



EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 22.11.2017
COM(2017) 771 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE

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

Waarschuwingsmechanismeverslag 2018

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

{SWD(2017) 661 final}

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, gecombineerd met een ruimere reeks aanvullende indicatoren en extra relevante gegevens, om lidstaten te screenen op potentiële economische onevenwichtigheden die beleidsmaatregelen vereisen. In het waarschuwingsmechanismeverslag worden de lidstaten genoemd die aan een diepgaande analyse moeten worden 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. Rekening houdend met besprekingen met betrekking tot het waarschuwingsmechanismeverslag die met het Europees Parlement en binnen de Raad en de Eurogroep worden gevoerd, zal de Commissie diepgaande evaluaties voor de betrokken lidstaten opstellen. Volgens een vaste praktijk zal voor lidstaten ten aanzien waarvan in de vorige ronde van diepgaande evaluaties onevenwichtigheden zijn geconstateerd, in ieder geval een evaluatie worden opgesteld. De bevindingen van deze diepgaande evaluaties zullen worden meegenomen in de landspecifieke aanbevelingen (LSA's) in het kader van het Europees semester voor coördinatie van het economisch beleid. De diepgaande evaluaties zullen naar verwachting in februari 2018 worden gepubliceerd, voordat het pakket met LSA's in het kader van het Europees semester wordt bekendgemaakt.

1. SAMENVATTING

Dit verslag markeert het begin van de zevende 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 in de weg staan, en tevens de aanzet tot passende beleidsreacties te geven. De implementatie van de PMO past in het Europees semester voor de coördinatie van het economisch beleid om de consistentie te verzekeren met de analyses en aanbevelingen in het kader van andere instrumenten voor de uitoefening van het economisch toezicht. 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 diepgaande analyse nodig is zodat kan worden nagegaan of zij kampen met onevenwichtigheden die beleidsoptreden vereisen². 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, gecombineerd met een reeks aanvullende indicatoren.

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.

In het waarschuwingsmechanismeverslag worden overwegingen met betrekking tot de eurozone nader geformuleerd. In overeenstemming met de voorstellen van het verslag van 22 juni 2015 over *"De voltooiing van de Economische en Monetaire Unie"* van Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi en Martin Schulz, en de mededeling van de Commissie van 21 oktober 2015 over *"Stappen naar de voltooiing van de economische en monetaire unie"*, bevat het waarschuwingsmechanismeverslag ook een analyse van de gevolgen van de onevenwichtigheden van landen voor de hele eurozone en wordt eveneens bekeken in hoeverre deze gevolgen in het licht van de wisselwerkingen binnen de eurozone een gecoördineerde aanpak van de beleidsreacties vergen. De rol van wisselwerkingen en systeemimplicaties van onevenwichtigheden wordt erkend in de PMO-wetgeving, die "onevenwichtigheden" omschrijft als "elke trend die macro-economische ontwikkelingen in de hand werkt, welke een ongunstige invloed uitoefenen of kunnen uitoefenen op de goede werking van de economie van een lidstaat dan wel van de economische en monetaire unie of van de Unie als geheel"³.

De beoordeling in dit verslag vindt plaats tegen de achtergrond van een breder en robuuster economisch herstel. In de economische najaarsprognose 2017 van de diensten van de Europese Commissie wordt ervan uitgegaan dat de groei van het reële bbp in de EU en de eurozone in 2017 respectievelijk 2,3% en 2,2% zal bedragen met een positieve groei in alle EU-landen, tegen de achtergrond van een toenemende wereldhandel en een versterking van de binnenlandse vraag in de eurozone. Voor 2018 blijft de groei van het bbp volgens de najaarsprognoses gehandhaafd op 2,1% in zowel de EU als de eurozone, vooraleer licht te dalen tot 1,9% in 2019 bij een voortschrijdend herstel. De inflatie in 2017 is toegenomen vanuit een historisch laag niveau, maar zal met een percentage van 1,6% tegen 2019 naar verwachting onder de ECB-doelstelling blijven in de prognoseperiode; de kerninflatie, die in de voorbije drie jaar minder dan 1% bedroeg, bleef hardnekkig meer gematigd. De arbeidsmarkt trekt verder aan met een teruglopende werkloosheidsgraad en toenemende arbeidsparticipatie. De loongroei blijft evenwel getemperd, zelfs in landen met een krappe arbeidsmarkt, hetgeen het klimaat van lage inflatie versterkt. Voorts doen er zich op het vlak van de situatie op de arbeidsmarkt grote verschillen voor tussen en binnen de lidstaten. De kredietgroei is opnieuw op gang gekomen, waarbij ecarts voor bedrijfs- en overheidsobligaties zijn verkleind.

Het herstel is bevorderlijk voor het corrigeren van macro-economische onevenwichtigheden. Een aantal problemen kunnen evenwel de verdere economische vooruitgang tegenwerken. Er zijn nog steeds onzekerheden over de economische vooruitzichten en de beleidsvisie, grotendeels gekoppeld aan de verwachtingen met betrekking tot het budgettaire en monetaire beleid van de VS, de herbalancering in China en de opkomende economieën met een hoge schuldenlast van ondernemingen, geopolitieke spanningen en toenemende protectionistische sentimenten. Hoewel het herstel zich verbreedt en wordt geconsolideerd, wordt het nog steeds gekenmerkt door een groei van de totale factorproductiviteit die het niveau van vóór de crisis niet haalt. De hervormingsactiviteiten zijn recentelijk vertraagd in vergelijking met de crisisjaren en de periode vlak na crisis. Indien het tempo van de hervormingsinspanningen niet wordt aangehouden, kunnen de voorwaarden

³ Verordening (EU) nr. 1176/2011 van het Europees Parlement en de Raad van 16 november 2011 betreffende de preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden.

voor een duurzame toename van de potentiële groei, alsook voor extra ruimte voor de aanpak van onevenwichtigheden op een houdbare grondslag, in het gedrang komen. Nu de inflatie geleidelijk de ECB-doelstelling benadert, wordt het proces van schuldafbouw bevorderd door een hogere nominale groei. Tegelijkertijd zou het einde van de lage inflatie het pad effenen voor de normalisering van het monetaire beleid.

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

- **De herbalancering moet worden voortgezet.** Hoewel hoge en onhoudbare tekorten op de lopende rekening in bijna elke lidstaat vóór 2016 zijn gecorrigeerd, moeten externe posities in netto-debiteurlanden prudent blijven met het oog op de vermindering van de aanzienlijke internationale netto-investeringsposities. Tegelijkertijd blijven er in sommige netto-crediteurlanden in de eurozone grote overschotten op de lopende rekening bestaan en de voorspelde neerwaartse correcties blijven beperkt.
- **Internationale netto-investeringsposities blijven in sommige gevallen sterk negatief, tegen de achtergrond van ontwikkelingen inzake concurrentievermogen die de herbalancering minder lijken te ondersteunen.** Aanzienlijke negatieve internationale netto-investeringspositie worden opgetekend in landen met aanhoudende grote tekorten op de lopende rekening in de periode vóór de crisis. De verbetering van de positie op de lopende rekening heeft in de meeste gevallen de voorwaarden gecreëerd voor een geleidelijke vermindering van de volumes van nettoverplichtingen aan het buitenland, maar het evenwicht of overschot op de lopende rekening moet worden aangehouden om een afbouw van de verplichtingen naar een prudent niveau in een bevredigend tempo te handhaven. In de voorbije jaren hebben verbeteringen van het concurrentievermogen hiertoe bijgedragen, maar ontwikkelingen in de relatieve loonkosten per eenheid product tussen netto-debitteur- en netto-crediteurlanden zijn recentelijk minder gunstig geworden voor de herbalancering.
- **De afbouw van de particuliere schuld gaat voort, maar vertraagde recentelijk enigszins.** Leningen nemen opnieuw toe en de verminderingen van de schuldquotes waren steeds meer gebaseerd op het aantrekken van de nominale groei. Tegelijkertijd verloopt de schuldafbouw ongelijkmatig en niet altijd in overeenstemming met de behoeften. In de meeste lidstaten kwam schuldafbouw sneller tot stand in de bedrijfswereld dan bij de gezinnen en lag hierdoor aan de basis van de lage investeringen in sommige landen. De overheidsschulddynamiek is in de meeste landen met een hoge schuldenlast pas onlangs een neerwaartse trend gaan vertonen.
- **De winstgevendheid in de banksector neemt toe, evenals de beursnoteringen.** Kleine rentemarges, verouderde bedrijfsmodellen en een groot aantal oninbare leningen blijven in sommige landen pijnpunten.
- **In de meeste lidstaten stijgen de huizenprijzen.** De waarderingen liggen doorgaans nog steeds onder het piekniveau na de neerwaartse aanpassing na de crisis, maar in sommige gevallen wijzen beschikbare indicatoren op overwaardering. Haarden van mogelijke oververhitting zijn aanwezig en de prijsdynamiek vertoont in een toenemend aantal landen een stijgende trend. Voorts is er een brede toename van de kredietverlening aan huishoudens.

- **In de meeste landen is doorgaans sprake van een verbeterende en verkrappende arbeidsmarkt, waarbij de loongroei getemperd blijft.** De daling van de werkloosheid ging gepaard met afnemende verschillen in de werkloosheidscijfers in de EU, ook al hebben sommige landen nog steeds te kampen met een hoge werkloosheid. In het voorbije decennium is de participatiegraad doorgaans toegenomen, maar in sommige landen en voor sommige groepen blijft de arbeidsmarktparticipatie laag. Het maatschappelijke ongenoegen neemt af, maar blijft hoog in sommige landen met een blijvende langdurige werkloosheid en lagere lonen voor kwetsbare groepen in een klimaat met een doorgaans beperkte loondynamiek. Hoewel het beschikbaar inkomen van huishoudens is gestegen, heeft het in sommige lidstaten in reële termen nog niet het niveau van 2008 bereikt. In enkele landen gaat een krappe arbeidsmarkt gepaard met een versnelde toename van de loonkosten per eenheid product.

De herbalancering van de eurozone verdient nog steeds zorgvuldige bestudering. Het grote overschot op de lopende rekening van de eurozone neemt niet langer toe: het heeft een piek van 3,3% van het bbp bereikt in 2016 en zal volgens prognoses dit jaar geleidelijk dalen tot 3% en tegen 2019 rond dat niveau blijven⁴. Niettemin blijft het overschot in de eurozone op wereldniveau het hoogste en bevindt het zich boven een niveau dat strookt met fundamentele economische parameters. De afbouw van aanhoudend omvangrijke externe verplichtingen vereist dat in netto-debiteurlanden prudente externe rekeningen moeten worden gehandhaafd. Tegelijkertijd zou vooruitgang inzake de aanpassing van grote overschoten in netto-crediteurlanden ertoe bijdragen dat de schuldafbouw op het niveau van de eurozone verenigbaar blijft met een duurzaam herstel.

Samengevat nemen de risico's weliswaar af, maar blijven zij aanwezig en zijn het dezelfde risicobronnen die in het waarschuwingsmechanismeverslag 2017 zijn aangewezen. De geboekte vooruitgang op het vlak van externe herbalancering is beperkt, met hardnekkig grote overschotten en ontwikkelingen inzake concurrentievermogen die de herbalancering minder ondersteunen. De afbouw van de particuliere en publieke schuld is gaande, steeds meer dankzij het aantrekken van de nominale groei, maar blijft ongelijkmatig. Schuldafbouw door ondernemingen gaat vaak gepaard met een laag investeringsniveau en er blijven onzekerheden over de mate waarin de schuldafbouw in de toekomst kan steunen op een sterkere potentiële groei. De situatie in de banksector is op meerdere punten verbeterd, maar er zijn nog steeds problemen. In een toenemend aantal landen worden de tekenen van een oververhitting op het vlak van loonkosten en huizenprijzen steeds zichtbaarder.

Voor de in het waarschuwingsmechanismeverslag aangewezen lidstaten zullen in het kader van de diepgaande evaluaties meer gedetailleerde en uitgebreidere analyses plaatsvinden. Zoals in de recente jaarlijkse cycli het geval was, zullen de diepgaande evaluaties worden verwerkt in de landverslagen, waarin de diensten van de Commissie een analyse opmaken van de economische en sociale uitdagingen in de EU-lidstaten. Deze analyse vormt dan de inhoudelijke basis voor de landspecifieke aanbevelingen (LSA's) van het Europees semester. Bij de voorbereiding van de diepgaande evaluaties zal de Commissie haar analyse baseren op een breed scala aan gegevens en relevante informatie. Zoals bepaald in de wetgeving, zullen de diepgaande evaluaties de essentiële basis vormen voor de Commissie om te concluderen of er sprake is van onevenwichtigheden dan wel van buitensporige

⁴ Cijfer gebaseerd op de nationale rekeningen.

onevenwichtigheden en om vervolgens voor elke lidstaat beleidsaanbevelingen op te stellen⁵. De landen waarvoor onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld, zijn en blijven onderworpen aan een specifieke monitoring om permanent toezicht te houden op het in het kader van het PMO gevoerde beleid.

Diepgaande evaluaties zijn gerechtvaardigd voor de lidstaten waarvoor onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld in de vorige ronde van de PMO. Overeenkomstig de vaste toezichtspraktijk is een diepgaande evaluatie noodzakelijk om na te gaan of de bestaande onevenwichtigheden verminderen, aanhouden of verergeren, waarbij de nodige aandacht wordt geschonken aan het beleid dat de lidstaten in kwestie voeren. In het waarschuwingsmechanismeverslag wordt derhalve opgeroepen diepgaande evaluaties op te stellen voor de 12 lidstaten waarvoor onevenwichtigheden zijn vastgesteld in het licht van de bevindingen van de diepgaande evaluaties die in 2016 zijn uitgevoerd⁶. De betrokken landen zijn **Bulgarije, Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Slovenië, Spanje en Zweden.**

Op basis van de economische interpretatie van het scorebord is de Commissie van oordeel dat het niet noodzakelijk is diepgaande evaluaties op te stellen voor lidstaten waarvoor momenteel geen onevenwichtigheden zijn vastgesteld. Uit de economische interpretatie van het scorebord kan worden geconcludeerd dat er zich voor Finland, dat in 2017 het PMO-toezicht heeft verlaten, geen grote algemene extra risico's voordoen ten opzichte van vorig jaar. In deze fase kan een soortgelijke conclusie worden gemaakt voor de landen die in 2016 het PMO-toezicht hebben verlaten (België, Hongarije, Roemenië en het Verenigd Koninkrijk) en voor landen die niet recentelijk in het kader van diepgaande evaluaties onderzocht zijn. De recente dynamiek in de huizenprijzen in een aantal landen (Oostenrijk, België, Denemarken, Finland, Hongarije, Luxemburg en het Verenigd Koninkrijk) vraagt evenwel om een grondige analyse in de desbetreffende landverslagen, zelfs indien momenteel geen diepgaande evaluatie noodzakelijk lijkt gezien de beperkte draagwijdte van de risico's. Hetzelfde geldt voor de beginnende loonkostendynamiek in sommige lidstaten (Estland, Hongarije, Letland, Litouwen en Roemenië). In het geval van Griekenland vindt het toezicht op de onevenwichtigheden en de monitoring van de corrigerende maatregelen nog steeds plaats in het kader van het macro-economisch aanpassingsprogramma. Samengevat wordt in het waarschuwingsmechanismeverslag derhalve opgeroepen diepgaande evaluaties op te stellen voor 12 lidstaten in vergelijking met 13 in de vorige cyclus.

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

Het waarschuwingsmechanismeverslag steunt op een economische interpretatie van het scorebord van indicatoren van de PMO dat een mechanisme biedt om voor de hand liggend bewijsmateriaal uit te filteren met betrekking tot mogelijke risico's en

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

⁶ Zie "Europees semester 2016: beoordeling van structurele hervormingen, preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden, en resultaten van diepgaande evaluaties ingevolge Verordening (EU) nr. 1176/2011" - COM(2016) 95 final/2 -, 7.4.2016.

kwetsbaarheden die nader onderzoek in het kader van een diepgaande evaluatie vergen.

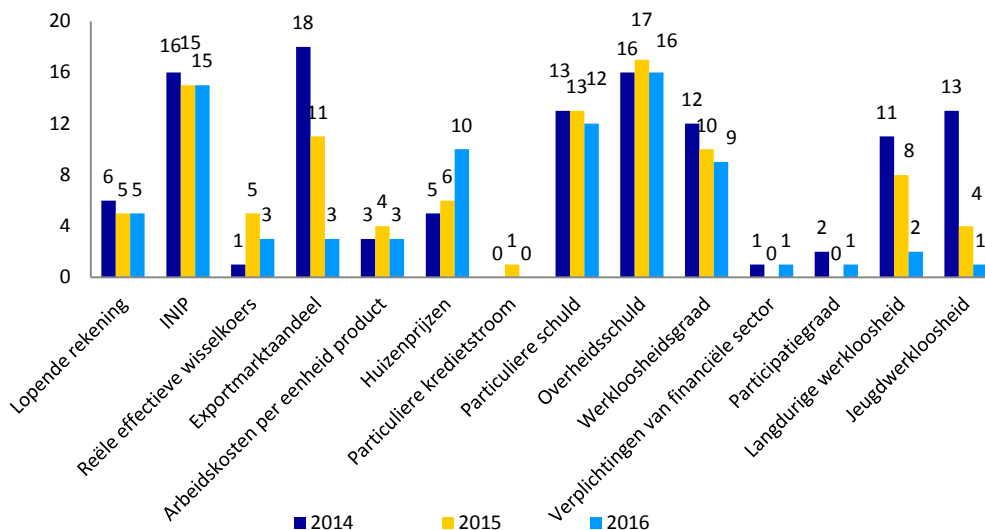
Het scorebord omvat een reeks van 14 indicatoren en indicatieve drempelwaarden voor een aantal terreinen, waaronder externe posities, het concurrentievermogen, de schuldpositie van de particuliere sector, de woningmarkt, de banksector en de werkgelegenheid. Het steunt op daadwerkelijke gegevens van goede statistische kwaliteit waarmee stabiliteit en consistentie tussen landen kunnen worden verzekerd. Het scorebord dat voor dit verslag is gebruikt, bevat dus gegevens tot en met 2016. Bij de interpretatie van de indicatoren worden naast een reeks aanvullende indicatoren evenwel rekening gehouden met recentere gegevens. De waarden van het scorebord worden echter niet mechanistisch gelezen, maar krijgen een economische interpretatie die het mogelijk maakt rekening te houden met landspecifieke vraagstukken en contextuele factoren⁷.

De scorebordindicatoren duiden op aanhoudende onevenwichtigheden en kwetsbaarheden in verband met hoge schuldenlasten. Op het vlak van overheidsschuld, internationale netto-investeringposities en de schuldpositie van de particuliere sector (grafiek 1)⁸ zijn er nog steeds een aantal frequente overschrijdingen van de drempelwaarden van het scorebord van het waarschuwingsmechanismeverslag. Het aantal lidstaten met resultaten die de drempelwaarden voor deze drie indicatoren in 2016 overschrijden, bedraagt respectievelijk 16, 15 en 12. Dit ligt dicht bij de resultaten van vorige jaarlijkse rondes en bevestigt het langetermijnkarakter van deze onevenwichtigheden. In overeenstemming met het huidige banenrijke herstel is het aantal landen met resultaten die de drempelwaarde voor de werkloosheidsgraad overschrijden, in de periode 2014-2016 gedaald van 12 tot 9. Meer verlagingen hebben betrekking op de indicatoren voor de langdurige en de jeugdwerkloosheid, aangezien deze gevoeliger zijn voor de situatie op de arbeidsmarkt. Omgekeerd vertonen de huizenprijzen een stijgende trend en uit het scorebord blijkt dat een toenemend aantal lidstaten de drempelwaarde overschrijdt. Momenteel gaat het om 10 lidstaten, komende van 6 in 2015 en 5 in 2014. Het scorebord geeft aan dat 4 van de 5 overschrijdingen door lidstaten van de drempelwaarden met betrekking tot de lopende-rekeningvariabele momenteel het gevolg zijn van overschotten. Het aantal lidstaten met een druk op de loonkosten per eenheid product die de drempelwaarde overschrijdt, bleef tot nu toe stabiel op 3 of 4 in de voorbije drie jaren. Drie lidstaten overschrijden de drempelwaarden voor de reële effectieve wisselkoers: in één geval wegens een verminderd concurrentievermogen, in beide andere gevallen wegens een daling van de reële wisselkoers onder de benedengrens. Het aantal lidstaten met exportmarktaandelen die de drempelwaarde overschrijden, is aanmerkelijk gedaald als gevolg van de aantrekkende uitvoervraag voor EU-landen.

⁷ Volgens de PMO-verordening (Verordening (EU) nr. 1176/2011) is een mechanistische interpretatie van het scorebord uitgesloten. Over de rechtvaardiging die ten grondslag ligt aan de structuur van het scorebord van het waarschuwingsmechanismeverslag en de interpretatie daarvan, zie *"The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, application: a compendium"* (Europese Commissie, 2016).

⁸ De gedetailleerde scorebordindicatoren zijn samen met de respectieve indicatieve drempelwaarden opgenomen in tabel 1.1 in de bijlage.

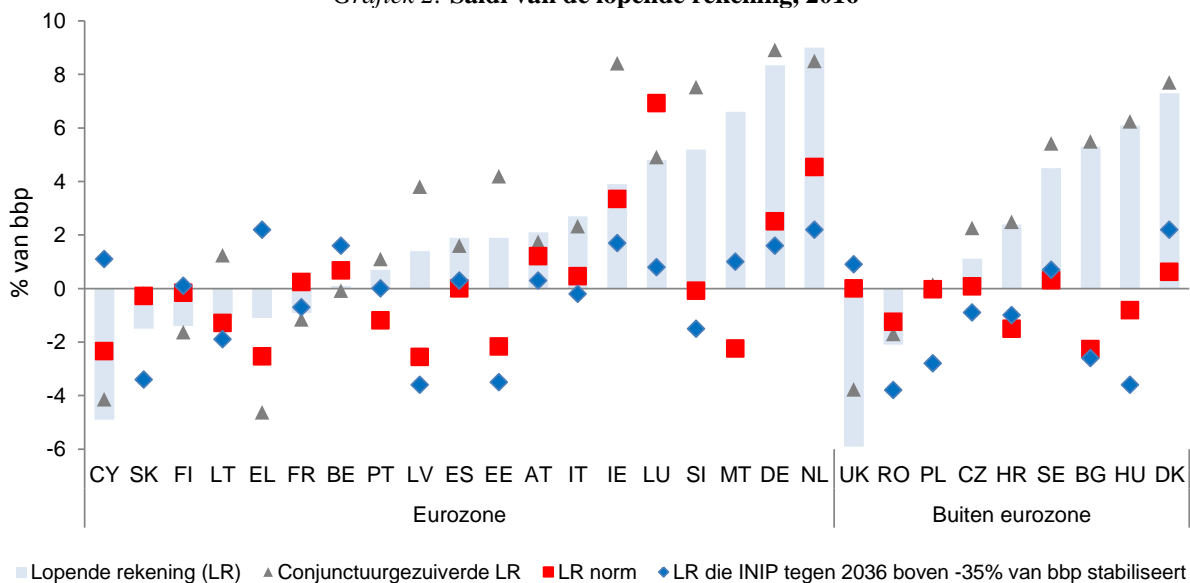
Grafiek 1: Aantal landen met variabelen in het scorebord die de drempelwaarden overschrijden



Bron: Eurostat.

Noot: het aantal landen met variabelen in het scorebord die de drempelwaarden overschrijden, is gebaseerd op de jaargang van het scorebord dat samen met het desbetreffende waarschuwingsmechanismeverlag is gepubliceerd. Eventuele ex-post bijstellingen van de gegevens kunnen resulteren in een verschil van het aantal landen dat de drempelwaarde overschrijdt die is berekend door gebruik te maken van de recentste cijfers voor de scorebordvariabelen ten opzichte van het aantal dat in de bovenstaande grafiek wordt vermeld.

Grafiek 2: Saldi van de lopende rekening, 2016

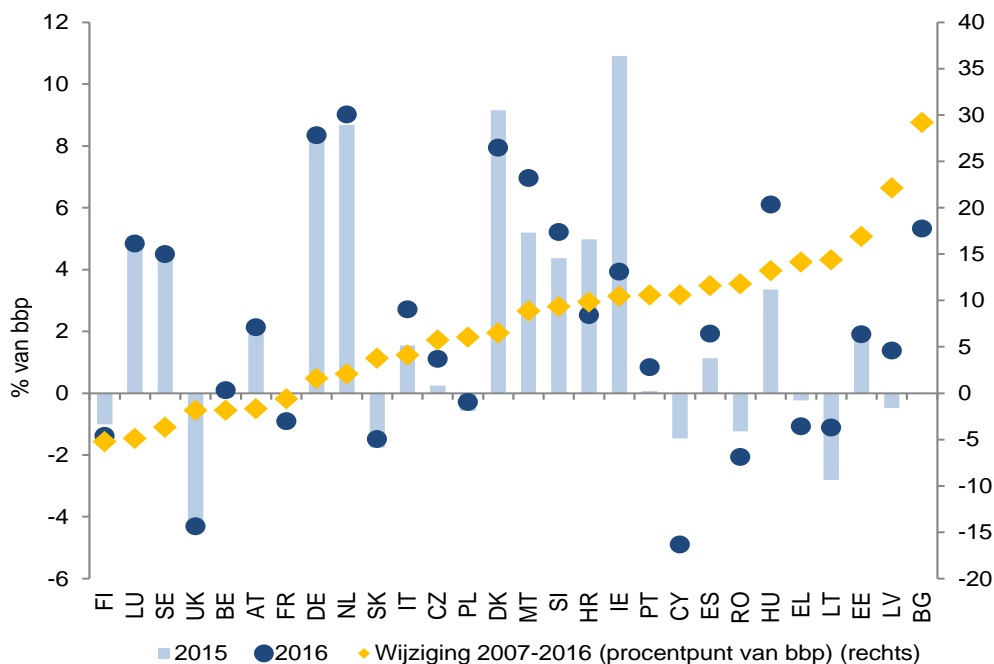


Bron: Berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: conjunctuurgezuiverde saldi worden berekend aan de hand van de ramingen van de outputgap, die aan de basis liggen van de najaarsprognoses 2017 van de Europese Commissie; het conjunctuurgezuiverde saldo voor Malta in 2016 wordt niet weergegeven in de grafiek en bedraagt 13,3% van het bbp in 2016. Voor de berekening van de normen voor de lopende rekening, zie voetnoot 9. De lopende rekening die de internationale netto-investeringspositie stabiliseert, wordt als volgt gedefinieerd: het saldo op de lopende rekening om de internationale netto-investeringspositie in 20 jaar tot -35% te brengen; voor landen waarvan de internationale

netto-investeringspositie in 2016 reeds -35% van het bbp bedraagt of overschrijdt, is het saldo dat nodig is om de internationale netto-investeringspositie te handhaven op het niveau 2016⁹.

Grafiek 3: Ontwikkeling van de saldi van de lopende rekening



Bron: Eurostat.

Tekorten op de lopende rekeningen zijn zeer beperkt, terwijl er grote overschotten blijven bestaan. De meeste grote tekorten op de lopende rekeningen waren reeds vóór 2016 aanzienlijk verkleind en omgevormd tot overschotten of evenwichtige posities in een klimaat van teruggewonnen concurrentievermogen en een zwakke binnenlandse vraag (grafiek 2 en 3). Recente ontwikkelingen van de handelsbalans hebben baat gehad bij een daling van de grondstoffenprijzen, de opleving van de handel in de EU en de versnelling van de wereldhandel sedert medio 2016, terwijl de inkomensrekening van netto-debiteurlanden gebaat was bij dalende rentetarieven, hetgeen resulteerde in lagere te betalen vergoedingen voor de netto financiële verplichtingen.

- Alleen het Verenigd Koninkrijk heeft nu een tekort op de lopende rekening boven de drempelwaarde van het scorebord. De andere lidstaten met tekorten op de lopende rekening in 2016 (België, Griekenland, Frankrijk, Cyprus, Letland, Litouwen, Polen, Roemenië, Slowakije en Finland) bleven ruim onder de drempelwaarde van het scorebord. Cyclische factoren hebben aan belang ingeboet voor deze resultaten,

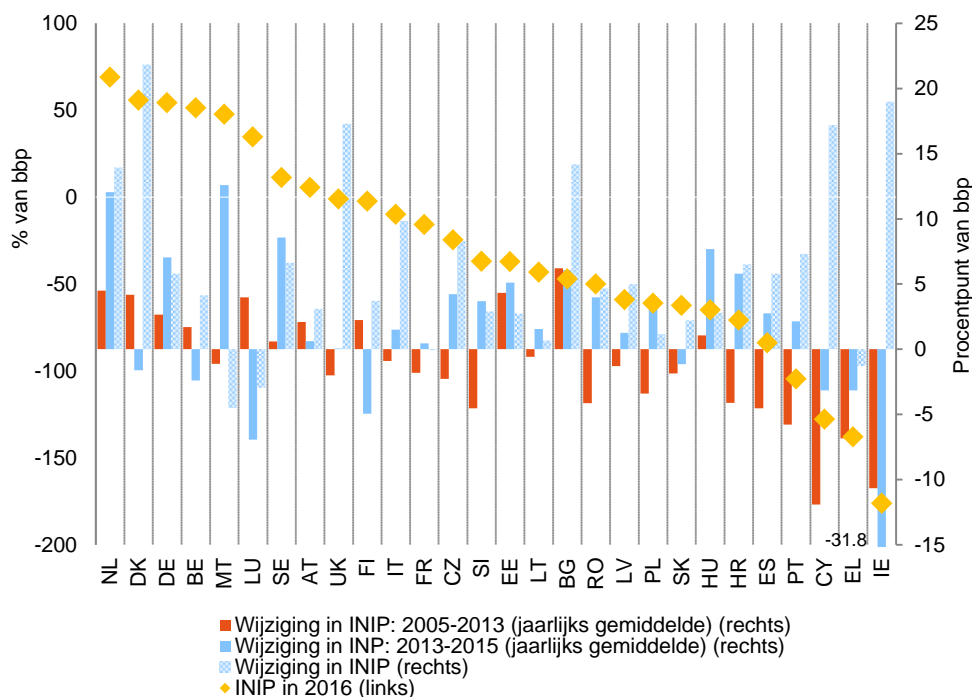
⁹ De berekeningen voor lopende rekeningen die de internationale netto-investeringspositie stabiliseren, zijn gebaseerd op de volgende veronderstellingen: de prognoses voor het nominale bbp vloeien voort uit de najaarsprognoses 2017 van de Commissie (tot 2019) en uit de methode van de Commissie voor prognoses voor de komende tien jaar; overeengekomen wordt dat de waarderingseffecten tijdens de prognoseperiode gelijk aan nul moeten worden geacht; en er wordt aangenomen dat de kapitaalrekeningen constant blijven als percentage van het bbp op de mediaanwaarde tussen 2016 en de prognoses tot 2019.

aangezien de output gaps verkleinen (grafiek 2). Nog een aantal andere marginale verbeteringen werden reeds in 2016 opgetekend, waarbij voor landen zoals Kroatië en Ierland dalingen in hun overschotten werden vastgesteld, die werden teruggebracht van hun uitzonderlijk hoge niveaus in 2015 (grafiek 3).

- In Cyprus en Griekenland zijn de saldi op de lopende rekening 2016 nog steeds ontoereikend om een vermindering in een bevredigend tempo te schragen van de aanzienlijke internationale netto-investeringsposities naar een prudent niveau. Omgekeerd hadden Spanje en Portugal resultaten op de lopende rekening die iets hoger lagen dan hetgeen noodzakelijk is om te convergeren naar een internationale netto-investeringspositie van -35% van het bbp in de komende twee decennia, waarbij deze marges voor Kroatië en Ierland ruimer waren.
- Tegelijkertijd blijven er grote overschotten op de lopende rekening bestaan. Ondanks recente marginale dalingen blijven de overschotten in Denemarken, Duitsland en Nederland de drempel overschrijden, zoals ook de voorbije jaren het geval was. Malta overschreed de drempelwaarde in 2016, hetgeen ook het gevolg is van de positie als offshorecentrum. Zonder de cyclische effecten zou het overschot in Duitsland iets hoger zijn uitgevallen en in Denemarken lager. In Duitsland, Denemarken en Nederland worden momenteel overschotten opgetekend die veel groter zijn dan hetgeen op grond van fundamentele economische parameters (met inbegrip van bijvoorbeeld vergrijzing en relatief inkomen per hoofd van de bevolking) kan worden verklaard¹⁰.
- Met uitzondering van Luxemburg lijken alle recente overschotten van de verschillende lidstaten zowel binnen als buiten de eurozone zich doorgaans boven de fundamentele parameters te bevinden, soms met aanzienlijke marges. De najaarsprognoses 2017 van de Commissie wijzen voor dit en volgend jaar slechts op beperkte wijzigingen in deze patronen.

¹⁰ Een grotendeels vergelijkbare beoordeling is opgenomen in het External Sector Report van het IMF. Zie ook voetnoot 13.

Grafiek 4: Internationale netto-investeringsposities en hun dynamiek



Bron: Eurostat (BPM6 en ESR10), berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: Gegevens voor Bulgarije zijn slechts beschikbaar vanaf 2010 en die voor Cyprus vanaf 2008.

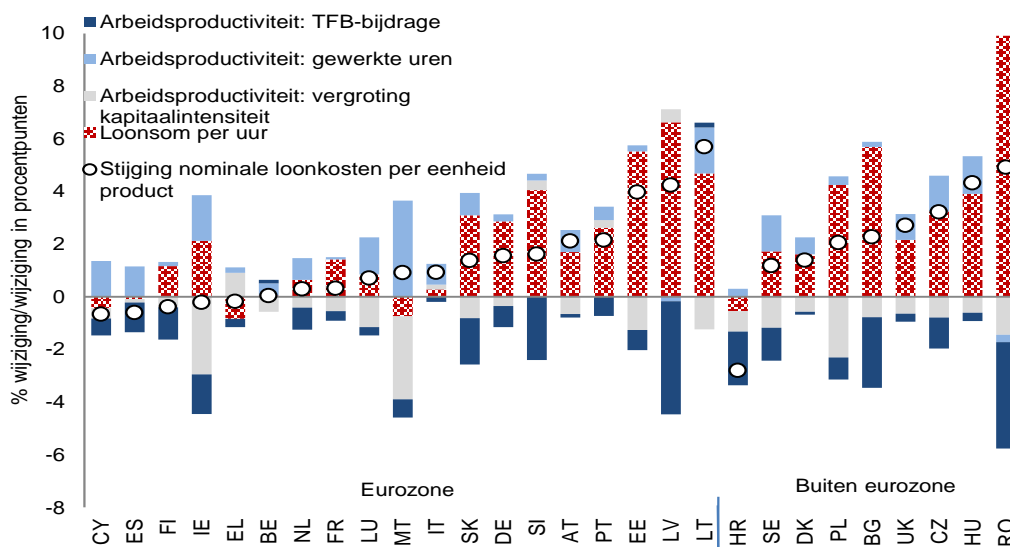
In bijna alle lidstaten zijn de internationale netto-investeringsposities verbeterd, maar in een aantal lidstaten blijven zij sterk negatief. In 2016 deden er zich sterke verbeteringen voor, die zowel in netto-debiteur- als netto-crediteurlanden werden opgetekend, ook al waren de verbeteringen iets meer afgetekend in deze laatste landen. Dit was een weerspiegeling van de toenemende saldi op de lopende en kapitaalrekening en de hogere bbp-groei. De waarderingseffecten liepen sterk uiteen tussen landen, met geen duidelijk verband met de aanvankelijke internationale netto-investeringsposities. Soms droegen zij evenwel bij tot de vermindering van grotendeels negatieve saldi van de internationale netto-investeringsposities. De ontwikkelingen in de eerste helft van 2017 wijzen niet op belangrijke wijzigingen in deze patronen.

- Ondanks de recente verbeteringen werden in 2016 in meer dan de helft van de EU-lidstaten internationale netto-investeringsposities opgetekend die de drempelwaarden van het PMO-scorebord overschreden. Sommige waarden overschrijden nog steeds -100% van het bbp (Ierland, Griekenland, Cyprus en Portugal); in Spanje en Portugal bedragen zij meer dan -70% van het bbp. Negen andere landen moeten nog steeds convergeren naar de drempelwaarde van -35% van het bbp. Dit is onder meer het geval voor Bulgarije, Hongarije, Letland, Polen, Roemenië en Slowakije.
- In 2016 traden duidelijke verbeteringen op in de meest negatieve internationale netto-investeringsposities, hetgeen in contrast stond met de verslechtingen in eerdere jaren. Cyprus en Ierland onderscheiden zich door hun opmerkelijke verbeteringen in 2016. Ook in Portugal en Spanje veranderden de patronen zichtbaar, aangezien de verbeteringen in 2016 optraden na jaren van een min of meer voortdurend verslechterende situatie. Griekenland is nog steeds een uitzondering, aangezien zijn positie bleef verslechteren,

weliswaar in een trager tempo dan vroeger. De wijzigingen in de patronen lieten een minder eenduidig beeld zien in landen met minder negatieve internationale netto-investeringsposities en de correcties waren doorgaans gematigder. In landen zoals Hongarije werd weliswaar minder snel vooruitgang geboekt, maar de trend bleef in de richting van een verbetering van internationale netto-investeringsposities.

- In 2016 deed zich een verdere verbetering voor van de aanzienlijke positieve internationale netto-investeringsposities van de netto-crediteurlanden onder invloed van hoge overschotten en waarderingswinsten die vaak sterker uitvielen dan vroeger het geval was. Met name Nederland sloot 2016 af met een positieve internationale netto-investeringspositie van bijna 70% van het bbp, terwijl het in Denemarken en Duitsland opliep tot 55% van bbp. In de drie landen bereikte de internationale netto-investeringspositie haar hoogste waarde van de afgelopen tien jaar. De recente resultaten op de lopende rekening overschrijden duidelijk de niveaus die nodig zijn om de INIP-quotes (INIP, internationale netto-investeringspositie) op hun niveaus van 2016 te handhaven. Malta en Luxemburg zijn de enige netto-crediteurlanden waarvoor de internationale netto-investeringspositie in 2016 daalde, maar wel nog duidelijk positief bleef. Voorts verbeterden de meeste landen met een relatief evenwichtige internationale netto-investeringspositie hun posities in 2016, waarbij in sommige gevallen een sterkere verbetering optrad dan vroeger het geval was. Het Verenigd Koninkrijk sloot af met een internationale netto-investeringspositie in evenwicht, grotendeels dankzij de waarderingseffecten die verband hielden met de depreciatie van het Britse pond na jaren van negatieve waarden.
- Risico's en kwetsbaarheden ten gevolge van negatieve posities kunnen ook worden bepaald door de samenstelling van deze posities. Op dit gebied hebben de grote netto-debiteurlanden, met name Cyprus, Griekenland, Portugal en Spanje vaak een niveau van externe nettoschuld dat goed is voor het grootste deel van hun internationale netto-investeringsposities, hetgeen hen kwetsbaar zou kunnen maken voor wijzigingen in hun financieringsvoorwaarden, in het bijzonder bij grote behoeften voor het doorrollen van de financiering. Omgekeerd zijn in andere debiteurlanden buitenlandse directe investeringen, die een meer stabiele financieringsbron zouden kunnen zijn, goed voor een aanzienlijk aandeel van de negatieve internationale netto-investeringsposities. Dit is het geval in Estland, Letland en Litouwen, Bulgarije, Polen, Roemenië en Slowakije.

Grafiek 5: Groei van de loonkosten per eenheid product en uitsplitsing van de factoren, 2016



Bron: AMECO en Eurostat. Berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: De uitsplitsing is gebaseerd op de normale verdeling van de loonkostenstijging per eenheid in nominaal 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".

Ontwikkelingen inzake kostenconcurrentievermogen worden minder bevorderlijk voor herbalancering. Verbeteringen van het concurrentievermogen in netto-debiteurlanden zwakken vaak af of ebben weg, terwijl bij netto-crediteurlanden weinig wijzigingen in hun concurrentiepositie worden vastgesteld. Tegen de achtergrond van een relatief trage groei van de arbeidsproductiviteit en een beperkte loondynamiek in een meerderheid van de landen, lijken de ontwikkelingen op het vlak van loonkosten per eenheid product in 2016 meer losgekomen van de stand of stroom van de externe posities ten opzichte van vorige jaren (grafiek 5). Over het algemeen gaat van de afnemende verschillen op het vlak van kostenconcurrentievermogen weinig ondersteuning uit voor een meer symmetrische herbalancering binnen de eurozone (zie grafiek 6 en vak 2).

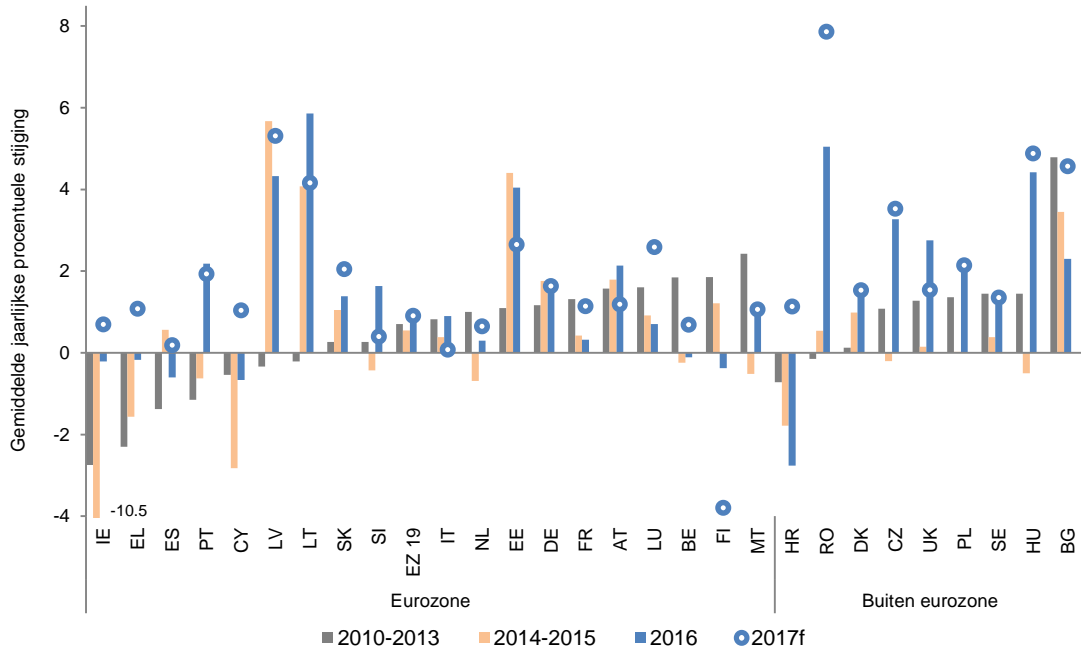
- In 2016 vlakke de dynamiek van de loonkosten per eenheid product in sommige netto-debiteurlanden af of is zij positief geworden na jaren van vermindering (bv. Griekenland, Ierland, Spanje, Portugal en Slovenië), hetgeen wijst op een vertragende productiviteitsgroei en een loongroei die minder negatief of positief wordt. In landen zoals Estland, Letland en Litouwen werd nog steeds een snelle groei van de loonkosten per eenheid product opgetekend onder impuls van sterke loonstijgingen in een kader van verkrappende arbeidsmarkten en bij een matige vooruitgang inzake productiviteit. Tegelijkertijd is in andere landen recentelijk een versnelde toename van de loonkosten per eenheid product vastgesteld, die zich ook in 2017 doorzette, met name in Roemenië, maar ook in Bulgarije, Tsjechië en Hongarije (rubriek 6). In sommige van deze landen vindt de versnelling van de loonontwikkeling plaats na aanzienlijke aanpassingen in de nasleep van de crisis 2008-2009, waardoor de loonconvergentie op lange termijn tijdelijk

was stopgezet. Zwakke arbeidsproductiviteit ging vaak gepaard met een matige groei van de totale factorproductiviteit¹¹.

- De stijging van de loonkosten per eenheid product in een aantal netto-crediteurlanden (Denemarken, Duitsland, Luxemburg, Nederland en Zweden) bleef globaal genomen gematigd in 2016, na enigszins te zijn afgenomen in Duitsland tegen de achtergrond van een beperkte loondynamiek ondanks een verkrappende arbeidsmarkt.
- De lage inflatie heeft bijgedragen tot het behoud van het prijsconcurrentievermogen, zoals gemeten door de reële effectieve wisselkoers, die in de voorbije jaren relatief stabiel is gebleven (grafiek 7). De euro maakte in 2016 een opwaardering door na de depreciatie van 2015, hetgeen op een brede basis resulteerde in nominale effectieve opwaarderingen in landen van de eurozone en ook doorwerkte in de meeste recente dynamiek van de reële effectieve wisselkoers. Ondanks deze recente opwaardering wijzen de reële effectieve wisselkoersen nog steeds op een verbetering van het prijsconcurrentievermogen ten opzichte van de periode vóór de crisis in de meeste netto-debiteurlanden. Alleen in Estland, Letland en Litouwen, en meer recentelijk in Bulgarije en Tsjechië vindt - in het licht van aanhoudende inflatiecijfers - sinds enige jaren een verslechtering van het concurrentievermogen ten opzichte van de periode vóór de crisis plaats. Van alle EU-landen hebben alleen het Verenigd Koninkrijk, Polen en Duitsland hun prijsconcurrentievermogen verbeterd ten opzichte van het niveau in 2000.

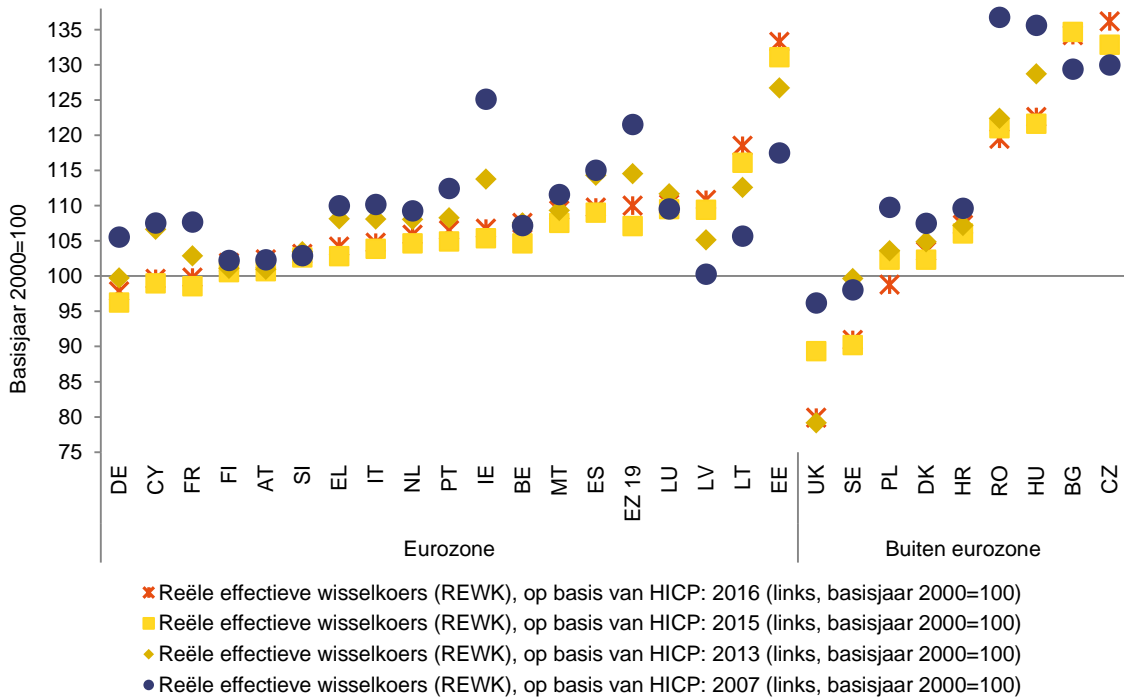
¹¹ In enkele landen, zoals Polen en Roemenië, hebben sterke stijgingen van het kapitaal per werknemer (vergroting van de kapitaalintensiteit) de arbeidsproductiviteit opgetrokken en de loonkosten per eenheid product getemperd, terwijl het omgekeerde gebeurde in Letland, Griekenland, Portugal en Slovenië.

Grafiek 6: Toename van de loonkosten per eenheid product



Bron: AMECO; gegevens 2017 van de najaarsprognoses 2017 van de diensten van de Commissie.

Grafiek 7: Reële effectieve wisselkoers - 42 handelspartners, HICP-deflator

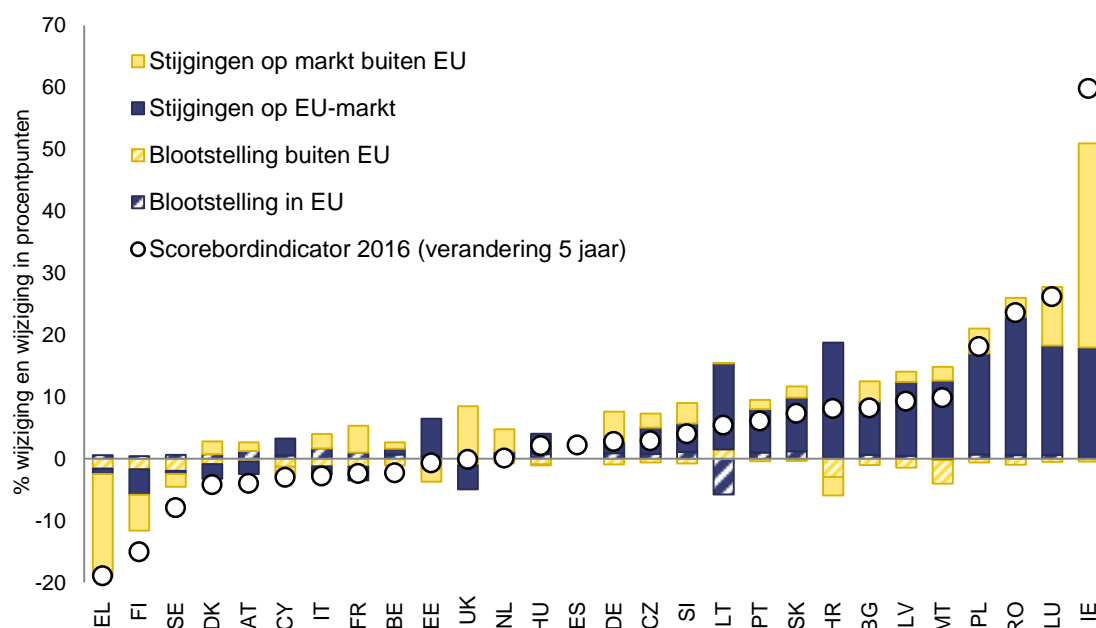


Bron: AMECO

Noot: Gegevens voor Slowakije liggen buiten het bereik van de grafiek, met indexcijfers van 153, 173, 170 en 171 in respectievelijk 2007, 2013, 2015 en 2016.

Voor de meeste EU-landen zijn recente toenames van het exportmarktaandeel opgetekend. Deze toenames wijzen op een enigszins sterkere groei van de handel binnen de EU dan de handel met landen buiten de EU en een daling van de grondstoffenprijzen, hetgeen in de afgelopen jaren resulteert in een toegenomen aandeel van de uitvoer van andere producten dan grondstoffen in de totale uitvoer. De grootste toename in exportmarktaandeel werd geboekt door Ierland, Luxemburg en Roemenië, terwijl de dalingen het grootst waren voor Griekenland, Finland en Zweden. De marktaandelen voor de grote economieën van de EU bleven doorgaans ongewijzigd. Wat de marktaandeedynamiek betreft, is er in de afgelopen jaren geen systematisch verschil tussen netto-crediteurlanden en netto-debiteurlanden, met uitzondering van 2016, waarin netto-debiteurlanden iets beter presteerden.

Grafiek 8: Veranderingen in het exportmarktaandeel, cumulatieve verandering in de periode 2011-2016



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

Noot: De uitsplitsing berust op de shift-share-methode. De gearceerde balken geven de bijdrage tot de marktaandeedynamiek weer die voortvloeit uit veranderingen in de positie op een bepaalde markt; de volle balken meten de bijdrage aan de marktaandeedynamiek die voortvloeit uit veranderingen in marktaandeel op een bepaalde markt. De berekeningen berusten op BPM6-gegevens behalve voor Finland, waarvoor de gegevens over uitvoer naar de EU worden afgeleid uit de nationale rekeningen; voor Spanje zijn de gegevens gedeeltelijk onbeschikbaar.

Vak 1: De eurozone-dimensie van macro-economische onevenwichtigheden

De gevolgen van macro-economische onevenwichtigheden voor de hele eurozone moeten zorgvuldig worden onderzocht. In overeenstemming met de voorstellen van het verslag van 22 juni 2015 over "De voltooiing van de Economische en Monetaire Unie" van Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi en Martin Schulz, en de mededeling van de Commissie van 21 oktober 2015 over "Stappen naar de voltooiing van de economische en monetaire unie", bevat het waarschuwingsmechanismeverslag met ingang van 2016 een systematische analyse van de gevolgen van onevenwichtigheden van landen voor de hele eurozone en wordt eveneens bekeken of deze gevolgen in het licht van de wisselwerkingen binnen de eurozone een gecoördineerde

aanpak van de beleidsreacties vergen.

Het grote overschot op de lopende rekening van de eurozone is gestabiliseerd. Het overschot op de lopende rekening van de eurozone is in beperkte mate gestegen tot een hoogtepunt van 3,3% van het bbp in 2016 na 3,2% van het bbp in 2015. In de najaarsprognoses 2017 van de Commissie wordt ervan uitgegaan dat het tot 2019 zal uitkomen op ongeveer 3%, hoofdzakelijk als gevolg van het herstel van cyclus van de eurozone ten opzichte van die van de handelspartners en het wegebben van de ruilvoetwinsten¹². Bij ongewijzigd beleid wordt ervan uitgegaan dat het niveau van het overschot op de lopende rekening van de eurozone het grootste op wereldniveau blijft. Dit niveau is aangemerkt als een overschrijding van hetgeen op grond van fundamentele economische parameters (rekening houdende met bijvoorbeeld vergrijzing, relatief inkomen per hoofd van de bevolking) kan worden verklaard, aangezien empirische schattingen van een norm voor de lopende rekening van de eurozone wijzen op een klein overschot van iets meer dan 1% van het bbp in 2016¹³. In de toekomst zou het grote overschot op de lopende rekening van de eurozone kunnen bijdragen tot een aanhoudende opwaartse druk op de externe waarde van de euro.

Het aanhoudende overschot van de eurozone weerspiegelt de correctie van eerdere tekorten op de lopende rekening die gepaard gingen met aanhoudende grote overschotten. De grote overschotten van Duitsland en Nederland zijn samen goed voor bijna 90% van het huidige *niveau* van het geaggregeerde overschot van de eurozone (grafiek B.1.1). De sterke verbetering in de lopende rekening van de eurozone in de jaren na de crisis viel samen met een abrupte aanpassing van grote externe tekorten na een ommekeer in particuliere grensoverschrijdende financiële stromen (grafiek B.1.2). De daaropvolgende toename van het overschot in de eurozone ging gepaard met duurzame verbeteringen van de saldi op de lopende rekening in de netto-debiteurlanden en een verdere toename van de overschotten in de netto-crediteurlanden. Sinds 2011 maakt de *dynamiek* van de positie op de lopende rekening van Italië en Duitsland ongeveer twee derde uit van de toename van het overschot van de eurozone. De voor 2017 verwachte vermindering van het overschot van de eurozone is hoofdzakelijk het gevolg van een vermindering van het Duitse overschot.

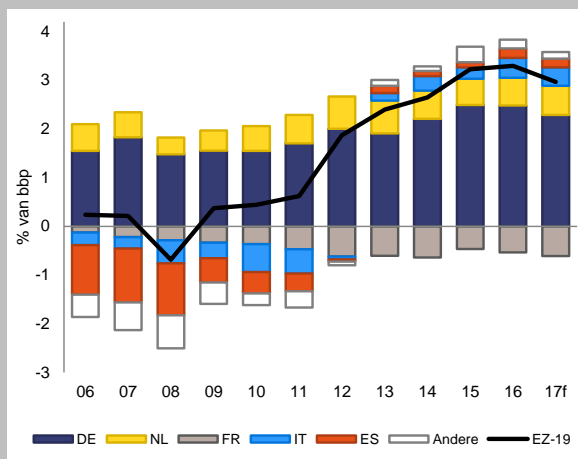
De dynamiek van het overschot van de eurozone hangt samen met een binnenlandse vraag die achterloopt op de economische activiteit en de aanhoudende exportvraag. De netto-uitvoer stemt overeen met het verschil tussen het totale inkomen en uitgaven, dat is toegenomen vanaf 2009 tot 2016, het eerste jaar sinds de crisis waarin de ontwikkeling van de reële geaggregeerde vraag sterker was dan de dynamiek in het bbp (zie grafiek B.1.3). De ontwikkeling van het overschot wijst op een gematigde dynamiek van de vraag in de netto-debiteurlanden en een verdere stijging van de externe posities van netto-crediteurlanden vanuit reeds grotendeels positieve waarden. De aanhoudende zwakke vraag kwam tot uiting in een outputgapcijfer voor de eurozone dat sedert 2009 negatief is gebleven en dat naar verwachting volgens de najaarsprognoses 2017 van de Commissie in 2018 positief zal worden. De hardnekkige economische vertraging ligt aan de basis van inflatiecijfers die nog steeds onder het streefcijfer van de monetaire autoriteiten liggen. De ontwikkeling van het

¹² Cijfer gebaseerd op de nationale rekeningen voor de periode 2017-2019; de cijfers gebaseerd op de nationale rekeningen en de cijfers in de betalingsbalansstatistieken voor 2015 en 2016 vallen samen.

¹³ De benchmark wordt afgeleid van regressies op basis van de gereduceerde-vormmethode die de belangrijkste determinanten van het evenwicht tussen besparingen en investeringen bestrijken, 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 door het IMF is ontwikkeld (Phillips, S. et al., 2013, "The External Balance Assessment (EBA) methodology", IMF Working Paper, 13/272). De belangrijkste verschillen zijn het gebruik van een grotere steekproef bij de raming, een licht verschillende empirische specificatie (verschillende interacties voor de variabele voor de gevolgen van de vergrijzing en een extra variabele die het aandeel van de maakindustrie in de toegevoegde waarde weergeeft) en sommige verschillen bij de definiëring van normen (voorspellingen gebaseerd op een kleiner aantal fundamentele parameters, met name zonder rekening te houden met de internationale netto-investeringsposities en variabelen inzake internationale risicoaversie, en beleidsvariabelen die op een mondiaal gemiddelde zijn vastgesteld). Schattingen door het IMF van de norm voor de lopende rekening van de eurozone wijzen op een beperkt overschot ten belope van 2,7% van het bbp (beoordeling door de diensten van het IMF).

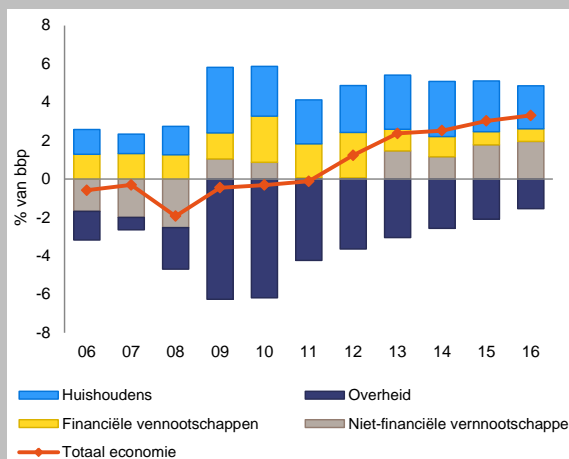
overschot van de eurozone houdt eveneens verband met de dynamiek van de export uit de eurozone, die wordt geschaagd door een ondersteunende mondiale vraag voor Europese goederen en diensten en een verbeterde concurrentiepositie. Terwijl de baten van de depreciatie van de euro in 2015 geleidelijk aan een effect hebben op de handelsbalans, zijn die van de recente appreciatie van de euro nauwelijks zichtbaar.

Grafiek B.1.1: Saldo op de lopende rekening in de eurozone en geselecteerde lidstaten



Bron: AMECO

Grafiek B.1.2: Financieringstekort/overschot per sector in de eurozone



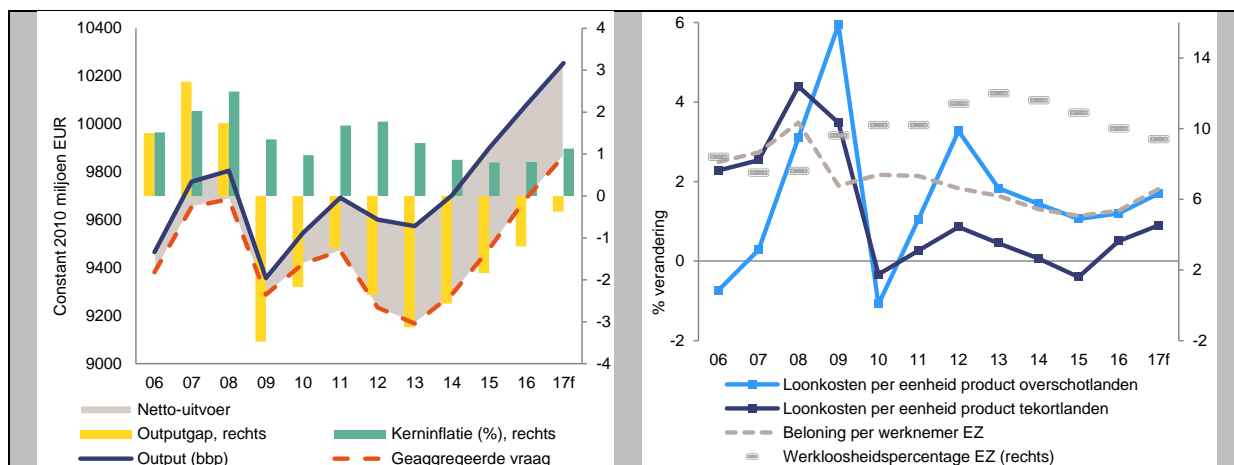
Bron: Eurostat

De toenemende externe positie van de eurozone gaat gepaard met een wijdverbreide schuldafbouw. Op het geaggregeerde eurozoneniveau blijft de schuld van huishoudens, bedrijven en overheden hoog, met aanzienlijke verschillen tussen landen. De schuldafbouw ging na het uitbreken van de crisis van start en resulteerde in toegenomen nettobesparingen voor de gehele eurozone (grafiek B.1.2). De actieve schuldafbouw is in de particuliere sector kort na het uitbreken van de crisis rond 2009 begonnen, terwijl de overheidsfinanciën ertoe hebben bijgedragen om het effect van deze schuldafbouw op de inkomens te temperen. De netto-kredietbedragen voor de sector huishoudens zijn momenteel twee keer zo groot in vergelijking met de periode vóór de crisis. Bedrijven die in normale tijden vaak netto financieringsbehoeften kennen, hebben sinds 2013 nog steeds een positieve netto financieringspositie en nemen momenteel het grootste aandeel van de totale netto financieringspositie van de eurozone voor hun rekening, hetgeen wijst op een laag investeringsniveau ondanks de aanzienlijke ruimte voor interne financiering. Ofschoon achter de geaggregeerde cijfers aanzienlijke verschillen tussen de lidstaten schuilgaan, wijzen zij op positieve netto financieringsposities in bijna alle landen van de eurozone, met de hoogste cijfers in termen van het bbp in Griekenland, Nederland en Spanje; alleen in Luxemburg, Frankrijk en Estland waren bedrijven in 2016 netto-ontleners. De schuldafbouw door de overheid startte in 2011, met minder negatieve netto financieringsposities in de nasleep van de uitvoering van een strikt begrotingsbeleid, en is goed voor een aanzienlijk deel van de toename van de totale netto financieringspositie van de eurozone.

Grafiek B.1.3: Output, binnenlandse vraag, netto-uitvoer en kerninflatie in de eurozone

Grafiek B.1.4: Werkloosheid, loongroei en herbalancering van loonkosten per eenheid product in de eurozone¹⁴

¹⁴ De overschotlanden zijn: België, Duitsland, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Finland. De tekortlanden zijn de resterende 19 landen uit de eurozone. In alle overschotlanden werd in de periode 1999-2012 een evenwicht of overschot op lopende rekening opgetekend (de enige uitzonderingen waren Duitsland en



Bron: AMECO

Bron: AMECO

De herbalancering in de eurozone moet worden voortgezet. Landen die hoge tekorten hebben gecorrigeerd, worden nog steeds gekenmerkt door grote negatieve internationale netto-investeringsposities die gepaard gaan met grote particuliere en overheidsschulden en kwetsbare punten vertonen. Om grote schuldposities af te wikkelen moet het saldo van lopende rekening in evenwicht of positief blijven, hetgeen een continue interne afbouw van de schuldhefboom met zich brengt. De relatieve verbeteringen van het concurrentievermogen van netto-debiteurlanden die in 2012 begonnen op te treden, nemen geleidelijk af, terwijl de productiviteitsgroei tot stilstand is gekomen (grafiek B.1.4).

Terwijl een sterkere vraag en gestage groei zouden blijven bijdragen tot schuldafbouw en herbalancering, zouden grotere productiviteit en verbeteringen van het concurrentievermogen een duurzame correctie van onevenwichtigheden ondersteunen. Omdat de economieën van de eurozone onderling zijn verweven, is een passende gecoördineerde aanpak van het macro-economisch beleid tussen de lidstaten noodzakelijk om meer vaart te zetten achter het wegwerken van onevenwichtigheden en het ondersteunen van het herstel. Met het oog hierop zou een ondersteunende vraag in netto-crediteurlanden van de eurozone en in landen buiten de eurozone essentieel zijn voor netto-debiteurlanden. Zo heeft het recente herstel van de nominale groei bijgedragen tot een versnelling van het tempo van de afbouw van de volumes van nettoverplichtingen aan het buitenland als percentage van het bbp. Structurele verbeteringen van de productiviteit en het concurrentievermogen, in het bijzonder in netto-debiteurlanden, moeten worden gehandhaafd om een houdbare aanpassing te ondersteunen en de schuldenlast te verlichten.

De schuldquote van de particuliere sector is doorgaans geringer dan het piekniveau van na de crisis, maar overmatige schuldenlast blijft veel landen negatief beïnvloeden. Twaalf lidstaten overschreden in 2016 de drempelwaarde van het scorebord voor de schuldpositie van de particuliere sector. Het gaat om dezelfde groep landen als in het waarschuwingsmechanisme van vorig jaar, met uitzondering van Malta, dat zich nu onder de drempelwaarde bevindt. De schuldquote van de particuliere sector is het hoogste in Cyprus, Luxemburg, Ierland en Nederland. De cijfers worden evenwel beïnvloed door de sterke aanwezigheid van multinationale ondernemingen of offshorebedrijven. Denemarken, Zweden,

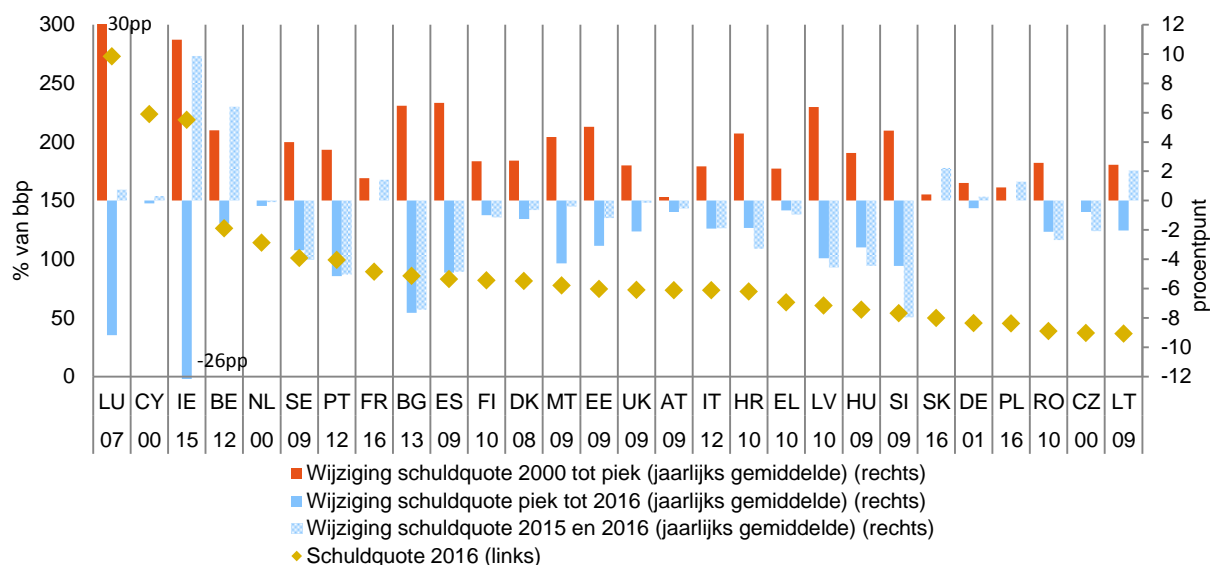
Oostenrijk vóór 2002 en Finland na 2010), terwijl alle tekortlanden een tekort optekenden tussen 2000 en 2012.

België, Portugal en Verenigd Koninkrijk hebben de daaropvolgende hoogste scorebordindicatorwaarde, met particuliere schuldenstanden die 160% van het bbp overschrijden.

De relatieve bijdrage van huishoudens en bedrijven aan de hoge particuliere schuld niveaus verschilt van lidstaat tot lidstaat. In het geval van Luxemburg, Ierland en in een mindere maat België zijn het hoofdzakelijk de hoge schuldquotes van niet-financiële vennootschappen die sterk uitspringen in een transnationale vergelijking. Omgekeerd worden in Denemarken en het Verenigd Koninkrijk grote particuliere schuldenstanden opgetekend onder impuls van de sector huishoudens. Cyprus, Nederland en Portugal hebben relatief hoge schuld niveaus in de sectoren ondernemingen en huishoudens. Over het algemeen kunnen verschillen in schuldenlast tussen landen grotendeels worden verklaard door verschillen in fundamentele factoren die de accumulatie van schulden rechtvaardigen, met inbegrip van verwachtingen voor groei en investeringen, beperkingen op particuliere spaartegoeden en financiële ontwikkeling. Tegelijkertijd moeten risico's van een hoge schuldenlast worden beoordeeld tegen de achtergrond van het groeipotentieel van een land, de veerkracht van zijn financiële sector en de valutasamenstelling van de schulden, waarbij ook rekening moet worden gehouden met de waarde, liquiditeit, volatiliteit en spreiding van de onderliggende activa.

In het ene land verliep de afbouw van de particuliere schulden sneller dan in het andere. Voorts is het tempo van de schuldreductie niet altijd afgestemd op de schuldafbouwbehoeften. Het schuld niveau in de niet-financiële particuliere sector was aanzienlijk gestegen in de aanloop naar de financiële crisis en is sedertdien in de meeste gevallen slechts marginaal afgenomen. In de vijf landen met de hoogste schuldquotes van niet-financiële vennootschappen (Luxemburg, Cyprus, Ierland, België en Nederland), is de schuldafbouw in de voorbije twee jaar tot stilstand gekomen of opnieuw ongedaan gemaakt, terwijl in Frankrijk met de schuldafbouw nog een aanvang moet worden gemaakt (grafiek 9). In Zweden, Portugal, Bulgarije en Spanje, die ook hoge schuldquotes vertonen, is de schuldafbouw van niet-financiële vennootschappen daarentegen in een hoog tempo voortgezet. In sommige landen die niet gebukt gaan onder hoge schuld niveaus, zoals Letland, Hongarije en Slovenië is de schuldafbouw van niet-financiële vennootschappen snel verlopen en in de voorbije twee jaar versneld. De hefboomratio's van de huishoudens zijn in de voorbije twee jaar afgenomen in de drie lidstaten waar huishoudens de grootste schuldenlast hebben (Denemarken, Cyprus en Nederland). Dit is ook het geval in andere landen met een hoge schuldenlast zoals Portugal, Spanje en Griekenland (grafiek 10). Daarentegen is schuldafbouw van de huishoudens tot stilstand gekomen in het Verenigd Koninkrijk en de relatief hoge schuldquotes in Zweden en Finland namen verder toe.

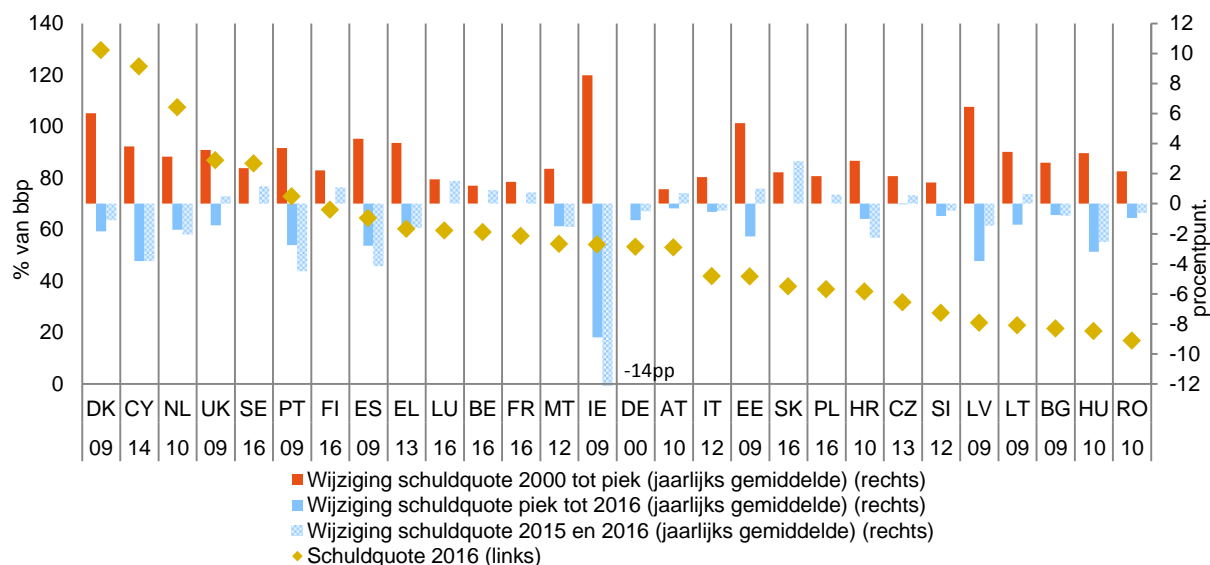
Grafiek 9: Het tempo van de schuldafbouw van niet-financiële vennootschappen



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

Noot: De nummers onder de landcodes vermelden het piekjaar. De stijging tot het piekjaar is berekend op een basis van een ander beginjaar dan 2000 voor LU (2001), PL (2002), MT (2003) en LV (2003). Gebaseerd op geconsolideerde gegevens over de schulden.

Grafiek 10: Tempo van de schuldafbouw van huishoudens

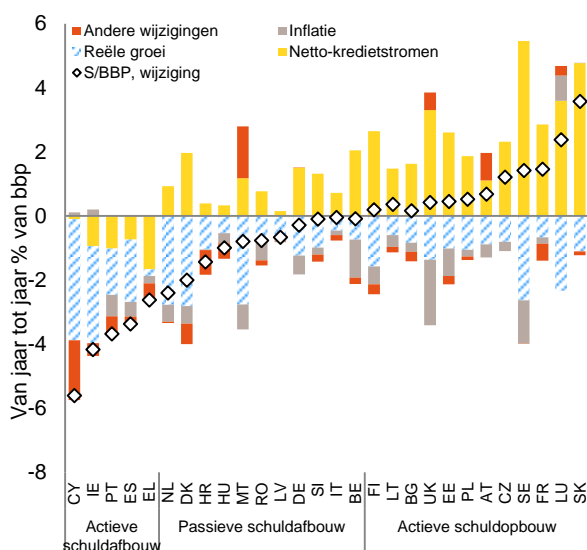


Bron: Eurostat, berekeningen van de diensten van de Commissie.

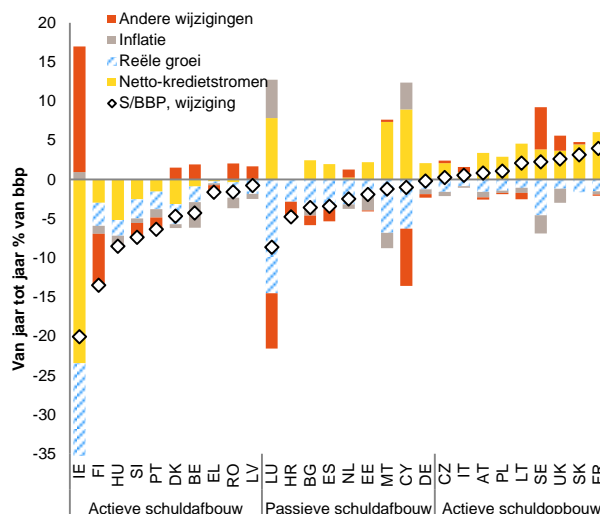
Noot: De nummers onder de landcodes vermelden het piekjaar. De stijging tot het piekjaar is berekend op een basis van een ander beginjaar dan 2000 voor LU (2002), PL (2003), MT (2004) en LV (2004). Gebaseerd op geconsolideerde gegevens over de schulden.

De kredietstromen herstellen zich sterker in de sector huishoudens dan in de sector ondernemingen, hetgeen wijst op verschillen inzake de wijze van schuldafbouw en de investeringsdynamiek. Over het algemeen blijven de kredietstromen naar de particuliere sector relatief bescheiden en geen enkele lidstaat overschreed de drempelwaarde van het scorebord in 2016. In de afgelopen jaren wordt de schuldafbouw van de huishoudens in het licht van de aantrekkende groei steeds meer aangedreven door dalingen van de schuldquote via sterkere bbp-groei ("passieve schuldafbouw"), terwijl "actieve" schuldafbouw van de huishoudens door negatieve netto-kredietstromen alleen is opgetekend in sommige landen die het zwaarst door economische en financiële crisis zijn getroffen, nl. in Cyprus, Ierland, Portugal, Spanje en Griekenland (grafiek 11a). In het voorbije jaar hebben huishoudens in twaalf lidstaten zelfs meer geleend, inclusief in landen met hoge schuld niveaus zoals het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Finland. De toename van de kredietstromen was doorgaans zwakker voor ondernemingen, hetgeen erop neer komt dat in meer dan twee derde van de lidstaten de bedrijfswereld momenteel zijn schulden aan het afbouwen is, waarbij de dynamiek in grote lijnen kan worden opgesplitst tussen passieve en actieve schuldafbouw. Actieve schuldafbouw door ondernemingen gaat op zijn beurt doorgaans gepaard met een laag investeringsniveau (grafiek 12), hetgeen het belang onderstreept van de schuldenlast voor de schamele investeringsresultaten van niet-financiële vennootschappen in de periode na de crisis.

Grafiek 11 a: Ontleding van de verandering schuldquote van huishoudens in verhouding tot het bbp (2017, eerste kwartaal)



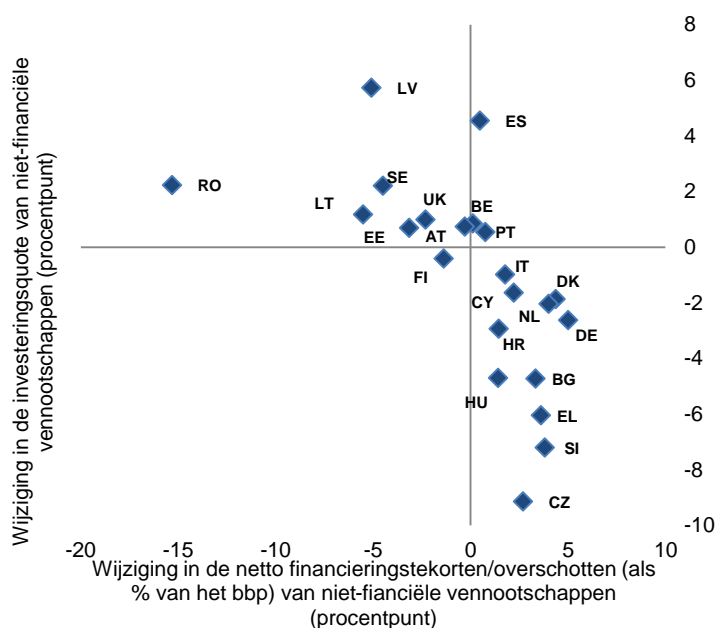
Grafiek 11b: Ontleding van de verandering schuldquote van niet-financiële vennootschappen in verhouding tot het bbp (2017, eerste kwartaal)



Bronnen: Eurostat, berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: de grafieken tonen een uitsplitsing van de ontwikkeling van de schuldquoten in vier componenten: de kredietstromen, de groei van het reële bbp, de inflatie en andere veranderingen. 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 vindt daarentegen plaats wanneer positieve netto-kredietstromen worden gecompenseerd door een hogere nominale bbp-groei die de schuldquote geleidelijk doet dalen. Actieve schuldopbouw vindt plaats wanneer de positieve netto-kredietstromen de nominale bbp-groei overtreffen. Gegevens inzake niet-financiële vennootschappen voor CY betreffen het derde kwartaal van 2016.

Grafiek 12: Wijzigingen in de investeringen en netto financieringstekorten/overschotten van de niet-financiële vennootschappen in de jaren na een schuldenpiek (als % van het bbp)



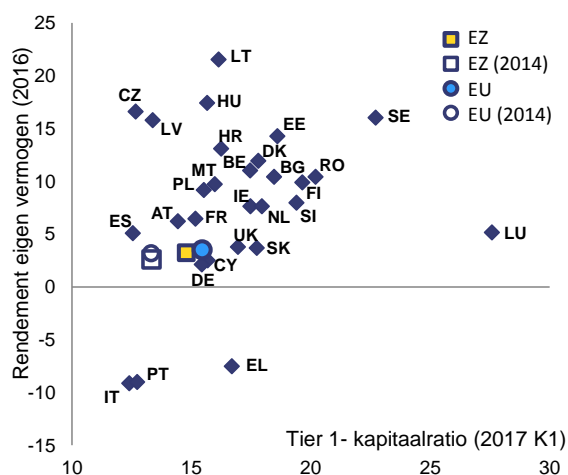
Bron: Eurostat, berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: De landensteekproef is beperkt tot die landen waarvan gegevens beschikbaar zijn. De schuldquote van de niet-financiële vennootschappen in deze landen bereikte vóór 2016 een hoogtepunt.

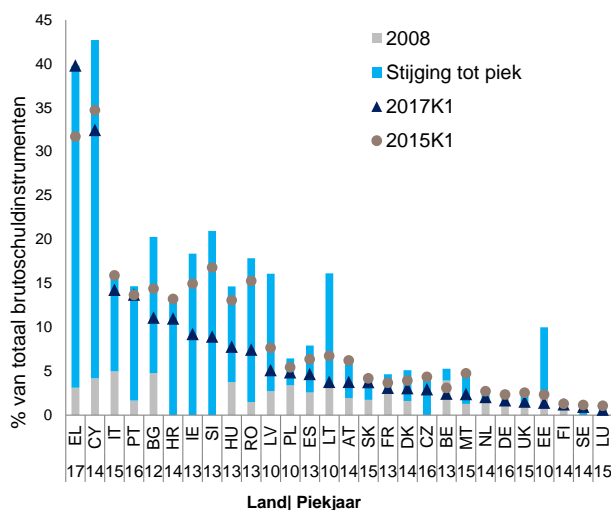
De banksector in de EU wordt nog altijd geconfronteerd met problemen die verband houden met een lage winstgevendheid en een groot aantal oninbare leningen in sommige landen. In de meeste lidstaten is er een versnelde toename van de verplichtingen van de financiële sector, maar deze stijging blijft doorgaans ruimschoots onder de drempelwaarde van het scorebord¹⁵. In de meeste lidstaten is in het voorbije jaar enige verbetering waargenomen op het vlak de winstgevendheid van de banken, kapitaalratio's, aantal oninbare leningen en kredietstromen. Van medio 2016 tot medio 2017 vond met name een aanzienlijk herstel plaats van de bankwaarderingen naar aanleiding van de verwachtingen van hogere rentevoeten en steilere rentecurves. De winstgevendheid blijft evenwel onder druk staan als gevolg van de lage rente en verouderde handelspraktijken. Sommige lidstaten worden geconfronteerd met een combinatie van lage winstgevendheid, lage kapitaalratio's in verhouding tot andere landen en een hoog aantal oninbare leningen. Dit is met name het geval in Griekenland, Cyprus, Italië en Portugal (grafieken 13 en 14).

¹⁵ Hongarije vormt hierop een uitzondering, hoewel de in 2016 vastgestelde snelle toename van de verplichtingen van de financiële sector toe te schrijven is aan een specifieke transactie met beperkte macro-economische gevolgen.

Grafiek 13: Winstgevendheid van de banken en kapitaalratio's



Grafiek 14: Oninbare leningen



Bronnen: ECB en berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: Gegevens over bruto niet-presterende schuldinstrumenten voor 2008 zijn onbeschikbaar voor CZ, HR, SE en SI. In grafiek 13 verwijst het gegevenspunt eerste kwartaal 2015 naar het vierde kwartaal 2014 voor BG en het eerste kwartaal 2016 voor CZ.

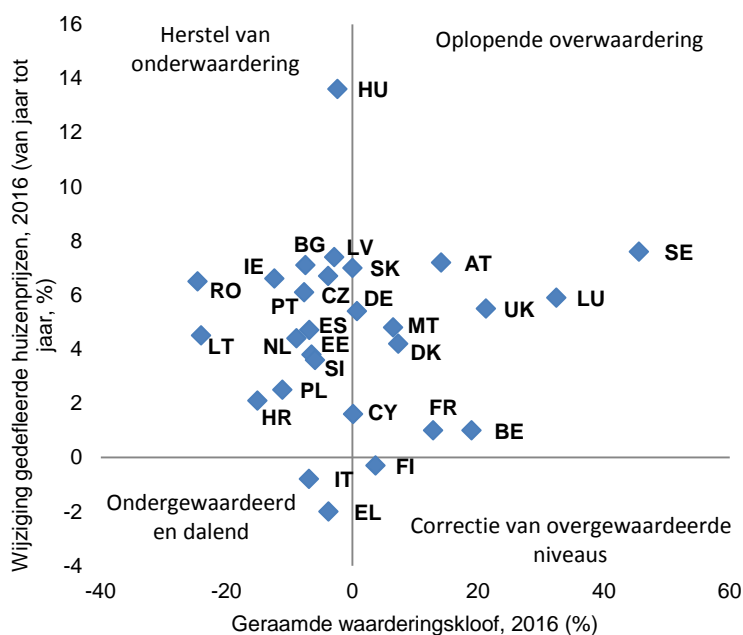
Het aantal oninbare leningen blijft afnemen in de EU, maar blijft hoog in verscheidene lidstaten. Met uitzondering van Griekenland daalt het percentage oninbare leningen in alle lidstaten met relatief hoge aantallen oninbare leningen. Deze daling in het percentage oninbare leningen is evenwel pas zeer onlangs begonnen in Portugal en Italië (grafiek 14). In weerwil van deze dalende trend blijft het aantal oninbare leningen in aantal landen hoog. Met name Griekenland en Cyprus blijven geconfronteerd met een percentage oninbare leningen dat hoger is dan 30% van het totale aantal leningen, terwijl Italië en Portugal percentages oninbare leningen dichtbij de 14% hebben. Voor Bulgarije, Ierland, Kroatië en Slovenië komt het aantal oninbare leningen in de buurt van 10% van het totale aantal leningen.

In de EU doet zich een algemene stijging van de reële huizenprijzen voor, hetgeen neerkomt op een herstel van voorgaande dalingen, maar in sommige gevallen ook kan leiden tot toenemende overwaarderingen. In 2016 stegen de reële huizenprijzen in 25 lidstaten, waarbij de indicatorwaarden de drempelwaarden van het scorebord overschreden in Bulgarije, Tsjechië, Ierland, Letland, Hongarije, Oostenrijk, Portugal, Roemenië, Slowakije en Zweden. Ten opzichte van vorig jaar zijn er vier landen meer en is ook de samenstelling van deze groep landen gewijzigd. Alleen Ierland, Hongarije en Zweden hebben de drempelwaarden in beide jaren overschreden¹⁶. Griekenland, Italië en Finland zijn de enige landen waar de reële huizenprijzen zijn gedaald. In de eerste twee landen heeft deze daling zich voortgezet in 2017 en heeft zij bijgedragen tot de huidige negatieve waarderingskloof (grafiek 15). In verscheidene andere lidstaten heeft de stijging van de reële huizenprijzen de

¹⁶ In november 2016 heeft het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) landspecifieke waarschuwingen afgegeven met betrekking tot de kwetsbaarheden op middellange termijn in de sector van het niet-zakelijk onroerend goed voor acht EU-lidstaten (Oostenrijk, België, Denemarken, Finland, Luxemburg, Nederland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk).

reeds overgewaardeerde woningmarkt verder onder druk gezet. Spanningen zijn met name zichtbaar in Zweden en in mindere mate ook in het Verenigd Koninkrijk, Luxemburg en Oostenrijk, waar de sterke stijging van reële huizenprijzen in 2016 bovenop een geraamde overwaarderingskloof is gekomen. In het geval van Oostenrijk en het Verenigd Koninkrijk blijkt uit kwartaalgegevens evenwel dat de dynamiek van de woningprijzen in 2017 is vertraagd. In Zweden en het Verenigd Koninkrijk, maar ook in Denemarken, gaan overgewaardeerde huizenprijzen gepaard met hoge schuldniveaus in de sector huishoudens. In sommige gevallen is een sterke prijsdynamiek aanwezig in landen met slechts een beperkte (onder)waarderingskloof. Dit is het geval in Hongarije, Bulgarije, Letland, Tsjechië en Slowakije, waar de stijging van de reële huizenprijzen zich heeft voortgezet in 2017 en overwaarderingsrisico's zich kunnen aandienen. In Nederland vindt een relatief gestage dynamiek van de huizenprijzen plaats in een kader van een hoge schuld van de huishoudens. In sommige lidstaten gaat een aanhoudende dynamiek van de huizenprijzen gepaard met een dynamiek van hypothecaire kredietverlening, hetgeen wijst op door kredietverlening teweeggebrachte risico's op verhitte. Dit is met name het geval in Slowakije en Roemenië, waar de hypotheekgroei in 2016 hoger was dan 10%, weliswaar in een kader van lage schuldniveaus van de huishoudens. Alles samen genomen is een voortdurend toezicht op de sterke toename van de huizenprijzen in een aantal EU-landen aangewezen in het licht van de mogelijke haarden van macrofinanciële risico's en voor de gevolgen op het vlak van toewijzing van middelen en betaalbaarheid van woningen.

Grafiek 15: Wijziging in huizenprijzen en waarderingskloof in 2016



Bron: Eurostat, ECB, BIB, OESO en berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: de overwaarderingskloof werd geraamd als een gemiddelde van drie indicatoren: de afwijkingen in de verhouding prijs/inkomen en verhouding aankoop prijs/huurprijs ten opzichte van hun lange-termijngemiddelden en de resultaten van een fundamenteel model van waarderingsgaps.

De schuldquotes van de overheid hebben nu hun hoogtepunt bereikt in bijna alle lidstaten, maar de meeste landen worden nog steeds geconfronteerd met een hoge schuldenlast. In 2016 overschreden de scorebordwaarden de drempelwaarden in 16 lidstaten, terwijl dit in het waarschuwingmechanismeverslag 2017 nog voor 17 lidstaten gold. Voor

negen van deze lidstaten gaat een overheidsschuld van meer dan 60% van het bbp samen met een schuldenlast van de particuliere sector die de drempelwaarde overschrijdt, hetgeen wijst op de noodzaak van een schuldafbouw voor de gehele economie. De overheidsschuldquotes in de lidstaten met de hoogste niveaus van overheidsschulden bevinden zich doorgaans op een neerwaarts pad, met Frankrijk en Italië als uitzonderingen. De schuldafbouw komt evenwel vaak in een bescheiden tempo tot stand: van de tien lidstaten met de hoogste niveaus van overheidsschulden zullen naar verwachting alleen Griekenland, Cyprus en Oostenrijk een vermindering tot stand kunnen brengen van ten minste 10 procentpunten in de schuldquote tussen einde 2016 en 2019. Bij de lidstaten met lagere schuld niveaus wordt verwacht dat de schuld niveaus zullen toenemen in Roemenië en Luxemburg. Over het algemeen vindt de schuldafbouw in de overheidssector plaats in het licht van geleidelijke verbeteringen van de begrotingssituatie in de voorbije jaren en het recente herstel van de groei. Hierdoor kan een begin worden gemaakt met een vermindering van de overheidsschuldquote ondanks het feit dat de budgettaire teugels in sommige landen worden gevierd.

Vak 2: Werkgelegenheid en sociale ontwikkelingen

In 2016 en de eerste helft van 2017 bleven de arbeidsmarkten in de EU het beter doen, met werkloosheidscijfers die verder daalden en onderlinge verschillen in de EU die afnamen vanop hoge niveaus. Het banenrijke herstel heeft bijgedragen tot een verbetering van sociale situatie tegen de achtergrond van een daling van het aantal mensen dat risico loopt op armoede of sociale uitsluiting, als gevolg van een daling van huishoudens met een lage arbeidsintensiteit en ernstige materiële ontberingen, terwijl het (monetaire) armoederisicopercentage is gestabiliseerd. De sociale malaise blijft een probleem in talrijke lidstaten, met mogelijke negatieve effecten voor de potentiële bbp-groei en gevolgen voor de correctie van macro-economische onevenwichtigheden die verdere aandacht verdienen. Met de onlangs afgekondigde Europese pijler van sociale rechten wordt een kompas aangereikt om deze problemen aan te pakken en opwaartse sociale convergentie in de EU te bevorderen.

In 2016 is het *werkloosheidspercentage* nog verder gedaald. Verscheidene EU-landen hadden evenwel nog steeds te kampen met een hoge of zelfs zeer hoge werkloosheid. Van 2015 tot 2016 is de werkloosheid slechts in twee landen, Oostenrijk en Estland, gestegen, evenwel van lage niveaus. De sterkste verbeteringen deden zich voor in landen met de hoogste werkloosheidspercentages (dalingen met 2 procentpunten of meer in Kroatië, Cyprus en Spanje). In negen lidstaten (Griekenland, Spanje, Frankrijk, Kroatië, Italië, Cyprus, Letland, Portugal en Slowakije) werd de drempelwaarde van de scorebordindicator in de voorbije 3 jaar overschreden met een gemiddelde van 10%; hetgeen een daling is ten opzichte van de twaalf lidstaten in de voorbije twee waarschuwingsmechanismeverslagen. Voorts waren de werkloosheidscijfers in 2016 in ongeveer twee derde van de lidstaten nog steeds hoger dan in 2008. Met 8,6% en 10% in respectievelijk de EU en de eurozone waren de werkloosheidspercentages ongeveer 2 procentpunten lager dan de respectieve pieken in 2013. Zij zijn evenwel nog steeds 1,6 en 2,4 procentpunten hoger dan de werkloosheidscijfers in 2008. In de eerste helft van 2017 bleven de werkloosheidscijfers gestaag dalen tot 7,7% en 9,1% medio 2017 in respectievelijk de EU en de eurozone.

In bijna alle lidstaten namen de *werkgelegenheid en arbeidsparticipatie* toe, waarmee de positieve ontwikkelingen van de laatste jaren werden voortgezet. De arbeidsparticipatie (20-64 jaar) bereikte in 2016 71,1% voor de EU in haar geheel, waarbij de piek van 70,3% van vóór de crisis (2008) werd overschreden. De arbeidsparticipatie bleef toenemen in het tweede kwartaal van 2017 tot een recordniveau van 72,2%. In absolute termen daalde het aantal werkende personen in 2016 alleen in Roemenië en Letland.

De participatiegraad steeg bijna overal in de EU. In de voorbije drie jaren is er slechts in twee landen een daling van de participatiegraad opgetekend: de daling in Cyprus stemde overeen met het niveau van de drempelwaarde van het scorebord van -0,2 en de daling in Spanje (-0,1) was zelfs nog lager. In totaal bedroeg de participatiegraad in de EU en de eurozone in 2016 respectievelijk 72,9% en 72,9%, dus 2,6 en 2,1 procentpunten boven het niveau van 2007. De stijgende trend is grotendeels het gevolg van stijgende arbeidsparticipatie van oudere werknemers en vrouwen.

Op het vlak van de *langdurige werkloosheid* traden er na de start van het herstel met enige vertraging verbeteringen op, maar tegen 2016 waren in bijna alle lidstaten reeds verbeteringen zichtbaar. Slechts in twee landen werden percentages opgetekend die ten minste 0,5 procentpunt hoger waren dan drie jaar geleden - de drempelwaarde in het scorebord: in Oostenrijk steeg de langdurige werkloosheid met 1,9% en in Finland met 2,3%. De hoogste langdurige werkloosheid werd opgetekend in Griekenland (17%) en Spanje (9,5%).

De jeugdwerkloosheid is gedaald in alle EU-landen in de drie jaren tot 2016, met uitzondering van Luxemburg (waar met een stijging van 2,2 procentpunten de scoreborddrempelwaarde van 2 procentpunten lichtjes is overschreden) en in mindere mate Oostenrijk en Finland. In diezelfde periode werden dalingen met 10 procentpunten of meer opgetekend in landen met de hoogste

jeugdwerkloosheid (onder meer Griekenland, Hongarije, Spanje en Kroatië) alsook in Bulgarije en Slowakije. Het jeugdwerkloosheidspercentage ligt nog steeds boven 30% in Kroatië, Griekenland, Italië en Spanje, terwijl het percentage jongeren dat geen baan heeft noch onderwijs of een opleiding volgt in Bulgarije, Kroatië, Cyprus, Griekenland, Italië en Roemenië nog steeds hoger is dan 15%.

De sociale situatie is nog steeds een punt van zorg in talrijke EU-landen. Het aantal mensen voor wie armoede of sociale uitsluiting dreigt (AROEPE), is gedaald in ongeveer de helft van de EU-landen, en vaak met kleine marges, tussen 2015 en 2016¹⁷. In 2016 dreigde voor bijna één vierde van de EU-bevolking het risico op armoede of sociale uitsluiting. De percentages liepen aanzienlijk uiteen van ongeveer 40% in Bulgarije en Roemenië, gevolgd door Griekenland met meer dan 35% tot ongeveer 13% in Tsjechië en 17% in Denemarken, Finland en Nederland. Enkele van de sterkste stijgingen in AROPE-percentages tussen 2015 en 2016 werden opgetekend in Luxemburg en Roemenië, terwijl in Hongarije, Letland en Malta de meest uitgesproken dalingen werden geregistreerd. Daarnaast is ook het beschikbaar inkomen van huishoudens gestegen, maar heeft het in talrijke lidstaten in reële termen nog niet het niveau van 2008 bereikt.

Uit de algemene ontwikkelingen met betrekking tot de percentages mensen die met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd (AROEPE), blijkt hoe uiteenlopend de verschillende onderdelen van de indicator zijn geëvolueerd: Hoewel het aantal mensen voor wie armoede dreigt (AROP), in 2016 in de meeste lidstaten weliswaar was afgenomen, is dit percentage in de meeste EU-landen in de afgelopen jaren gestegen: de grootste stijgingen van het armoederisicopercentage in de afgelopen drie jaar werden opgetekend in Estland, Letland, Nederland en Roemenië, terwijl een aanzienlijke daling in Griekenland is vastgesteld, weliswaar uitgaande van een bovengemiddelde waarde. In de voorbije drie jaar en ook in 2016 is ernstige materiële deprivatie daarentegen afgenomen in bijna alle EU-lidstaten: over een periode van drie jaar deed zich een daling voor van meer dan 10 procentpunten in Bulgarije, Hongarije en Letland. Terwijl het herstel in de meeste EU-landen heeft geresulteerd in een daling van het percentage mensen (jonger dan 60) die deel uitmaken van een huishouden met een zeer lage arbeidsintensiteit, in het bijzonder in Hongarije, Portugal, Letland en Estland, zijn er ten slotte nog steeds landen waar dit percentage in 2016 is gestegen, met name in Litouwen, Finland, Griekenland en Roemenië.

Over het algemeen bekeken vertonen sommige lidstaten risico's en zwakheden ten gevolge van problemen uit het verleden en/of recente trends. De omvang van de problemen en de urgentie om passende beleidsreacties te ontwikkelen, variëren sterk van lidstaat tot lidstaat. Alles hangt af van de aard van de kwetsbaarheden of trends, alsook van de vraag of een of meer geledingen van de economie worden getroffen:

- Een aantal lidstaten heeft te maken met *meervoudige en onderling verbonden kwetsbaarheden met betrekking tot stocks*. Dit is het geval voor de landen die het zwaarst werden getroffen door boom-bustcycli in de kredietverlening – die vaak in verband worden gebracht met liquiditeits- en solvabiliteitsproblemen in hun

¹⁷ De indicator "het risico op armoede of sociale uitsluiting lopen" (AROEPE) stemt overeen met het percentage personen dat kwetsbaar is volgens ten minste een van volgende drie sociale indicatoren: (1) Personen voor wie armoede dreigt (AROP), hebben een besteedbaar inkomen (gecorrigeerd is in functie van de samenstelling van de huishoudens) onder 60 % van de nationale mediaan; (2) Ernstige materiële deprivatie omvat indicatoren die betrekking hebben op een gebrek aan middelen, namelijk het aantal mensen die in ten minste 4 van de 9 domeinen deprivatie ervaren; (3) Personen die deel uitmaken van een huishouden met een zeer lage arbeidsintensiteit, zijn personen tussen 0-59 jaar die deel uitmaken van een huishouden waar de volwassenen (in de leeftijd van 18-59 jaar) het afgelopen jaar minder dan 20% van hun totale potentiële arbeidstijd hebben gewerkt.

banksector – en de scherpste omkeringen van hun positie op de lopende rekening. In een aantal gevallen (Cyprus, Griekenland¹⁸ en Portugal) gaat de hoge particuliere schuldenlast samen met hoge overheidsschulden, grote negatieve internationale netto-investeringsposities en blijvende problemen in het bankwezen. Deze landen hebben nog steeds af te rekenen met het probleem dat zij een antwoord moeten bieden op de noodzaak van de substantiële schuldafbouw in een context van beperkte budgettaire ruimte, hoge (hoewel afnemende) werkloosheid en een geringe nominale groei. In Bulgarije, Kroatië, Ierland, Slovenië en Spanje zijn de kwetsbaarheden ook meervoudig en onderling verbonden en met de mogelijke uitzondering van Bulgarije, hebben zij in aanzienlijke mate te maken met onevenwichtigheden. Bij de aanpak daarvan is in deze landen snellere vooruitgang geboekt dan in de eerder genoemde landen.

- In enkele lidstaten worden de kwetsbaarheden voornamelijk veroorzaakt door *grote volumes overheidsschuld* en problemen met betrekking tot de *potentiële productiegroei en het concurrentievermogen*. Dit is met name het geval voor Italië, waar de zwakke punten ook betrekking hebben op de banksector, met name het grote aantal oninbare leningen. België en Frankrijk hebben ook te maken met hoge overheidsschuld en potentiële groeiproblemen, maar worden niet geconfronteerd met dergelijke potentiële risico's ten gevolge van kwetsbare banken.
- Sommige lidstaten worden gekenmerkt door *grote en aanhoudende overschotten op de lopende rekening* die weliswaar een uiting zijn van hun sterke concurrentievermogen, maar ook in uiteenlopende mate een weerspiegeling zijn van getemperde particuliere consumptie en investeringen. Dit is met name het geval voor Denemarken, Duitsland, Nederland en Zweden. In het geval van Duitsland wordt dit gecombineerd met schuldafbouw in alle sectoren van de economie, zelfs indien de schuld niveaus verhoudingsgewijs niet hoog zijn. De grote en aanhoudende overschotten kunnen leiden tot gemiste groeikansen en binnenlandse investeringsmogelijkheden. Voorts hebben de tekorten in de totale vraag consequenties voor de rest van de eurozone in een context van een nog steeds slappe economische activiteit en een inflatieniveau onder het streefdoel.
- In sommige lidstaten wijzen *de ontwikkelingen op het gebied van prijs- of kostenvariabelen op potentiële tekenen van oververhitting, in het bijzonder met betrekking tot de woningmarkt of de arbeidsmarkt*. In Zweden maar ook in Oostenrijk, Denemarken, Luxemburg, Nederland en het Verenigd Koninkrijk heeft de prijsdruk vooral betrekking op de woningsector in combinatie met hoge schuld niveaus van de huishoudens. In Estland, Hongarije, Letland, Litouwen en Roemenië, blijven de loonkosten per eenheid product stijgen tegen een vrij hoog tempo, terwijl het prijsconcurrentievermogen licht daalt. In deze landen, en in het bijzonder Roemenië en ook Hongarije, wordt een versnelde toename van de loonkosten per eenheid product opgetekend tegen de achtergrond van een procyclisch budgettair beleid dat mogelijke oververhittingstendensen nog zou kunnen aanscherpen.

¹⁸ In het geval van Griekenland vindt het toezicht op de onevenwichtigheden en de monitoring van de corrigerende maatregelen nog steeds plaats in het kader van het programma voor financiële bijstand en niet in het kader van de procedure inzake macro-economische onevenwichtigheden.

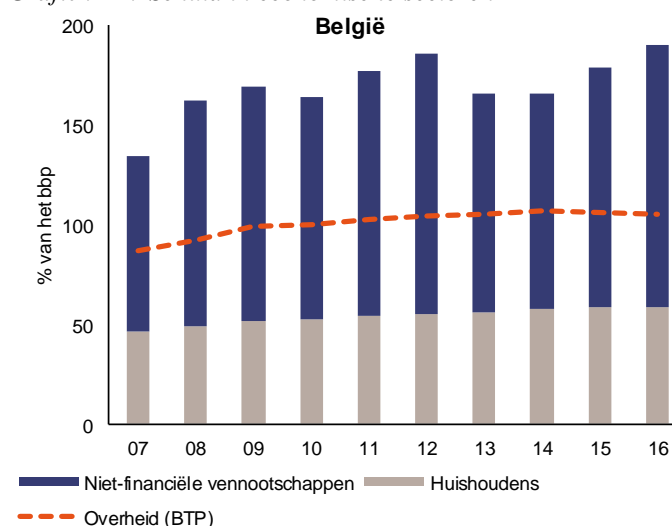
In totaal zijn diepgaande evaluaties gerechtvaardigd voor 12 lidstaten: Bulgarije, Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Slovenië, Spanje en Zweden. Al deze landen werden onderworpen aan een diepgaande evaluatie in de vorige cyclus, waarin diepgaande evaluaties werden opgemaakt voor een totaal van 13 landen. Terwijl het aantal lidstaten dat aan een diepgaande evaluatie is onderworpen, iets is gedaald ten opzichte van vorig jaar, dienen zich mogelijke nieuwe risico's aan in een aantal lidstaten ten aanzien waarvan in deze fase een diepgaande evaluatie niet is gerechtvaardigd. Derhalve zullen de ontwikkelingen verder worden gevolgd, zoals aangegeven in afdeling 3. Ten opzichte van het waarschuwingsmechanisme 2017 is verdere vooruitgang geboekt bij het aanpakken van externe onevenwichtigheden door netto-debiteurlanden, en zijn de arbeidsmarkten en de groeivoorwaarden in het algemeen verder verbeterd. De resultaten op het vlak van de geboekte vooruitgang bij het aanpakken en voorkomen van onevenwichtigheden met betrekking tot de interne dynamiek en de sectorale schuldenlast, laten een minder eenduidig beeld zien. Aangezien de aanpassingen in de interne en externe stock-onevenwichtigheden echter slechts langzaam verlopen, blijven zij een bron van risico's en kwetsbaarheden in veel lidstaten, die bovendien wegen op de investeringsmogelijkheden en het economisch herstel. Zonder de versterking van de factoren die de groei op lange termijn bevorderen, zoals investerings-, productiviteits- en werkgelegenheidsniveaus, kan een verbetering van de conjunctuur ontoereikend zijn om de huidige onevenwichtigheden terug te brengen naar prudente niveaus. Tegelijkertijd draagt de conjuncturele opleving ertoe bij dat zich lokaal een druk aandient op de prijzen, de kosten en de woningmarkt, die in sommige landen nauwlettend in oog dient te worden gehouden.

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

België: Tijdens de vorige PMO-ronde *zijn in België geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd*. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de particuliere schuld en de overheidsschuld.

De houdbaarheid van de externe positie wordt ondersteund door een zeer gunstige netto internationale investeringspositie en een lopende rekening die nagenoeg in evenwicht is. Als gevolg van de verbeteringen in 2016 is het gecumuleerde verlies aan exportmarktaandeel substantieel verminderd. De ontwikkelingen van de nominale arbeidskosten per eenheid product zijn getemperd, maar deze zullen naar verwachting in de toekomst aantrekken. De particuliere schuld blijft relatief hoog, met name voor niet-financiële vennootschappen, hoewel de schuldcijfers opgeblazen zijn door grootschalige kredietverlening binnen

Grafiek A1: *Schuld in economische sectoren*



Bron: Eurostat

de groep. De aan de schuld van de huishoudens verbonden risico's vinden vooral hun oorsprong in de woningmarkt. De reële huizenprijzen hebben de afgelopen jaren een vrij vlakke ontwikkeling te zien gegeven, hetgeen betekent dat geen correctie heeft plaatsgevonden van de snelle stijging die zich vóór 2008 heeft voorgedaan. De overheidsschuld zal naar verwachting vanaf de hoge niveaus langzaam dalen en blijft een belangrijke uitdaging vormen voor de langetermijnhoudbaarheid van de publieke financiën. De overheidsconsumptie stagneert als gevolg van de aan de gang zijnde consolidatie van de publieke financiën. De banencreatie blijft sterk en de langdurige werkloosheid alsook de hoge en aanhoudende jeugdwerkloosheid zijn afgenomen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de publieke schuldenlast, maar de risico's die daarmee verband houden lijken beperkt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Bulgarije: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Bulgarije *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden ondervond*, met name in de vorm van kwetsbare plekken in de financiële sector, gekoppeld aan een hoge schuldenlast van het bedrijfsleven in een context van onvolledige aanpassing van de arbeidsmarkt. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP) en de reële groei van de huizenprijzen.

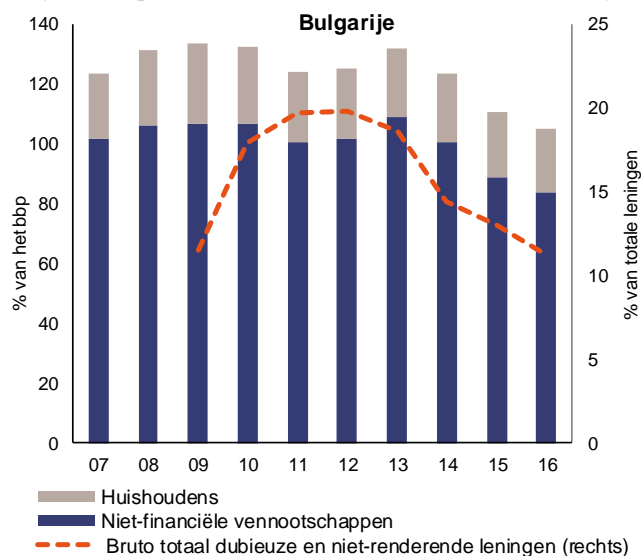
De negatieve NIIP blijft boven de drempel, maar is verder verbeterd aangezien de lopende rekening nu een fors overschot vertoont. Als weerspiegeling van de inhaaldynamiek heeft de NIIP voor het grootste deel betrekking op passiva uit hoofde van netto buitenlandse directe investeringen, waardoor externe risico's gelimiteerd zijn. De verbetering van de externe positie wordt ondersteund door de toename van exportmarktaandeel in de afgelopen jaren. De schuldenlast van de particuliere sector blijft een zorg, met name voor niet-financiële vennootschappen, waar het niveau van de niet-renderende leningen hoog blijft ondanks het aan de gang zijnde deleveragingproces. De reële huizenprijzen zijn in 2016 sterk gestegen en rechtvaardigen nauwlettende monitoring. Er worden eerste stappen gezet om de zwakke plekken in de financiële sector aan te pakken. Ondanks het gunstige macro-economische klimaat wordt de werking van de sector echter nog steeds gehinderd door aanhoudende bezorgdheid over zwakke governance, slechte kwaliteit van de activa en zwak toezicht. Het herstel van de arbeidsmarkt zet zich voort en de werkloosheid zal naar verwachting gedurende de prognoseperiode afnemen. Toch leiden hardnekkige structurele problemen zoals het hoge percentage langdurig werklozen en het gebrek aan afstemming van vraag en aanbod van vaardigheden en kwalificaties tot onderbenutting van het menselijk kapitaal en wegen zij op de werkgelegenheid. Ondertussen zullen de loon- en arbeidskosten sneller stijgen, met name vanwege tekorten aan aanbod in sommige sectoren en plannen om het minimumloon in 2018-2020 verder te verhogen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat de economie nog kwetsbare plekken vertoont, ook in de financiële sector. Bijgevolg 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.

Tsjechië: Tijdens de vorige PMO-ronde zijn in Tsjechië geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt de reële groei van de huizenprijzen boven de indicatieve drempel.

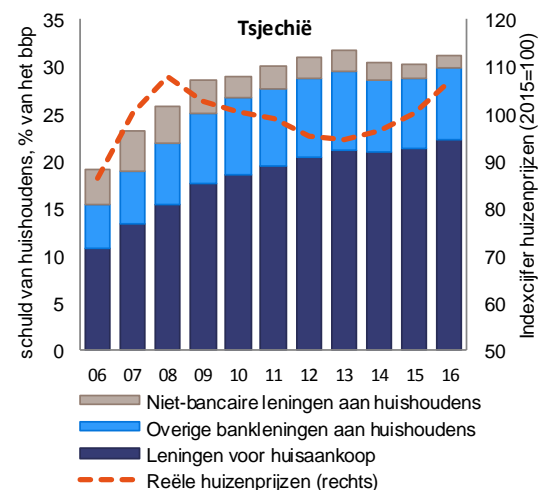
De trend van het saldo op de lopende rekening laat een verbetering zien en deze vertoont nu een klein overschot. De netto internationale investeringspositie is verder versterkt, mede door de verdediging van de wisselkoersvloer bij de euro, een beleid dat echter in april 2017 is

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



Bron: Eurostat en ECB

Grafiek A3: *Schuld van huishoudens en indexcijfer van de huizenprijzen*



Bron: Eurostat en ECB

geëindigd. De exportmarktaandeelen zijn gestegen. De nominale arbeidskosten per eenheid product zijn gestegen, vooral aangejaagd door een krachtige groei van de lonen die naar verwachting verder zal versnellen in de context van een verkrappende arbeidsmarkt. De stijging van de reële huizenprijzen is verder versneld en ligt nu boven de drempel, hetgeen aandacht rechtvaardigt. De terugkoppelingsspiraal tussen huizenprijzen en hypotheekvolumes versnelde. Het schuldniveau van de particuliere sector is in 2016 licht gestegen, maar blijft binnen de drempel. De banksector, die grotendeels in buitenlandse handen is, blijft stabiel, ondanks het feit dat de groei van de passiva van de financiële sector in 2016 aanzienlijk versnelde. De werkloosheid is verder afgenomen en is zeer laag.

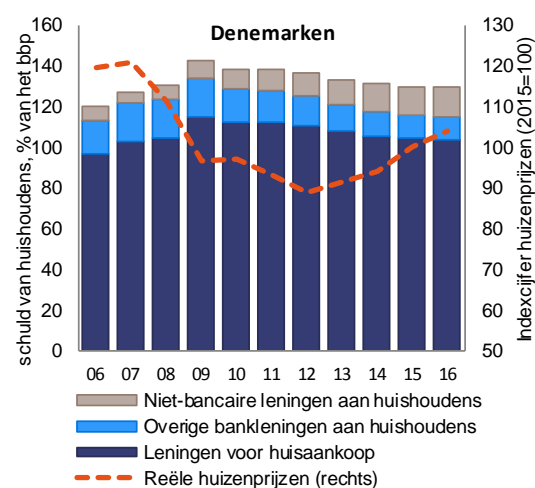
Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met mogelijke interne risico's, hoewel deze nog steeds beperkt zijn. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Denemarken: Tijdens de vorige PMO-ronde zijn in Denemarken *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord blijft een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk het saldo op de lopende rekening en de schuld van de particuliere sector.

Het saldo op de lopende rekening vertoont nog steeds grote overschotten als weerspiegeling van de forse besparingen van bedrijven en de deleveraging van huishoudens. De overschotten op de lopende rekening hebben geleid tot een grote positieve netto internationale investeringspositie, die op haar beurt positieve netto-inkomsten uit buitenlandse investeringen genereert. De gecumuleerde verliezen aan exportmarktaandeelen zijn verminderd, terwijl de indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen stabiel zijn gebleven. De schuld van de huishoudens neemt weliswaar af, maar is nog altijd bij de hoogste in de EU. Het hoge niveau is het gevolg van een specifiek hypothecair bankfinancieringsmodel, een gunstige fiscale behandeling en lage prikkels om hypothecaire schulden af te lossen, alsmede een modern pensioen- en socialezekerheidsstelsel. Ondersteund door aanhoudend lage financieringskosten en betere arbeidsmarktomstandigheden blijven de huizenprijzen zich echter, met name in de belangrijkste stedelijke gebieden, verder herstellen en dat rechtvaardigt aandacht. Toch blijft de banksector gezond. De arbeidsmarkt verbetert geleidelijk, de werkloosheid is laag en neemt af.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de lopende rekening, de particuliere schuld en de woningsector, maar de risico's lijken beperkt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Grafiek A4: Schuld van huishoudens en indexcijfer van de huizenprijzen



Bron: Eurostat en ECB

Duitsland: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Duitsland *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond die met name verband hielden met het grote overschot op de lopende rekening als weerspiegeling van spaaroverschotten en getemperde investeringen. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren, namelijk het saldo op de lopende rekening en de overheidsschuld, boven de indicatieve drempel,

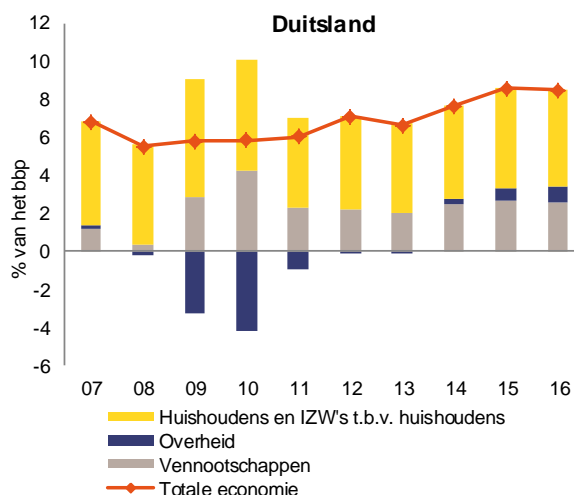
Het overschot op de lopende rekening was in 2016 min of meer stabiel. Bij een gestage groei van de binnenlandse vraag zal het overschot op de lopende rekening naar verwachting verder afnemen, maar op een hoog niveau blijven en verdere stijgingen van de netto internationale investeringspositie ondersteunen. Het positieve effect van de ruilvoet neemt af. De groei van de export verzwakte tegen de achtergrond van een vertragende wereldhandel, waardoor de exportmarktaandeelen ondersteund werden. Ondanks de lage schuld van de particuliere sector zetten de deleveragingstrends van de particuliere sector zich voort met spaaroverschotten en getemperde investeringen, hetgeen vervolgens tot uiting komt in het hoge overschot op de lopende rekening. De bedrijfsinvesteringen zijn beperkt ondanks de verbeterde liquiditeit. De reële groei van de huizenprijzen is versneld. De kredietgroei werd echter getemperd ondanks de lage rentetarieven en de versnellende huizenprijzen. De loongroei, maar ook de huishoudelijke consumptie per hoofd van de bevolking is matig, waardoor de spaarquote van de huishoudens op een hoog niveau blijft. De overheidsschuld bleef richting drempel dalen en over de prognoseperiode worden begrotingsoverschotten verwacht. De publieke investeringen blijven achter. De algemene werkloosheid, de jeugdwerkloosheid en de langdurige werkloosheid zijn verder gedaald en blijven zeer laag.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met het zeer grote en slechts geleidelijk afnemende externe overschot en de sterke afhankelijkheid van de buitenlandse vraag, hetgeen wijst op de noodzaak om te blijven herbalanceren. Bijgevolg 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.

Estland: Tijdens de vorige PMO-ronde zijn in Estland *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren, namelijk de negatieve netto internationale investeringspositie (NIIP) en de arbeidskosten per eenheid product, boven de indicatieve drempel.

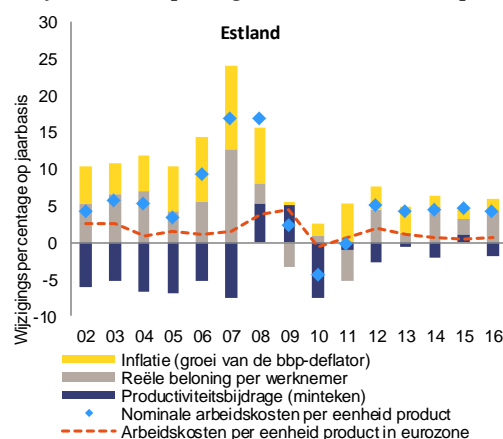
De negatieve NIIP ligt boven maar dicht bij de drempel, maar meer dan de helft van

Grafiek A5: Vorderingenoverschot c.q. -tekort per sector



Bron: Diensten van de Commissie

Grafiek A6: Uitsplitsing van de arbeidskosten per eenheid product



Bron: Diensten van de Commissie

de externe passiva bestaat uit directe buitenlandse investeringen. De lopende rekening vertoont sinds 2014 kleine overschotten, die naar verwachting gedurende de prognoseperiode zullen aanhouden. Ondanks enige verbetering in 2016 zijn de exportmarktaandelen in gecumuleerde termen stabiel gebleven. De sterke groei van de nominale arbeidskosten per eenheid product en de stijgende reële effectieve wisselkoers weerspiegelen voornamelijk de loongroei op een verkrappende arbeidsmarkt. Nu de investeringsstromen en de exportmarkten dit jaar en volgend jaar weer aantrekken, zal de productiviteit toenemen en zal de groei van de arbeidskosten per eenheid product vertragen. De huizenprijzen groeiden in 2016 matig na in voorgaande jaren boven de drempel te zijn gestegen. De schuld van de particuliere sector is stabiel en de overheidsschuld bleef de laagste in de EU. De indicatoren voor de langetermijn- en jeugdwerkloosheid zijn verder verbeterd aangezien de participatiegraad historisch hoge niveaus bereikte.

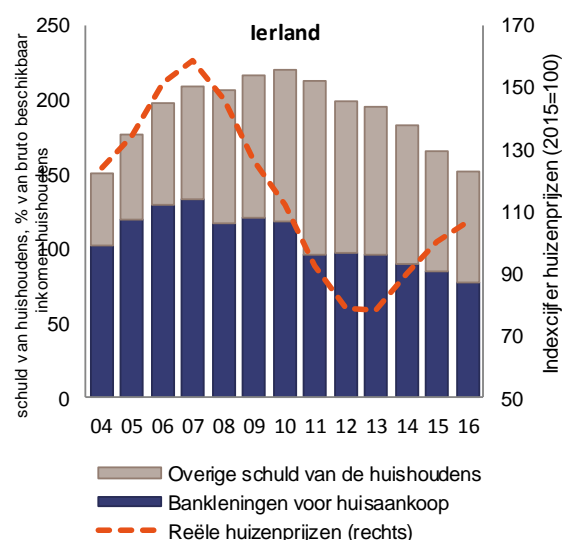
Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met het kostenconcurrentievermogen op een verkrappende arbeidsmarkt, maar de risico's lijken beperkt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Ierland: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Ierland *macro-economische onevenwichtigheden ondervond*, met name in verband met kwetsbare plekken als gevolg van een hoge stand van de publieke en particuliere schuld en netto externe passiva, ondanks verbeteringen in stroomvariabelen. Op het geactualiseerde scorebord blijft een aantal indicatoren, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de reële effectieve wisselkoers (REER), de particuliere schuld, de overheidsschuld en de reële huizenprijzen, boven de indicatieve drempel.

De lopende rekening vertoont een substantieel overschot, terwijl de NIIP sterk is verslechterd, voornamelijk aangejaagd door factoren die geen verband houden met de binnenlandse economie. Over het geheel genomen blijven de onderliggende lopende rekening en externe positie moeilijk te beoordelen vanwege de omvang en impact van de activiteiten van multinationale ondernemingen. De sterke productiviteitsgroei van de jongste jaren heeft bijgedragen tot een verbeterde kostencompetitiviteit. Als gevolg van het

krachtige herstel dalen de schuldquoten van de particuliere sector en de overheid, maar blijven deze hoog. Huishoudens zijn actief doorgedaan met deleveragen, terwijl de situatie van binnenlandse niet-financiële vennootschappen moeilijker te interpreteren is, gezien het gewicht van multinationals in de totale schuld van ondernemingen. Het overheidstekort nadert het evenwicht gedurende de prognoseperiode. Het percentage niet-renderende leningen is de laatste jaren gedaald, maar blijft hoog, en dat heeft gevolgen voor heel de economie. Banken zijn goed gekapitaliseerd en hun winstgevendheid verbetert geleidelijk, zij het nog steeds

Grafiek A7: Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen



Bron: Eurostat, diensten van de Commissie en ECB

getemperd. Vooral aangejaagd door aanbodbeperkingen stijgen de reële huizenprijzen in snel tempo vanaf nog steeds waarschijnlijk ondergewaardeerde niveaus, maar rechtvaardigen aandacht. Ierland nadert volledige werkgelegenheid, de werkloosheid daalt en de voltijdbanen groeien in het snelste tempo sinds 1999. Ook de langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid zijn substantieel gedaald.

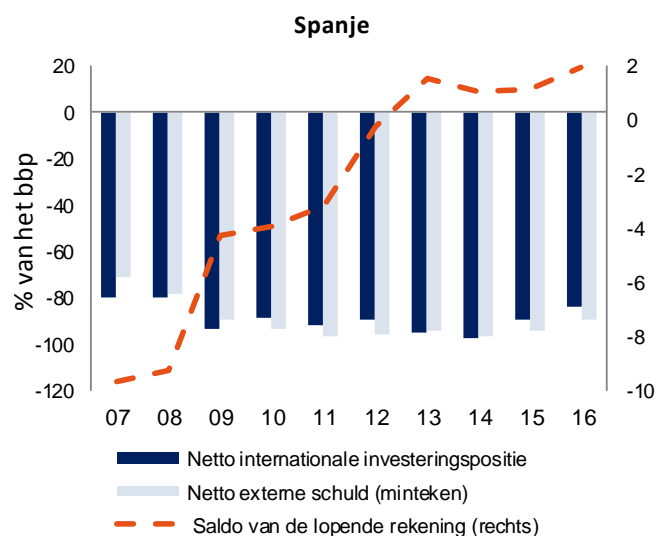
Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de beoordeling van de externe houdbaarheid, de zwakke plekken van de financiële sector, de particuliere schuld en de publieke schuld. Bijgevolg acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van een onevenwichtigheid, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Spanje: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Spanje *macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met de hoge particuliere, publieke en externe schuldenlast in een context van hoge werkloosheid. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de particuliere schuldquote, de overheidsschuldquote en de werkloosheidsgraad.

De externe rebalancing is voortgezet. De NIIP is verbeterd, maar blijft zeer hoog en het zal enige tijd duren voordat deze prudente niveaus bereikt. Ondanks de sterke eindvraag zal, deels vanwege structurele verbeteringen in de exportprestaties, de lopende rekening naar verwachting een matig overschot blijven vertonen. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is getemperd, maar de lage productiviteitsgroei maakt een verbetering van het concurrentievermogen afhankelijk van kostenvoordelen. De deleveragingbehoefte blijven bestaan, maar de schuld van de particuliere sector is in 2016 blijven dalen, vooral voor bedrijven. Het tempo van de schuldreductie is vertraagd aangezien er weer nieuwe kredietstromen op gang zijn gekomen die een krachtige opleving van de investeringen in de hand werken. De overheidsschuldquote is hoog en neemt slechts langzaam af, voornamelijk aangejaagd door een sterke groei. De werkloosheid is snel gedaald, maar blijft zeer hoog, vooral onder jongeren en langdurig werklozen. Bij de nieuwe arbeidsplaatsen is een hoog percentage tijdelijke contracten.

Over het algemeen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de externe houdbaarheid, de particuliere en publieke schuld en de aanpassing van de arbeidsmarkt tegen de achtergrond van een zwakke productiviteitsgroei. Bijgevolg acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari van onevenwichtigheden en de grensoverschrijdende relevantie ervan, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Grafiek A8: NIIP en saldo lopende rekening



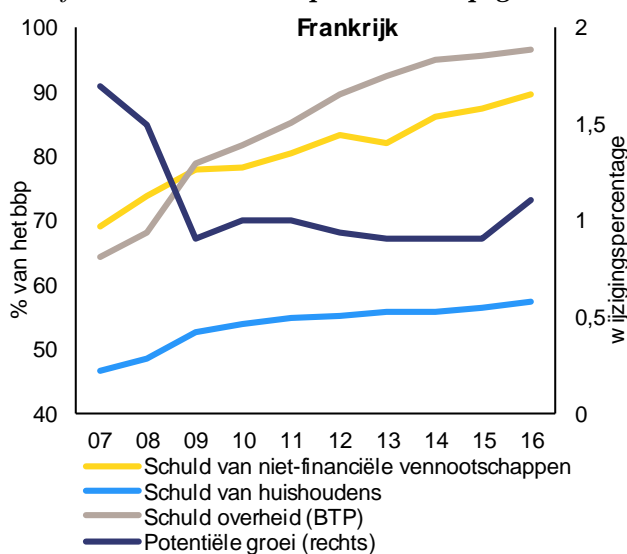
Bron: Diensten van de Commissie

Frankrijk: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Frankrijk in een context van lage productiviteitsgroei *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met een hoge publieke schuld en een laag concurrentievermogen. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de overheidsschuld, de schuld van de particuliere sector en de werkloosheidsgraad.

Het tekort op de lopende rekening blijft matig en zal naar verwachting stabiel blijven. De exportmarktaandeelen hebben zich in het recente verleden gestabiliseerd. De indicatoren voor het concurrentievermogen zijn verbeterd aangezien de nominale arbeidskosten per eenheid product uitgesproken zijn vertraagd vanwege een matige loondynamiek en maatregelen om de arbeidskosten te verminderen. De groei van de arbeidsproductiviteit blijft echter laag, hetgeen een sneller herstel van het kostenconcurrentievermogen verhindert. De schuld van de particuliere sector ligt boven de drempel, de schuld van de bedrijven stijgt en de huizenprijzen blijven vrij hoog in vergelijking met het beschikbare inkomen. De overheidsschuld stabiliseert zich op hoge niveaus en blijft een belangrijke bron van kwetsbaarheid, waardoor de budgettaire manoeuvreerruimte bij toekomstige schokken afneemt. De werkloosheid daalt ten opzichte van de in 2015 bereikte piek, terwijl de langdurige werkloosheid zich heeft gestabiliseerd.

Over het algemeen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de hoge publieke schuld en het zwakke concurrentievermogen tegen de achtergrond van de lage productiviteitsgroei. Bijgevolg 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.

Grafiek A9: *Schuld en potentiële bbp-groei*

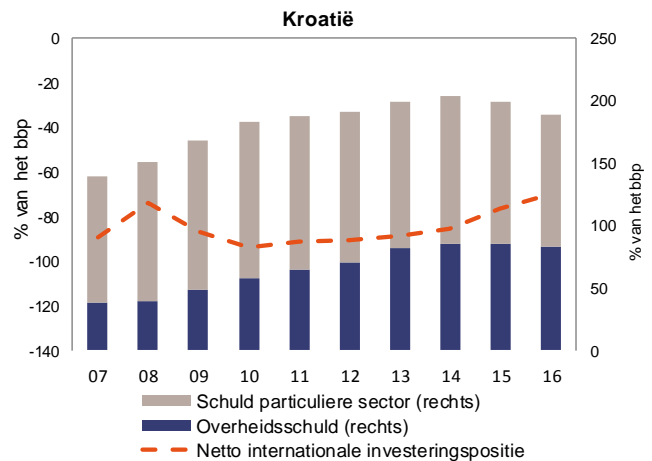


Bron: Eurostat en ECB

Kroatië: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Kroatië, in een context van lage potentiële groei, *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, die met name risico's met zich meebrachten uit hoofde van hoge niveaus van publieke schuld, bedrijfsschuld en buitenlandse schuld, die alle grotendeels in vreemde valuta luiden. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de overheidsschuld en de werkloosheidsgraad.

De NIIP neemt af maar blijft op een hoog niveau en de valutarisico's blijven aanwezig. De lopende rekening vertoont een omvangrijk overschot en is sinds 2013 positief. Hoewel dit aanvankelijk werd aangejaagd door een krimpende binnenlandse vraag, berust het nu in toenemende mate op een sterke groei van de uitvoer, gestimuleerd door een verbeterd kostenconcurrentievermogen. De stijging van de exportmarktaandeelen is in 2016 versneld. De schuld van de particuliere sector nam verder af tegen de achtergrond van zwakke kredietstromen, maar is nog steeds hoog. Voortdurende sterke economische groei moet het deleveragingproces ondersteunen en in de toekomst de druk op de kredietgroei verlichten. Hoewel het percentage leningen aan niet-financiële vennootschappen afneemt, blijft een groot deel daarvan oninbaar. De overheidsschuldquote is in 2016 verder gedaald en zal naar verwachting verder dalen, mede als gevolg van ingeperkte tekorten. De werkloosheidsgraad daalt, maar de daling wordt in hoge mate aangejaagd door een snel krimpende beroepsbevolking. De risico's voor de economische vooruitzichten houden verband met de ontwikkelingen bij de aan de gang zijnde herstructurering van het grote conglomeraat Agrokor.

Grafiek A10: NIIP, particuliere schuld en overheidsschuld

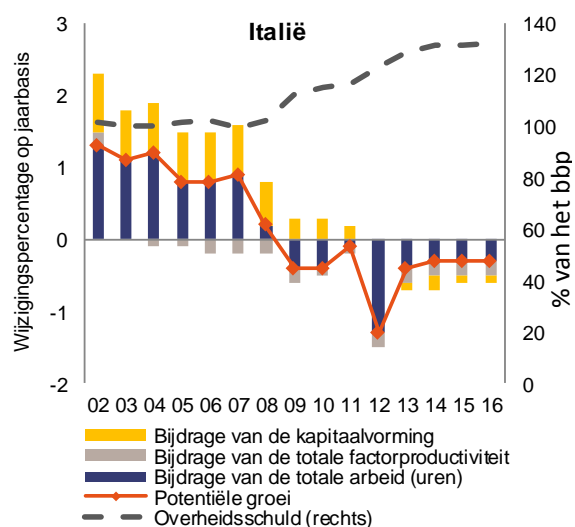


Bron: Eurostat

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met betrekking tot de hoge schuld en valutablootstellingen in alle sectoren en ook met betrekking tot de arbeidsmarktprestaties. Bijgevolg 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.

Italië: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Italië in een context van hoge percentages niet-renderende leningen en werkloosheid *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond, met name in verband met de risico's van hoge publieke schuld en een aanhoudend zwakke productiviteitsdynamiek. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de overheidsschuld en de werkloosheidsgraad.

Grafiek A11: Potentiële groei en overheidsschuld



Bron: Diensten van de Commissie

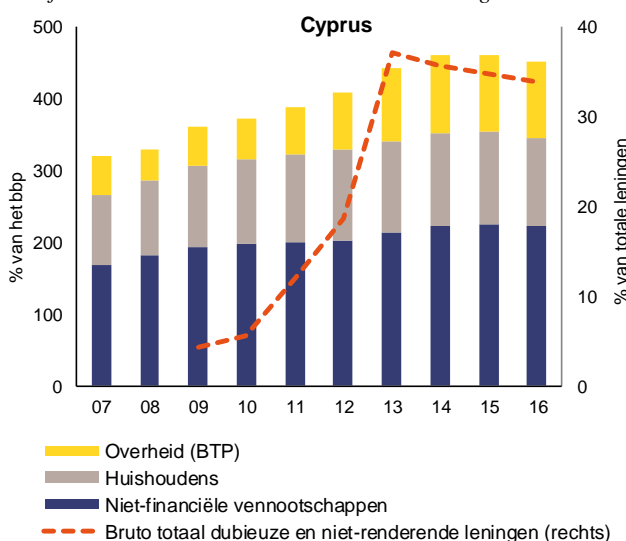
zwakke binnenlandse vraag, zoals blijkt uit de historisch lage quote van investeringen in vaste activa. Het kostenconcurrentievermogen blijft echter lijden onder de getemperde groei van de arbeidsproductiviteit, ondanks de beperkte loonstijging, terwijl niet-kostenfactoren zoals innovatie en de bedrijfsgrootte eveneens op de exportprestaties wegen. Een traag economisch herstel, een lage inflatie en een grotendeels expansief begrotingsbeleid de jongste jaren vertragen de vermindering van de zeer hoge overheidsschuldquote. De potentiële groeivoorzichten zijn matig, vooral in het licht van de ongunstige demografische ontwikkelingen en de lage productiviteitsgroei, ook vanwege de erfenis van een langdurige verkeerde allocatie van kapitaal, die verband hield met hoge niveaus van niet-renderende leningen, en het lage investeringsniveau. Ondanks recente overheidsinterventies om de zwakste banken af te wikkelen, maken de aanhoudend lage winstgevendheid en de hoge stand van de niet-renderende leningen het banksysteem kwetsbaar voor schokken en belemmeren zij het vermogen van banken om verder kapitaal aan te trekken en het economisch herstel te ondersteunen. De arbeidsmarktomstandigheden verbeteren geleidelijk, maar met name onder jongeren en langdurig werklozen blijft de werkloosheid hoog en ver boven de niveaus van voor de crisis. De algemene participatiegraad stijgt, maar blijft onder het gemiddelde van de eurozone.

Over het algemeen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de hoge publieke schuldenlast en de hoge werkloosheid in een context van zwakke productiviteitsgroei en een nog steeds kwetsbaar banksysteem. Bijgevolg acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling van 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: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Cyprus *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond. Het ging daarbij met name om de hoge stand van de particuliere, publieke en externe schuld en het hoge percentage niet-renderende leningen in het bankwezen. Op het geactualiseerde scorebord blijft een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de reële effectieve wisselkoers (REER), de particuliere schuld, de overheidsschuld alsmede de werkloosheidsgraad en de verandering in de arbeidsparticipatie.

Het tekort op de lopende rekening is in 2016 substantieel toegenomen en de negatieve NIIP blijft substantieel. Het gecumuleerde verlies aan exportmarktaandeel is verminderd door een verbetering in 2016. Het kostenconcurrentievermogen verbeterde, met een significante daling van de REER als weerspiegeling van de negatieve inflatie tot 2016, en zorgde ervoor dat de lonen binnen de perken bleven, waarmee de lage productiviteitsgroei werd gecompenseerd. Voor de toekomst kunnen verdere verbeteringen een uitdaging vormen wanneer deze factoren verdwijnen. Het niveau van de

Grafiek A12: Schuld en niet-renderende leningen



Bron: Eurostat en ECB

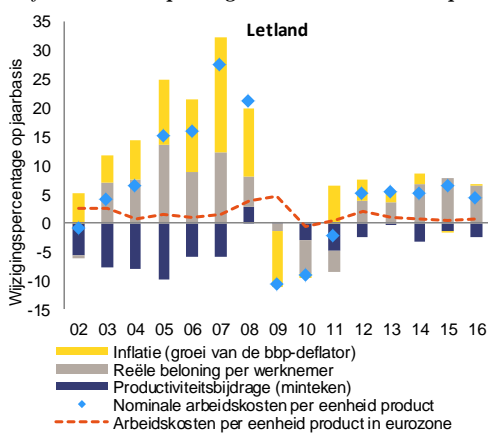
particuliere schuldenlast behoort tot de hoogste in de EU, zowel voor huishoudens als voor bedrijven, terwijl de deleveraging traag verloopt. Met name zijn de besparingen van huishoudens negatief. De deflatoire omgeving tot eind 2016 heeft de ruimte voor passieve deleveraging verminderd, een trend die zal worden omgebogen omdat de inflatie naar verwachting zal aantrekken. De reële huizenprijzen zijn stabiel gebleven en zijn mogelijk over hun dieptepunt heen. Het zeer hoge niveau van de niet-renderende leningen belemmert het herstel van een gezonde kredietstroom naar de economie, hetgeen vereist is voor het ondersteunen van de potentiële groei op middellange termijn. De zeer hoge overheidsschuldquote zou in 2016 hebben gepiekt. De werkloosheid, met name de langdurige en jeugdwerkloosheid, neemt af maar blijft hoog.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de externe houdbaarheid, de schuld van de particuliere en de overheidssector, de kwetsbaarheid van de financiële sector en de aanpassing van de arbeidsmarkt. Bijgevolg 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.

Letland: Tijdens de vorige PMO-ronde zijn in Letland *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de arbeidskosten per eenheid product, de reële huizenprijzen en de werkloosheidsgraad.

Het saldo op de lopende rekening is positief geworden in 2016, maar zal naar verwachting in de toekomst weer negatief worden. De hoge negatieve NIIP, vooral als weerspiegeling van de overheidsschuld en de buitenlandse directe investeringen, blijft geleidelijk verbeteren. De exportmarktaandelen hebben zich in het recente verleden gestabiliseerd. De indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen wijzen echter op een aanhoudende verzwakking. De reële effectieve wisselkoers is gestegen. De arbeidskosten per eenheid product zijn sterk gegroeid, vooral aangejaagd door gestage loongroei, en de verwachting is dat deze zullen blijven stijgen in de context van een krimpende beroepsbevolking en een krappe arbeidsmarkt, ook al wordt verwacht dat de arbeidsproductiviteit enigszins zal aantrekken. De groei van de reële huizenprijzen was sterk in 2016, hetgeen aandacht rechtvaardigt. De deleveraging van de particuliere sector gaat door en de kredietgroei blijft getemperd. De publieke schuld blijft laag en stabiel. De werkloosheid blijft zich naar beneden bijstellen.

Grafiek A13: Uitsplitsing van de arbeidskosten per eenheid product



Bron: Diensten van de Commissie

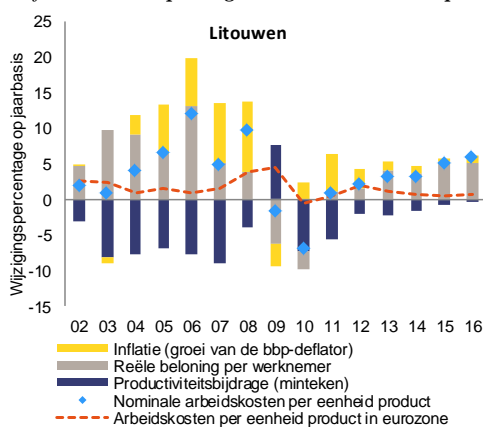
Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de druk van de binnenlandse vraag en het kostenconcurrentievermogen, maar de risico's

lijken beperkt. Over het geheel genomen oordeelt de Commissie dat in dit stadium geen verdere diepgaande analyse uitgevoerd dient te worden in de context van de PMO.

Litouwen: Tijdens vorige PMO-ronden werden in Litouwen *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de arbeidskosten per eenheid product (ULC) en de reële effectieve wisselkoers (REER).

De lopende rekening is in 2015-2016 gekrompen, waardoor de indicator richting evenwicht is gebracht. De NIIP, die vooral de overheidsschuld en de BDI weerspiegelt, vertoont een stijgende trend. De exportmarktaandeelen zijn in 2016 verbeterd. Het kostenconcurrentievermogen is echter achteruitgegaan. De REER is de afgelopen jaren sterk gestegen; de arbeidskosten per eenheid product zijn sterk gegroeid en zullen naar verwachting de komende jaren enigszins vertragen omdat een stijging van de productiviteit wordt verwacht. De niveaus van de publieke en particuliere schuld blijven relatief laag en stabiel. De reële huizenprijzen zijn gestegen, maar vanaf een laag niveau. De werkloosheid neemt af en ligt nu binnen de drempel.

Grafiek A14: Uitsplitsing van de arbeidskosten per eenheid product



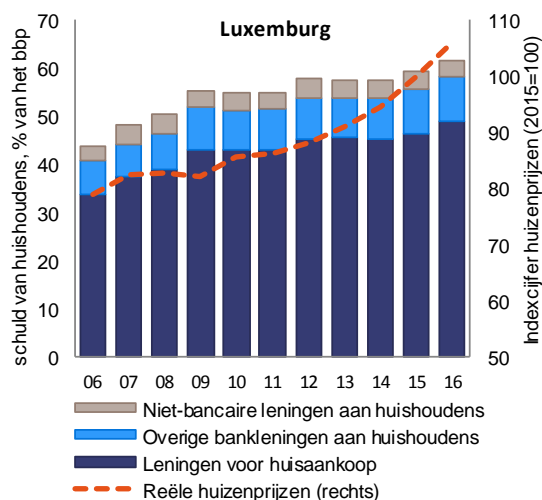
Bron: Diensten van de Commissie

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met het kostenconcurrentievermogen, maar de risico's blijven beperkt. Bijgevolg 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 zijn in Luxemburg *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de schuld van de particuliere sector en de stijging van de jeugdwerkloosheid.

De externe positie vertoont nog steeds over het algemeen stabiele overschotten op de lopende rekening en een positieve NIIP, waarbij de veranderingen grotendeels de positie van het land als internationaal financieel centrum veeleer dan de activiteiten van de binnenlandse

Grafiek A15: Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen



Bron: Eurostat en ECB

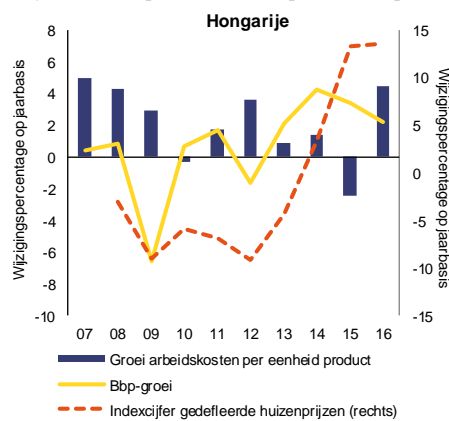
economie weerspiegelen De gecumuleerde groei van de exportmarkt is hoog, hetgeen wordt bevorderd door de recente stabiliteit van het kostenconcurrentievermogen omdat dit wordt ondersteund door de getemperde ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product. Gedurende vele jaren na elkaar zijn de reële huizenprijzen relatief snel blijven stijgen en rechtvaardigen zij nauwlettende aandacht. De stijging van de huizenprijzen wordt ondersteund door de dynamische arbeidsmarkt in combinatie met de omvangrijke netto migratiestromen en gunstige financieringsvoorwaarden, terwijl het aanbod relatief beperkt blijft. Vanwege de constant stijgende huizenprijzen worden huizen steeds minder betaalbaar. Terwijl de schuldenlast van bedrijven voornamelijk verband houdt met grensoverschrijdende leningen binnen een onderneming, is het schuldniveau van de huishoudens, waarbij het meestal om hypotheekschulden gaat, gestaag gestegen als weerspiegeling van de stijgende huizenprijzen. De risico's voor de financiële stabiliteit van het land worden echter beperkt door de soliditeit van de banksector. De publieke schuld blijft zeer laag. In een context van sterke economische groei is de arbeidsmarkt aan het verkrappen en de werkloosheid aan het dalen

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse vooral dat een aantal beperkte risico's bestaat die verband houden met de almaar stijgende huizenprijzen en schulden van huishoudens. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Hongarije: Tijdens de vorige PMO-ronde werden voor Hongarije *geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd*. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), de overheidsschuld, de reële huizenprijzen en de jaarlijkse verandering in de totale passiva van de financiële sector.

De lopende rekening blijft zich in een overschotpositie bevinden hetgeen impliceert dat de negatieve NIIP blijvend is verbeterd. De exportmarktaandeelen zijn gestegen ondersteund door een groeiende auto-industrie. Het kostenconcurrentievermogen is echter verslechterd, zoals weerspiegeld wordt in een dynamische groei van de arbeidskosten per eenheid product. De particuliere schuld blijft dalen. In het bedrijfsleven is het tempo van de deleveraging vertraagd omdat de economische groei sterker is geworden en de kredietverlening aan bedrijven zich begint te herstellen. Er zijn tekenen van dreigende capaciteitsbeperkingen en prijzending in de economie, hetgeen aandacht rechtvaardigt. Vooral de reële huizenprijzen zijn snel blijven stijgen, zij het vanaf ondergewaardeerde niveaus. Het nog steeds hoge percentage niet-renderende hypothecaire leningen zou echter kunnen profiteren van een herstel op de woningmarkt door de verbeterde verhandelbaarheid ervan. De overheidsschuld daalt slechts langzaam. De winstgevendheid en de schokbestendigheid van de banksector zijn verbeterd. De toename van de passiva van de financiële sector houdt verband met een grote eenmalige transactie van een entiteit voor specifieke doeleinden die geen effect heeft op de binnenlandse kredietverlening. De werkloosheid is in 2016 verder gedaald en de arbeidsmarkt blijft

Grafiek A16: Bbp, arbeidskosten per eenheid product en huizenprijzen



Bron: Diensten van de Commissie

verkrappen.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de huizenmarkt en de arbeidsmarkt, hoewel de risico's beperkt lijken. De Commissie zal in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Malta: Tijdens de vorige PMO-ronde werden in Malta geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt het saldo op de lopende rekening boven de indicatieve drempel.

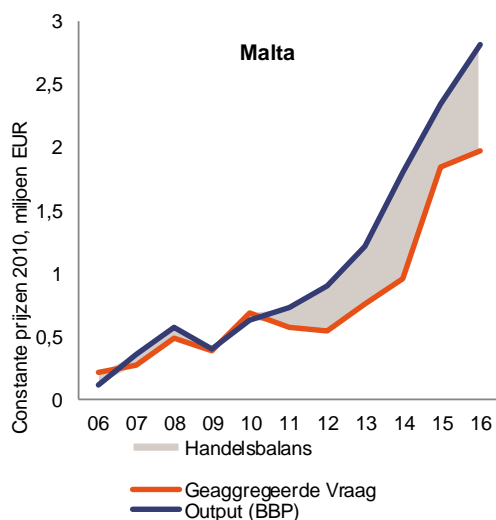
Ondanks de snelle groei van de binnenlandse vraag is het hoge overschot op de lopende rekening in 2016 verder toegenomen en ligt de indicator nu boven de drempel. De netto internationale investeringspositie is sterk positief. Het kostenconcurrentievermogen heeft zich gunstig ontwikkeld. De groei van de arbeidskosten per eenheid product is beperkt gebleven vanwege zowel matige loonontwikkelingen als een relatief sterke groei van de arbeidsproductiviteit. De REER-

ontwikkelingen zijn stabiel gebleven. De schuldquote van de particuliere sector was stabiel in 2016, maar verdere passieve deleveraging wordt ondersteund door sterke groei. De leverage van de bedrijfssector blijft echter hoog. Het groeitempo van de kredietverlening aan huishoudens is ruwweg stabiel gebleven. De trend van de overheidsschuldquote is sterk neerwaarts en ligt nu binnen de drempel. Het levendige economische klimaat en een aantal bottlenecks bij het kanaliseren van binnenlandse besparingen naar investeringen hebben bijgedragen tot een heropleving van de woningmarkt. De huizenprijzen zijn gestaag gegroeid, hetgeen aandacht rechtvaardigt. De kwaliteit van de activa in de binnenlandse banksector verbetert en de beschikbare kapitaalbuffers lijken te volstaan om onmiddellijke risico's op te vangen die op de woningmarkt kunnen ontstaan. De sterke groei van de werkgelegenheid bleef vergezeld gaan van dalende werkloosheid.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat het saldo op de lopende rekening en de woningmarkt sterk dynamisch zijn in een context van sterke groei, maar de risico's lijken beperkt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Nederland: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Nederland macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met het hoge niveau van de huishoudschuld en het grote en aanhoudende overschot op de lopende rekening. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de lopende rekening, de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld.

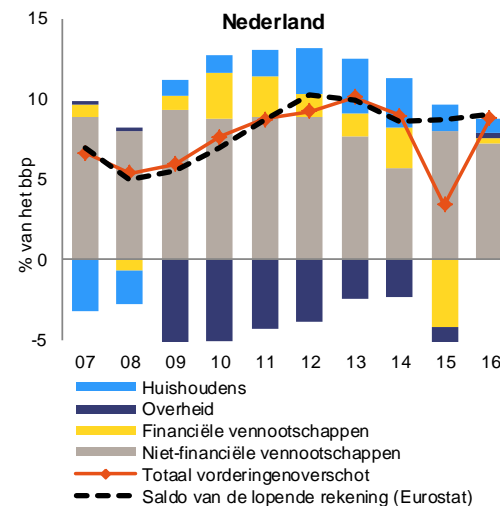
Grafiek A17: Vraag, output en handelsbalans



Bron: Diensten van de Commissie

Het overschot op de lopende rekening blijft ruim boven de indicatieve drempel. Het overschot weerspiegelt spaaroverschotten van niet-financiële vennootschappen, met name multinationals, in een context van lage investeringen en een beperkte uitkering van de bedrijfswinst. De geaggregeerde impact van andere sectoren blijft beperkt. Verbeterende investeringen van huishoudens hebben de impact op de lopende rekening door recente veranderingen in het begrotingssaldo grotendeels tenietgedaan. De NIIP is positief en neemt verder toe. De indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen waren gunstig, hetgeen eveneens een getemperde loongroei weerspiegelt. De particuliere schuld is hoog. Dit betreft met name het hoge niveau van de schuld van huishoudens in vergelijking met het beschikbare inkomen van huishoudens. De schuldenlast van de huishoudens wordt nog steeds gevoed door een gunstige fiscale behandeling van (schuldgefinancierd) huiseigendom en lage hypotheekrentevoeten. De deleveraging van huishoudens is al enkele jaren aan de gang, zij het meestal passief met de recente woningmarktactiviteit en stijgende huizenprijzen die de nominale schuld niveaus doen stijgen. De overheidsschuldquote daalt richting drempel. De overheidsschuldquote vertoont een dalende trend en zal onder de 60%-drempel komen.

Grafiek A18: Vorderingenoverschot c.q. -tekort per sector en lopende rekening

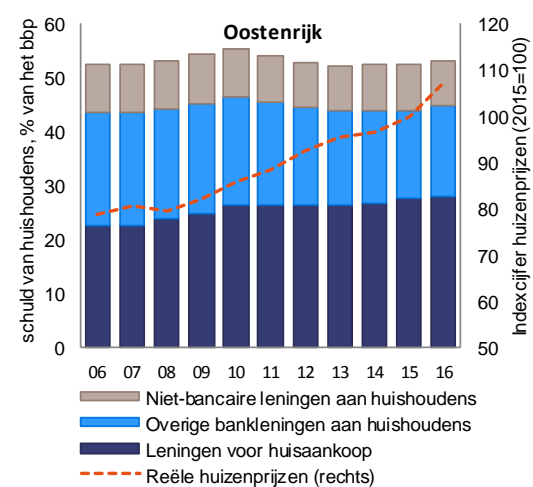


Bron: Eurostat

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de aanhoudende onevenwichtigheden op het gebied van nettobesparingen en investeringen en het hoge niveau van de particuliere schuld. Bijgevolg acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in maart van een onevenwichtigheid, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Oostenrijk: Tijdens de vorige PMO-ronde werden in Oostenrijk geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de reële huizenprijzen, de overheidsschuld, alsmede de verandering in de langdurige werkloosheid.

Grafiek A19: Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen



Bron: Eurostat en ECB

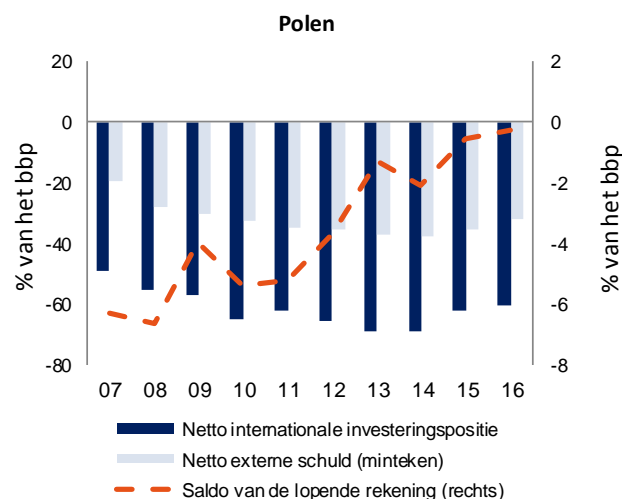
per eenheid product zijn gedaald vanwege de beperkte loongroei. De reële huizenprijzen, die sinds 2009 zijn gestegen, groeiden in 2016 significant maar hebben zich sindsdien gematigd. Hoewel de prijsstijging niet door krediet lijkt te worden aangejaagd, rechtvaardigt de kwestie nauwlettende monitoring. De schuld van de particuliere sector, die binnen maar dicht bij de drempel ligt, is als percentage van het bbp nauwelijks veranderd. De overheidsschuld is naar verwachting in een dalende trend gekomen, mede dankzij de afstoting van in waarde gedaalde activa van generationaliseerde financiële instellingen. De situatie van de banksector is met name in 2016 verbeterd omdat de banken hun niet-renderende leningen verder hebben vermindert en wat betreft hun kapitaalratio's langzaam hun achterstand op vergelijkbare EU-banken wegwerken. De werkloosheidsgraad heeft in 2016 waarschijnlijk gepiekt en zal naar verwachting langzaam dalen dankzij een sterke werkgelegenheidsgroei. De langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid zijn licht gestegen, maar blijven op een betrekkelijk laag niveau.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met betrekking tot de huizen- en banksector, maar de risico's lijken beperkt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Polen: Tijdens de vorige PMO-ronde werden in Polen geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt de netto internationale investeringspositie (NIIP) boven de indicatieve drempel.

Het tekort op de lopende rekening is blijven teruglopen richting evenwicht. De NIIP, die hoogst negatief blijft, verbeterde in 2016 minimaal. De externe zwakke plekken zijn ingeperkt, aangezien buitenlandse directe investeringen een groot deel van de buitenlandse passiva uitmaken, terwijl de netto buitenlandse

Grafiek A20: NIIP en saldo lopende rekening



Bron: Diensten van de Commissie

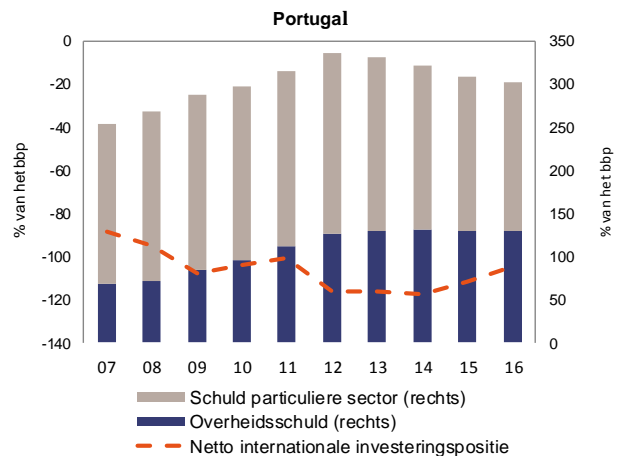
schuld geleidelijk is blijven dalen. In 2016 is de toename van exportmarktaandeelen versneld, terwijl de indicatoren voor kostenconcurrentievermogen zijn verbeterd. Zowel de schuld van de particuliere sector als van de overheid nam in 2016 toe, maar bleef nog steeds relatief laag. De Poolse banksector is relatief goed gekapitaliseerd, liquide en winstgevend, hoewel de hoge stand van de in vreemde valuta luidende leningen de kwetsbaarheid ervan vergroot. De arbeidsmarktprestaties bleven sterk en verbeterden met een verdere daling van de werkloosheidsgraad en daarmee samenhangende vooruitgang in armoede-indicatoren

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn met de externe investeringspositie, maar de algemene risico's blijven beperkt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een diepgaande analyse in de context van de PMO.

Portugal: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Portugal *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* ondervond. Het ging daarbij met name om de hoge stand van de externe passiva, publieke en particuliere schuld, kwetsbare plekken in de banksector en het aanpassingsproces van de arbeidsmarkt tegen de achtergrond van een lage productiviteitsgroei. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), overheidsschuld, particuliere schuld, werkloosheid en reële huizenprijzen.

De lopende rekening vertoont de afgelopen jaren een klein overschot, hetgeen heeft bijgedragen tot een geleidelijke vermindering van de negatieve NIIP. Het aanpassingstempo blijft echter onvoldoende om een duurzamere externe positie te bewerkstelligen. Na een verbetering in voorgaande jaren is het prijsconcurrentievermogen in 2016 licht verslechterd, maar de exportprestaties bleven sterk. Zowel de overheids- als de particuliere schulden blijven zeer hoog en vormen een hoge rentelast, terwijl het percentage investeringen in de economie zeer laag is. Terwijl de particuliere sector in een relatief

Grafiek A21: NIIP, particuliere schuld en overheidsschuld



Bron: Eurostat

snel tempo aan het deleveragen is, is de overheidsschuldquote de afgelopen jaren vrij stabiel gebleven, maar zal deze naar verwachting geleidelijk dalen. Het hoge, zij het afnemende niveau van de niet-renderende leningen, de lage winstgevendheid en de lage kapitaalratio's maken duidelijk hoe kwetsbaar de banksector is. De arbeidsmarkt verbetert substantieel, maar er zijn nog steeds uitdagingen op het gebied van vaardigheden en segmentering. Bovendien beperkt de zwakke productiviteitsdynamiek het groeipotentieel van het land.

Over het algemeen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met onevenwichtigheden in standvariabelen en het aanpassingstempo ervan, met name de buitenlandse schuld, de publieke schuld en de particuliere schuld, de kwetsbaarheid van de banksector en de zwakke productiviteitsgroei en een aantal rigiditeiten op de arbeidsmarkt. Bijgevolg 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.

Roemenië: Tijdens de vorige PMO-ronde werden in Roemenië *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP) en de reële groei van de huizenprijzen.

Het tekort op de lopende rekening is in 2016 verslechterd als gevolg van de sterke particuliere consumptie, maar de sterke bbp-groei heeft een verbetering van het negatieve NIIP mogelijk gemaakt, met name door een vermindering van de netto buitenlandse schuld. Als weerspiegeling van de inhaaldynamiek heeft de NIIP voor het grootste deel betrekking op passiva uit hoofde van netto buitenlandse directe investeringen, waardoor externe risico's gelimiteerd zijn.

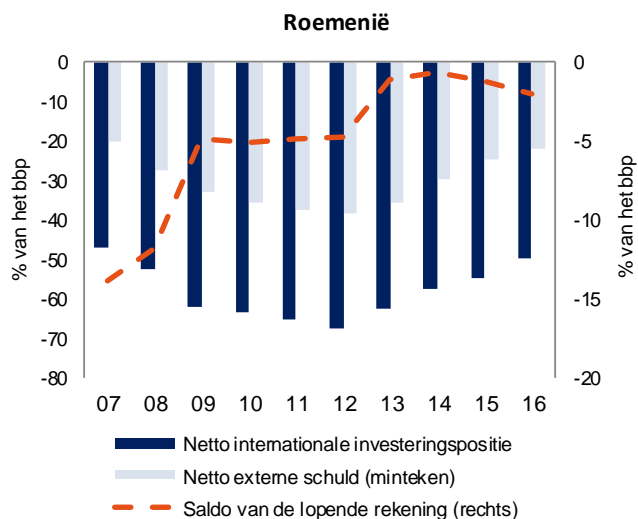
Het exportmarktaandeel blijft sterk groeien, met een substantiële verbetering in 2016 ondanks een verslechtering van het kostenconcurrentievermogen. De loongroei zal op middellange termijn

substantieel blijven en dit kan het kostenconcurrentievermogen nog verder onder druk zetten. De schuld van de particuliere sector is matig en neemt af. De correctie van de reële huizenprijzen is in 2015 omgebogen en de prijsstijgingen zijn in 2016 verder versneld. De banksector blijft goed gekapitaliseerd en liquide. De niet-renderende leningen vertonen een sterk neerwaartse trend en lijken geen risico te vormen voor de financiële stabiliteit, ondanks de nog steeds relatief hoge niveaus. De publieke schuld is in 2016 licht gedaald en blijft relatief laag. Op middellange termijn zal het begrotingstekort echter hoog blijven, wat een negatieve impact zal hebben op de dynamiek van de publieke schuld. De werkloosheidsgraad is in 2016 gedaald en weerspiegelt een verkrapping van de arbeidsmarkt, terwijl de arbeidsparticipatie ondanks de sterke economische groei enigszins is gedaald.

Over het algemeen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de externe positie en de houdbaarheid van het begrotingsbeleid, maar de macro-economische risico's lijken beperkt. De Commissie zal in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Slovenië: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat *Slovenië macro-economische onevenwichtigheden ondervond*. Het ging daarbij met name om budgettaire risico's en kwetsbaarheden als gevolg van de schuldenlast van de banksector en het bedrijfsleven. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP) en de overheidsschuld.

Grafiek A22: NIIP en balans lopende rekening

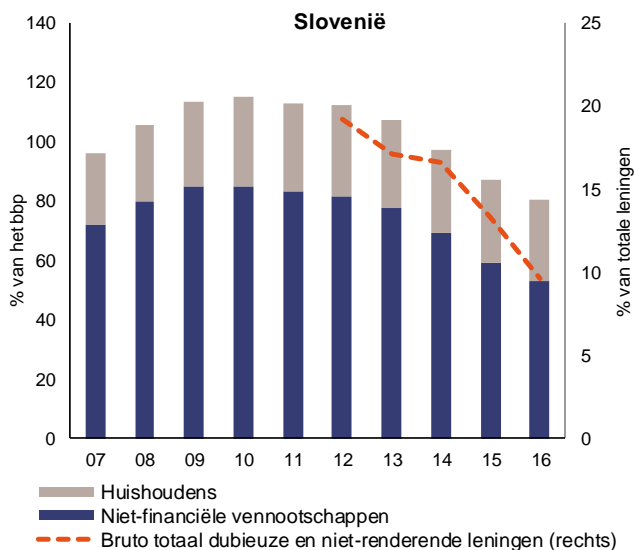


Bron: Diensten van de Commissie

Het grote overschot op de lopende rekening is in 2016 verder toegenomen aangezien de investeringen zwak bleven. Als gevolg daarvan is de negatieve NIIP substantieel verbeterd en ligt deze nu dicht bij de drempel. De exportmarktaandeelen stegen in 2016 en werden ondersteund door een minimale groei van de arbeidskosten per eenheid product en de zeer matige stijging van de reële effectieve wisselkoers. De particuliere schuld nam verder af, met name in het bedrijfsleven, terwijl de deleveragingdruk ten einde loopt. De investeringen blijven echter laag. De banksector heeft zich gestabiliseerd en de winstgevendheid van de banksector herstelt zich, terwijl het percentage niet-renderende leningen een neerwaartse trend blijft vertonen en verdere dalingen worden verwacht. De publieke schuld blijft hoog, maar daalde in 2016. De verwachte kosten van de vergrijzing blijven risico's inhouden voor de houdbaarheid van de begroting op middellange en lange termijn. De arbeidsmarkt is verder verbeterd als gevolg van de voortdurende groei van het bbp en de uitvoer. De arbeidsproductiviteit blijft echter laag.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de houdbaarheid van de begroting op lange termijn en de prestaties van de banksector. Bijgevolg acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in februari 2017 van een onevenwichtigheid, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Grafiek A23: Particuliere schuld en niet-renderende leningen

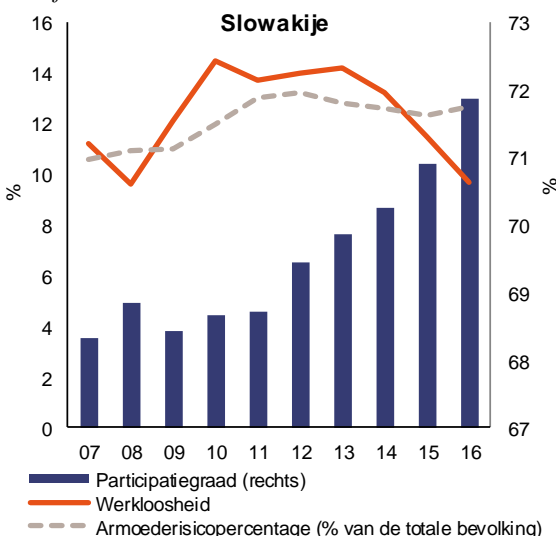


Bron: Eurostat en ECB

Slowakije: Tijdens de vorige PMO-ronde werden in Slowakije geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de netto internationale investeringspositie (NIIP), reële huizenprijzen en werkloosheid.

Het saldo op de lopende rekening werd in 2016 licht negatief, na meerdere jaren te zijn verbeterd. De NIIP blijft sterk negatief en overschrijdt de indicatieve drempel. De daaraan verbonden risico's blijven echter beperkt, aangezien de buitenlandse passiva voor een groot deel betrekking hebben op buitenlandse directe investeringen vooral in de groeiende automobielenindustrie, terwijl de netto externe schuld niveaus relatief laag blijven. De nominale arbeidskosten per eenheid product bleven in bescheiden tempo stijgen waardoor het concurrentievermogen werd versterkt en

Grafiek A24: Arbeidsmarkt en sociale indicatoren



Bron: Eurostat

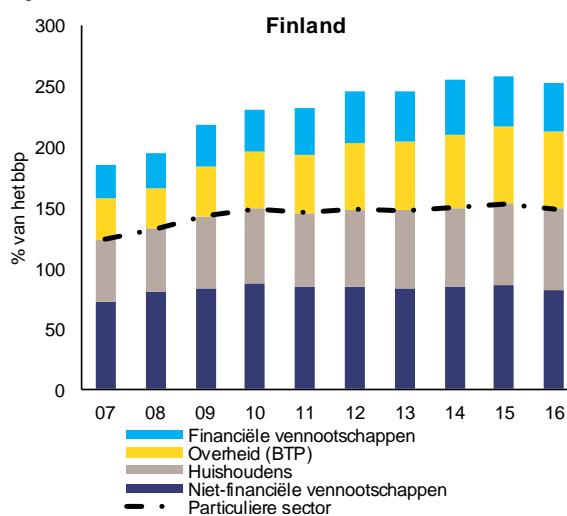
een uitgesproken stijging van de exportmarktaandeelen werd bevorderd. De groei van de vastgoedprijzen, die weliswaar werd voorafgegaan door jaren van prijsmatiging, versnelde in 2016 en werd gevoed door een sterke groei van de kredietverlening voor woningaankopen waardoor ook werd bijgedragen aan de opwaartse trend van de schuldquote van de particuliere sector. De publiekeschuldquote is in 2016 verder gedaald ondanks het feit dat deze al redelijk laag was. De banksector, die grotendeels in buitenlandse handen is, bleef veerkrachtig en goed gekapitaliseerd. Verdere dalingen van de werkloosheid gingen gepaard met stijgingen van de participatiegraad, aangezien de werkgelegenheidsvooruitzichten voor voorheen inactieven zijn gestegen. De werkloosheidssituatie voor jongeren en kansarme groepen blijft echter weliswaar verbeteren, maar blijft moeilijk.

Over het algemeen blijkt uit de economische analyse dat er problemen zijn in verband met de ontwikkelingen op de woningmarkten, maar de risico's zijn beperkt, terwijl structurele werkloosheid een uitdaging vormt. Bijgevolg zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Finland: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Finland *niet langer macro-economische onevenwichtigheden ondervond*. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de exportmarktaandeelen, de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld, alsmede de toename van de langdurige werkloosheid

Het tekort op de lopende rekening is in 2016 enigszins verslechterd vanwege de toegenomen binnenlandse vraag, maar zal de komende jaren naar verwachting verbeteren. Na enkele jaren waarin de netto internationale investeringspositie door waarderingseffecten enigszins verslechterde, verbeterde deze in 2016. Het gecumuleerde verlies aan exportmarktaandeelen is in 2016 afgenomen, ondersteund door de recente geleidelijke verbetering van de indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen: de nominale arbeidskosten per eenheid product zijn licht gedaald omdat de productiviteitsgroei toenam. Het niet-kostenconcurrentievermogen blijft echter een kernprobleem. De schuldquote van de particuliere sector is in 2016 licht gedaald, maar blijft hoog. De kredietgroei in de particuliere sector is onlangs vertraagd, hoewel gunstige kredietvoorwaarden, lage rentetarieven en verbeterde economische vooruitzichten de particuliere kredietgroei in de toekomst zouden kunnen versnellen, waardoor de deleveraging kan worden beperkt. De financiële sector blijft goed gekapitaliseerd, waardoor de risico's voor de financiële stabiliteit beperkt blijven, terwijl de indicatoren voor de hypotheek- en woningmarkt wijzen op verminderde risico's voor de schuld van huishoudens. Het begrotingsbeleid van de overheid en de verbeterde economische vooruitzichten moeten bijdragen tot een vermindering van de publiekeschuldquote, die zich in 2016 stabiliseerde. De werkgelegenheid nam geleidelijk toe en de werkloosheidsgraad daalde

Grafiek A25: *Schuld in economische sectoren*



Bron: Eurostat

in 2016 als gevolg van toenemende economische activiteit. De jeugdwerkloosheid is onlangs begonnen af te nemen en de langdurige werkloosheid is in 2016 gestabiliseerd.

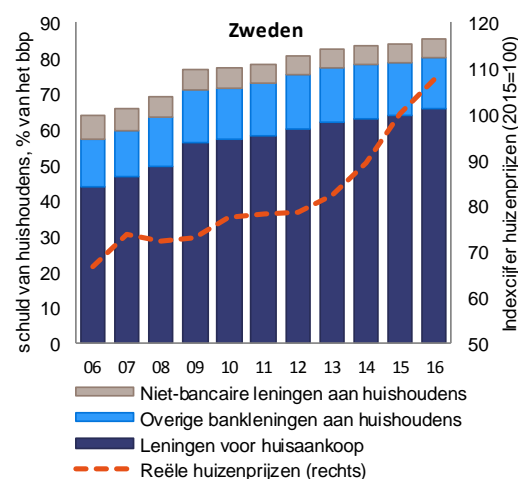
Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er uitdagingen zijn in verband met het concurrentievermogen en de schuld van de particuliere sector, maar dat de trends verbeterd en de risico's beperkt zijn. Over het geheel genomen oordeelt de Commissie dat in dit stadium geen verdere diepgaande analyse uitgevoerd dient te worden in de context van de PMO.

Zweden: In februari 2017 heeft de Commissie geconcludeerd dat Zweden macro-economische onevenwichtigheden ondervond, met name in verband met de aanhoudende groei van de huizenprijzen vanaf reeds overgewaardeerde niveaus, in combinatie met een aanhoudende stijging van de schuld van huishoudens. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk de exportmarktaandelen, de schuld van de particuliere sector en de stijging van de huizenprijzen.

Het overschot op de lopende rekening blijft hoog, maar ligt iets onder de drempel, voornamelijk als weerspiegeling van de hoge particuliere besparingen. De netto internationale investeringspositie is verder verbeterd en is nu significant positief. De gecumuleerde verliezen aan exportmarktaandelen blijven boven de drempel, maar de trend op middellange termijn laat een geleidelijke verbetering zien tegen de achtergrond van een vertragende wereldhandel. Deze verliezen werden aangejaagd door een zwakke externe vraag en niet door concurrentieproblemen, aangezien de groei van de arbeidskosten per eenheid product beperkt bleef. De schuld van de particuliere sector heeft zich min of meer gestabiliseerd op een hoog niveau; de schuld van de particuliere sector is over het algemeen stabiel op een hoog niveau en de risico's houden voornamelijk verband met de schuld van de huishoudens. De schuld van de huishoudens groeit voortdurend, hetgeen risico's inhoudt voor de macro-economische stabiliteit gezien de groeiende huizenprijzen. De huizenprijzen en de schuldenlast van huishoudens zijn met name gestegen door een gunstige fiscale behandeling van (schuldgefinancierd) huizenbezit, lage hypotheekrentevoeten en specifieke kenmerken van de Zweedse hypotheekmarkt. Aan de aanbodzijde blijven de beperkingen voor nieuwbouw een probleem, hoewel de investeringen in woningen snel blijven groeien. Ondanks de blootstelling aan de schuld van de huishoudens lijken de bankrisico's momenteel beperkt omdat de kwaliteit van de activa en de winstgevendheid hoog blijven. De werkloosheid vertoont een langzaam dalende trend, geholpen door de verbetering van de groeiomstandigheden.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er aanhoudende problemen zijn in verband met hoge particuliere schuld en de ontwikkelingen in de woningsector. Bijgevolg 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.

Grafiek A26: Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen



Bron: Eurostat en ECB

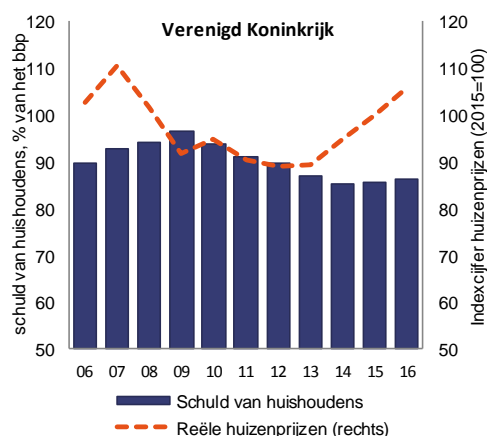
Grafiek A27: Schuld van huishoudens en index van huizenprijzen

Verenigd Koninkrijk: Tijdens de vorige PMO-ronde werden in het Verenigd Koninkrijk *geen macro-economische onevenwichtigheden* geconstateerd. Op het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempel, namelijk het tekort op de lopende rekening, de schuld van de particuliere sector en de overheidsschuld.

De depreciatie van het Britse pond in 2016 heeft de netto internationale investeringspositie van het Verenigd Koninkrijk significant verbeterd, waardoor deze vrijwel in evenwicht is gekomen.

Hoewel het prijsconcurrentievermogen zoals gemeten aan de hand van de reële effectieve wisselkoers aanmerkelijk is toegenomen door de waardedaling van het pond sterling, is de netto handelsrespons op een zwakker pond sterling tot dusver teleurstellend. Het substantiële tekort op de lopende rekening bleef in 2016 bestaan, waardoor het Verenigd Koninkrijk aan forse externe financieringsbehoeften blootstond. Na verscheidene jaren van geleidelijke deleveraging is de schuldquote van de particuliere sector weer opgelopen en blijft deze hoog. Met name de schuld van huishoudens rechtvaardigt nauwlettende monitoring. De reële huizenprijzen bleven stijgen vanaf reeds hoge niveaus, hoewel verwacht wordt dat de groei van de huizenprijzen in de toekomst zal matigen. De publieke schuld bleef in 2016 nagenoeg stabiel, maar de hoge publiekeschuldquote blijft een zorg. De sterke groei van de werkgelegenheid bleef gepaard gaan met een dalende werkloosheid, hoewel de arbeidsproductiviteit zwak blijft.

Over het geheel genomen blijkt uit de economische analyse dat er een aantal problemen zijn met betrekking tot de particuliere schuld, de huizenmarkt en de externe zijde van de economie. Deze problemen lijken op korte termijn beperkte risico's voor de stabiliteit in te houden. Over het geheel genomen oordeelt de Commissie dat in dit stadium geen verdere diepgaande analyse uitgevoerd dient te worden in de context van de PMO.



Bron: Eurostat

Tabel 1.1: PMO-scorebord 2016

Jaar 2016	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden						Werkgelegenheidsindicatoren		
	Saldo lopende rekening in % van het bbp (3-jaarsgemiddelde)	Netto internationale investeringspositie (% van het bbp)	Reële effectieve wisselkoers - 42 handelspartners, HICP-deflator (verandering over 3 jaar, in %)	Exportmarkt-aandeel - % van mondiale export (verandering over 5 jaar, in %)	Indexcijfer nominale arbeidskosten per e.p. (2010=100) (verandering over 3 jaar, in %)	Indexcijfer gedefleerde huizenprijzen (2015=100) (verandering over 1 jaar, in %)	Kredietstroom particuliere sector, geconsolideerd (% van het bbp)	Schuld particuliere sector, geconsolideerd (% van het bbp)	Bruto overheids-schuld (% van het bbp)	Werkloosheid (3-jaarsgemiddelde) (verandering over 1 jaar, in %)	Totale passiva van financiële sector, niet-geconsolideerd (verandering over 1 jaar, in %)	Participatiegraad % van totale bevolking van 15-64 jaar (verandering over 3 jaar, in pp)	Langdurige werkloosheid - % van de beroepsbevolking van 15-74 jaar (verandering over 3 jaar, in pp)	Jeugdwerkloosheid - % van de beroepsbevolking van 15-24 jaar (verandering over 3 jaar, in pp)
Drempel	-4/6%	-35%	±5 % (EZ) ±11 % (Niet-EZ)	-6 %	9 % (EZ) 12 % (Niet-EZ)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	-0,3	51,2	-0,4	-2,3	-0,6	1,0p	13,3	190,1	105,7	8,3	1,2	0,1	0,1	-3,6
BG	1,8	-47,0	-4,7	8,2	9,5p	7,1p	4,0	104,9	29,0	9,4	11,1	0,3	-2,9	-11,2
CZ	0,5	-24,6	-3,7	2,9	2,9	6,7p	4,4	68,7	36,8	5,1	14,5	2,1	-1,3	-8,4
DK	8,4	54,8	-1,5	-4,2	3,4	4,2	-10,4	210,7	37,7	6,3	3,3	1,9b	-0,4b	-1,0
DE	8,1	54,4	-2,6	2,8	5,2	5,4	3,8	99,3	68,1	4,6	5,2	0,3	-0,6	-0,7
EE	1,4	-37,1	4,5	-0,7	13,4	3,8	5,9	115,4	9,4	6,8	7,2	2,4	-1,7	-5,3
IE	5,5	-176,2	-6,6	59,8	-20,5	6,6p	-19,0	278,1	72,8	9,5	2,5	0,7	-3,6	-9,6
EL	-1,0	-139,4	-3,9	-19,0	-3,3p	-2,0e	-1,7p	124,7p	180,8	25,0	-16,6	0,7	-1,5	-11,0
ES	1,4	-83,9	-4,3	2,2	0,4p	4,7	-1,0p	146,7p	99,0	22,1	0,9	-0,1	-3,5	-11,1
FR	-0,7	-15,7	-3,1	-2,4	1,4p	1,0	6,2p	146,9p	96,5	10,3	4,3	0,7	0,2	-0,3
HR	2,9	-70,1	0,1	8,1	-5,9d	2,1	-0,1e	106,1e	82,9	15,6	2,5	1,9	-4,4	-18,1
IT	2,1	-9,8	-3,4	-2,8	1,9	-0,8p	0,6	113,6	132,0	12,1	3,2	1,5	-0,2	-2,2
CY	-3,6	-127,8	-6,5	-3,0	-6,2p	1,6	10,2p	344,6p	107,1	14,7	0,7	-0,2	-0,3	-9,8
LV	-0,3	-58,9	4,9	9,3	16,5	7,4	0,3	88,3	40,6	10,1	5,8	2,3	-1,7	-5,9
LT	-0,3	-43,2	5,4	5,4	14,7	4,5	4,3	56,2	40,1	9,2	16,3	3,1	-2,1	-7,4
LU	5,0	34,7	-1,5	26,2	2,5	5,9	1,5	343,6	20,8	6,3	7,5	0,1	0,4	2,2
HU	3,6	-65,0	-5,0	-0,4	3,3	13,6	-3,6	77,0	73,9	6,5	19,5	5,4	-2,5	-13,7
MT	6,7	47,6	-2,5	8,7	-0,1	4,8p	11,1	128,4	57,6	5,3	1,7	4,1	-1,0	-2,0
NL	8,8	69,1	-2,3	0,1	-1,1p	4,4	1,5p	221,5p	61,8	6,8	5,3p	0,3	0,0	-2,4
AT	2,2	5,6	1,0	-4,0	5,8	7,2	3,2	124,0	83,6	5,8	-2,4	0,7	0,6	1,5
PL	-1,0	-60,7	-5,0	18,1	2,1p	2,5	4,7	81,6	54,1	7,6	8,9	1,8	-2,2	-9,6
PT	0,3	-104,7	-1,9	5,8	0,p	6,1	-2,2p	171,4p	130,1	12,6	-0,2	0,7	-3,1	-9,9
RO	-1,3	-49,9	-2,5	23,6	6,0p	6,5	0,6p	55,8p	37,6	6,5	7,6	0,7	-0,2	-3,1
SI	5,1	-36,9	-0,5	4,0	0,7	3,6	-0,8	80,5	78,5	8,9	3,2	1,1	-0,9	-6,4
SK	-0,7	-62,4	-1,6	7,3	3,5	7,0	9,2	94,7	51,8	11,5	8,5	2,0	-4,2	-11,5
FI	-1,2	-2,3	0,5	-14,1	2,1	-0,3	2,2	149,3	63,1	9,0	4,5	0,7	0,6	0,2
SE	4,6	11,2	-9,2	-7,9	2,0	7,6	7,6	188,5	42,2	7,4	9,0	1,0	-0,1	-4,7
UK	-5,5	-1,1	0,2	-0,1	3,1	5,5	8,2	168,1	88,3	5,4	11,6	0,9	-1,4	-7,7

Afkortingen: b: Onderbreking in reeks. e: Geschat. p: Voorlopig.

1) Voor de werkgelegenheidsindicatoren, zie bladzijde 2 van het waarschuwingsmechanismeverlag 2016. 2) Indexcijfer huizenprijzen e = bron NCB voor EL. 3) Voor nominale arbeidskosten per e.p. HR, d: voor werkgelegenheidsgegevens worden nationale begrippen gebruikt in plaats van binnenlandse. 4) Schuld particuliere sector, kredietstroom particuliere sector: de daling voor IE ten opzichte van 2015 is hoofdzakelijk de uitdrukking van herstructurerings- en hervestigingsactiviteiten van grote multinationals.

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

Tabel 2.1: Aanvullende indicatoren, 2016

Jaar 2016	Reële bbp (verandering over 1 jaar, in %)	Bruto-investeringen in vaste activa (% van het bbp)	Binnenlandse bruto-uitgaven voor O&O (% van het bbp)	Lopende plus kapitaalrekening (financieringsoverschot/-tekort) (% van het bbp)	Externe nettoschuld (% van het bbp)	Buitenlandse directe investeringen in de rapporterende economie - stromen (% van het bbp)	Buitenlandse directe investeringen in de rapporterende economie - standen (% van het bbp)	Netto handelssaldo van energieproducten (% van het bbp)	Reële effectieve wisselkoers - Handelspartners van EZ (verandering over 3 jaar, in %)	Exportprestaties t.o.v. geavanceerde economieën (verandering over 5 jaar, in %)	Ruilvoet (verandering over 5 jaar, in %)	Exportmarktaandeel, volume (verandering over 1 jaar, in %)	Arbeidsproductiviteit (verandering over 1 jaar, in %)	Indexcijfer nominale arbeidskosten per e.p. (2010=100) (verandering over 10 jaar, in %)	Prestaties arbeidskosten per e.p. t.o.v. EZ (verandering over 10 jaar, in %)	Indexcijfer huizenprijzen (2015=100) - nominaal (verandering over 3 jaar, in %)	Woningbouw (% van het bbp)	Schuld particuliere sector, niet-geconsolideerd (% van het bbp)	Leverage financiële sector, niet-geconsolideerd (verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen, in %)
BE	1,5	23,4	2,5p	0,2	-26,6	8,0	214,5	-2,2	2,1	-5,0	2,0	5,2	0,2	17,6	1,5	3,8p	5,9	225,5	192,6
BG	3,9	18,6	0,8p	7,5	-9,5	2,2	88,3	-2,4	-4,6	5,1	3,0	5,8	3,4p	77,5p	52,1	11,6p	2,7	117,0	475,6
CZ	2,6	25,0	1,7p	2,2	-13,5	3,3	75,0	-2,1	-3,6	-0,0	3,6	2,2	1,3	17,0	-0,9	14,2p	3,7	77,5	530,0
DK	1,7	20,1	2,9e	7,3	-7,3	2,1	52,5	0,0	-0,2	-6,9	2,6	0,2	0,0	20,9	4,4	16,2	4,4	221,3	158,9
DE	1,9	20,0	2,9e	8,4	-14,6	1,5	41,7	-1,5	0,4	-0,1	6,6	0,3	0,6	19,0	3,2	14,5	5,9	105,9	367,2
EE	2,1	22,3	nb	3,0	-11,7	3,2	99,8	-1,0	0,4	-3,5	3,0	1,8	1,8	64,4	38,6	27,3	4,8	126,6	359,1
IE	5,1	31,8	1,2e	2,3	-368,6	25,8	503,3	-1,1	-0,9	55,3	0,4	2,3	2,3	-23,6	-28,8	39,6p	2,1	300,2	72,3
EL	-0,2p	11,7p	1,0p	-0,5	137,5	1,6	16,0	-1,7p	-3,2	-21,2	6,1p	-4,1p	-0,7p	1,9p	-11,5	-14,2e	0,6p	124,7p	1354,2
ES	3,3p	20,0p	nb	2,2	88,8	2,6	59,7	-1,5p	-2,2	-0,7	0,0p	2,5p	0,7p	5,9p	-8,4	8,7	4,6p	165,8p	452,0
FR	1,2p	22,0p	nb	-0,9	37,5	1,7	44,8	-1,4p	0,1	-5,1	6,0p	-0,5p	0,5p	15,9p	-0,1	-2,0	6,0p	188,7p	347,5
HR	3,0e	19,9e	0,9p	3,5	40,9	3,7	57,7	-2,7e	-1,0	5,1	1,7e	3,3e	2,7d	4,3d	-5,1	-3,6	nb	130,6e	375,9
IT	0,9	17,1	nb	2,6	55,1	1,0	25,9	-1,6	-0,7	-5,5	7,5	0,1	-0,3	16,4	0,6	-7,6p	4,4	116,5	751,4
CY	3,0p	17,5p	nb	-4,7	152,0	13,0	1061,6	-3,4p	-3,3	-5,7	0,0p	1,6p	-0,1p	3,0p	-7,9	-2,9p	4,6p	345,6p	76,3
LV	2,1	18,2	0,4p	2,4	28,8	0,9	58,1	-2,3	-0,1	6,2	-0,1	1,8	2,4	56,6	27,2	11,1	2,0	96,9	643,0
LT	2,3	18,9	0,7p	0,4	24,7	2,3	41,3	-2,6	-0,7	2,4	5,6	1,2	0,4	28,0	5,3	16,3	3,0	63,3	547,5
LU	3,1	17,2	nb	4,4	-1875,5	23,2	8938,5	-2,5	-0,2	22,7	-1,0	0,4	0,0	28,4	7,8	16,6	3,2	410,1	54,0
HU	2,2	19,2	1,2	6,2	9,5	55,6	260,8	-3,2	-5,1	-3,2	2,6	1,1	-0,4	23,2	9,1	33,6	2,4	92,5	75,8
MT	5,5	23,8	0,6p	7,4	-222,0	22,3	1736,5	-9,0	2,1	5,6	1,4	1,2	1,8	22,1	6,9	14,6p	3,9	194,8	35,4
NL	2,2p	19,9p	nb	8,8	43,7	19,6	598,9	-0,7p	-0,4	-2,7	1,8p	2,0p	1,1p	14,7p	1,7	9,9	4,0p	231,3p	119,8p
AT	1,5	23,1	3,1p	2,0	19,5	-7,8	66,6	-1,9	2,4	-6,7	2,1	-0,4	2,2	24,1	4,8	17,8	4,2	142,2	191,0
PL	2,9	18,1	nb	0,8	32,1	3,6	50,2	-1,4	-5,5	14,8	4,9	6,5	0,3p	21,1p	2,3	4,4	3,0	86,4	321,0
PT	1,5p	15,3p	1,3p	1,7	94,5	4,5	76,1	-1,6p	0,5	2,8	7,8p	1,8p	-0,1p	2,6p	-11,2	15,1	2,5p	185,0p	394,9
RO	4,6p	22,7p	nb	0,4	22,5	3,3	44,8	-0,9p	-2,6	20,1	4,8p	6,0p	5,5p	44,0p	20,3	6,7	2,5p	57,2p	406,7
SI	3,1	17,6	nb	4,5	29,0	3,2	37,1	-2,1	-1,6	1,1	3,0	4,1	1,2	20,6	1,7	-2,8	2,1	88,1	399,3
SK	3,3	21,2	0,8	0,5	28,4	4,0	65,6	-2,6	-2,0	4,3	-2,2	3,9	0,9	16,1	-1,7	14,0	2,4	92,6	571,6e
FI	1,9	21,5	2,8	-1,3	51,8	-1,8	49,9	-1,4	0,5	-16,5	5,4	-1,0	1,4	26,4	8,1	0,3	6,1	176,4	293,1
SE	3,3	24,0	3,3p	4,4	45,6	2,9	80,3	-0,8	-7,7	-10,5	1,8	1,0	1,6	25,0	8,4	34,4	5,1	231,6	185,3
UK	1,8	16,4	nb	-6,0	nb	11,2	74,5	-0,5	5,1	-2,9	7,3	-1,2	0,4	20,4	2,9	22,4	3,6	168,2	686,6

Afkoetingen: geschat, p=voorlopig.

†) Indexcijfer huizenprijzen e = bron NCB voor EL. 2) De officiële termijn voor indiening van gegevens over de bruto binnenlandse O&O-uitgaven voor 2016 is 31 oktober 2017 en de gegevens zijn op 24 oktober 2017 geëxtraheerd. 3) Nominale arbeidskosten per e.p. en arbeidsproductiviteit voor HR d: Voor werkgelegenheidsgegevens worden nationale begrippen gebruikt in plaats van binnenlandse. 4) Schuld particuliere sector, kredietstroom particuliere sector: de daling voor IE ten opzichte van 2015 is hoofdzakelijk de uitdrukking van herstructurerings- en hervestigingsactiviteiten van grote multinationals.

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

Tabel 2.1 (vervolg): Aanvullende indicatoren, 2016

Jaar 2016	Werkgelegenheid (verandering over 1 jaar, in %)	Participatiegraad % van totale bevolking van 15-64 jaar (%)	Langdurige werkloosheid - % van de beroepsbevolking van 15-74 jaar (%)	Jeugdwerkloosheid - % van de 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, na sociale overdrachten - % van de totale bevolking		Mensen die met ernstige materiële deprivatie kampen - % van de totale bevolking		Personen die behoren tot huishoudens met een zeer lage arbeidsintensiteit - % van de totale bevolking van 0-59 jaar	
					(verandering over 3 jaar, in pp)		(verandering over 3 jaar, in pp)		(verandering over 3 jaar, in pp)		(verandering over 3 jaar, in pp)		(verandering over 3 jaar, in pp)	
					%	pp	%	pp	%	pp	%	pp	%	pp
BE	1,3	67,6	4,0	20,1	9,9	-2,8	20,7	-0,1	15,5	0,4	5,5	0,4	14,6	0,6
BG	0,5p	68,7	4,5	17,2	18,2	-3,4	40,4b	-7,6b	22,9b	1,9b	31,9b	-11,1b	11,9b	-1,1b
CZ	1,3	75,0	1,7	10,5	7,0	-2,1	13,3	-1,3	9,7	1,1	4,8	-1,8	6,7	-0,2
DK	1,7	80,0b	1,4b	12,0	5,8b	-0,2b	16,7	-1,6	11,9	0,0	2,6	-1,0	10,6	-1,3
DE	1,3	77,9	1,7	7,1	6,7	0,4	19,7	-0,6	16,5	0,4	3,7	-1,7	9,6	-0,3
EE	0,3	77,5	2,1	13,4	9,1	-2,2	24,4	0,9	21,7	3,1	4,7	-2,9	5,8	-2,6
IE	2,8	70,5	4,2	17,2	13,0	-3,1	nb	nb	nb	nb	7,5e	-2,4e	nb	nb
EL	0,5p	68,2	17,0	47,3	15,8	-4,6	35,6	-0,1	21,2	-1,9	22,4	2,1	17,2	-1,0
ES	2,5p	74,2	9,5	44,4	14,6	-4,0	27,9	0,6	22,3	1,9	5,8	-0,4	14,9	-0,8
FR	0,6p	71,4	4,6	24,6	11,9	0,7	18,2	0,1	13,6	-0,1	4,4	-0,5	8,4	0,3
HR	0,3d	65,6	6,6	31,8	16,9	-2,7	27,9	-2,0	19,5	0,0	12,5	-2,2	13,0	-1,8
IT	1,3	64,9	6,7	37,8	19,9	-2,3	nb	nb	nb	nb	11,9p	-0,4p	nb	nb
CY	3,1p	73,4	5,8	29,1	16,0	-2,7	27,7	-0,1	16,1	0,8	13,6	-2,5	10,6	2,7
LV	-0,3	76,3	4,0	17,3	11,2	-1,8	28,5	-6,6	21,8	2,4	12,8	-11,2	7,2	-2,8
LT	2,0	75,5	3,0	14,5	9,4	-1,7	30,1	-0,7	21,9	1,3	13,5	-2,5	10,2	-0,8
LU	3,0	70,0	2,2	19,1	5,4	0,4	19,7bp	0,7bp	16,5bp	0,6bp	1,6bp	-0,2bp	6,6bp	0,0bp
HU	2,6	70,1	2,4	12,9	11,0	-4,5	26,3	-8,5	14,5	-0,5	16,2	-11,6	8,2	-5,4
MT	3,7	69,1	1,9	11,0	8,5	-1,4	20,1	-3,9	16,5	0,8	4,4	-5,1	7,3	-1,7
NL	1,1p	79,7	2,5	10,8	4,6	-1,0	16,7b	0,8b	12,7b	2,3b	2,6b	0,1b	9,7b	0,4b
AT	1,2	76,2	1,9	11,2	7,7	0,4	18,0	-0,8	14,1	-0,3	3,0	-1,2	8,1	0,3
PL	0,6p	68,8	2,2	17,7	10,5	-1,7	21,9	-3,9	17,3	0,0	6,7	-5,2	6,4	-0,8
PT	1,6p	73,7	6,2	28,2	10,6	-3,5	25,1	-2,4	19,0	0,3	8,4	-2,5	9,1	-3,1
RO	-0,9p	65,6	3,0	20,6	17,4	0,4	38,8p	-3,1p	25,3p	2,3p	23,8	-6,0	8,2	0,6
SI	1,9	71,6	4,3	15,2	8,0	-1,2	18,4	-2,0	13,9	-0,6	5,4	-1,3	7,4	-0,6
SK	2,4	71,9	5,8	22,2	12,3	-1,4	18,1	-1,7	12,7	-0,1	8,2	-2,0	6,5	-1,1
FI	0,5	75,9	2,3	20,1	9,9	0,6	16,6	0,6	11,6	-0,2	2,2	-0,3	11,4	2,4
SE	1,7	82,1	1,3	18,9	6,5	-1,0	18,3	1,9	16,2	1,4	0,8	-0,6	8,5	1,4
UK	1,4	77,3	1,3	13,0	10,9	-2,3	22,2	-2,6	15,9	0,0	5,2	-3,1	11,3	-1,9

Afkortingen: b: Onderbreking in reeks. e: Geschat. p: Voorlopig.

1) Jongeren die geen werk hebben en evenmin onderwijs of een opleiding volgen: voor ES wijziging in de classificatie van niet-formele onderwijsactiviteiten; voor FR worden de gegevens beïnvloed door de wijzigingen in de vragenlijst die in 2013 is ingevoerd en de opname van de Franse overzeese departementen (DROM). 2) De officiële termijn voor indiening van gegevens over mensen die met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd, is 30 november 2017 en de gegevens zijn op 24 oktober 2017 geëxtraheerd. 3) Werkgelegenheid voor HR: d: voor werkgelegenheidsgegevens worden nationale begrippen gebruikt in plaats van binnenlandse.

Bron: Europese Commissie, Eurostat.