering. De indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen zijn stabiel. De schuldenlast van de particuliere sector blijft ruim boven de drempelwaarde, maar is over het geheel genomen stabiel, hoewel huishoudens druk ondervinden om de schulden af te bouwen, gelet op het grote percentage huishoudens met een negatieve netto overwaarde. Beleidsmaatregelen zoals een verlaging van de hypotheekrenteaftrek en leenquotiteiten zullen naar verwachting bijdragen tot een geleidelijke, maar trage afbouw van de schulden van de huishoudens en een veerkrachtiger financiële sector. De overheidsschuld ligt iets boven de drempelwaarde en is stabiel. De werkloosheid is vrij beperkt. De jeugdwerkloosheid was voorheen laag en is toegenomen, maar verbetert inmiddels weer. De langdurige werkloosheid vertoont een stijgende tendens, hoofdzakelijk onder oudere werknemers.

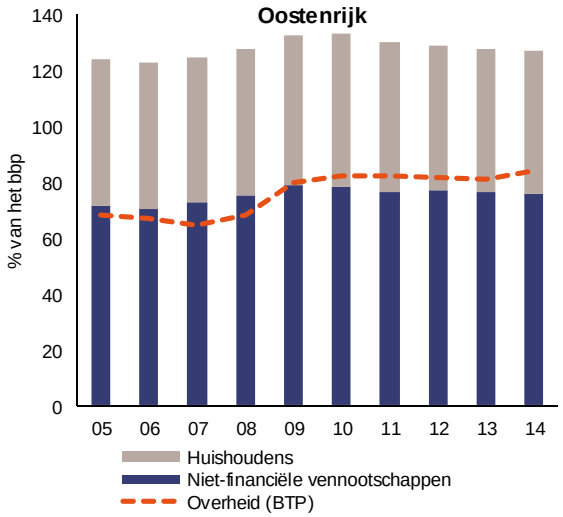
Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de grote particuliere schuldenlast en aanhoudende verschillen wat betreft besparingen en investeringen, die tot uitdrukking komen in het grote overschot op de lopende rekening. Derhalve acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van een onevenwichtigheid, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Oostenrijk: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Oostenrijk niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal

indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de overheidsschuld, alsmede de stijging van de jeugdwerkloosheid.

Het saldo op de lopende rekening en de internationale netto-investeringspositie zijn positief. Het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel blijft echter aanzienlijk, terwijl het kostenconcurrentievermogen beperkt lijkt, bij licht stijgende loonkosten per eenheid product en een licht stijgende reële effectieve wisselkoers. In 2014 is de algemene overheidsschuld aanzienlijk toegenomen, doordat de herstructurering en liquidatie van noodlijdende financiële instellingen nog steeds een grote impact op de overheidsfinanciën heeft en er nog steeds een krachtige wisselwerking tussen de financiële sector en de overheid bestaat. De aanhoudende herstructurering van deze banken hangt ook samen met de onzekerheid rond het betrokken rechtskader. De druk die uitgaat van de financieringskosten is opgelopen onder invloed van de verlaging van de ratings van Oostenrijkse banken en de blootstelling op Midden-, Oost- en Zuidoost-Europa, met name in het licht van de recente geopolitieke ontwikkelingen in Rusland en Oekraïne. In combinatie met de herstructurering van de activa om aan de regelgeving te voldoen, zouden deze ontwikkelingen de kredietverstrekkingscapaciteit van de banken kunnen drukken en binnenlandse en externe negatieve overloopeffecten kunnen hebben op de kredietgroei en de economische activiteit. De schuldenlast van de particuliere sector blijft iets onder de drempelwaarde en is vrij stabiel, terwijl de kredietstromen naar de particuliere sector een bescheiden daling te zien geven. De stijging van de huizenprijzen is vertraagd. De werkloosheid blijft stabiel en is vrij laag; de jeugdwerkloosheid is toegenomen, maar is ook laag.

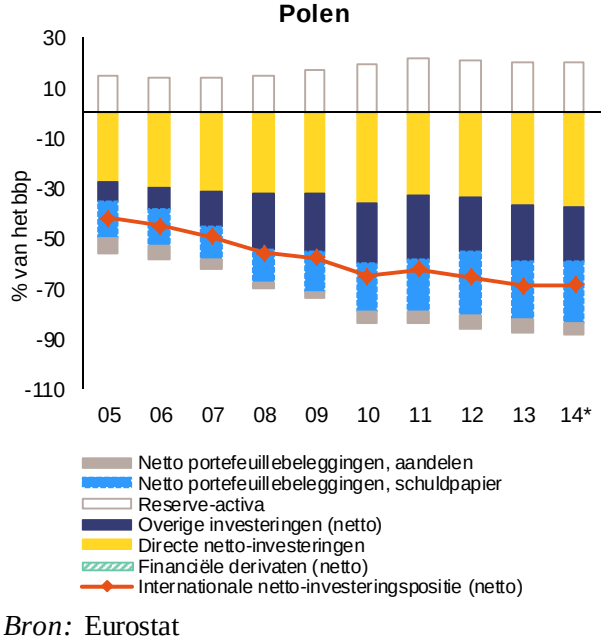
Grafiek A19: ***Schuld in economische sectoren***



Bron: Eurostat

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de financiële sector, met name de grote blootstelling aan ontwikkelingen in het buitenland, de feitelijke en potentiële overloopeffecten tussen de financiële sector en overheidsfinanciën en de impact op de kredietverstrekking aan de particuliere sector. Derhalve acht de Commissie het nuttig tot een verdere grondige analyse van de gelopen risico's over te gaan om uit te maken of er van een onevenwichtigheid sprake is.

Grafiek A20: ***Internationale netto-investeringspositie***



Bron: Eurostat

Polen: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Polen geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft de internationale netto-investeringspositie (INIP) de indicatieve drempelwaarde.

De lopende rekening wordt al een aantal jaren aangepast en vertoont nu een

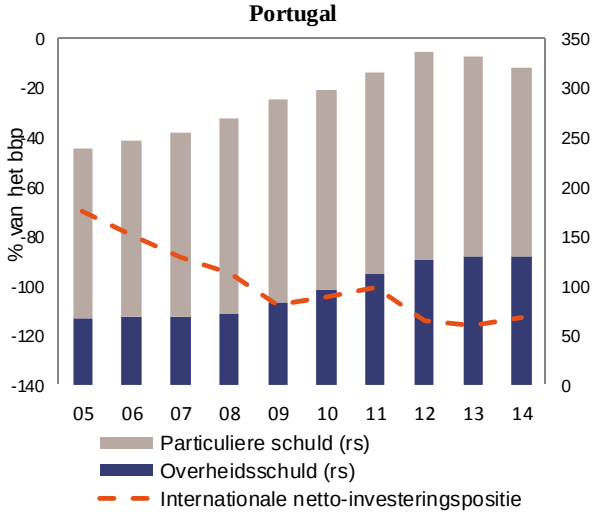
stabiel maar bescheiden tekort. Deze verbetering is in hoofdzaak te danken aan de toegenomen uitvoer van goederen en een kleiner tekort op de inkomensrekening. Terwijl de bijzonder negatieve INIP iets is verbeterd, is de externe kwetsbaarheid beperkt, aangezien de buitenlandse directe investeringen een groot deel van de buitenlandse verplichtingen vertegenwoordigen. Het exportmarktaandeel is in cumulatieve termen toegenomen en de jaarlijkse toename was zowel in 2013 als 2014 vrij aanzienlijk. Ook de indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen schetsen een gunstig beeld: de loonkosten per eenheid product zijn gedaald. De schuldenlast van de particuliere sector is min of meer stabiel en ligt ruim onder de indicatieve drempelwaarde. Ook de schuld van de overheidssector ligt ruim onder de drempelwaarde en is in 2014 verminderd dankzij een eenmalige overdracht van activa van het particuliere pensioenfonds van de tweede pijler naar de overheid, naar aanleiding van het gedeeltelijk terugdraaien van de hervorming van het pensioenstelsel van 1999. De banksector beschikt nog steeds over voldoende kapitaal en is liquide en winstgevend, ondanks het aanzienlijke volume aan leningen in vreemde valuta. Na vijf jaar te zijn gedaald, zijn de reële huizenprijzen in 2014 weer gestegen. De werkloosheid is gedaald ten opzichte van vorig jaar en ligt thans onder de drempelwaarde.

Al met al duidt de economische interpretatie op enige problemen in verband met de externe positie, waarbij de risico's evenwel beperkt zijn. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Portugal: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Portugal buitensporige macro-economische onevenwichtigheden kende die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen. Daarbij ging het met name om de hoge externe schuld en de grote schuldenlast van de particuliere sector en de overheidssector, de druk om schulden af te bouwen en de hoge werkloosheid. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren nog steeds de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de schuldpositie van de particuliere sector, de schuldpositie van de overheidssector, de werkloosheid en de daling van de participatiegraad, alsmede de toename van de langdurige en jeugdwerkloosheid.

De internationale netto-investeringspositie is bijzonder negatief, maar de externe houdbaarheid gaat langzaam vooruit, geschraagd door een scherpe aanpassing van de lopende rekening, waardoor deze bescheiden overschotten vertoont, en bij betere groeivoorwaarden. Het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel is gedaald tot onder de drempelwaarde, hetgeen aan de aanzienlijke jaarlijkse toenames in 2013 en 2014 is toe te schrijven en wordt geschraagd door een aanpassing van het kostenconcurrentievermogen. De schuldenlast van de particuliere sector is zeer hoog. Niettemin is de schuldafbouw door het bedrijfsleven in 2014 versneld en blijft de kredietgroei negatief. Het grote volume oninbare leningen drukt op de balans van zowel de niet-financiële als de financiële sector. De schuld van de overheidssector is ook bijzonder hoog, maar begint nu af te nemen. De werkloosheid is hoog en de lage participatiegraad en hoge langdurige en jeugdwerkloosheid strekken tot zorg. Sinds 2014 neemt de werkloosheid echter af en dat geldt ook voor de langdurige en jeugdwerkloosheid.

Grafiek A21: ***INIP, particulaire schuld en overheidsschuld***

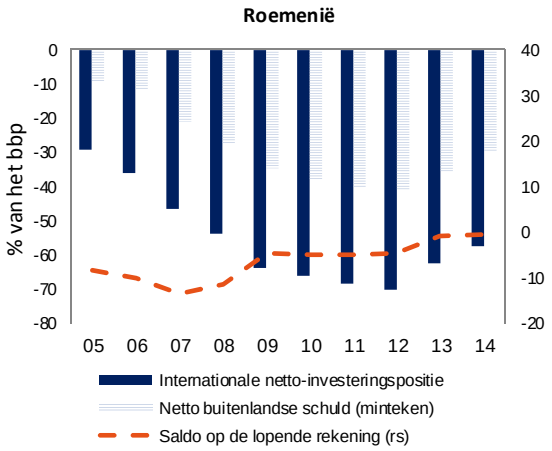


Bron: Eurostat

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de zeer hoge schuldenlast in verschillende sectoren, maar de schuldafbouw vordert, in een context van een langzaam verbeterend economisch klimaat. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in februari, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang inzake het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te monitoren. Dit zal worden gecoördineerd in het kader van het voortgaande post-programmatoezicht.

Roemenië: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Roemenië macro-economische onevenwichtigheden kende die beleidsoptreden en monitoring vereisen. Daarbij ging het met name om risico's in verband met de vrij omvangrijke negatieve internationale netto-investeringspositie en een zwakke uitvoercapaciteit op middellange termijn. Hoewel de stabiliteit van de financiële sector is gevrijwaard, vertoont de banksector nog steeds externe en interne kwetsbaarheden. In het geactualiseerde scorebord overtreft de internationale netto-investeringspositie de indicatieve drempelwaarde.

Grafiek A22: ***INIP en saldo op de lopende rekening***



Bron: Commissiediensten

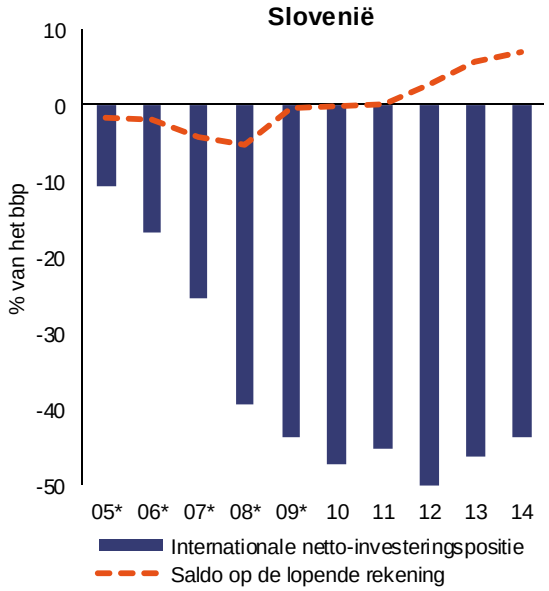
De bijzonder negatieve internationale netto-investeringspositie is ontstaan doordat het land in de periode voor de crisis voortdurend tekorten op de lopende rekening heeft geboekt; thans komt er verbetering in deze positie. De externe nettoschuld bedraagt ongeveer de helft van de INIP. De netto-instroom van buitenlandse directe investeringen neemt de laatste twee jaar toe. Het tekort op de lopende rekening is geslonken en was in 2014 gering, hetgeen grotendeels het gevolg is van de sterke groei van de uitvoer, maar kan de komende jaren weer iets oplopen. De handelsbalans is in 2014 stabiel gebleven en het exportmarktaandeel is jaarlijks toegenomen. De indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen waren in 2014 stabiel en de reële effectieve wisselkoers is slechts licht gestegen. De schuldenlast van de particuliere sector blijft vrij gering, terwijl de groei van de kredietverstrekking aan de particuliere sector recentelijk is hersteld. De banksector lijkt over voldoende kapitaal te beschikken en het aandeel oninbare leningen is beduidend afgenomen. In juli 2015 zijn een balansbeoordeling en een stresstest in de verzekeringssector afgerond en in juli 2015 zijn een evaluatie van de activakwaliteit (AQR) en een stresstest in de banksector gestart. De overheidsschuld blijft laag, maar onlangs vastgestelde begrotingsmaatregelen en ad hoc-salarisverhogingen voor bepaalde categorieën ambtenaren duiden op een belangrijke versoepeling van het begrotingsbeleid. De indicatoren voor langdurige en jeugdwerkloosheid en die voor armoede vertonen in 2014 een bescheiden verbetering.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe positie, het concurrentievermogen en de budgettaire houdbaarheid. Derhalve acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van een onevenwichtigheid, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Slovenië: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat Slovenië macro-economische onevenwichtigheden kende die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen. Het betrof met name risico's die voortvloeiden uit een stijgende overheidsschuld, de wisselwerking tussen de herstructurering van de bedrijfssector en die van

de banksector en de onderliggende sanering van de oninbare leningen, de efficiëntie van staatsbedrijven en de zeer geringe investeringsgraad. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de overheidssector, alsmede de stijging van de langdurige en jeugdwerkloosheid.

Grafiek A23: ***INIP en saldo op de lopende rekening***

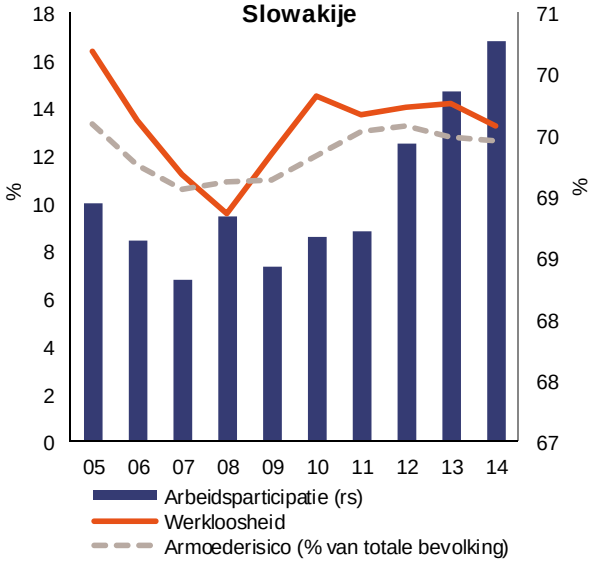


Bron: Eurostat

De scherpe correctie van de lopende rekening heeft zich voortgezet; doordat de uitvoer toenam en de binnenlandse vraag zwak bleef, werd in 2014 een omvangrijk overschot geboekt. Als gevolg hiervan is de internationale netto-investeringspositie weliswaar verbeterd, maar overtreft deze nog altijd de drempelwaarde, zij het dat deze wel wordt benaderd. Het prijs- en kostenconcurrentievermogen is verder verbeterd, doordat de loonkosten per eenheid product afnamen. Dit heeft bijgedragen tot jaarlijkse toenames van het exportmarktaandeel in 2013-2014, al blijft het cumulatieve verlies boven de drempelwaarde. De schuldenlast van de particuliere sector nam in 2014 af, onder invloed van de schuldafbouw door het bedrijfsleven, grotendeels als gevolg van de negatieve kredietgroei. De schuldafbouw in de financiële sector is ook voortgezet, geholpen door de aanvullende overdrachten van oninbare leningen aan de overheidsmaatschappij voor het beheer van bankactiva, in combinatie met verdere bankherkapitalisaties door de overheid. Als gevolg daarvan is de totale overheidsschuld verder opgelopen, waardoor zij nog steeds ver boven de drempelwaarde ligt. De werkloosheid is in 2014 gedaald, nadat zij een jaar eerder een hoogtepunt had bereikt. Hoewel de werkgelegenheid in 2014 weer steeg, na vijf jaar lang te zijn gedaald, bleef de langdurige werkloosheid zeer hoog en nam de jeugdwerkloosheid slechts zeer licht af. Beide indicatoren blijven boven hun drempelwaarde.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de budgettaire houdbaarheid op de lange termijn, de schuldafbouw in de particuliere sector en de aanpassing van de arbeidsmarkt. Derhalve vindt de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van onevenwichtigheden die doortastende beleidsactie en specifieke monitoring vereisen, nuttig de risico's die samengaan met de aanhoudende onevenwichtigheden of het ongedaan maken daarvan, verder te onderzoeken.

Grafiek A24: ***Arbeidsmarkt en sociale indicatoren***



Bron: Eurostat

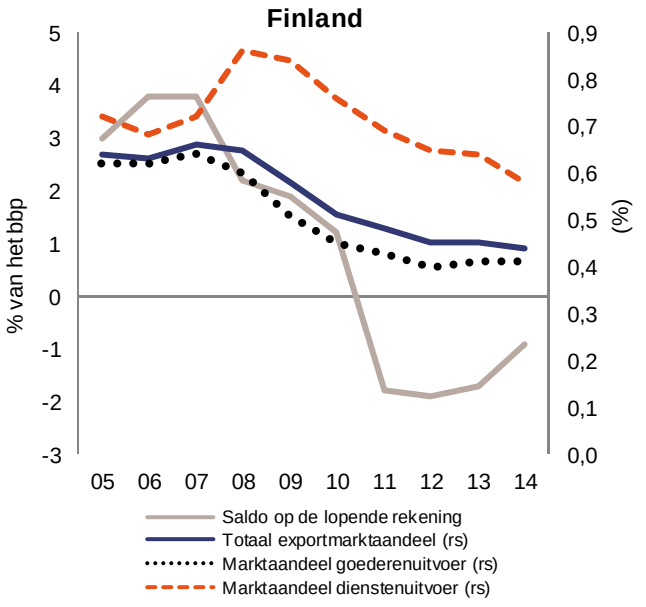
Slowakije: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Slowakije niet als een land met macro-economische onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord blijft een aantal indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP) en de werkloosheid.

De balans van de lopende rekening vertoont sinds 2012 een overschot, maar de INIP is verder verslechterd, onder invloed van de voortgaande toestroom van directe buitenlandse investeringen, die grotendeels de automobielsector betreft. Het exportmarktaandeel is op jaarbasis enigszins geslonken, als gevolg van een bescheiden stijging van de reële effectieve wisselkoers en enige weliswaar beperkte stijgingen van de nominale loonkosten per eenheid product. In cumulatieve termen is het marktaandeel nog altijd toegenomen. De kredietstroom naar de particuliere sector is de laatste jaren toegenomen, hetgeen bijdraagt aan de verbetering van de schuldquote van de particuliere sector, die overigens nog altijd ver onder de drempelwaarde ligt. De banksector, die grotendeels in buitenlandse handen is, beschikt over voldoende kapitaal en volgens schattingen zijn de totale verplichtingen slechts matig toegenomen. De overheidsschuldquote is in 2014 zeer licht teruggelopen en blijft onder de indicatieve drempelwaarde. Hoewel de participatiegraad de laatste jaren geleidelijk is verbeterd, vormt de structurele werkloosheid de dringendste economische beleidsprioriteit.

Al met al duidt de economische interpretatie op externe problemen, waarbij de risico's evenwel beperkt zijn, terwijl de structurele werkloosheid een uitdaging blijft. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Finland: In februari 2015 concludeerde de Commissie dat Finland met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat het concurrentievermogen betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldenlast van de particuliere sector, alsmede de stijging van de jeugdwerkloosheid.

Grafiek A25: ***Exportmarktaandeel en saldo op de lopende rekening***



Bron: Eurostat

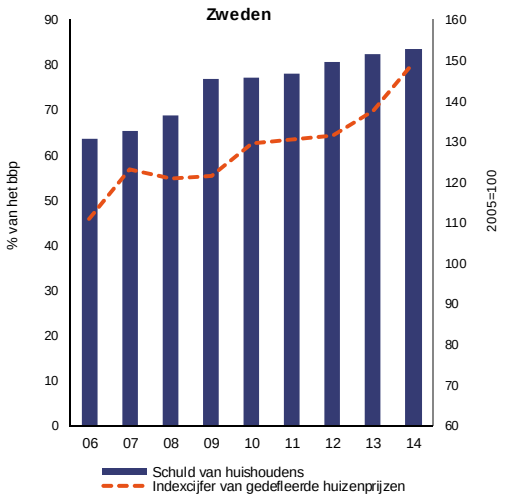
De balans van de lopende rekening is sinds 2011 gestabiliseerd en vertoont een bescheiden tekort, doordat de invoer is aangepast aan de afgenomen uitvoer. Tegelijkertijd is het aandeel van de investeringen in het bbp geslonken tot een historisch laag niveau. De internationale netto investeringspositie vertoont een klein overschot. De cumulatieve verliezen aan exportmarktaandeel zijn aanzienlijk, waarbij er sinds 2008 elk jaar sprake is van verlies. In 2013 en 2014 was het verlies weliswaar minder ernstig dan eerdere jaren, maar de meeste andere EU-lidstaten behaalden terzelfdertijd al bescheiden winsten aan exportmarktaandeel. Deze ontwikkelingen wijzen op moeilijkheden in verband met de economische herstructurering die volgde op de achteruitgang van de voorheen succesvolle takken van de verwerkende industrie, zoals de elektronica- en bosbouwsector. Hoewel de indicator voor wijzigingen in de nominale loonkosten per eenheid product nu onder zijn drempelwaarde is, blijft het cumulatieve verlies aan kostenconcurrentievermogen groot. De schuldquote van de particuliere sector blijft hoog, hoofdzakelijk door de aanhoudend hoge bedrijfsschulden, hoewel de netto kredietstromen naar de particuliere sector in 2014 bijna tot stilstand kwamen, ondanks de gunstige kredietvoorwaarden. Wat huishoudens betreft, vertoonden de huizenprijzen in 2012-2014 een

gematigde groei, waardoor eerdere stijgingen werden gecorrigeerd en de risico's voor de financiële stabiliteit werden beperkt. De werkloosheid ligt onder de drempelwaarde, maar neemt toe en is inmiddels hoger dan in 2009-2010. Ook de jeugdwerkloosheid stijgt.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met zowel het prijs- als het niet-prijsconcurrentievermogen in een context van herstructurering. Derhalve acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van een onevenwichtigheid, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden en ongedaan worden gemaakt.

Zweden: In februari 2015 concludeerde de Commissie dat Zweden met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name met betrekking tot de schuldenlast van de huishoudens, in combinatie met inefficiënties op de huizenmarkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, het verlies aan exportmarktaandeel, de woningprijzen en de schuldpositie van de particuliere sector.

Grafiek A26: **Schuld van huishoudens en indexcijfer van de huizenprijzen**



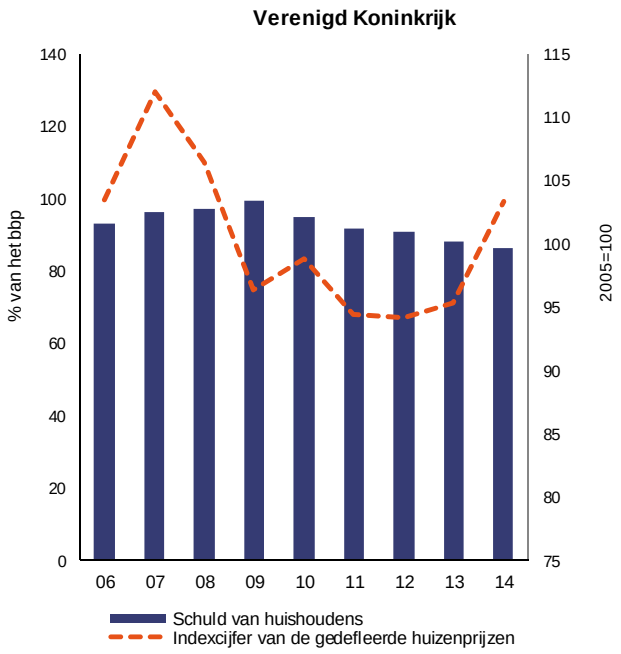
Bron: Eurostat

Het overschot op de lopende rekening blijft net boven de drempelwaarde, wat hoofdzakelijk toe te schrijven is aan de grote particuliere besparingen. De INIP verbetert snel, maar vertoont nog een klein tekort. Het verlies aan exportmarktaandeel blijft ruim boven de drempelwaarde, maar het verlies verloopt sinds 2013 langzamer. De verliezen hangen samen met de zwakke mondiale vraag. De groei van de loonkosten per eenheid product is beperkt en de reële effectieve wisselkoers is in 2014 gedaald. De hoge particuliere schuldenlast blijft aandacht verdienen. De bedrijfsschulden lopen weer op, nadat zij op een hoog niveau waren gestabiliseerd. Nadat in 2010 een limiet was gesteld aan de leenquotiteit, vertraagde de groei van de kredietverlening aan huishoudens tijdelijk en stabiliseerde de huishoudelijke schuld. Sindsdien loopt de huishoudelijke schuld weer op en de huizenprijzen zijn sinds medio 2013 zeer dynamisch; in 2014 lag de stijging boven de drempelwaarde, met potentiële risico's voor de macro-economische stabiliteit. Het huizenaanbod is beperkt en aan de vraagzijde worden de huizenprijzen en de schuldenlast van de huishoudens opgestuwd door een schuldbevorderende belasting, uitzonderlijk lage hypotheekrenten en een gebrek aan aflossingsbepalingen. De bancaire risico's lijken evenwel beperkt, aangezien de kwaliteit van hun activa alsook de winstgevendheid hoog blijven, hoewel het bufferkapitaal vrij klein is in verhouding tot de omvang van de leningportefeuilles.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met het externe concurrentievermogen, hoge particuliere schulden en de ontwikkelingen in de woningsector. Derhalve acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van een onevenwichtigheid, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Verenigd Koninkrijk: In februari 2015 heeft de Commissie geconcludeerd dat het Verenigd Koninkrijk macro-economische onevenwichtigheden kende die beleidsoptreden en monitoring vereisen. Daarbij ging het met name om risico's in verband met de grote schuldenlast van huishoudens, in samenhang met structurele kenmerken van de woningmarkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, het verlies aan exportmarktaandeel, de huizenprijzen, de schuldpositie van de particuliere sector en de overheidsschuld.

Grafiek A27: ***Schuld van huishoudens en indexcijfer van de huizenprijzen***



Bron: Eurostat

Het tekort op de lopende rekening is, onder invloed van een toenemend tekort aan primair inkomen, in 2014 verder opgelopen en de indicator (een gemiddelde over drie jaar) ligt nu boven de drempelwaarde. De internationale netto-investeringspositie is negatief, maar ligt ondanks de vrij snelle verslechtering van de laatste paar jaar nog altijd ruim boven de drempelwaarde. Het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel nam in 2014 als gevolg van een jaarlijkse toename af, maar blijft boven de drempelwaarde. De loonkosten per eenheid product vertoonden een bescheiden en stabiele groei en de reële effectieve wisselkoers is gestegen, met name in 2014. De schuldquote van de particuliere sector daalt geleidelijk, als gevolg van de nominale groei, maar blijft over het geheel genomen hoog. De huizenprijzen blijven stijgen en het groeipercentage lag in 2014 boven de drempelwaarde. Opmerkelijkerwijs hebben de stijgende huizenprijzen de laatste twee jaar echter niet geleid tot een toename van de huishoudelijke schuldenlast. De hoge algemene overheidsschuld blijft zorgwekkend. De werkgelegenheid laat nog steeds een gezonde groei zien en zowel de jeugdwerkloosheid als het NEET-percentage is gedaald.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de woningmarkt en de externe zijde van de economie. De Commissie acht het, mede in het licht van de vaststelling in februari van onevenwichtigheden, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Tabel 1.1: PMO-scorebord 2014

Jaar 2014	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden						Nieuwe indicatoren werkgelegenheid[1]		
	Saldo lopende rekening in % van het bbp (3-jaars-gemiddelde)	**Internationale netto-investeringspositie** (in % van het bbp)	**Reële effectieve wisselkoers - 42 handelspartners, HICP-deflatoren** (verandering over 3 jaar, in %)	**Exportmarktaandeel - % van mondiale export** (verandering over 5 jaar, in %)	**Indexcijfer nominale loonkosten per e.p. (2010=100)** (verandering over 3 jaar, in %)	**Indexcijfer gedefleerde huizenprijzen (2010=100),** (verandering op jaarbasis, in %)	**Kredietstroom particuliere sector, geconsolideerd** (in % van het bbp)	**Schuld particuliere sector, geconsolideerd** (in % van het bbp)	**Bruto overheidsschuld** (in % van het bbp)	**Werkloosheid** (3-jaars-gemiddelde)	**Totale verplichtingen van financiële sector, niet-geconsolideerd**	**Participatiegraad - % van totale bevolking van 15-64 jaar** (verandering over 3 jaar, in %-punt)	**Langdurige werkloosheid - % van de beroepsbevolking van 15-74 jaar** (verandering over 3 jaar, in %-punt)	**Jeugdwerkloosheid - % van de beroepsbevolking van 15-24 jaar** (verandering over 3 jaar, in %-punt)
Drempel	-4/6%	-35%	±5% (EZ) ±11% (niet-EZ)	-6%	9% (EZ) 12% (Non-EZ)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2%	0.5%	0.2%
BE	-0,1	57,2	-0,5	-10,7	5,6	-1.1v	1,0	181,4	106,7	8,2	4,9	1,0	0,8	4,5
BG	0,9	-73,4	-2,6	6,7	12,5v	1.5v	-0,3	124,3	27,0	12,2	7,2	3,1	0,6	-1,2
CZ	-0,5	-35,6	-10,0	-5,0	3,8	1,8	1,8	72,7	42,7	6,7	4,4	3,0	0,0	-2,2
DK	6,9	47,0	-1,2	-17,3	5,1	3,1	1,7	222,8	45,1	7,0	6,6	-1,2	-0,1	-1,6
DE	6,9	42,3	-0,3	-8,3	7,6	1.5v	1,1	100,4	74,9	5,2	4,2	0,4	-0,6	-0,8
EE	-0,5	-43,6	4,7	24,5	13,0	12,8	6,4	116,1	10,4	8,7	12,2	0,5	-3,8	-7,4
IE	1,8	-106,7	-3,5	-6,1	-2,2	11,1	13,7	263,3	107,5	13,0	16,0	0,6	-2,0	-5,2
EL	-2,6	-124,1	-5,6	-17,5	-11,6v	-4,9r	-2,7	130,5	178,6	26,2	-7,6	0,1	10,7	7,7
ES	0,7	-94,1	-1,0	-11,5	-4.1v	0,1	-7,1	165,8	99,3	25,1	-1,9	0,3	4,0	7,0
FR	-1,0	-19,5	-1,2	-13,1	4,8	-1,6	3,3	143,2	95,6	10,1	5,4	1,3	0,6	1,5
HR	0,5	-88,6	-0,9	-18,0	-5,9	-2.0v	0,3	120,6	85,1	16,9	0,9	2,0	1,7	8,8
IT	0,8	-27,9	0,2	-14,0	3,6	-4.6v	-0,9	119,3	132,3	11,8	-0,7	1,8	3,5	13,5
CY	-4,9	-139,8	-1,4	-26,7	-7,7v	0,3v	-8,5	348,3	108,2	14,6	0,7	0,8	6,1	13,6
LV	-2,5	-60,9	0,4	9,9	12,9	5,1	-11,9	96,4	40,6	12,6	10,4	1,8	-4,1	-11,4
LT	1,3	-46,4	1,4	35,3	8,3	6,3	-1,2	52,5	40,7	12,0	16,3	2,3	-3,2	-13,3
LU	5,8	36,0	0,5	11,2	7,6	3,7	0,5	342,2	23,0	5,7	21,5	2,9	0,3	5,9
HU	2,7	-73,8	-7,0	-14,9	6,7	3,1	-0,5	91,3	76,2	9,6	8,5	4,6	-1,5	-5,6
MT	2,6	39,5	0,0	-18,2	7,0	2,6	7,8	146,4	68,3	6,2	5,8	4,5	-0,4	-1,5
NL	10,9	60,8	0,8	-11,0	5,4v	-0,5	-1.6v	228,9v	68,2	6,8	8.2v	0,9	1,3	2,7
AT	1,8	2,2	1,9	-15,7	7,8	1,4	0,2	127,1	84,2	5,3	-1,5	0,8	0,3	1,4
PL	-2,3	-68,3	-1,3	4,8	2,5v	1,1	4,7	77,9	50,4	9,8	0,6	2,2	0,2	-1,9
PT	0,0	-113,3	-1,8	-4,7	-2.3r	3,6	-8,7	189,6	130,2	15,4	-6,1	-0,4	2,2	4,5
RO	-2,1	-57,2	-1,1	21,5	2,3v	-3,6v	-2,4	62,2	39,9	6,9	1,1	1,6	-0,1	0,1
SI	5,1	-43,7	1,2	-11,8	-0,2	-6,6	-4,6	100,1	80,8	9,6	-0,4	0,6	1,7	4,5
SK	1,0	-69,4	1,3	3,2	2,2	1,5	3,9	76,2	53,5	13,8	7,0	1,6	0,0	-4,0
FI	-1,5	-0,7	2,7	-24,0	8,0	-1,9	0,4	150,0	59,3	8,2	8,7	0,5	0,2	0,4
SE	6,5	-6,5	-3,7	-9,8	7,1	8,6	6,5	194,4	44,9	8,0	13,4	1,6	0,0	0,1
UK	-4,3	-25,3	10,2	-8,7	1,9	8,3	3,4	157,7	88,2	7,2	4,4	1,2	-0,5	-4,4

Afkortingen: r: raming, v: voorlopig cijfer.

Noot: 1) Zie blz. 2 van het waarschuwingsmechanismeverslag 2016. 2) De internationale netto-investeringspositie van LU is neerwaarts bijgesteld naar aanleiding van de gewijzigde behandeling van eurobiljetten in de nationale statistieken over de nationale betalingsbalans/internationale investeringspositie. 3) Indexcijfer huizenprijzen e = bron NCB van EL.

Bron: Europese Commissie, Eurostat en directoraat-generaal Economische en financiële zaken (voor de reële effectieve wisselkoers) en het Internationaal Monetair Fonds.

Tabel 2.1: Aanvullende indicatoren, 2014

Jaar 2014	**Reële bbp** (verandering op jaarbasis, in %)	**Bruto investeringen in vaste activa** (% van het bbp)	**Binnenlandse bruto-uitgaven aan O&O** (% van het bbp)	**Lopende plus kapitaalrekening (financieringsoverschot/-tekort)**	**Externe nettoschuld** (% van het bbp)	**Buitenlandse directe investeringen in de rapporterende economie - stromen**	**Buitenlandse directe investeringen in de rapporterende economie - standen**	**Netto handelssaldo van energieproducten** (% van het bbp)	**Reële effectieve wisselkoers t.o.v. handelspartners in EZ** (verandering over 3 jaar, in %)	**Exportprestatie t.o.v. geavanceerde economieën** (verandering over 5 jaar, in %)	**Ruilvoet** (verandering over 5 jaar, in %)	**Exportmarktaandeel, volume** (jaarbasis, in %)	**Arbeidsproductiviteit** (verandering op jaarbasis, in %)	**Indexcijfer nominale loonkosten per e.p. (2010=100)** (verandering over 10 jaar, in %)	**Loonkosten per e.p. t.o.v. EZ** (verandering over 10 jaar, in %)	**Indexcijfer huizenprijzen (2010=100) - nominaal** (verandering over 3 jaar, in %)	**Woningbouw** (% van het bbp)	**Schuld particuliere sector, niet-geconsolideerd** (% van het bbp)	**Schuldhefboom financiële sector, niet-geconsolideerd** (verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen, in %)
BE	1,3	23,3	nb	-0,1	-79,7	-3,5	216,0	-3,9	-0,1	-4,6	-3,0	2,2	1,0	22,6	6,0	2.9v	5,9	207,6	176,9
BG	1,5	21,1	0.8v	3,5	19,0	3,5	92,7	-5,7	-2,9	14,0	3,3	-3,3	1.2v	78.3v	54,1	-2.7v	1,6	137,5	452,2
CZ	2,0	25,0	2v	1,4	-7,1	2,4	76,3	-4,1	-10,1	1,5	-1,4	5,7	1,4	13,8	-2,2	1,0	3,2	85,1	503,5
DK	1,1	18,7	3.08rv	7,8	0,7	1,1	46,6	0,0	-1,4	-11,7	2,2	-0,6	0,3	27,6	8,2	4,9	4,0	227,6	173,6
DE	1,6	20,1	2.84rv	7,5	-6,7	0,2	40,1	-2,9	-0,1	-2,1	-2,6	0,8	0,7	13,0	-5,8	9.3v	5,9	108,9	395,5
EE	2,9	25,2	1.46v	2,2	-11,0	6,0	100,9	-2,1	3,1	33,0	0,2	-1,4	2,1	68,9	40,5	35,0	3,2	135,3	370,6
IE	5,2	19,3	nb	3,8	-477,2	36,0	385,5	-2,8	-1,8	0,3	-3,7	8,9	3,4	-1,5	-3,9	2,1	2,2	284,2	78,2
EL	0.7v	11.6v	0.83v	-0,7	132,3	0,7	12,2	-3.2v	-5,6	-11,9	1.4v	4.3v	0.5v	10.3v	-5,5	-27.1r	1.0v	130,5	1083,8
ES	1.4v	19.6v	nb	1,4	94,7	2,3	55,7	-2.9v	-0,6	-5,4	-7.8v	1.9v	0.4v	11.7v	-4,2	-22,3	4.4v	185,5	444,9
FR	0,2	21,7	2.26v	-0,8	38,1	0,3	41,8	-2,5	-0,7	-7,2	-1,6	-0,8	-0,1	20,3	1,7	-4,0	5,9	180,9	384,3
HR	-0,4	18,6	0,8	0,9	nb	6,7	7,6	-4,0	-1,5	-12,4	0,8	3,1	-3,0	26,4	4,8	-17.7v	nb	141,9	460,6
IT	-0,4	16,6	nb	2,2	61,1	0,6	24,8	-2,6	0,4	-8,1	-4,5	-0,1	-0,5	21,0	4,6	-12.4v	4,7	121,2	754,3
CY	-2.5v	11.5v	nb	-3,7	128,4	-5,1	710,3	-5.9v	0,0	-21,7	0.4v	-3,7	-0.6v	19.3v	-13,0	-8.7v	3.3v	349,8	116,8
LV	2,4	22,9	0.68v	1,2	31,4	2,7	54,4	-4,2	-1,3	17,3	0,0	-0,1	3,8	82,7	53,9	16,6	2,3	104,7	642,6
LT	3,0	18,9	1.02v	6,3	28,8	0,7	39,0	-5,9	-0,1	44,5	-0,8	-0,2	1,0	36,8	11,2	7,5	2,5	56,7	445,3
LU	4,1	18,6	nb	3,5	-2204,6	200,0	6369,7	-4,5	0,8	18,8	0,9	3,6	1,5	36,6	17,8	14,2	3,4	402,7	63,6
HU	3,7	21,7	1,4	6,0	53,3	9,3	220,5	-6,1	-7,2	-9,1	-1,1	4,4	-0,9	26,5	10,0	-2,2	1,6	116,5	123,0
MT	3,5	18,9	0.85v	4,5	-325,7	1,6	1964,6	-15,8	0,7	-12,6	1,7	-3,5	-1,0	27,7	10,3	5,3	2,7	221,3	42,0
NL	1.0v	18.2v	nb	10,6	41,5	5,3	547,8	-1.6v	1,3	-5,0	-1.8v	0.8v	1.2v	17.2v	-0,2	-11,6	3.1v	240.7v	118.9v
AT	0,4	22,4	2.99rv	1,8	20,1	1,9	80,2	-3,0	1,6	-10,0	-3,0	-1,1	-0,5	22,9	4,1	16,8	4,3	147,1	197,3
PL	3,3	19,6	nb	0,4	37,2	3,1	50,7	-2,6	-1,7	12,0	-1,8	3,2	1.6v	20.0v	-1,0	-6,8	2,4	81,4	287,3
PT	0.9r	14.9r	nb	2,0	104,4	5,4	69,5	-3.5r	-1,2	1,8	0.4r	0.7r	-0.5r	4.9r	-9,3	-5,0	2.3r	206,2	340,3
RO	2.8v	22.0v	nb	2,2	29,8	1,9	41,9	-1.4v	-1,3	29,8	4.5v	4.9v	1.7v	72.7v	46,6	-8,9	nb	63,3	388,9
SI	3,0	19,6	nb	6,5	39,2	2,0	31,6	-4,1	0,4	-5,8	-4,5	2,6	2,5	21,2	3,0	-17,6	2,2	110,1	448,1
SK	2,5	20,9	0,9	1,1	27,0	0,0	65,6	-4,3	0,5	10,2	-3,5	0,4	1,1	19,7	4,3	-0,4	2,6	78,9	756,8
FI	-0,4	20,3	3,2	-0,8	46,2	5,5	53,1	-2,4	2,0	-18,8	-3,4	-3,9	0,4	29,9	10,1	3,2	5,6	172,9	368,4
SE	2,3	23,5	3.16v	6,1	54,3	-0,6	83,6	-1,4	-3,7	-3,6	-0,6	0,3	0,9	24,9	5,4	16,8	4,1	234,8	196,0
UK	2,9	16,9	1.72rv	-5,3	nb	1,6	76,7	-0,7	10,2	-2,5	3,8	-1,4	0,7	21,8	6,3	15,8	3,8	161,3	765,1

Afkortingen: r: raming, v: voorlopig, nb: niet beschikbaar.

Noot: 1) De internationale netto-investeringspositie van LU is neerwaarts bijgesteld naar aanleiding van de gewijzigde behandeling van eurobiljetten in de nationale statistieken over de betalingsbalans/internationale investeringspositie. 2) Indexcijfer e = bron NCB van EL. 3) De officiële uiterste indieningstermijn voor de gegevens van 2014 over de binnenlandse bruto-uitgaven aan O&O is 31 oktober 2015, terwijl de gegevens op 26 oktober 2015 werden geëxtraheerd.

Bron: Eurostat, directoraat-generaal Economische en financiële zaken (voor de reële effectieve wisselkoers) en gegevens van het Internationaal Monetair Fonds, WEO (voor de statistische reeks over de mondiale export).

Tabel 2.1 (vervolg): Aanvullende indicatoren, 2014

Jaar 2014	Werkgelegenheid (verandering op jaarbasis, in %)	Participatiegraad - % van totale bevolking van 15-64 jaar	Langdurige werkloosheid - % van beroepsbevolking van 15-74 jaar	Jeugdwerkloosheid - % van actieve beroepsbevolking van 15-24 jaar	Jongeren die geen werk hebben en evenmin onderwijs of een opleiding volgen - % van de totale bevolking van 15-24 jaar		Mensen die met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd - % van de totale bevolking		Mensen die met armoede worden bedreigd - % van de totale bevolking		Mensen die ernstig materieel gedepriveerd zijn - % van de totale bevolking		Personen die behoren tot huishoudens met een zeer lage arbeidsintensiteit - % van de bevolking van 0-59 jaar	
					%	verandering over 3 jaar in %-punt	%	verandering over 3 jaar in %-punt	%	verandering over 3 jaar in %-punt	%	verandering over 3 jaar in %-punt	%	verandering over 3 jaar in %-punt
BE	0,3	67,7	4,3	23,2	12,0	0,2	21,2	0,2	15,5	0,2	5,9	0,2	14,6	0,8
BG	0.4v	69,0	6,9	23,8	20,2	-1,6	40.1b	-9.0b	21,8	-0,4	33.1b	-10.5b	12,1	1,1
CZ	0,6	73,5	2,7	15,9	8,1	-0,2	14,8	-0,5	9,7	-0,1	6,7	0,6	7,6	1,0
DK	0,8	78,1	1,7	12,6	5,8	-0,5	17.8b	-1.1b	11.9b	-1.1b	3,2	0,6	12,1	0,4
DE	0,9	77,7	2,2	7,7	6,4	-1,1	20,6	0,7	16,7	0,9	5,0	-0,3	10,0	-1,2
EE	0,8	75,2	3,3	15,0	11,7	0,1	nb	nb	nb	nb	6.2v	-2.5v	nb	nb
IE	1,7	69,8	6,7	23,9	15,2	-3,6	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb
EL	0.1v	67,4	19,5	52,4	19,1	1,7	36,0	5,0	22,1	0,7	21,5	6,3	17,2	5,2
ES	0.9v	74,2	12,9	53,2	17.1b	-1.1b	29,2	2,5	22,2	1,6	7,1	2,6	17,1	3,7
FR	0,3	71,4	4,4	24,2	11.4b	-0.9b	18,6	-0,7	13,3	-0,7	4,8	-0,4	9,7	0,3
HR	2,7	66,1	10,1	45,5	19,3	3,1	29,3	-3,3	19,4	-1,5	13,9	-1,3	14,7	-1,2
IT	0,1	63,9	7,8	42,7	22,1	2,4	28.1v	-0.1v	19.6v	0.0v	11.5v	0.3v	12.0v	1.6v
CY	-1.9v	74,3	7,7	36,0	17,0	2,4	27,4	2,8	14,4	-0,4	15,3	3,6	9,7	4,8
LV	-1,3	74,6	4,7	19,6	12,0	-4,0	32,7	-7,4	21,2	2,2	19,2	-11,8	9,6	-3,0
LT	2,0	73,7	4,8	19,3	9,9	-1,9	27,3	-5,8	19,1	-0,1	13,6	-5,4	8,8	-3,9
LU	2,5	70,8	1,7	22,3	6,3	1,6	19,0	2,2	16,4	2,8	1,4	0,2	6,1	0,3
HU	4,6	67,0	3,7	20,4	13,6	0,4	31,1	0,1	14,6	0,8	23,9	0,8	12,2	0,0
MT	4,5	66,3	2,7	11,8	10,5	0,3	23,8	1,7	15,9	0,3	10,2	3,6	9,8	0,9
NL	-0.2v	79,0	3,0	12,7	5,5	1,2	16,5	0,8	11,6	0,6	3,2	0,7	10,2	1,3
AT	0,9	75,4	1,5	10,3	7,7	0,4	19,2	0,0	14,1	-0,4	4,0	0,0	9,1	0,5
PL	1.7v	67,9	3,8	23,9	12,0	0,5	24,7	-2,5	17,0	-0,7	10,4	-2,6	7,3	0,4
PT	1.4r	73,2	8,4	34,7	12,3	-0,3	27,5	3,1	19,5	1,5	10,6	2,3	12,2	3,9
RO	1.1v	65,7	2,8	24,0	17,0	-0,5	40,2	-0,1	25,4	3,2	26,3	-3,1	6,4	-0,3
SI	0,6	70,9	5,3	20,2	9,4	2,3	20,4	1,1	14,5	0,9	6,6	0,5	8,7	1,1
SK	1,4	70,3	9,3	29,7	12,8	-1,0	18,4	-2,2	12,6	-0,4	9,9	-0,7	7,1	-0,6
FI	-0,8	75,4	1,9	20,5	10,2	1,8	17,3	-0,6	12,8	-0,9	2,8	-0,4	10,0	0,0
SE	1,4	81,5	1,5	22,9	7,2	-0,3	16,9	0,8	15,1	1,1	0,7	-0,5	6,4	-0,5
UK	2,3	76,7	2,2	16,9	11,9	-2,3	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb

Afkortingen: b: breuk in de tijdreeksen, r: raming, v: voorlopig, nb: niet beschikbaar.

Noot 1) Jongeren die geen werk hebben en evenmin onderwijs of een opleiding volgen: voor ES is de classificatie van niet-formele onderwijsactiviteiten veranderd; voor FR weerspiegelen de gegevens voor 2014 voorts de in 2013 aangebrachte veranderingen in de vragenlijst en de toevoeging van de Franse overzeese departementen (DOM). 2) EE, IE en UK: De officiële uiterste indieningstermijn voor de gegevens van 2014 over mensen die met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd, is 30 november 2015, terwijl de data zijn geëxtraheerd op 26 oktober 2015.

Bron: Europese Commissie, Eurostat.