



Raad van de
Europese Unie

Brussel, 18 november 2016
(OR. en)

14359/16

UEM 363
ECOFIN 1034
SOC 700

BEGELEIDENDE NOTA

van:	de heer Jordi AYET PUIGARNAU, directeur, namens de secretaris-generaal van de Europese Commissie
ingekomen:	17 november 2016
aan:	de heer Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, secretaris-generaal van de Raad van de Europese Unie
Nr. Comdoc.:	COM(2016) 728 final
Betreft:	VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT, DE RAAD, DE EUROPESE CENTRALE BANK EN HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ Waarschuwingmechanismeverslag 2017 (opgesteld overeenkomstig artikelen 3 en 4 van Verordening (EU) nr. 1176/2011 betreffende de preventie en de correctie van macro-economische onevenwichtigheden)

Hierbij gaat voor de delegaties document COM(2016) 728 final.

Bijlage: COM(2016) 728 final



Brussel, 16.11.2016
COM(2016) 728 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE

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

Waarschuwingsmechanismeverslag 2017

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

{SWD(2016) 354 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, gecompleteerd met een ruimere reeks aanvullende indicatoren, om lidstaten te screenen op potentiële economische onevenwichtigheden die beleidsmaatregelen vereisen. De in het verslag als te evalueren aangemerkte lidstaten worden vervolgens door de Commissie aan een diepgaande analyse onderworpen om te beoordelen hoe macro-economische risico's in die lidstaten ontstaan of afnemen, alsook om uit te maken of er van onevenwichtigheden, dan wel van buitensporige onevenwichtigheden sprake is. Volgens een vaste praktijk zal voor lidstaten ten aanzien waarvan in de vorige ronde van diepgaande evaluaties onevenwichtigheden zijn geconstateerd, hoe dan ook een nieuwe evaluatie worden opgesteld.

Rekening houdend met besprekingen met het Parlement en binnen de Raad en de Eurogroep, zal de Commissie diepgaande evaluaties voor de betrokken lidstaten opstellen. De bevindingen daarvan 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 2017 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 zesde 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, gecompleteerd 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 mededeling van de Commissie van 21 oktober 2015 "*Stappen naar de voltooiing van de economische en monetaire unie*" is het waarschuwingsmechanismeverslag ook bedoeld om stelselmatig te analyseren welke gevolgen onevenwichtigheden in bepaalde landen hebben voor de hele eurozone en te bekijken in hoeverre die gevolgen een gecoördineerde aanpak van de beleidsreacties vergen.

De beoordeling in dit verslag vindt plaats tegen de achtergrond van een gestaag economisch herstel dat nog broos blijft. In de najaarsprognoses 2016 van de Europese Commissie wordt ervan uitgegaan dat de groei van het reële bbp in de EU in 2016 1,8 % zal bedragen en in 2017 zal terugvallen tot 1,6 %, tegen de achtergrond van de terugval van de binnenlandse vraag, en met name van de particuliere consumptie en de investeringen. De bbp-prognoses voor de eurozone zijn respectievelijk 1,7 % en 1,5 % voor 2016 en 2017. De inflatie zal in 2016 en 2017 naar verwachting op een historisch laag peil blijven, met een kerninflatie van circa 1 % ondanks de zeer accommoderende monetaire beleidskoers. De situatie van de arbeidsmarkten zal naar verwachting verder verbeteren, waarbij het werkloosheidspercentage in de EU volgens de prognoses zal dalen van naar schatting 8,6 % in 2016 tot 8,3 % in 2017. De gunstige ontwikkelingen die het herstel tot dusver hebben ondersteund, zijn aan het verzwakken (daling van de olieprijs, waardevermindering van de euro) en er blijven risico's bestaan voor de vooruitzichten. Ondanks het herstel van sommige opkomende markten, blijven er nog steeds onzekerheden in verband met de herbalanceringsproblemen in China en de gevolgen van de normalisering van het Amerikaanse monetaire beleid voor de wereldwijde kapitaalstromen. Geopolitieke spanningen brengen nog steeds grote onzekerheid mee, terwijl het beleidsklimaat risico's oplevert tegen een achtergrond van toenemend populisme, dat in sommige gevallen voortspruit uit ernstige sociale problemen en hervormingsmoeheid en een groeiend protectionistisch sentiment over de hele wereld.

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

- **Met de aanpassing in landen met externe tekorten of schulden is verdere vooruitgang geboekt, terwijl er grote overschotten op de lopende rekening blijven bestaan.** Er is aanzienlijke vooruitgang geboekt in de netto-debiteurlanden wat de correctie van hun externe onevenwichtigheden betreft. Onhoudbare tekorten op de lopende rekening zijn weggewerkt in bijna alle lidstaten, ook als gevolg van aanpassingen in het kostenconcurrentievermogen tijdens de afgelopen jaren, al blijven de volumes van nettoverplichtingen aan het buitenland hoog. De overschotten op de lopende rekening zijn daarentegen niet aangepast in alle netto-crediteurlanden en blijven in sommige gevallen groeien.
- **De afbouw van de particuliere schuld gaat voort, zij het in een traag en wisselend tempo, belemmerd door een lage nominale groei.** Kwetsbare punten met betrekking tot hoge niveaus van particuliere schulden, vaak in combinatie met hoge volumes overheidsschuld, blijven in een aantal landen hardnekkig bestaan. De particuliere schuldenberg drukt de investeringen omlaag en wordt weerspiegeld in de zwakke bankbalansen in sommige landen. Het proces van schuldafbouw is aan de gang, maar

in de meeste gevallen in een traag tempo in vergelijking met het verleden, met name in het licht van de zwakke nominale groei³. Voorts vindt de schuldafbouw niet altijd plaats waar deze het meest nodig is, en zijn er een aantal landen met een hoge schuldenlast die bij het terugdringen van hun schulden minder snel vooruitgang boeken dan landen met een lage schuld.

- **Ondanks een verbetering van de kapitaalbasis wordt de banksector geconfronteerd met problemen met betrekking tot de dalende winstgevendheid en de last van oninbare vorderingen uit het verleden.** Hoewel de banken hun kapitaalratio's en hun schokbestendigheid over het algemeen hebben verbeterd, beperken lagere rentabiliteitsvooruitzichten het vermogen om nieuw kapitaal op de markt aan te trekken, dit in het kader van de nieuwe wettelijke kapitaalvereisten. In sommige landen beperkt de erfenis van oninbare leningen de ruimte voor kredietverlening en wordt daardoor het gevaar voor verkeerde toewijzing van kapitaal groter.
- **Er zit een stijgende dynamiek in de woningprijzen die in sommige landen in het oog moet worden gehouden.** Na de scherpe neerwaartse correcties tijdens de op de crisis volgende recessies zijn de woningprijzen momenteel weer aan het stijgen in de meeste landen. Ondanks het klimaat van lage rente blijft de dynamiek van de woningprijzen ver beneden het peil dat in het midden van de jaren 2000 werd opgetekend. In sommige landen wordt echter een sterke prijsdynamiek waargenomen in een context van mogelijk overgewaardeerde prijzen en een stijgende netto-kredietverlening aan huishoudens, hetgeen op de voet moet worden gevolgd.
- **De arbeidsmarkten blijven verder herstellen, maar in sommige landen duurt de sociale malaise voort.** De arbeidsmarkten zijn aan de beterhand sinds medio 2013, hetgeen gepaard gaat met afnemende verschillen in de werkloosheidscijfers tussen de lidstaten na de grotere divergentietrends in eerdere jaren. Toch zijn er nog steeds zeer hoge werkloosheidscijfers en stagnerende inkomens uit arbeid in een aantal EU-landen en blijven er sociale problemen bestaan, met name in de landen die het zwaarst getroffen zijn door de financiële en schuldencrisis.

Kwesties met betrekking tot de herbalancering van de eurozone moeten zorgvuldig worden onderzocht. Het overschot op de lopende rekening van de eurozone nam verder toe tot 3,3 % van het bbp in 2015 en zal in 2016 naar verwachting uitkomen op 3,7 % van het bbp, hetgeen weergeeft dat de ontwikkeling van de totale vraag zwakker is dan de productiedynamiek. Het zwakke herstel van de totale vraag in de eurozone lag aan de basis van het klimaat van lage inflatie en de aanhoudende slappe in de economie. De verbetering van de positie op de lopende rekening van de netto-debiteurlanden moet worden voortgezet om te komen tot een vermindering van de nettoverplichtingen ten aanzien van het buitenland. Op hun beurt moeten sommige netto-crediteurlanden een aanvang maken met de correctie van de onevenwichtigheden in externe stromen.

Ondanks voortdurende verbeteringen worden dezelfde risicobronnen die in het waarschuwingsmechanismeverslag 2016 zijn aangewezen, bevestigd. De netto-

³ Zie, bijvoorbeeld, IMF, Fiscal Monitor, oktober 2016.

debiteurlanden boeken verdere vooruitgang bij de aanpak van externe onevenwichtigheden maar het proces van herbalanceren verloopt nog steeds ongelijkmatig. Interne "stock"-onevenwichtigheden passen zich langzaam aan in een klimaat van lage nominale groei, en de vorderingen zijn ongelijkmatig. De banksector staat voor dalende vooruitzichten inzake winstgevendheid en in sommige landen een last van oninbare leningen uit het verleden. In een aantal landen zijn er tekenen van mogelijke oververhitting op de huizenmarkten of de arbeidsmarkten die van nabij moeten worden gevolgd.

Voor de in het waarschuwingsmechanismeverslag aangewezen lidstaten zullen in het kader van de diepgaande evaluaties meer gedetailleerde en uitgebreidere analyses plaatsvinden. Zoals in de vorige cyclus 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 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 informatie. Er zal rekening worden gehouden met alle pertinente statistieken, alle toepasselijke gegevens en alle feiten. Zoals bepaald in de wetgeving, maakt de Commissie op basis van de diepgaande evaluaties uit of er sprake is van onevenwichtigheden dan wel van buitensporige onevenwichtigheden en zal zij vervolgens voor elke lidstaat beleidsaanbevelingen opstellen⁴. De landen waarvoor in de vorige cyclus van de procedure onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld, zijn nu allemaal onderworpen aan een specifieke monitoring, die afgestemd is op de ernst van de onderliggende problemen (vak 1)⁵.

Vak 1: Toepassing van de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden: belangrijkste ontwikkelingen sinds 2015

Indeling in categorieën van macro-economische onevenwichtigheden

De indeling in categorieën van macro-economische onevenwichtigheden werd gestroomlijnd en gestabiliseerd in de vorige cyclus, zoals aangegeven in de mededeling van de Commissie van april 2016 over het Europees semester en in overeenstemming met de mededeling van de Commissie van oktober 2015 over "*stappen naar de voltooiing van de economische en monetaire unie*". Door de stroomlijning werd het aantal mogelijke categorieën teruggebracht van zes naar vier (geen onevenwichtigheden; onevenwichtigheden; buitensporige onevenwichtigheden en buitensporige onevenwichtigheden met corrigerende maatregelen). Onder de 19 landen die in 2016 aan een diepgaande evaluatie werden onderworpen, bleken er zes geen onevenwichtigheden te ondervinden (België, Estland, Hongarije, Oostenrijk, Roemenië en het Verenigd Koninkrijk), voor zeven werden onevenwichtigheden vastgesteld (Duitsland, Finland, Ierland, Nederland, Slovenië, Spanje en Zweden) en zes bleken te maken hebben met buitensporige onevenwichtigheden (Bulgarije, Cyprus, Frankrijk, Italië, Kroatië en Portugal).

⁴ Verordening (EU) nr. 1176/2011 (PB L 306 van 23.11.2011, blz. 25).

⁵ 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 van 7 april 2016.

Specifieke monitoring

De specifieke monitoring is gericht op het versterken van de voortdurende monitoring van het beleid in het kader van de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden. Deze komt niet ter vervanging van de uitgebreide monitoring die de Commissie uitoefent over de tenuitvoerlegging van hervormingen naar aanleiding van de in de landverslagen voorgestelde landspecifieke aanbevelingen, maar versterkt de basis voor een dergelijke beoordeling.

De specifieke monitoring werd voor het eerst in 2013 ingesteld om een vervolg te geven aan de aangescherpte beleidsverbintenissen van Spanje en Slovenië nadat voor hen buitensporige onevenwichtigheden werden vastgesteld. Deze bestond uit twee dienstreizen, gevolgd door verslagen in het najaar en in de winter, die besproken werden in de comités van de Ecofin-Raad (EPC/EFC). Gezien de positieve ervaring met deze twee landen breidde de Commissie in 2014 de specifieke monitoring uit tot alle landen met buitensporige onevenwichtigheden en specifieke landen van de eurozone met systeemrelevante onevenwichtigheden. Met de stroomlijning van de PMO-categorieën werd in 2016 de specifieke monitoring uitgebreid tot alle landen met onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden, waarbij de monitoring alleen in het najaar plaatsvindt en is afgestemd op de omvang van de problemen en de ernst van de onevenwichtigheden. Indien nodig kunnen op basis van de opgedane ervaring verdere aanpassingen worden aangebracht in de uitvoering van de specifieke monitoring.

Diepgaande evaluaties zijn gerechtvaardigd voor de landen waarvoor onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden zijn vastgesteld in de vorige ronde van diepgaande evaluaties⁶. Een diepgaande evaluatie is opnieuw noodzakelijk om na te gaan of de bestaande buitensporige onevenwichtigheden of onevenwichtigheden verminderen, aanhouden of verergeren, waarbij de nodige aandacht wordt geschonken aan het beleid dat de lidstaten in kwestie voeren om deze onevenwichtigheden weg te werken. De betrokken lidstaten zijn **Bulgarije, Cyprus, Duitsland, Finland, Frankrijk, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Slovenië, Spanje en Zweden.**

Op basis van de economische interpretatie van het scorebord zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot verdere analyses in het kader van de PMO voor de andere lidstaten. Met name de landen die in 2016 het PMO-toezicht hebben verlaten (België, Hongarije, Roemenië en het Verenigd Koninkrijk), geven in vergelijking met vorig jaar geen blijk van grote extra risico's waardoor in 2017 onderzoek in het kader van een diepgaande evaluatie noodzakelijk zou zijn. Een aantal landen die niet recentelijk in het kader van diepgaande evaluaties onderzocht zijn, vertonen een aanhoudende dynamiek in de huizenprijzen (Denemarken, Luxemburg) en de arbeidskosten (Estland, Letland en Litouwen), hetgeen nauwlettend toezicht vereist zonder dat het nodig is de kwetsbare punten en risico's voor de gehele economie in een diepgaande evaluatie te screenen. 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. Samengevat wordt in het waarschuwingsmechanismeverslag derhalve opgeroepen

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 van 7 april 2016. Voor de volledige reeks van door de Raad aangenomen landspecifieke aanbevelingen, waaronder die welke relevant zijn voor de PMO, zie PB C 299 van 18 augustus 2016.

diepgaande evaluaties op te stellen voor 13 lidstaten in vergelijking met 19 in de vorige cyclus. De landen die in de voorgaande cyclus geen diepgaande evaluatie hebben ondergaan, zullen in 2017 evenmin geëvalueerd worden.

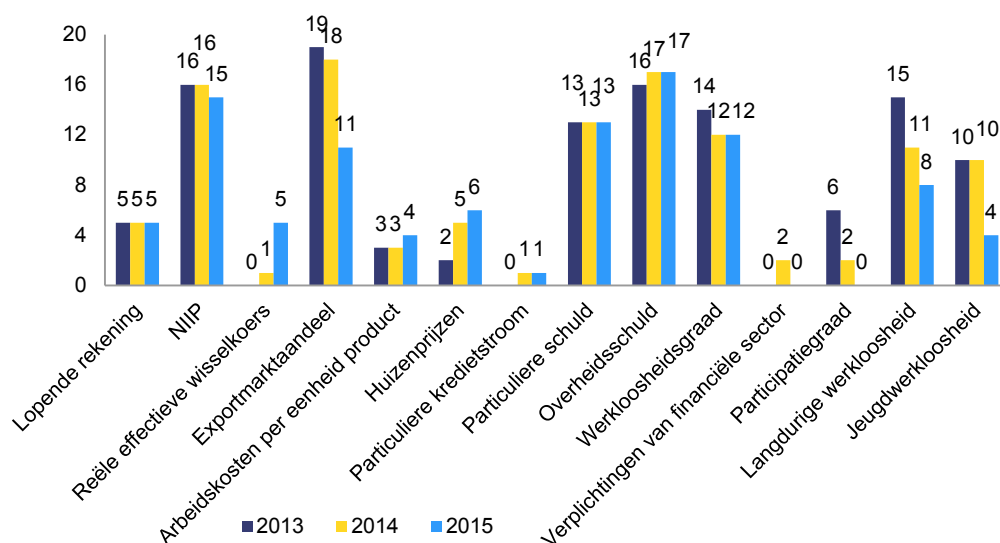
2. ONEVENWICHTIGHEDEN, RISICO'S EN AANPASSING: BELANGRIJKSTE ONTWIKKELINGEN IN DE LANDEN

Het waarschuwingsmechanismeverslag (WMV) is gebaseerd op een economische interpretatie van het scorebord van indicatoren. Het scorebord van indicatoren van het WMV met de indicatieve drempels biedt een mechanisme om voor de hand liggend bewijsmateriaal uit te filteren met betrekking tot mogelijke risico's en kwetsbaarheden die nader onderzoek vergen. Het scorebord omvat een reeks indicatoren en drempelwaarden voor een aantal terreinen, waaronder externe posities, het concurrentievermogen, de schuldpositie van de particuliere sector, de woningmarkt, de banksector en de werkgelegenheid. Het berust op ex-postgegevens waarmee stabiliteit en consistentie tussen landen kunnen worden verzekerd. Het scorebord dat voor dit verslag is gebruikt, bevat dus gegevens tot en met 2015. In de economische interpretatie van de indicatoren worden naast een reeks aanvullende indicatoren recentere gegevens besproken. 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 ontwikkeling van de scorebordindicatoren toont het proces van geleidelijke aanpassing en de overblijvende onevenwichtigheden en kwetsbaarheden. De correctie van potentiële onevenwichtigheden op de lopende rekening blijkt duidelijk uit de ontwikkeling van het aantal waarden boven de drempelwaarde op de lopende-rekeningvariabele in het WMV-scorebord (grafiek 1). Terwijl de lopende-rekeningvariabele in 2009 boven de drempelwaarde lag, voor 14 landen als gevolg van tekorten, en voor twee landen als gevolg van overschotten, was dit in 2015 het geval voor slechts vijf landen, waarvan drie landen als gevolg van overschotten. Gelet op de aantrekkende productie- en exportgroei voor de meeste EU-landen is het aantal overschrijdingen van de drempelwaarden betreffende werkloosheid, andere sociale indicatoren en exportmarktaandelen gedaald. De prijsdynamiek is opnieuw op gang gekomen in enkele landen in een context van in het algemeen lage inflatie, hetgeen leidt tot een groeiend maar nog beperkt aantal waarden boven de drempelwaarde voor de reële effectieve wisselkoers (REER) en de reële huizenprijzen. Drempeloverschrijdingen voor stand-onevenwichtigheden zijn frequent en hardnekkig. Dit is in 2015 het geval voor 15 landen wat de internationale netto-investeringspositie betreft, één minder dan in het voorgaande jaar, en voor 17 landen met betrekking tot de overheidsschuld-indicator, evenveel als in het voorgaande jaar. Wat de particuliere schuld betreft, is het aantal overschrijdingen van de drempel stabiel gebleven op 13.

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 WMV en de interpretatie daarvan, zie *"The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, application: a compendium"* (Europese Commissie, 2016).

Grafiek 1: Aantal overschrijdingen van de drempelwaarde per scorebordindicator, 2013, 2014 en 2015.



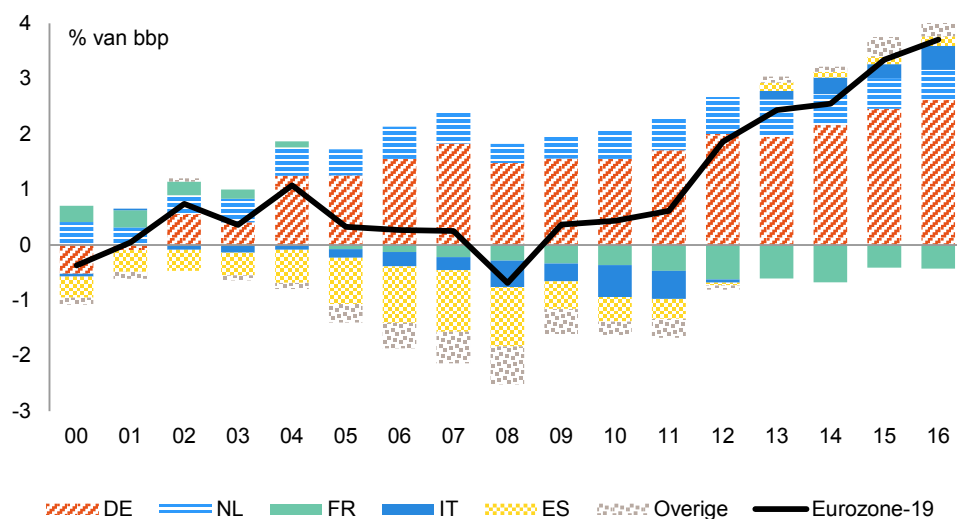
Bron: Eurostat.

De tekorten op de lopende rekening uit het verleden zijn grotendeels omgevormd tot evenwichtige posities of overschotten, terwijl er grote overschotten blijven bestaan. De netto-debiteurlanden hebben vooruitgang geboekt bij het corrigeren van de buitensporige tekorten op de lopende rekening die in de onmiddellijke nasleep van de crisis zijn ontstaan (grafiek 2). Na een onderbreking in 2014 hebben zij hun positie verder aangepast in 2015, vooral als gevolg van de groeiende export, maar in enkele gevallen (bijvoorbeeld in Italië) ook als gevolg van de zwakke binnenlandse vraag. Bijgevolg hadden alleen Cyprus en het Verenigd Koninkrijk tekorten boven de drempelwaarde. Daarentegen zijn de overschotten in Denemarken, Duitsland en Nederland nog steeds hoger dan de drempelwaarde. Het reeds aanzienlijke overschot op de lopende rekening van Duitsland is verder toegenomen tot 8,5 % van het bbp in 2015, na een aanzienlijke toename in 2014, aangezien alle sectoren van de economie hun schuld verder afgebouwd hebben waardoor de onevenwichtigheid ten gevolge van de positieve ratio spaartegoeden versus investeringen van het land zelfs nog groter is geworden⁸. Lage olieprijsen en handelsbalanseffecten hebben eveneens in enige mate bijgedragen tot een verdere stijging van het overschot in 2015. Het overschot van Duitsland is met 9,4 % van het bbp nog groter op een conjunctuurgezuiverde basis, zoals dat het geval is voor 15 andere lidstaten met een reële positie die lager is dan de conjunctuurgezuiverde positie. Nederland heeft ook nog steeds een groot overschot op de lopende rekening maar dit is de afgelopen twee jaar gedaald. Van de netto-crediteurlanden hadden Denemarken, Duitsland, Malta en Nederland overschotten die meer dan 5 procentpunten van het bbp groter

⁸ De hier aangehaalde cijfers van de lopende rekening zijn gebaseerd op de nationale rekeningen.

waren dan hetgeen kan worden verklaard door fundamentele factoren zoals demografie of fabricage-intensiteit. Van de netto-debiteurlanden had alleen het Verenigd Koninkrijk een tekort dat even ver boven de fundamentele parameters lag, terwijl de positie op de lopende rekening voor de meeste netto-debiteurlanden na de recente externe herbalancering boven de fundamentele parameters lag. De correctie van onevenwichtigheden in netto-debiteurlanden en de aanhoudende overschotten bij de belangrijkste netto-crediteurlanden betekenen uiteindelijk dat het overschot op de lopende rekening van de eurozone in 2015 met nog eens 0,8 procentpunt van het bbp toegenomen is tot 3,3 % van het bbp, in vergelijking met een vrijwel evenwichtige positie in 2009-2010 (vak 2).

Grafiek 2: Saldo op de lopende rekening in de eurozone en selectie van lidstaten



Bron: Nationale rekeningen en najaarsprognoses 2016 van de Commissie (Ameco).

Vak 2: 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 WMV met ingang van vorig jaar een systematische analyse van de gevolgen van onevenwichtigheden van landen voor de hele eurozone en wordt eveneens bekeken in hoeverre deze gevolgen een gecoördineerde aanpak van de beleidsreacties vergen.

Het grote overschot op de lopende rekening van de eurozone blijft stijgen. Het saldo op de

lopende rekening van de eurozone is het grootste ter wereld met 349 miljard EUR in 2015, of 3,3 % van het bbp van de eurozone⁹. Het overschot van de eurozone is opgebouwd in de periode na de crisis komende van een tekort van 0,7 % van het bbp in 2008. Het huidige niveau kan bijna niet worden verklaard door de economische fundamentals: uit empirische schattingen van een norm voor de lopende rekening van de eurozone blijkt dat fundamentele kenmerken (zoals vergrijzing, relatief inkomen per hoofd van de bevolking, enz.) een klein overschot zouden opleveren van ongeveer 0,3 % van het bbp in 2015¹⁰. Het overschot van de eurozone zal naar verwachting verder stijgen met 0,4 procentpunt in 2016, zelfs nu de olieprijsen zijn gestegen van een laag niveau sinds begin 2016 en de euro in effectieve termen is opgewaardeerd. In de toekomst zou het grote en toenemende overschot op de lopende rekening van de eurozone kunnen bijdragen tot een opwaartse druk op de externe waarde van de euro.

Het overschot van de eurozone weerspiegelt de correctie van eerdere tekorten op de lopende rekening en de wijdverbreide schuldafbouw alsook aanhoudende grote overschotten in sommige lidstaten. De slingerbeweging in de lopende rekening van de eurozone onmiddellijk na de crisis viel samen met een forse correctie in landen met grote externe tekorten na een ommekeer in particuliere grensoverschrijdende financiële stromen. Daarna is de dynamiek van binnenlandse vraag en invoer beperkt gebleven in de netto-debiteurlanden. In landen met een positief saldo op de lopende rekening heeft er na de crisis geen symmetrische correctie plaatsgevonden en in de landen met de grootste overschotten in waarde, met name Duitsland en Nederland, zijn de overschotten blijven groeien. In 2015 waren de overschotten van Duitsland en Nederland goed voor respectievelijk 257 miljard EUR en 57 miljard EUR van het overschot van de eurozone. De scherpe sprong in het overschot op de lopende rekening van de eurozone vindt zijn oorsprong in een proces van schuldafbouw, waarbij alle sectoren van de economie sinds 2009 betrokken zijn. De verbeterde posities in het netto-financieringsoverschot waren meestal een zaak van huishoudens en ondernemingen in de eerste plaats, en van de overheidssector daarna, omdat het noodzakelijk was sterk verslechterde begrotingssituatie te corrigeren.

Hoewel de meeste landen van de eurozone zijn opgeschoven naar externe posities die vrijwel in evenwicht zijn of een overschot vertonen, moet de herbalancering binnen de eurozone worden voortgezet. Weinig landen vertonen nog grote tekorten op de lopende rekening, maar dit betekent niet dat verdere vooruitgang op het vlak van de herbalancering in de eurozone niet noodzakelijk is. Landen die lange tijd grote tekorten hadden, worden nog steeds gekenmerkt door grote negatieve internationale netto-investeringsposities die kwetsbare punten vertonen. Om grote schuldposities af te wikkelen moet het saldo van lopende rekening positief blijven of op een klein tekort worden gehouden, hetgeen op zijn beurt betekent dat er beperkte ruimte is voor een expansie van de binnenlandse vraag in de netto-debiteurlanden. Aangezien grote en negatieve internationale netto-investeringsposities over het algemeen gepaard gaan met grote particuliere en overheidsschulden, is het handhaven van een prudente positie op de lopende rekening in de netto-debiteurlanden ook de tegenhanger van een noodzakelijke interne afbouw van de schuldhefboom. De mate waarin het proces van schuldafbouw in netto-debiteurlanden ten koste gaat van hun herstelvooruitzichten, hangt voor een

⁹ Cijfer gebaseerd op de nationale rekeningen.

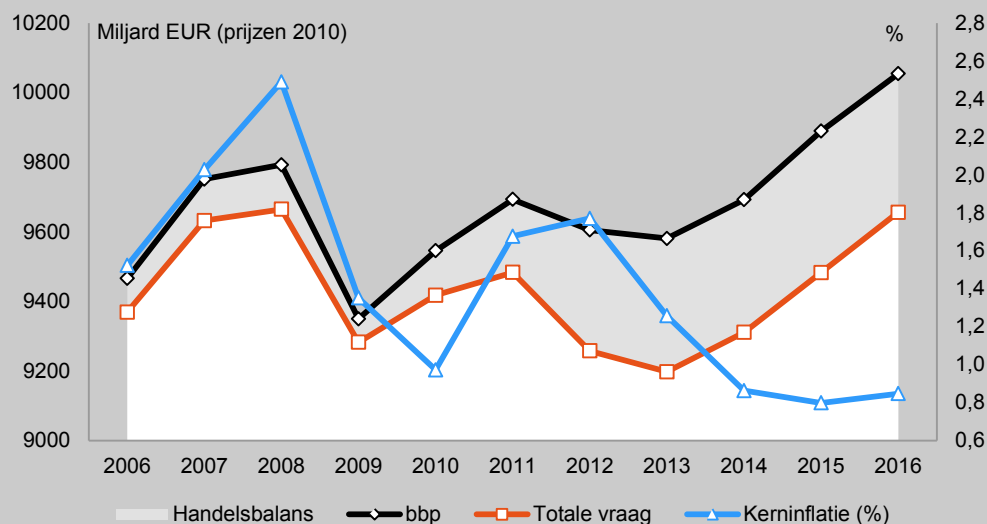
¹⁰ De benchmark wordt afgeleid van regressies op basis van de gereduceerde-vormmethode die de belangrijkste determinanten van het evenwicht tussen besparingen en investeringen bestrijken, met inbegrip van fundamentele determinanten (bijv. demografie, hulpbronnen), beleidsfactoren en de wereldwijde financiële 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), zonder dat er wisselwerking bestaat met de variabele voor de gevolgen van de vergrijzing en extra variabelen die het aandeel van de maakindustrie in de toegevoegde waarde weergeven.

groot deel af van het klimaat van groei en het gevaar voor schuldeflatie, de ruimte voor verdere verbetering van het concurrentievermogen en de vraagdynamiek in de netto-crediteurlanden en in landen buiten de eurozone, in een context van dalende handelsintensiteit van de groei.

De aanhoudend grote overschotten op de lopende rekening van de eurozone weerspiegelen de dynamiek van de totale vraag die nog steeds achterblijft bij die van de economische activiteit. De reële binnenlandse vraag in de eurozone zal naar verwachting pas dit jaar herstellen tot het niveau van vóór de economische crisis (grafiek 3). Deze langdurige trend van de binnenlandse vraag die langzamer herstelt dan de output, was het gevolg van de consumptie- en investeringscomponenten en vindt zijn weerslag in outputgapcijfers die sinds 2009 negatief zijn gebleven en nog steeds lager liggen dan 1 %. Deze aanhoudende verslapping ligt aan de basis van de huidige historisch lage niveaus van de kerninflatie, die nog steeds onder het streefcijfer van de monetaire autoriteiten liggen en die een moeilijk klimaat creëren voor schuldafbouw en evenwichtsherstel in de eurozone. Voorts zou het grote en toenemende overschot op de lopende rekening van de eurozone kunnen bijdragen tot de aanhoudend lage inflatie via het kanaal van de wisselkoers.

De financiële sector wordt geconfronteerd met een aantal uitdagingen. De kapitaalbasis van de banken in de eurozone is over het algemeen verbeterd maar er blijven opmerkelijke verschillen bestaan. De winstgevendheid van banken is lager dan vóór de crisis en zal naar verwachting nog verder dalen aangezien het klimaat van lage inflatie meer en meer weerspiegeld wordt in kleinere marges en een laag rendement op activa, waarbij ook overbankieren en het voortbestaan van verouderde bedrijfsmodellen factoren zijn die een rol kunnen spelen. In sommige landen gaan hoge niveaus van oninbare leningen samen met krimpende winstmarges en kan de sanering van de grote voorraden niet-renderende activa de reeds kleine kapitaalbasis voor een aantal banken verder verzwakken. De combinatie van lage inflatie, grote volumes oninbare leningen in sommige landen en de nog op te bouwen wettelijk verplichte kapitaalbuffers zou de expansie van de kredietverlening in de weg kunnen staan.

Grafiek 3: Output van de eurozone, binnenlandse vraag, handelsbalans en kerninflatie

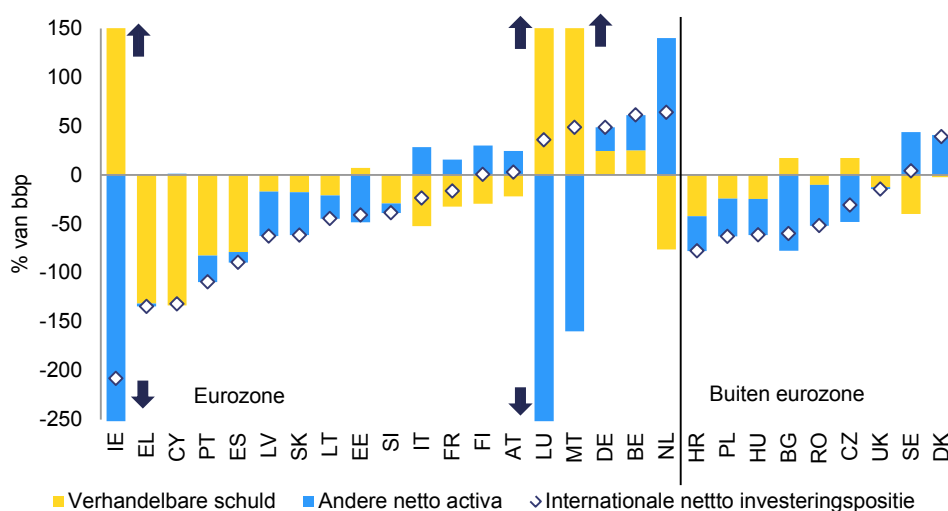


Bron: Nationale rekeningen en najaarsprognoses 2016 van de Commissie (Ameco).

Een sterkere vraagdynamiek en een krachtiger herstel in nominale groei zouden bijdragen tot een versneld proces van schuldafbouw en evenwichtsherstel. Het feit dat de investeringsniveaus hardnekkig onder de niveaus van vóór de crisis blijven, kan worden gezien als een mogelijke uiting

van verslechterende verwachtingen met betrekking tot het toekomstige reële rendement op kapitaal (hypothese van de "langdurige stagnatie"). Anderzijds bieden de blijvend zwakke investeringen weinig goede vooruitzichten wat de productiviteitsgroei betreft. In een dergelijke context kan de eurozone terechtkomen in een zichzelf onderhoudende spiraal van afnemend vertrouwen, lage investeringen en lage productiviteitsgroei¹¹. Een gecoördineerd optreden om middelen te mobiliseren voor openbare en particuliere investeringen en om het herstel van de vraag te ondersteunen kan een dergelijke vicieuze cirkel doorbreken. Meer actieve ondersteuning van de binnenlandse vraag in de overschotlanden kan het optreden van de monetaire autoriteiten aanvullen, hetgeen in overeenstemming kan zijn met de doelstellingen van herbalancering. Op hun beurt zouden structurele voorwaarden die investeringen, productiviteitsgroei en sterkere concurrentie bevorderen, met name in netto-debiteurlanden, een duurzame correctie van onevenwichtigheden ondersteunen en een verlichting van de schuldenlast opleveren.

Grafiek 4: Internationale netto-investeringspositie en netto buitenlandse schuld, 2015



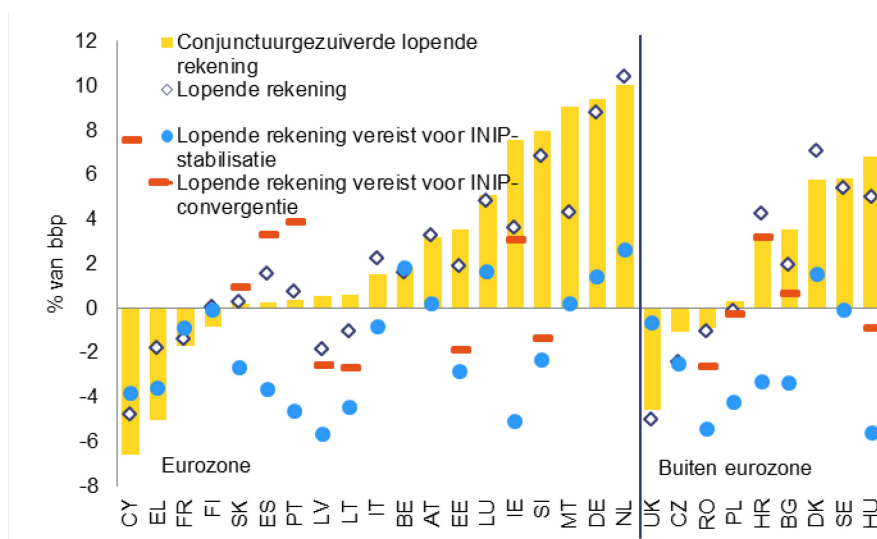
Bron: Eurostat (BBH6 en ESR10), berekeningen van de diensten van de Commissie.

De hoeveelheden netto externe verplichtingen zijn over het algemeen aan het dalen, maar in de meeste gevallen in een traag tempo. Veel netto-debiteurlanden blijven kwetsbaar wegens hun negatieve internationale netto-investeringsposities, met scorebordwaarden die in 2015 in 15 lidstaten (slechts één minder dan in 2014, namelijk Tsjechië) boven de drempelwaarde liggen. Toch is er recent enige vooruitgang geboekt, voornamelijk als gevolg van positieve saldi van de lopende rekening, en via een vaak gering effect van de groei van het nominale bbp. De negatieve internationale netto-investeringsposities zijn het grootst in Cyprus, Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje, en liggen aanzienlijk boven de scoreborddrempel in Bulgarije, Hongarije, Kroatië, Letland, Polen en Slowakije (grafiek 4). Risico's en kwetsbaarheden ten gevolge van negatieve posities variëren aanzienlijk gezien de verschillende samenstelling van de externe activa en

¹¹ IMF, World Economic Outlook, oktober 2016, hoofdstuk 1.

passiva. In het bijzonder vertegenwoordigen passiva met betrekking tot buitenlandse directe investeringen (die bijvoorbeeld in veel Oost-Europese landen en in Ierland van groot belang zijn) en passiva in de vorm van deelnemingen (verhoudingsgewijs zeer groot in Bulgarije, Estland, Ierland, Roemenië en Tsjechië) een lager risico¹². De saldi op de lopende rekening die vereist zijn om internationale netto-investeringsposities snel (binnen 10 jaar) te laten convergeren in de richting van de drempel van 35 % van het bbp, zijn voor de meeste netto-debiteurlanden hoger dan de saldi van 2015 (grafiek 5). De meeste netto-crediteurlanden (België, Duitsland, Malta, Nederland, Oostenrijk en Zweden) hebben hun positieve internationale netto-investeringspositie de afgelopen jaren nog vergroot. Hoewel risico's in verband met het grote en groeiende volume netto buitenlandse activa niet kunnen worden gezien als problemen inzake de externe houdbaarheid, mag de snelle en voortdurende toename van netto-kredietrisico niet worden veronachtzaamd, vooral als gevolg van de waarderingsrisico's die dergelijke posities opleveren.

Grafiek 5: Conjunctuurgezuiverde saldi en saldi die nodig zijn voor een stabilisatie of vermindering van de externe verplichtingen, 2015



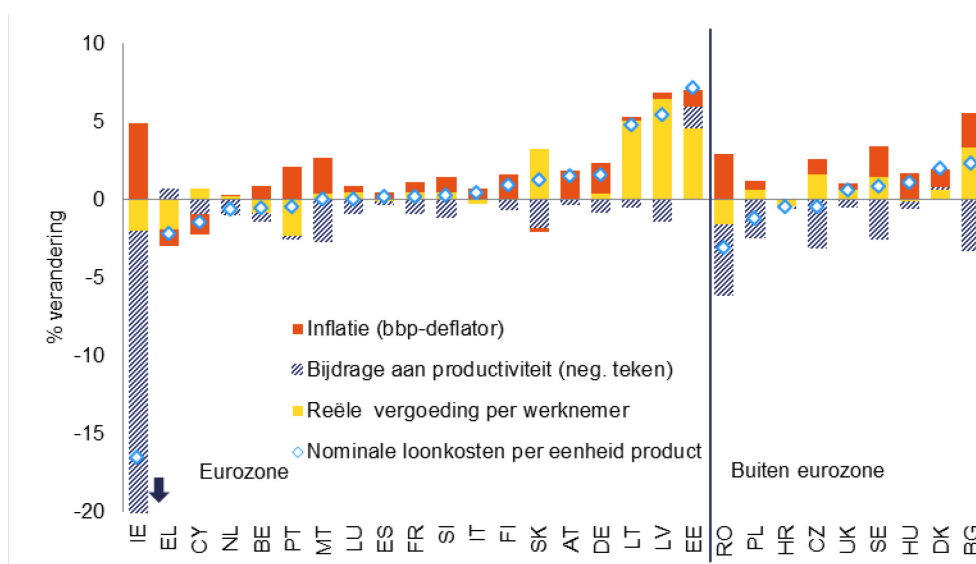
Bron: Berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: De conjunctuurgezuiverde saldi worden berekend aan de hand van de ramingen van de outputgap, die aan de basis liggen van de najaarsprognoses 2016 van de Europese Commissie. De saldi op de lopende rekening die zijn vereist om de buitenlandse nettoverplichtingen te stabiliseren of te reduceren, berusten op de volgende aannames: de prognoses voor het nominale bbp vloeien voort uit de najaarsprognoses 2016 van de Commissie (tot 2018) en uit de prognoses van de Commissie op basis van de T+10-methode voor de periode daarna; overeengekomen wordt dat de waarderingseffecten tijdens de prognoseperiode gelijk aan nul moeten worden geacht, wat een onvertekende prognose voor de activaprijzen oplevert; en er wordt aangenomen dat de kapitaalrekeningen constant blijven als percentage van het bbp, op een niveau dat overeenkomt met de mediaan voor 2015 en de prognoses voor de periode 2016-2018.

¹² Buitenlandse directe investeringsstromen en -passiva zijn minder gevoelig voor plotselinge onderbrekingen of uitstromen dan andere vormen van financiële stromen of passiva, en passiva in de vorm van deelnemingen brengen minder risico's mee dan schulden als gevolg van mogelijke grote veranderingen in waardering in tijden van crisis.

De verbeteringen in het kostenconcurrentievermogen in de netto-debiteurlanden blijven de herbalancering in ruime mate ondersteunen maar zijn onlangs vertraagd. De aanpassing van de arbeidskosten per eenheid product in de landen met externe onevenwichtigheden en concurrentieproblemen heeft voor het merendeel relatief vroeg in de periode na de crisis plaatsgevonden. Het huidige klimaat van lage inflatie, met beperkte verschillen in prijsontwikkelingen tussen landen, biedt weinig ruimte voor verdere aanpassingen van de relatieve prijzen. Veranderingen in loonkosten per eenheid product zijn gematigd gebleven in 2014 en 2015 en verschillen niet veel van land tot land, met enkele uitzonderingen (grafiek 6). In 2015 heeft de indicator voor de nominale loonkosten per eenheid product (veranderingen over 3 jaar) de drempel alleen overschreden in de drie Baltische landen en Bulgarije, waar de loongroei sterker steeg dan de productiviteit. De loonkosten per eenheid product zijn relatief sneller gestegen in netto-crediteurlanden – waaronder Denemarken, Duitsland, Oostenrijk en Zweden – dan in de meeste andere landen, alhoewel de stijging niet veel sterker was dan in Frankrijk en Italië. Onder de lidstaten van de eurozone impliceert de convergentie van de inflatie naar lage cijfers dat de reële effectieve ruilvoeten voornamelijk aangedreven worden door veranderingen in de koers van de euro en het relatieve belang van niet-leden van de eurozone als handelspartners. Cyprus, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Portugal en Spanje hebben in 2015 de grootste dalingen van de reële effectieve wisselkoers laten optekenen, met waarden die in Cyprus, Griekenland en Ierland boven de drempelwaarde gingen. Ook in Estland heeft de indicator de drempelwaarde overschreden ten gevolge van stijgingen, terwijl de opwaartse druk ook merkbaar is in Letland en Litouwen. Buiten de eurozone hebben Hongarije, de Tsjechische Republiek en Zweden de sterkste dalingen geregistreerd, terwijl er zich in 2015 opwaartse druk voordeed in Roemenië en het Verenigd Koninkrijk.

Grafiek 6: Groei van de loonkosten per eenheid product en uitsplitsing van de factoren, 2015

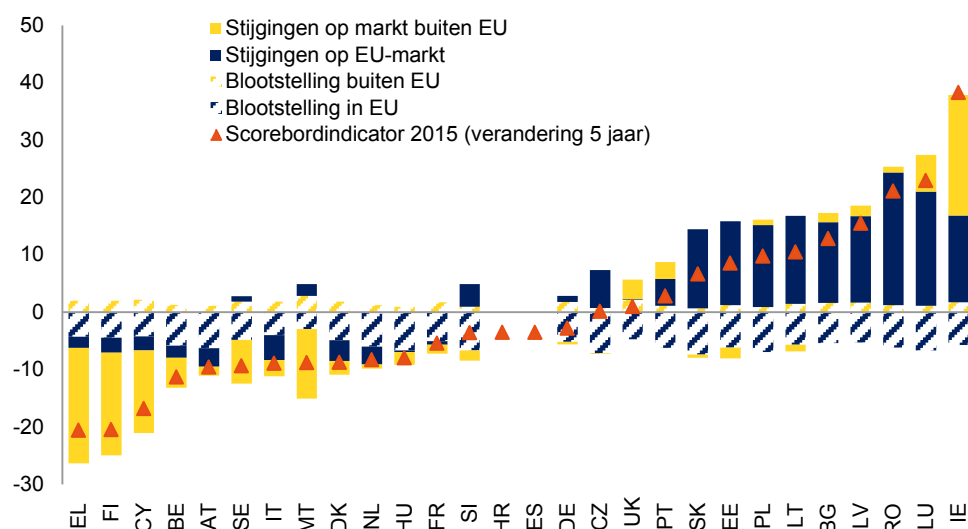


Bron: AMECO en Eurostat. Berekeningen van de diensten van de Commissie.

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

Veranderingen in exportmarktaandeelen leveren een gemengd beeld op. In het licht van de zwakke mondiale handelsdynamiek lagen de scorebordwaarden in 2015 niet meer boven de drempelwaarde in Duitsland, Frankrijk, Ierland, Kroatië, Slovenië, Spanje en het Verenigd Koninkrijk, maar dit bleef wel het geval in 11 landen. In de meeste van deze gevallen vertraagden de verliezen aan marktaandeelen over 5 jaar. Een groot deel van de verbetering in de lidstaten is echter toe te schrijven aan een basiseffect. De scorebordindicator omvat momenteel de grote verliezen van marktaandeelen die in 2010 in vrijwel alle lidstaten plaatsvonden, waardoor de cumulatieve verliezen in aandelen automatisch naar beneden gingen (grafiek 7). Op jaarbasis geeft de ontwikkeling van de marktaandeelen in 2013, 2014 en 2015 ook de gedifferentieerde tendensen in de handel binnen en buiten de EU weer. De handel binnen de EU leefde sneller op dan de handel buiten de EU in 2013 en 2014, toen de wereldhandel vertraagde, hetgeen de betere prestatie in deze twee jaren verklaart. Aangezien de handel buiten de EU zich in 2015 herstelde, werd de jaarlijkse ontwikkeling in exportmarktaandeelen van de lidstaten opnieuw negatief beïnvloed.

Grafiek 7: Verandering in exportmarktaandeelen over vijf jaar, 2015



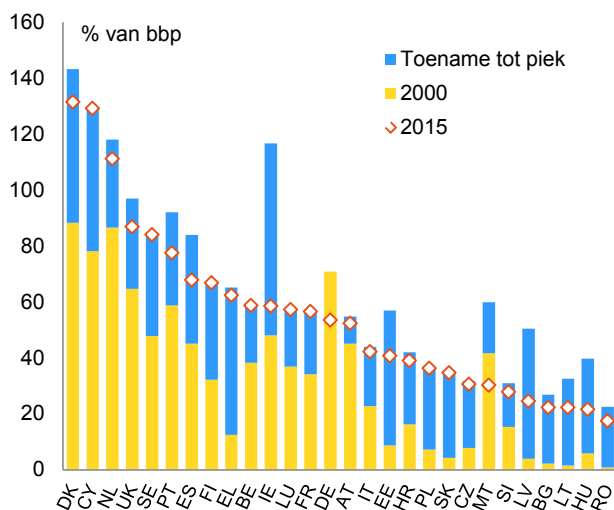
Bron: Eurostat, berekeningen van de diensten van de Commissie.

Noot: De uitsplitsing berust op de shift-share-methode. De gearceerde balken geven de bijdrage tot de marktaandeeldynamiek weer die voortvloeit uit veranderingen in de positie op een bepaalde markt; de volle balken meten de bijdrage aan de marktaandeeldynamiek die voortvloeit uit veranderingen in marktaandeel op een bepaalde markt. De berekeningen berusten op BBH6-gegevens behalve voor BG en FI, waarvoor de gegevens over uitvoer naar de EU worden afgeleid uit de nationale rekeningen; voor ES en HR zijn de gegevens gedeeltelijk onbeschikbaar.

De overmatige schuldenlast van de particuliere sector blijft veel landen negatief beïnvloeden. De scorebordwaarden stegen in 2015 boven de drempel in 13 landen, die zich in 2009 allemaal in die positie bevonden, met uitzondering van Frankrijk waar dit het geval was in 2011. Cyprus, Ierland en Luxemburg hebben het hoogste schuldniveau voor de particuliere sector, hoewel hier speciale factoren met betrekking tot multinationale ondernemingen een rol

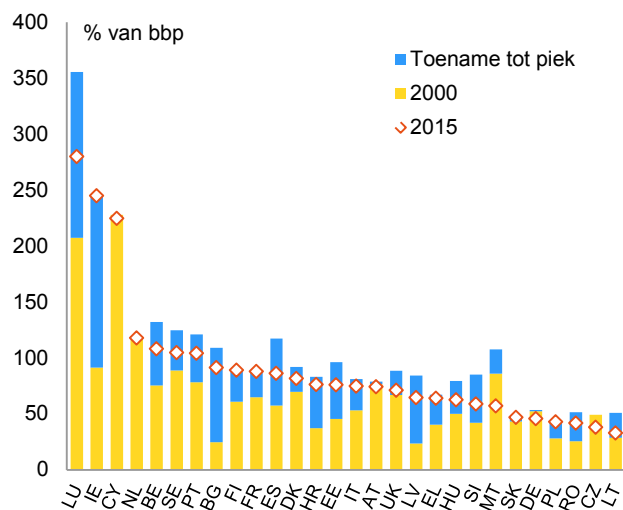
spelen. Denemarken, Nederland, Portugal en Zweden hebben de daaropvolgende hoogste scorebordindicatorwaarde. De factoren die aan de hoge schuldenlast van de particuliere sector ten grondslag liggen, verschillen sterk van land tot land. In België, Cyprus, Finland, Ierland, Luxemburg, Nederland, Portugal en Zweden hebben zowel huishoudens als niet-financiële vennootschappen (NFV's) schuld niveaus die boven het EU-gemiddelde liggen als gevolg van een groot aantal factoren, waaronder gemakkelijke kredietverstrekking in de periode vóór de crisis voor vastgoedtransacties (grafieken 8a en 8b). In Denemarken en het Verenigd Koninkrijk spruit de hoge schuldenlast voornamelijk voort uit de hoge schuldendienst van de huishoudens. In Frankrijk en Spanje zijn de hoge particuliere schuld niveaus zowel aan huishoudens als aan niet-financiële vennootschappen toe te schrijven, aangezien de schuld niveaus van geen van beide sectoren sterk afwijken van het EU-gemiddelde. De variatie in de omvang van de particuliere schulden tussen landen weerspiegelt in grote mate ook verschillen in financiële ontwikkeling, zoals duidelijk blijkt uit de grote verschillen in de volumes financiële activa in het bezit van de particuliere sector, en met name de huishoudens. Grote volumes huishoudelijke activa zijn met name te vinden in België, Denemarken, Italië, Malta, Nederland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk. Een hoge schuldenlast van de particuliere sector brengt een aantal zwakke punten aan het licht, met name in een context van lage groei en lage inflatie, die de schuldafbouw bemoeilijkt. Deze schuld vergroot met name de impact die mogelijke schokken kunnen hebben op huishoudens en/of niet-financiële vennootschappen, met een mogelijke weerslag voor de banksector. De risico's zijn nog groter in die landen (waaronder Hongarije, Kroatië, Polen en Roemenië) waar de binnenlandse schulden voor een groot deel in vreemde valuta luiden.

Grafiek 8a: Geconsolideerde schuld van de huishoudens



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

Grafiek 8b: Geconsolideerde schuld van niet-financiële vennootschappen



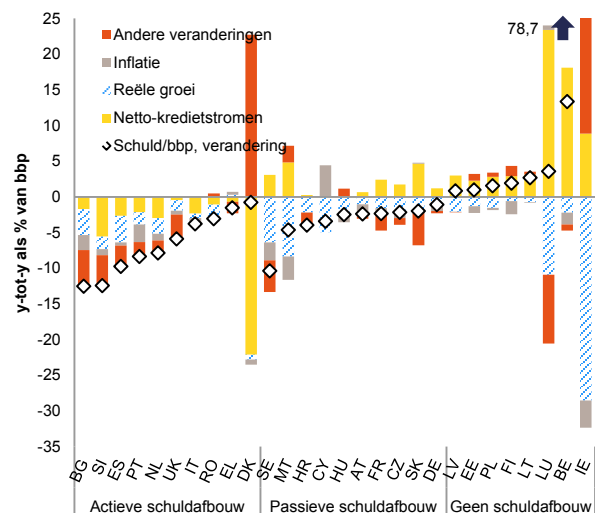
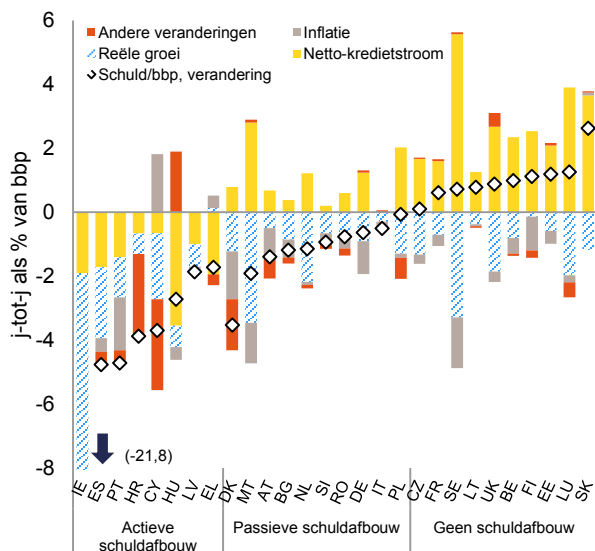
Bron: Eurostat, berekeningen van de diensten van de Commissie.

De schuldafbouw is aan de gang maar verloopt traag en ongelijkmatig. Onder huishoudens gaat in tal van landen de actieve of passieve schuldafbouw – d.w.z. een vermindering van de schuldquotes die ten minste voor een deel te danken is aan negatieve netto-kredietstromen of een daling van de schuldquotes door een stijging van het bbp, maar met positieve netto-kredietstromen – in veel landen – verder, weliswaar in een verschillend tempo en met belangrijke uitzonderingen. Volgens de jongste ontwikkelingen zijn de huishoudens in Cyprus, Griekenland, Hongarije, Ierland, Kroatië, Letland, Portugal en Spanje actief hun schulden aan het afbouwen en hun financieringsbehoeften aan het verminderen (grafiek 9a)¹³. In Denemarken en Nederland gaat de schuldafbouw ook verder maar dan in een passieve vorm (via de groei van het nominale bbp). In het laatste geval zijn de netto-kredietstromen licht positief geworden na twee jaar krimp. De schuldquotes blijven daarentegen toenemen van reeds hoge niveaus in Zweden en het Verenigd Koninkrijk, waar de netto-kredietstromen naar huishoudens positief zijn als gevolg van een aanhoudende, sterke huizenprijzendynamiek. Met de schuldafbouw is anderzijds verdere vooruitgang geboekt in een aantal landen waar de schuldenlast minder hoog is (grafiek 10a). Dit is het geval in Duitsland, Italië, Oostenrijk, Slovenië en een aantal lidstaten buiten de eurozone. Uit de meest recente ontwikkelingen blijkt ook dat niet-financiële vennootschappen in een aantal landen, waaronder Bulgarije, Denemarken, Italië, Nederland, Portugal, Slovenië, Spanje en het Verenigd Koninkrijk, op actieve wijze met schuldafbouw bezig zijn (grafiek 9b). In andere landen, voornamelijk Duitsland en Oostenrijk, hebben niet-financiële vennootschappen niet af te rekenen met problemen ten gevolge van hun schuldenlast, maar gaat de schuldafbouw door, onder meer ten gevolge van lage investeringen en kredietgroei. Daarentegen verhogen niet-financiële sectoren met een hoge schuldenlast in een aantal landen nog steeds hun hefboomwerking, in sommige gevallen ook als gevolg van positieve kredietstromen. Dit is vooral het geval in België, Finland en Ierland (hoewel er in dat laatste geval bijzondere factoren spelen die verband houden met de activiteiten van multinationale ondernemingen).

Grafiek 9 a: Aandrijvers van schuldafbouw van huishoudens (2016 Q1)

Grafiek 9b: Aandrijvers van schuldafbouw van niet-financiële vennootschappen (2016 Q1)

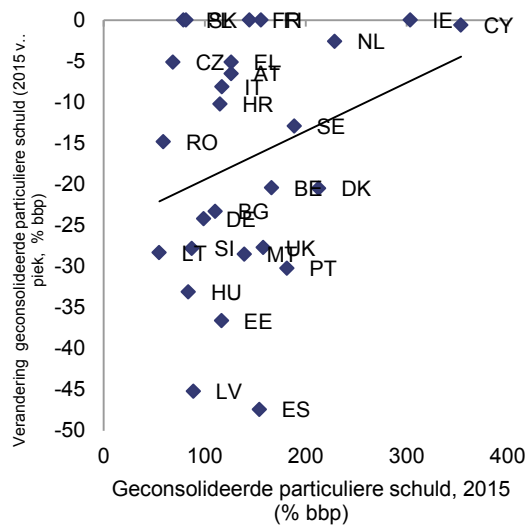
¹³ De tekst heeft betrekking op de ontwikkelingen tot en met Q1 2016, welke enigszins kunnen verschillen van wat is voorgesteld op basis van de scorebordindicatoren die betrekking hebben op 2015.



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. Schuldverlaging kan worden bereikt door verschillende combinaties van schuldaflissing, economische groei en andere wijzigingen in de uitstaande schuld. Actieve schuldafbouw heeft betrekking op de netto-aflossing van de schuld (negatieve netto-kredietstromen), wat gewoonlijk leidt tot een nominale daling van de balans van de sector en, ceteris paribus, tot negatieve gevolgen voor de economische activiteit en de activamarkten. Passieve schuldafbouw daarentegen bestaat uit positieve netto-kredietstromen. Deze worden tenietgedaan door een hogere nominale bbp-groei die de schuldquote geleidelijk doet dalen.

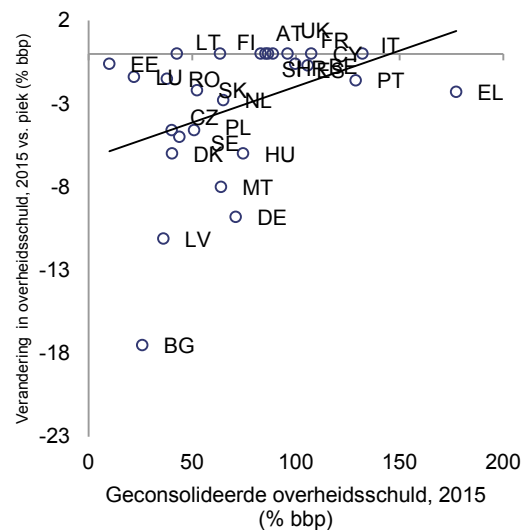
Grafiek 10a: Evolutie van de schuldquote van de particuliere sector (2015 tegenover piek) en particuliere schuld (2015)



Bron: Eurostat.

Noot: Luxemburg is uitgesloten van de grafiek omdat bijzondere factoren in verband met de aanwezigheid van multinationale ondernemingen van invloed zijn op de daling met 59,2 procentpunten van de schuldquote van de particuliere sector tussen de piekwaarde en 2015.

Grafiek 10b: Evolutie van de schuldquote van de overheid (2015 tegenover piek) en overheidsschuld (2015)



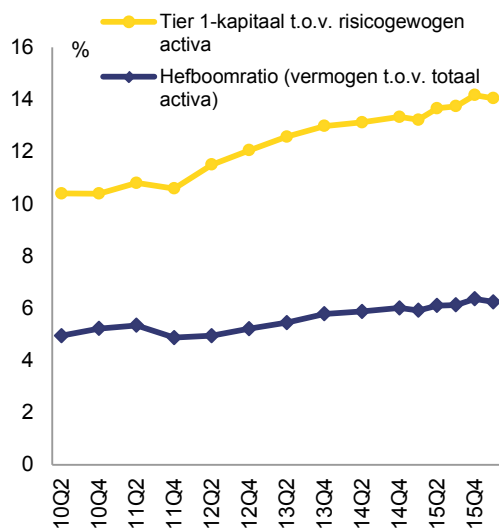
Bron: Eurostat.

Noot: Ierland is uitgesloten van de grafiek omdat bijzondere factoren in verband met een grote herziening van het bbp, die voornamelijk toe te schrijven is aan de aanwezigheid van multinationale ondernemingen, van invloed zijn op de daling met 40,9 procentpunten van de overheidsschuldquote tussen de piekwaarde en 2015 (78,6 % van het bbp).

De banken hebben hun kapitaalratio's versterkt en hun veerkracht is in het algemeen verbeterd, maar er zijn nog steeds problemen. De invoering van nieuwe prudentiële vereisten en de schuldafbouw in de banksector hebben bijgedragen tot de verhoging van de kapitaalratio's van de banken in de eurozone tot 14,2 % (tier 1-kernkapitaal ten opzichte van risicogewogen activa) aan het einde van 2015, komende van 10,4 % aan het einde van 2011 (grafiek 11a). De algemene verbetering van de kapitaalposities van banken zorgt voor een grotere veerkracht en vormde de basis voor het recente herstel van het krediet tegen een achtergrond van aantrekkende productiegroei in de meeste lidstaten. Desalniettemin blijft de kapitalisatie verschillen van lidstaat tot lidstaat, met ratio's (tier 1) van meer dan 17 % in 10 landen (waaronder Bulgarije, Luxemburg, Roemenië, Slovenië en Zweden), maar van minder dan 13 % in 6 landen, waaronder Italië, Portugal en Spanje (grafiek 11b). De groei van de kredietverlening aan de particuliere sector was positief in 17 lidstaten in 2015 (en alleen in Luxemburg boven de drempelwaarde), tegenover 16 in 2014, hetgeen kan wijzen op een prille verbetering van de toegang tot financiering, die bevestigd wordt door de resultaten van het onderzoek. De passiva van de financiële sector beginnen geleidelijk opnieuw te stijgen op jaarbasis, maar de stijging is beperkt in de meeste lidstaten en blijft onder de drempelwaarden. De moeilijkheden van de banksector houden meestal verband met de rentabiliteitsvooruitzichten (grafiek 11c), naast de oninbare leningen in een aantal landen (grafiek 11d). Ingehouden winsten zijn het belangrijkste instrument om het bankkapitaal te verhogen, maar de winstgevendheid blijft laag in de meeste lidstaten en de opbouw van

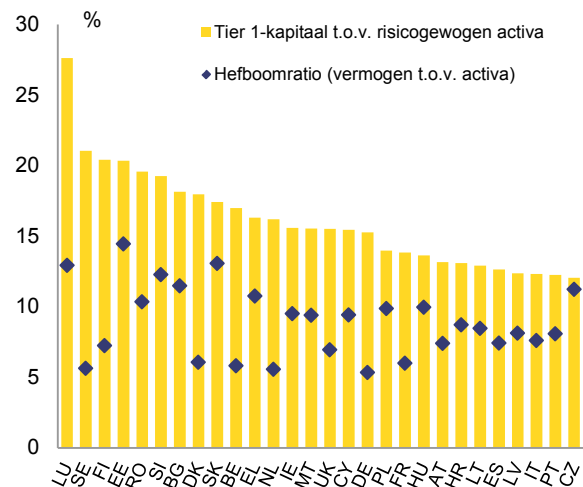
laagrenderende activa in een klimaat van lage rente en het voortbestaan van verouderde zakenmodellen zullen de winstgevendheid naar verwachting verder aantasten. Lage rentabiliteit heeft op haar beurt gevolgen voor de waardering van aandelenkapitaal en tast het vermogen van de banken aan om nieuw kapitaal op de markt op te halen, waardoor de ruimte voor expansie van de kredietverlening beperkt blijft. Voorts zijn er nog problemen uit het verleden in de vorm van de grote hoeveelheden problemleningen die op de bankbalansen blijven wegen. Een aantal landen (Bulgarije, Cyprus, Griekenland, Hongarije, Ierland, Italië, Kroatië, Portugal, Roemenië en Slovenië) tekenen hoge systeembrede gemiddelden op maar banken met hoge ratio's oninbare leningen zijn ook te vinden in andere lidstaten. In Italië en Portugal gaan hoge niveaus van oninbare leningen samen met lage kapitalisatieratio's. De sanering van de balansen is momenteel aan de gang maar de vooruitgang blijft wisselend en de wijze waarop voorzieningen voor verliezen op leningen worden aangepakt, verschillen van land tot land.

Grafiek 11a: Kapitaalratio's in de eurozone



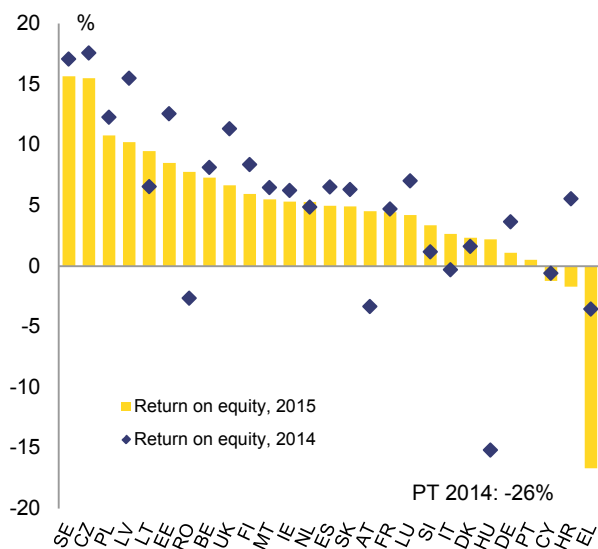
Bron: Europese Centrale Bank.

Grafiek 11b: Kapitaalratio's in de lidstaten, 2015Q4



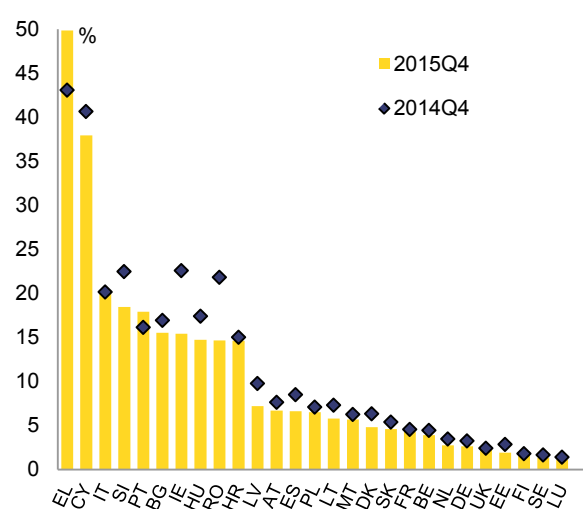
Bron: Europese Centrale Bank.

Grafiek 11c: Rendement op eigen vermogen van banken



Bronnen: Europese Centrale Bank en Internationaal Monetair Fonds, berekeningen van de Europese Commissie.

Grafiek 11d: Oninbare leningen, percentage van de totale hoeveelheid leningen en voorschotten

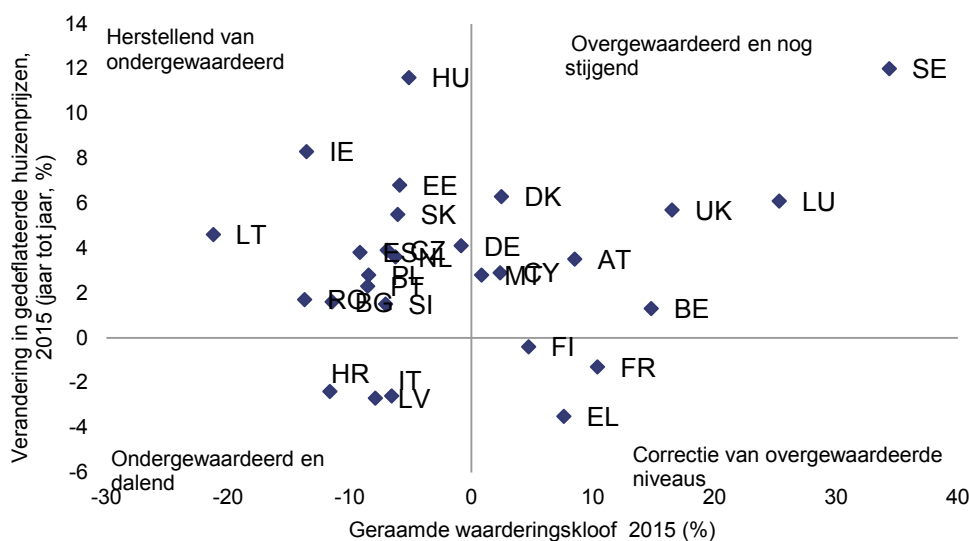


Bron: Europese Centrale Bank.

De reële huizenprijzen zijn in 2015 in de meeste lidstaten gestegen. De scorebordindicator toont prijsstijgingen in 22 lidstaten, met waarden die hoger liggen dan de drempel in Denemarken, Estland, Hongarije, Ierland, Luxemburg en Zweden. In Italië, Kroatië en

Letland zijn de huizenprijzen gedaald van niveaus die reeds ondergewaardeerd werden geacht, waardoor de negatieve waarderingskloof nog breder is geworden (grafiek 12). Bescheiden dalingen van de reële huizenprijzen in Finland, Frankrijk en Griekenland hebben er daarentegen toe geleid dat de aanhoudende overwaardering verder afneemt. In een aantal andere lidstaten heeft de reële stijging van de huizenprijzen in 2015 de reeds overgewaardeerde huizenmarkt verder onder druk gezet. Spanningen zijn met name zichtbaar in Zweden, waar de stijging van de reële huizenprijzen in 2015 bovenop een aanzienlijke overwaarderingskloof is gekomen. Daarnaast zijn de verdere prijsstijgingen aangewakkerd door toenemende netto-kredietverlening aan huishoudens die bovenop de reeds hoge schuld niveaus komt. Denemarken, Luxemburg en het Verenigd Koninkrijk zijn drie andere landen waar in 2015 aanzienlijke prijsverhogingen plaatsvonden, bovenop de overwaarderingskloven. In alle drie gevallen werden deze ook gevoed door een toename van de netto-kredietstromen aan huishoudens. Deze gevallen vereisen dan ook een zorgvuldige monitoring van de toekomstige ontwikkelingen. In Estland, Hongarije, Ierland en Slowakije zijn de prijzen zich aan het herstellen van ondergewaardeerde niveaus, terwijl de prijsstijgingen elders gematigd zijn en bovenop een beperkte overwaarderingskloof komen of bijdragen tot het dichten van een onderwaarderingskloof.

Grafiek 12: Waarderingsniveaus van huizenprijzen en wijzigingen in 2015



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

Noot: De overwaarderingskloof wordt geraamd als gemiddelde van de waarderingskloof voor prijs/inkomen, prijs/huur en fundamenteel model.

De overheidsschuldquote is in 2015 enigszins afgenomen in veel lidstaten, maar over het algemeen niet in de landen met de zwaarste schuldenlast. De scorebordwaarden overschreden in 2015 de drempel in 17 lidstaten. Voor 10 daarvan, waaronder Cyprus, Frankrijk, Ierland, Spanje en Portugal, ging dit samen met een schuldenlast van de particuliere sector die ook boven de drempelwaarde lag, hetgeen in de hele economie de druk verhoogde om schulden af te bouwen. Het overheersende klimaat van lage groei en lage inflatie is nog steeds niet bevorderlijk voor een robuuste daling van de overheidsschuldquoten ondanks de

inspanningen van de lidstaten om de begrotingstekorten (die in 2015 structureel afgenomen zijn in 21 landen) terug te dringen en primaire overschotten te boeken (hetgeen werd bereikt in 19 landen). De daling van de overheidsschuldquote vindt voornamelijk plaats in lidstaten met een lagere schuldenlast (grafiek 10b), en de meest volgehouden dalingen doen zich voor in Denemarken, Duitsland, Letland, Malta en Nederland. Daarentegen is in geen enkel van de lidstaten met de hoogste overheidsschuldquote (België, Cyprus, Frankrijk, Griekenland, Italië, Kroatië, Portugal en Spanje) een aanvang genomen met een duurzame vermindering van de schuldquote. Van de landen met hoge schulden is Ierland het enige dat een solide en duurzame vermindering van de overheidsschuld heeft ingezet onder impuls van een krachtige reële en nominale bbp-groei. Hoewel de tendens door recente opwaartse bijstellingen van het bbp is versterkt, met de activiteiten van multinationals, blijft de onderliggende trend gehandhaafd.

Vak 3: Werkgelegenheid en sociale ontwikkelingen

De arbeidsmarktsituatie is in 2015 en de eerste helft van 2016 verder verbeterd. De jaarlijkse groei van de werkgelegenheid in de eurozone en de EU in haar geheel bedroeg in bijna heel het jaar 2015 ongeveer 1 % en steeg tot ongeveer 1,6 % in de eerste helft van 2016. De werkgelegenheidsgroei in de eurozone heeft die van de landen buiten de eurozone ingehaald, na een periode van achterstand tussen 2012 en 2015. Tegelijkertijd zijn de werkloosheidscijfers verder afgenomen in 2015 en de eerste helft van 2016. De onderlinge verschillen in werkloosheidscijfers in de EU zijn verminderd, komende van hoge niveaus, maar blijven hoog in verschillende landen, met name Griekenland en Spanje, waar de werkloosheid ongeveer 20 % van de beroepsbevolking treft, en in Cyprus, Italië, Kroatië en Portugal, waar de werkloosheid nog steeds hoger is dan 10 %. De scorebordwaarden voor het driejaarlijkse gemiddelde werkloosheidscijfer liggen in 2015 boven de drempel voor al deze landen, naast Bulgarije, Frankrijk, Ierland, Letland, Litouwen en Slowakije. In het tweede kwartaal van 2016 blijft de werkloosheid nog steeds 1,5 procentpunt hoger in de eurozone dan in de EU in haar geheel, hetgeen weergeeft in welke aanzienlijke mate in een aantal landen van de eurozone nog aanpassingen noodzakelijk zijn. Hoewel de werkgelegenheidsgroei en de daling van de werkloosheid zich relatief sterk hebben doorgezet gelet op de tot dusver slechts bescheiden stijging van de productiegroei in de afgelopen jaren, valt verder nog te bezien of het mogelijk is te komen tot een duurzame verbetering van de arbeidsmarkt met een beperkt herstel.

De arbeidsparticipatie in bijna alle lidstaten toegenomen. De arbeidsparticipatie (20-64 jaar) bereikte in 2015 70 % voor de EU in haar geheel en bleef stijgen tot 71 % in het tweede kwartaal van 2016, waarbij de piek van ruim 70 % van 2008 voor het eerst werd overschreden. De participatiegraad (15-64 jaar) steeg bijna overal, maar nam af in Cyprus, en kromp in beperkte mate in België en Duitsland. De participatiegraad in de EU en de eurozone bedroeg in 2015 respectievelijk 72,5 % en 72,4 %, respectievelijk ongeveer 3 en 2 procentpunten boven het niveau van vóór de crisis. Dit kan wijzen op nieuwe deelname aan de arbeidsmarkt tijdens de crisis om bij te dragen aan het gezinsinkomen in een situatie van toenemende onzekerheid over banen en arbeidsinkomen, en op een hogere arbeidsparticipatie van oudere werknemers en vrouwen.

Het aantal aanwervingen van werkzoekenden die langer dan 12 maanden werkloos zijn, is in 2015 beginnen te stijgen. De daling van de werkloosheidscijfers die aan het begin van het herstel werd waargenomen, had daarentegen grotendeels te maken met dalingen in het werkbeëindigingspercentage. De langdurige werkloosheid is in 2015 bijgevolg afgenomen in het grootste deel van de EU maar blijft nog steeds hoog. Acht landen tekenden cijfers op die 0,5 procentpunt of meer hoger lagen dan drie jaar geleden. De grootste aantallen werden waargenomen in Griekenland, Kroatië en Spanje, waar meer dan 10 % van de beroepsbevolking al meer dan een jaar zonder baan zit.

De jongerenwerkloosheid valt terug. De jeugdwerkloosheid is gedaald in alle lidstaten, behalve in

Finland en in mindere mate Frankrijk, Malta en Oostenrijk. De werkloosheid bij jongeren is veel sneller gedaald dan de totale werkloosheid, wat duidt op een hogere conjuncturele reactie en een onbenut arbeidspotentieel in landen met een hoge werkloosheid. De waarden overschrijden de scoreborddrempel van verandering over drie jaar in België, Cyprus, Finland en Italië. In 2015 kon ook meestal een daling worden opgetekend van het aantal jongeren die niet werken en geen onderwijs of opleiding volgen, maar deze daling gold minder voor de jeugdwerkloosheidscijfers, die in twee derde van de EU-lidstaten in feite nog steeds in dubbele cijfers worden uitgedrukt.

Arbeidsmobiliteit en migratie hebben bijgedragen tot het beperken van onevenwichtigheden op de arbeidsmarkt. Over het geheel genomen blijft de omvang en het belang daarvan om de werkloosheid te ondervangen echter beperkt. In 2015 was de netto-instroom van werknemers het sterkst in landen met de laagste werkloosheid in 2014 (met name Duitsland, Luxemburg en Oostenrijk); in sommige gevallen waarin de hoogste netto-uitstroom werd opgetekend, verliep dit parallel met enkele van de grootste dalingen van de werkloosheid voor 2015 (bijvoorbeeld in Griekenland, Kroatië, Letland en Litouwen). Het schijnbare gebrek aan samenhang tussen de toenemende instroom in ontvangende EU-landen en de uitstroom in uitzendende landen in de EU kan zijn oorsprong vinden in het toenemende belang van migratie uit landen buiten de EU, waaronder vluchtelingen uit landen van het Midden-Oosten.

De sociale situatie verbetert langzaam maar blijft moeilijk in een aantal lidstaten. Het aantal mensen voor wie armoede of sociale uitsluiting dreigt (AROE), is gedaald van 24,4 % in 2014 tot 23,7 % in 2015, met een afname in meer dan drie kwart van de lidstaten in 2015 in vergelijking met 2014 en in meer dan de helft van de landen in vergelijking met drie jaar geleden – de scorebordindicator van het waarschuwingsmechanismeverslag¹⁴ ¹⁵. De daling over de afgelopen drie jaar was het sterkst in Bulgarije, Hongarije, Letland en Roemenië, terwijl Cyprus, Griekenland, Nederland, Portugal en Spanje de grootste stijgingen optekenden. De percentages lopen sterk uiteen van ongeveer 40 % in Bulgarije en Roemenië tot minder dan 20 % in Frankrijk, Nederland, Tsjechië en de Noordse landen. In vergelijking met de jaren vóór de crisis zijn deze risico's geweken voor verschillende landen in Midden- en Oost-Europa (met name Polen en Roemenië) en toegenomen vóór het merendeel van de resterende landen (in het bijzonder voor Cyprus, Griekenland en Spanje). De aanslepende sociale situatie van kwetsbaarheid kan uiteenlopende negatieve gevolgen hebben voor de potentiële bbp-groei en kan de macro-economische onevenwichtigheden nog versterken.

De trends met betrekking tot het risico op armoede of sociale uitsluiting zijn het gevolg van uiteenlopende factoren. In de eerste plaats is het aantal mensen die risico lopen op armoede (financiële armoede), de laatste jaren in de meeste lidstaten toegenomen, zowel wat de driejarige verandering als wat de verandering van jaar tot jaar betreft. Ten tweede is de ernstige materiële deprivatie in veel lidstaten afgenomen over de periode van drie jaar. In de armste lidstaten is een uitgesproken neergang in ernstige materiële deprivatie, een absolute maatstaf voor armoede, waarneembaar, hetgeen weergeeft dat deze landen hun achterstand ten opzichte van hogere inkomensniveaus aan het inhalen zijn. Een toename van ernstige materiële deprivatie is waargenomen in landen met een hoger bbp per hoofd die sterk door de crisis zijn getroffen, met name Griekenland,

¹⁴ Deze indicator komt overeen met de som van de volgende categorieën personen: personen met armoederisico (na sociale overdrachten), ook wel financiële armoede genoemd; of die ernstige materiële deprivatie kennen; of personen die deel uitmaken van een huishouden met zeer lage arbeidsintensiteit. Personen worden maar eenmaal meegeteld, ook al vallen zij onder meerdere subindicatoren. Personen voor wie armoede dreigt, hebben een equivalent besteedbaar inkomen onder 60 % van het nationaal mediaan equivalent besteedbaar inkomen. 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. 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. Er zijn geen gegevens voor 2015 beschikbaar voor Ierland, Italië, Kroatië en Luxemburg.

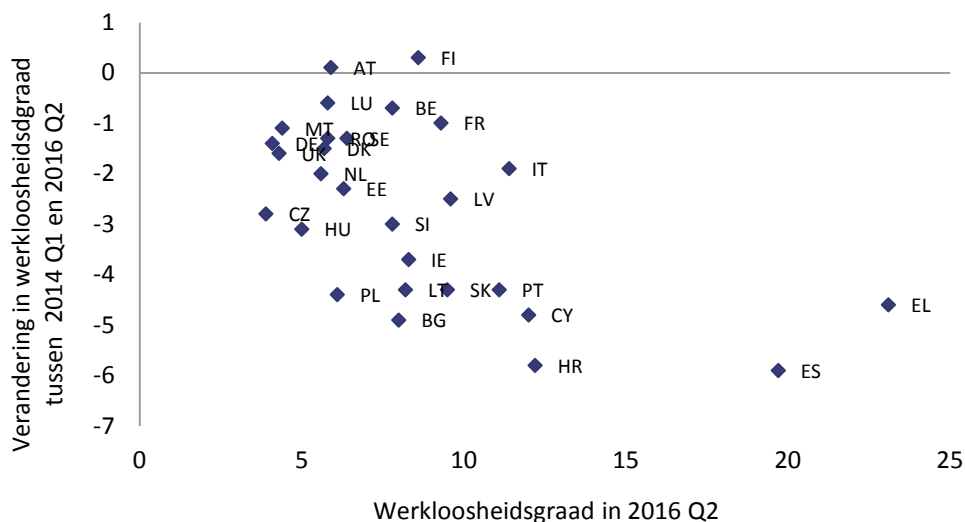
¹⁵ Er zijn breuken in de gegevensreeksen voor Bulgarije, Estland en Roemenië.

Italië en Spanje. Terwijl er zich recent een daling of stabilisering heeft voorgedaan in het aantal mensen (onder 60 jaar) in huishoudens met een zeer lage arbeidsintensiteit, blijkt uit de driejarige verandering ten slotte dat in de meeste landen nog steeds sprake is van een stijging of in het beste geval een stabilisering in vergelijking met 2012.

De inkomensongelijkheid is in de meeste EU-lidstaten toegenomen tijdens de crisisperiode¹⁶. De inkomensongelijkheid stabiliseerde of daalde echter in 2015 in een groot aantal lidstaten. Landen als Litouwen en Roemenië hebben echter de sterkste stijgingen in inkomensongelijkheid te zien gegeven ten opzichte van situaties die al slechter waren dan gemiddeld.

¹⁶ Ongelijkheid, zoals gemeten door de S80/S20-inkomenskwintielverhouding en de Gini-coëfficiënt van equivalent besteedbaar inkomen. De eerste vergelijkt het inkomen van degenen die zich aan het eind van het bovenste kwintiel bevinden, met dat van de personen die zich aan de bovenkant van het onderste kwintiel van de inkomensverdeling bevinden. De laatste wordt gedefinieerd als de verhouding tussen de gecumuleerde aandelen van de bevolking gerangschikt naargelang van hun equivalente besteedbare inkomensniveau en het cumulatieve aandeel van equivalente totale beschikbare inkomen dat zij ontvangen: het wordt gemeten tussen 0, waarbij het inkomen gelijk is verdeeld over de gehele bevolking, en 1, waarbij het hele inkomen van het land door een enkele persoon wordt verworven. De gegevens vertonen enigszins verschillende trajecten voor de twee maatregelen: de S80/S20 is de afgelopen jaren minder vaak gedaald dan de Gini-index, maar de S80/S20 is ook minder gestegen tijdens de crisis.

Grafiek 13: Ontwikkeling van de werkloosheid (20-64 jaar oud) 2014Q1 en 2016Q2



Bron: Eurostat.

Over het algemeen bekeken vertonen de meeste 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 en/of stromen*. 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 banksector – en de scherpste omkeringen van hun positie op de lopende rekening. In een aantal gevallen (Cyprus, Kroatië, 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 werkloosheid, lage inflatie en lage groei van het reële bbp. In Bulgarije, Ierland, Slovenië en Spanje is ook sprake van meervoudige en onderling verbonden zwakke punten, maar bij de aanpak daarvan is meer en snellere vooruitgang geboekt dan in de bovengenoemde 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

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 overeenstemmen met 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 schuldniveaus in vergelijking niet hoog zijn. De grote en aanhoudende overschotten kunnen leiden tot gemiste groeikansen en groeiende crediteurrisico's. Voorts hebben de tekorten in de totale vraag consequenties voor de rest van de eurozone in een context van lage groei en lage inflatie.
- In sommige lidstaten wijzen *ontwikkelingen op het gebied van prijs- of kostenvariabelen op potentiële tekenen van oververhitting*. In Zweden maar ook in Denemarken, Luxemburg en het Verenigd Koninkrijk heeft de prijsdruk vooral betrekking op de woningsector in combinatie met hoge schuldniveaus van de huishoudens. In Bulgarije, Estland, Letland en Litouwen blijven de arbeidskosten per eenheid product stijgen tegen een vrij hoog tempo.
- In sommige lidstaten zijn de kwetsbaarheden en mogelijk onhoudbare trends vooral geconcentreerd in een *bepaalde sector van de economie*. In Nederland blijven de kwetsbaarheden bestaan die betrekking hebben op de schuldenlast van huishoudens en de woningmarkt, in combinatie met het grote overschot op de lopende rekening. In Finland houden de kwetsbaarheden hoofdzakelijk verband met het concurrentievermogen als gevolg van een structurele verschuiving in de economie.

In totaal zijn diepgaande evaluaties gerechtvaardigd voor 13 landen¹⁷. Al deze landen werden onderworpen aan een diepgaande evaluatie in de vorige cyclus, waarin evaluaties werden opgemaakt voor een totaal van 19 landen. Hoewel de vermindering van het aantal diepgaande evaluaties de recente vooruitgang weergeeft die gemaakt is bij de aanpak van onevenwichtigheden, blijven zelfs in landen waarvoor diepgaande evaluaties in dit stadium niet gerechtvaardigd zijn, kwetsbaarheden bestaan en, zoals aangegeven in punt 3, zullen de ontwikkelingen verder worden gevolgd. Ten opzichte van het waarschuwingsmechanismeverslag 2016 is de opvallendste vooruitgang geboekt bij het aanpakken van externe onevenwichtigheden door netto-debiteurlanden, en zijn de arbeidsmarkten in het algemeen verder verbeterd. De aanpassingen in de interne en externe stock-onevenwichtigheden verlopen echter slechts langzaam en blijven een bron van risico's en kwetsbaarheden in veel lidstaten, die bovendien wegen op de investeringsmogelijkheden en het economisch herstel. Anderzijds moet de inzetende opbouw van de prijzendruk in sommige landen nauwlettend in het oog worden gehouden.

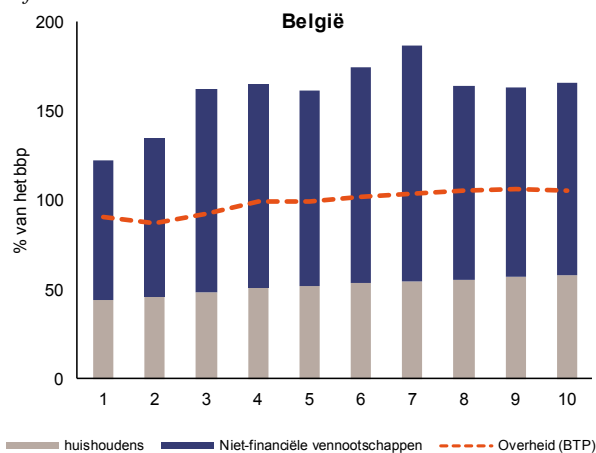
¹⁷ De betrokken lidstaten zijn Bulgarije, Cyprus, Duitsland, Finland, Frankrijk, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Slovenië, Spanje en Zweden.

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

België: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in België *geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd*. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de verandering in het exportmarktaandeel en in de schuldpositie, zowel van de particuliere als van de overheidssector, alsmede de verandering in de langdurige en de jeugdwerkloosheid.

De externe houdbaarheid wordt geschaagd door de evenwichtige lopende rekening en de zeer gunstige internationale netto-investeringspositie. De cumulatieve verliezen aan exportmarktaandeel blijven groot maar zijn de laatste jaren omgeslagen, al was er in 2015 sprake van een verlies. Verwacht wordt dat deze tendens zich zal voortzetten, in combinatie met een aanzienlijke vertraging van de toename van de loonkosten per eenheid product. De particuliere schuld blijft vrij hoog, met name bij niet-financiële vennootschappen, al worden de schuldcijfers opgedreven door de wijdverbreide kredietverlening binnen groepen. 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, maar er heeft geen correctie plaatsgevonden van de snelle stijging die zich vóór 2008 heeft voorgedaan. De overheidsschuld is stabiel maar bevindt zich op een hoog niveau en blijft een belangrijke uitdaging vormen voor de langetermijnhoudbaarheid van de overheidsfinanciën. Recente gegevens laten vermoeden dat de stijging van de langdurige werkloosheid van conjuncturele aard is, terwijl de hoge en aanhoudende jeugdwerkloosheid een structureler karakter heeft. Het aantal personen dat deel uitmaakt van een huishouden met een zeer lage arbeidsintensiteit, behoort tot de hoogste van alle lidstaten, wat tekenend is voor de toenemende polarisatie op de Belgische arbeidsmarkt.

Grafiek A1: Schuld in economische sectoren



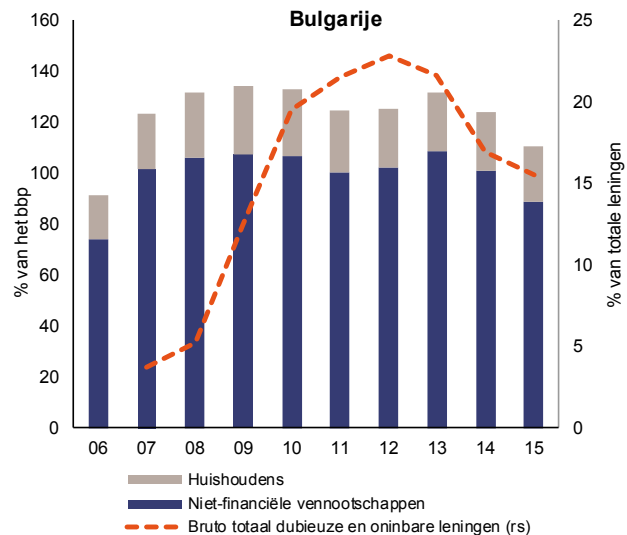
Bron: Eurostat

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met het concurrentievermogen, de schuldenlast van de overheid, de huizenprijzen en de werking van de arbeidsmarkt, al blijven de aan deze problemen verbonden risico's beperkt. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Bulgarije: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Bulgarije met *buitensporige macro-economische onevenwichtigheden* werd geconfronteerd als gevolg van aanhoudende kwetsbaarheden in de financiële sector en een hoge schuldenlast van het bedrijfsleven in een context van hoge werkloosheid. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de stijging van de nominale loonkosten per eenheid product en het werkloosheidspercentage.

De negatieve INIP blijft boven de drempelwaarde van het scorebord, maar is verder verbeterd tegen de achtergrond van een positieve lopende rekening. Het exportmarktaandeel is de voorbije vijf jaar gestegen, hoewel er in 2015 van verliezen sprake was. De toename van de loonkosten per eenheid product vertraagt gestaag, ook al blijft het driejaarsgemiddelde boven de indicatieve drempelwaarde. De schuldenlast van de particuliere sector blijft zorgwekkend, met name wat de niet-financiële vennootschappen betreft. Recente gegevens wijzen op een ordelijk maar langzaam schuldafbouwproces. In de financiële

Grafiek A2: *Particuliere schuld en oninbare leningen*



Bron: Eurostat en ECB

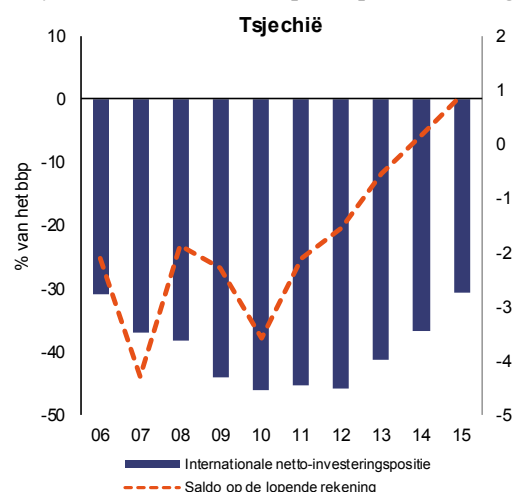
sector zijn nog steeds kwetsbaarheden aanwezig en het insolventiekader blijft zwakke punten vertonen. Het volume van de oninbare leningen is afgenomen maar blijft groot. De doorlichting van de kwaliteit van de activa en de stresstests in de banksector zijn afgerond en in de gehele sector is er geen grote behoefte aan extra kapitaal geconstateerd. Er zal niettemin tot een strikte uitvoering van de follow-upmaatregelen moeten worden overgegaan, onder meer via de aanbevelingen die de nationale bank van Bulgarije tot individuele banken heeft gericht. In het verzekeringsbedrijf en de sector van de pensioenfondsen zijn soortgelijke doorlichtingen aan de gang. De werkloosheid ligt hoger dan de indicatieve drempelwaarde, al laat zij een neerwaartse tendens zien als gevolg van de recente versnelling van de bbp-groei, terwijl de stijging van de langdurige werkloosheid niet meer boven de indicatieve drempelwaarde uitkomt. Aanhoudende structurele problemen op de arbeidsmarkt, zoals een lage participatiegraad en het probleem dat het aanbod van en de vraag naar vaardigheden en kwalificaties niet op elkaar aansluiten, blijven een punt van zorg.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met externe en interne kwetsbaarheden, onder meer in de financiële sector. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling in maart van een buitensporige onevenwichtigheid, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

Tsjechië: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Tsjechië *geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd*. In het geactualiseerde scorebord liggen er geen indicatoren boven hun indicatieve drempelwaarde.

Het saldo op de lopende rekening is de afgelopen jaren aanzienlijk verbeterd. In 2015 is het driejaarsgemiddelde zelfs positief geworden. De internationale netto-investeringspositie is geleidelijk teruggelopen en is in 2015 onder de drempelwaarde uitgekomen, ten dele als gevolg van de voortdurende accumulatie van in vreemde valuta luidende activa door de Tsjechische nationale bank in het kader van de

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



Bron: Eurostat

geldende bodemwisselkoers ten opzichte van de euro. De aan de externe positie verbonden risico's blijven algemeen genomen beperkt omdat een groot deel van de buitenlandse verplichtingen de vorm van buitenlandse directe investeringen aanneemt en de externe nettoschuld derhalve zeer laag is. In 2015 hebben zich verdere verbeteringen van het concurrentievermogen voorgedaan, met een lichte toename van het exportmarktaandeel en een geringe daling van de nominale loonkosten per eenheid product. Een aantrekkende loonstijging en een mogelijke toename van de wisselkoers als gevolg van de afschaffing van de bodemwisselkoers kunnen deze recente verbeteringen deels ongedaan maken. De risico's van interne onevenwichtigheden lijken gering. Hoewel huishoudens meer vertrouwen hebben om zich op de woningmarkt te begeven, is de schuldenlast van de particuliere sector in 2015 iets gedaald en blijft zij onder de drempelwaarde. Ook is de stijging van de reële huizenprijzen in 2015 enigszins versneld. De banksector, die grotendeels in buitenlandse handen is, blijft stabiel, waarbij de totale verplichtingen van de financiële sector in 2015 slechts een geringe toename hebben laten zien. De overheidsschuld, die is teruggelopen en naar verwachting verder zal dalen, blijft onder de drempelwaarde. De werkloosheid is laag.

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

Denemarken: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Denemarken *geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd*. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het saldo op de lopende rekening, de verandering in het exportmarktaandeel, de reële huizenprijzen en de schulddispositie van de particuliere sector.

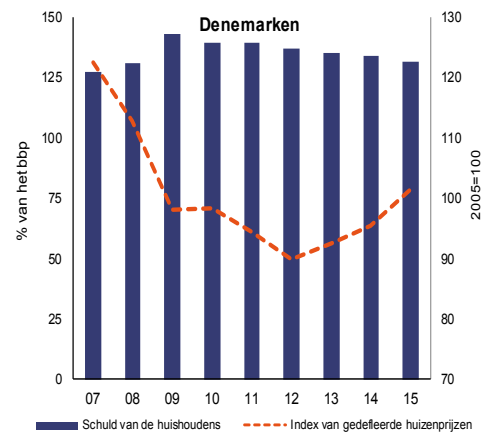
De lopende rekening blijft grote overschotten vertonen. Dit is het gevolg van aanzienlijke particuliere en overheidsbesparingen, hoge opbrengsten van investeringen in het buitenland en beperkte bedrijfsinvesteringen. De internationale netto-investeringspositie is positief en groot, hoewel zij in 2015 is verkleind wegens negatieve waarderingseffecten. Het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel is in 2015 teruggelopen - al heeft er zich op jaarbasis een verder verlies voorgedaan - en zal de komende jaren naar verwachting beperkt blijven. De recente relatieve zwakte van de uitvoer kan ten

dele ook worden toegeschreven aan de vermindering van de olie- en gaswinning en de neergang in de sector van het zeevervoer. De indicatoren van het kostenconcurrentievermogen zijn vrij stabiel gebleven. De schuld van de particuliere sector is in 2015 iets teruggelopen maar blijft zeer hoog. De relatief hoge schuld van de huishoudens is ook terug te voeren op een specifiek model voor de bankfinanciering van hypotheek en een geavanceerd pensioenstelsel. De schuldafbouw verloopt langzaam omdat er weinig stimulansen zijn om schulden af te lossen, maar veel om vermogen in de vorm van een woning op te bouwen. In 2015 zijn de reële huizenprijzen tegen de achtergrond van zeer lage rentetarieven sneller gestegen dan de drempelwaarde, een ontwikkeling die nauwlettend dient te worden gevolgd. De banksector is evenwel nog steeds solide en de ontwikkeling van de kredietverlening blijft binnen de perken. De genomen toezicht- en regelgevingsmaatregelen om de stabiliteit van de financiële sector te versterken en huishoudens minder sterk te stimuleren om schulden aan te gaan, beginnen geleidelijk effect te sorteren. De werkloosheid blijft laag.

Al met al duidt de economische interpretatie op mogelijke problemen in verband met de particuliere schuld en de woningsector, maar de risico's lijken nog steeds beperkt. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Duitsland: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Duitsland met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd. Het ging daarbij met name om risico's die uit overmatige besparingen en zwakke particuliere en overheidsinvesteringen voortvloeien. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening en de overheidsschuld.

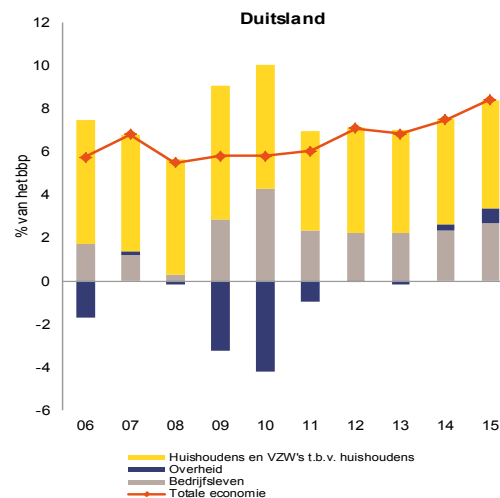
Grafiek A4: Schuld van de huishoudens en index van de huizenprijzen



Bron: Eurostat

In 2015 is het reeds zeer hoge overschot op de lopende rekening nog verder toegenomen onder impuls van een sterkere positieve ruilvoet als gevolg van lagere olieprijsen en een gunstige wisselkoers. Aangenomen wordt dat dit overschot de komende jaren groot zal blijven. De investeringen zullen naar verwachting beperkt blijven en de investeringsquote heeft zich sinds 2011 op vrijwel hetzelfde lage peil gestabiliseerd. De zeer grote internationale netto-investeringspositie is in snel tempo blijven groeien. De loonkosten per eenheid product zijn sterker gestegen dan gemiddeld in de eurozone het geval was, waardoor het negatieve verschil ten opzichte van de eurozone geleidelijk afneemt. De kredietstromen naar de particuliere sector zijn toegenomen, terwijl de schuldafbouw in de particuliere sector is voortgezet tegen de achtergrond van oplopende besparingen van bedrijven en huishoudens. De reële huizenprijzen lieten weliswaar een snellere stijging zien, maar de indicator is onder de drempelwaarde gebleven. De schuldquote van de overheid is verder gedaald. De financiële sector blijft onder druk staan als gevolg van de lage winstgevendheid. De robuustheid van de Duitse arbeidsmarkt komt tot uiting in zeer lage en dalende werkloosheidscijfers.

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



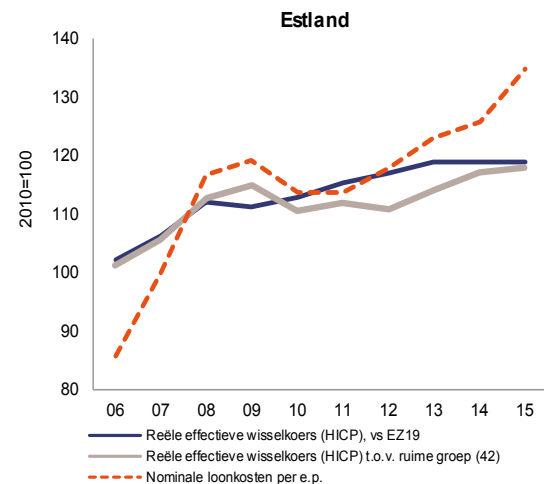
Bron: Commissiediensten.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met het zeer grote en oplopende externe overschot en de sterke afhankelijkheid van de externe vraag, die groeirisico's inhouden en onderstrepen dat een voortgezette heroriëntatie in de richting van binnenlandse groeibronnen geboden is. Derhalve 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.

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

De negatieve INIP blijft boven de drempelwaarde maar is wel verder verbeterd. Ruim de helft van de externe verplichtingen bestaat uit buitenlandse directe investeringen, wat de risico's beperkt. De lopende rekening laat sinds 2014 een overschot zien dankzij de sterke en stabiele uitvoer van diensten. Hoewel er nog steeds sprake is van een grote cumulatieve winst aan exportmarktaandeel, heeft er zich in 2015 een aanzienlijk verlies voorgedaan. De indicator van de reële effectieve wisselkoers ligt iets hoger dan de drempelwaarde maar zal naar verwachting afnemen. De toename van de nominale loonkosten per eenheid product weerspiegelt de voortdurende daling van de bevolking in de beroepsgeschikte leeftijd, die in een versnelling van de loonstijging resulteert. Bovendien hebben de daling van de olieprijs en de depreciatie van de roebel een rem gezet op de uitvoer van Estland, met inbegrip van die van zijn vrij grote olieschalie-industrie. De stijging van de reële huizenprijzen vertraagt naarmate het woningaanbod de vraag naar woningen bijbeent. De schuld van de particuliere sector ligt onder de drempelwaarde maar heeft haar dieptepunt bereikt nu de kredietverlening, en dan vooral die aan het bedrijfsleven, geleidelijk toeneemt. De overheidsschuld is daarentegen stabiel en de laagste in de gehele EU. Wat langdurige werkloosheid, jeugdwerkloosheid en ernstige materiële deprivatie betreft, zijn de cijfers verder verbeterd.

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

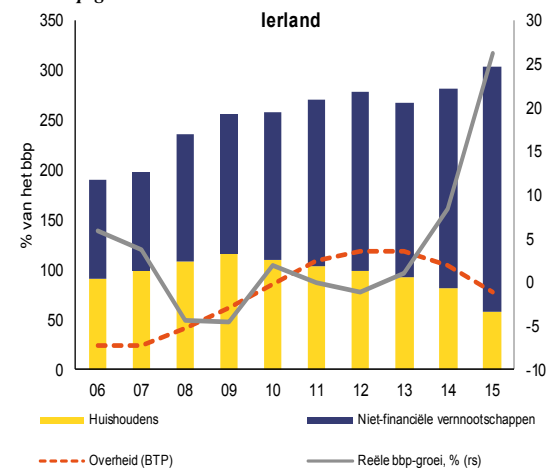


Bron: Eurostat, Commissiediensten

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met spanningen in de binnenlandse economie, maar de risico's blijven beperkt. Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Ierland: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Ierland met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd die verband hielden met omvangrijke externe verplichtingen en kwetsbaarheden die uit de particuliere en de overheidsschuld voortvloeiden. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de reële effectieve wisselkoers, de schuldpositie van de particuliere sector, de reële huizenprijzen, de overheidsschuld en de werkloosheid.

Grafiek A7: Schuld in economische sectoren en reële bbp-groei



Bron: Eurostat

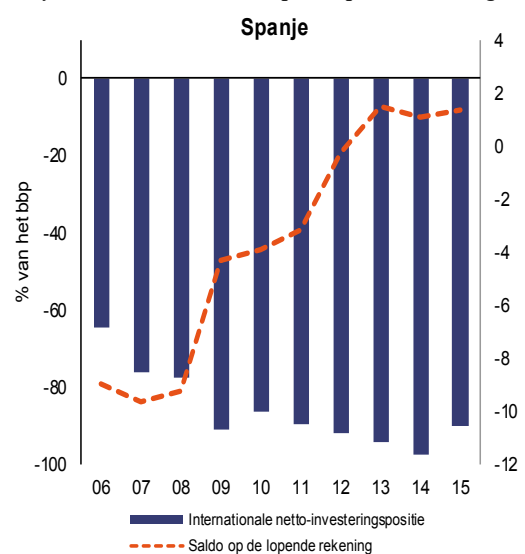
In 2015 is de INIP sterk verslechterd, ten dele als gevolg van sommige activiteiten van multinationale ondernemingen met beperkte gevolgen voor de binnenlandse economie. De afgelopen paar jaar heeft Ierland grote overschotten op de lopende rekening geboekt. Dit is tot op zekere hoogte het gevolg van een herbalancering van de economie en een verbetering van het concurrentievermogen onder impuls van een gunstige ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers. De onderliggende stand van de lopende rekening en externe positie valt echter moeilijk te beoordelen wegens de omvang en het effect van de activiteiten van multinationale ondernemingen. De particuliere schuldquote blijft hoog en de huishoudens hebben hun schulden actief verder afgebouwd, maar de situatie van de binnenlandse niet-financiële vennootschappen is moeilijker te interpreteren vanwege het grote aandeel van multinationale ondernemingen in de totale schuld van het bedrijfsleven. Het percentage oninbare leningen is hoog maar laat een neerwaartse tendens zien, waarbij de achterstanden bij langlopende hypothecaire leningen een punt van zorg vormen. Vooral onder invloed van een ontoereikend woningaanbod gaven de reële huizenprijzen een bescheiden stijging te zien, al was de situatie van regio tot regio sterk verschillend. De vastgoedprijzen liggen ver onder de piekniveaus, terwijl de huurprijzen deze thans overtreffen. De overheidsschuld vertoont een neerwaartse tendens en is ook in 2015 sterk gedaald als gevolg van de uitzonderlijke opwaartse niveauverschuiving van het bbp. De gemiddelde werkloosheid over drie jaar ligt dicht in de buurt van de drempelwaarde omdat deze verder is teruggelopen dankzij de sterke schepping van werkgelegenheid. Ook de langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid zijn scherp gedaald.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe houdbaarheid, de financiële sector en de schuldenlast van de particuliere en de overheidssector. Derhalve 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.

Spanje: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Spanje met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd. Het ging daarbij met name om risico's in verband met hoge externe en interne schulden van zowel de particuliere als de overheidssector in een context van hoge werkloosheid. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de schuldpositie van de particuliere sector, de overheidsschuld en de werkloosheid.

Het proces van externe herbalancering is voortgezet en de lopende rekening zal naar verwachting op middellange termijn een bescheiden overschot blijven vertonen. Deze aanpassing vertaalt zich echter slechts langzaam in

Grafiek A8: INIP en saldo op de lopende rekening



Bron: Eurostat

een vermindering van de externe verplichtingen van Spanje. De INIP laat sinds 2014 een verbetering zien, maar blijft zeer negatief en bestaat hoofdzakelijk uit schuld, waardoor het land wordt blootgesteld aan risico's die uit veranderingen in het marktsentiment voortvloeien. Bovendien zorgt de lage productiviteitsgroei ervoor dat de verbetering van het concurrentievermogen afhankelijk is van kostenvoordelen, wat ook een negatief effect sorteert op de arbeidsvoorwaarden en de sociale samenhang. De schuldafbouw in de particuliere sector is geheel 2015 voortgezet, mede onder impuls van een robuuste reële groei. De overheidsschuld is algemeen genomen stabiel gebleven, ondanks een aanzienlijk maar afnemend tekort. Hoewel de werkloosheid snel is gedaald, blijft zij zeer hoog, vooral onder jongeren, en zit een groot deel van de werklozen al meer dan een jaar zonder werk. De aantrekkende arbeidsmarkt komt pas langzaam tot uiting in een daling van de armoede, waarbij de armoede-indicatoren nog steeds tot de hoogste van de EU behoren.

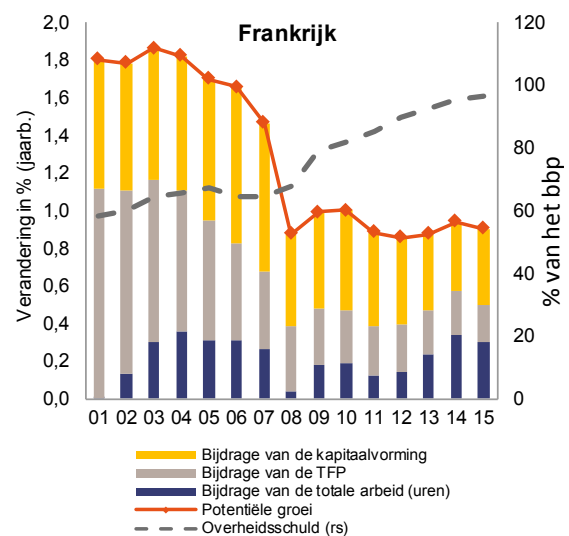
Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe houdbaarheid, de schuldenlast van de particuliere en de overheidssector, en de aanpassing van de arbeidsmarkt, tegen de achtergrond van een zwakke productiviteitsgroei. Derhalve acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in maart van onevenwichtigheden en de grensoverschrijdende relevantie ervan, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Frankrijk: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Frankrijk *met buitensporige macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd*. Het ging daarbij met name om een hoge en oplopende overheidsschuld in combinatie met een zwakke productiviteitsgroei en een verslechterd concurrentievermogen. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren nog steeds de indicatieve drempelwaarde, namelijk de overheidsschuld, de schuldpositie van de particuliere sector, de werkloosheid, alsmede de verandering in de langdurige werkloosheid.

De indicatoren voor de externe onevenwichtigheden en het

concurrentievermogen zijn in 2015 min of meer gestabiliseerd, wat tot uiting komt in een vrijwel in evenwicht zijnde lopende rekening, een vertraging van het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel, dat thans onder de drempelwaarde ligt, en een beperkte toename van de loonkosten per eenheid product. De zwakke groei van de arbeidsproductiviteit vormt echter een risicofactor voor de ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product. De hoge en alsmaar toenemende overheidsschuld blijft een belangrijke bron van kwetsbaarheid en zal de komende jaren naar verwachting blijven stijgen. De lage potentiële groei en de beperkte inflatie vergroten de risico's die aan de hoge overheidsschuld verbonden zijn doordat zij de schuldafbouw bemoeilijken. De schuldenlast van de particuliere sector overtreft de

Grafiek A9: **Potentiële groei en overheidsschuld**



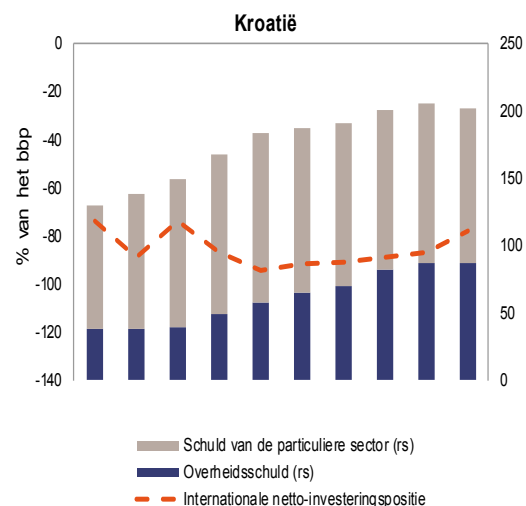
Bron: Commissiediensten

drempelwaarde maar de druk om de schulden af te bouwen, lijkt beperkt. Er voltrekt zich een langzame correctie van de reële huizenprijzen en de kredietverlening aan de particuliere sector is gestabiliseerd op een vrij bescheiden positief niveau. De werkloosheid is in 2015 verder opgelopen tegen de achtergrond van een lage groei. Ook de langdurige werkloosheid bleef stijgen.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen die hoofdzakelijk met interne onevenwichtigheden, en met name met de schuldenlast van de overheidssector, verband houden tegen de achtergrond van een lage productiviteitsgroei en een zwak concurrentievermogen. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling in maart van een buitensporige onevenwichtigheid, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

Kroatië: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Kroatië met buitensporige macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd. Het ging daarbij met name om risico's in verband met hoge openbare, zakelijke en externe schulden in een context van hoge werkloosheid. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de overheidsschuld en de werkloosheid.

Grafiek A10: INIP, particuliere schuld en overheidsschuld, % van het bbp



Bron: Eurostat

De INIP blijft sterk negatief maar is verbeterd, waarbij de lopende rekening in 2015 een alsmaar stijgend overschot te zien gaf. De jaarlijkse winst aan exportmarktaandeel hield aan, waarmee het in de jaren vóór de toetreding gecumuleerde verlies min of meer is weggewerkt. Zowel de overheidsschuld als de schuld van de particuliere sector, en met name van het bedrijfsleven, ligt hoog. Na vijf jaar lang een snelle stijging te hebben vertoond, heeft de overheidsschuld zich op een zeer hoog niveau gestabiliseerd en thans wordt ervan uitgegaan dat zij gedurende de prognoseperiode zal afnemen als percentage van het bbp. Ook de schuldenlast van de particuliere sector is beginnen te dalen en hoewel deze onder de drempelwaarde blijft, ligt zij nog steeds hoog ten opzichte van vergelijkbare landen. Bovendien luidt een groot deel van de binnenlandse schuld in euro, wat de uit de hoge externe verplichtingen voortvloeiende wisselkoersrisico's nog doet toenemen. Hoewel de financiële sector over voldoende kapitaal beschikt, blijft hij kampen met hoge percentages oninbare leningen. De versnelde afschrijving en afstoting van leningen heeft onlangs tot een daling van de problemleningen geleid, waarmee een versoepeling van de kredietvoorwaarden is ingeluid. Ook de hoge werkloosheid loopt terug, wat ten dele toe te schrijven is aan een snelle daling van een reeds kleine beroepsbevolking. Wegens de lage

participatie- en activiteitsgraden wordt nog steeds een vrij groot deel van de bevolking met armoede of sociale uitsluiting bedreigd.

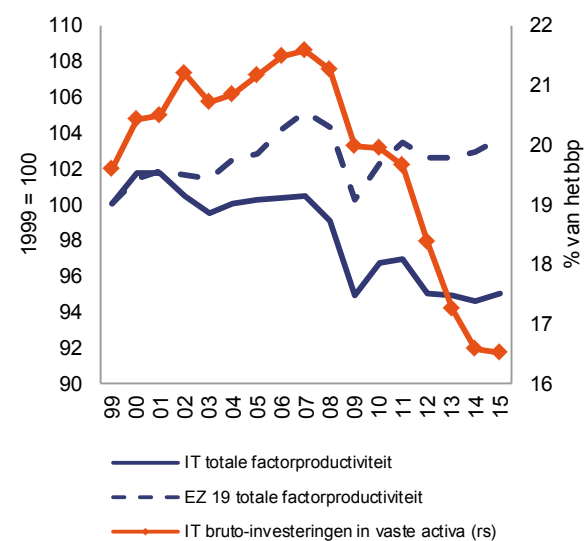
Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe positie, de houdbaarheid van de overheidsschuld en de aanpassing van de arbeidsmarkt. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling in maart van een buitensporige onevenwichtigheid, nuttig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

Italië: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Italië *met buitensporige macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd*. Het ging daarbij met name om de zeer hoge overheidsschuld en het zwakke concurrentievermogen in een context van een zwakke economische groei en een flauwe productiviteitsdynamiek. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de overheidsschuld, de werkloosheid, alsmede de verandering in de langdurige en de jeugdwerkloosheid.

In 2015 is de lopende rekening een overschot blijven vertonen, hetgeen tot de verbetering van de internationale netto-investeringspositie heeft bijgedragen. Dit overschot is echter ook het gevolg van een zwak blijvende binnenlandse vraag, wat in de historisch lage investeringen in vaste activa als percentage van het bbp tot uiting komt. Het verlies aan exportmarktaandeel blijft aanzienlijk. De externe prestaties en het kostenconcurrentievermogen hebben te lijden onder een zwakke groei van de arbeidsproductiviteit, ondanks beperkte loonstijgingen en de daling van de reële effectieve wisselkoers. Het zwakke economisch herstel, de lage inflatie en het expansieve begrotingsbeleid vertragen de vermindering van de zeer hoge overheidsschuldquote en van de daaraan verbonden risico's. De lage winstgevendheid en het grote volume van de oninbare leningen maken het bankwezen steeds kwetsbaarder en zetten een rem op het vermogen van banken om de economie te ondersteunen. De met de grote hoeveelheid problemleningen samenhangende verkeerde allocatie van kapitaal werkt met name ook de lage productiviteitsgroei mede in de hand, en het lage kredietvolume is debet aan het zwakke investeringsniveau. Verbeterende arbeidsmarktomstandigheden leiden tot een geleidelijke daling van de werkloosheid, die niettemin nog steeds ver boven het niveau van vóór de crisis blijft. Hetzelfde geldt voor de langdurige en de jeugdwerkloosheid.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de hoge schuldenlast van de overheidssector en het bankstelsel tegen de achtergrond van een zwakke productiviteitsgroei. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de

Grafiek A11: Totale factorproductiviteit en bruto-investeringen in vaste activa



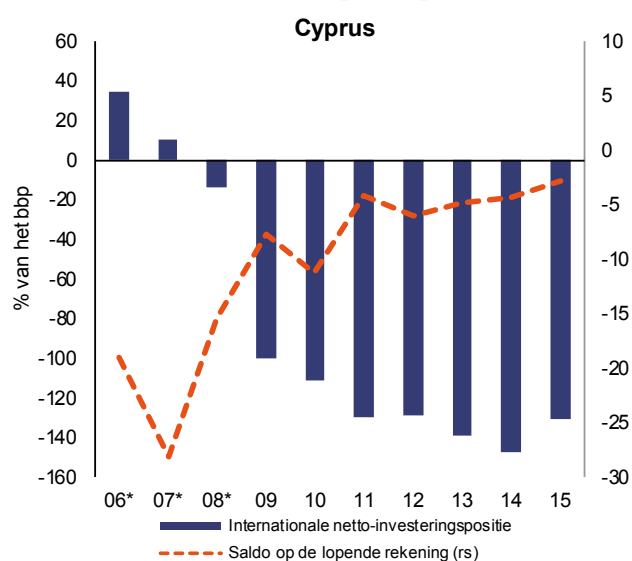
Bron: Commissiediensten

vaststelling in maart van buitensporige onevenwichtigheden, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te monitoren.

Cyprus: In april 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Cyprus *met buitensporige macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd*. Het ging daarbij met name om het grote volume van de particuliere, openbare en externe schuld en het hoge percentage oninbare leningen in het bankwezen. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren nog steeds de indicatieve drempelwaarde, namelijk het tekort op de lopende rekening, de internationale netto-investeringspositie (INIP), de reële effectieve wisselkoers, het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector, de overheidsschuld, de werkloosheid, alsmede de verandering in de langdurige en de jeugdwerkloosheid.

Het tekort op de lopende rekening en de negatieve INIP blijven aanzienlijk, al was er in 2015 enige verbetering merkbaar. De goede prestatie van de uitvoer van diensten, en meer in het bijzonder het toerisme, hebben daartoe bijgedragen. De sterke daling van de reële effectieve wisselkoers is vooral het gevolg van de sinds 2015 waargenomen negatieve inflatie. De particuliere schuldenlast blijft tot de

Grafiek A12: INIP en saldo op de lopende rekening



Bron: Eurostat

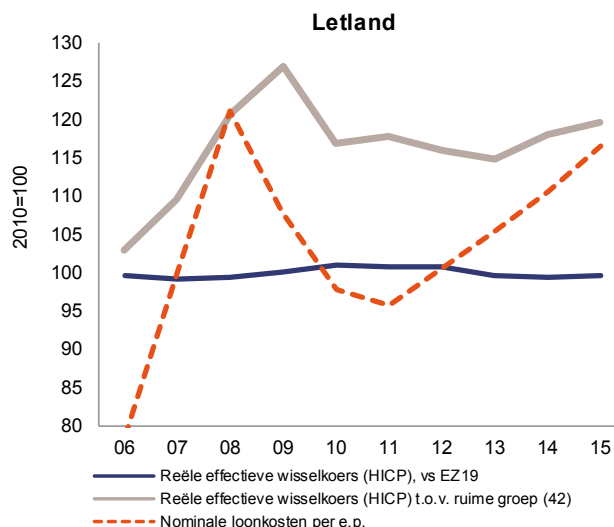
hoogste in de EU behoren. Hoewel de reële bbp-groei in 2015 hervatte en tijdens de prognoseperiode naar verwachting aan kracht zal winnen, zetten de dalende prijzen een rem op de nominale bbp-groei en bemoeilijken zij het schuldafbouwproces. De zeer grote omvang van de oninbare leningen laat vermoeden dat het herstel van een gezonde kredietstroom naar de economie aan ernstige risico's onderhevig is. Een dergelijke stroom is echter noodzakelijk voor het ondersteunen van de groei op middellange termijn. De zeer hoge overheidsschuldquote is stabiel en aangenomen wordt dat zij in 2015 een hoogtepunt heeft bereikt. De werkloosheid is hoog maar daalt, terwijl zowel de langdurige als de jeugdwerkloosheid vrij hoog blijft.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe houdbaarheid, de schuldenlast van de particuliere en de overheidssector, de kwetsbaarheid van de financiële sector en de aanpassing van de arbeidsmarkt. Derhalve acht de Commissie het in het geval van Cyprus, mede rekening houdend met de vaststelling in april van een buitensporige onevenwichtigheid, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

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

Het tekort op de lopende rekening loopt terug en de negatieve INIP-ratio blijft ver beneden de drempelwaarde maar verbetert gestaag, waarbij ook de vooruitzichten gunstig zijn. Een zeer groot deel van de externe blootstelling houdt verband met de omvang van de buitenlandse directe investeringen. De cumulatieve winst aan exportmarktaandeel blijft aanzienlijk, in weerwil van het in 2015 geboekte verlies. De indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen duiden op verliezen. De reële effectieve wisselkoers is in 2015 toegenomen. De loonkosten per eenheid product zijn verder boven de indicatieve drempelwaarde gestegen, wat enige risico's inhoudt voor het externe kostenconcurrentievermogen. In het licht van de meest recente loonontwikkelingen wordt evenwel verwacht dat het stijgingstempo zal vertragen. De schuldquote van zowel de particuliere als de overheidssector ligt duidelijk onder de drempelwaarde. De financiële sector blijft robuust. Na een lage periode van schuldafbouw neemt de kredietverlening, en met name de kredietverlening aan het bedrijfsleven, wederom toe. De stijging van de reële huizenprijzen is afgevlakt. De driejarige werkloosheidsindicator ligt iets boven de drempelwaarde maar laat een neerwaartse tendens zien.

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



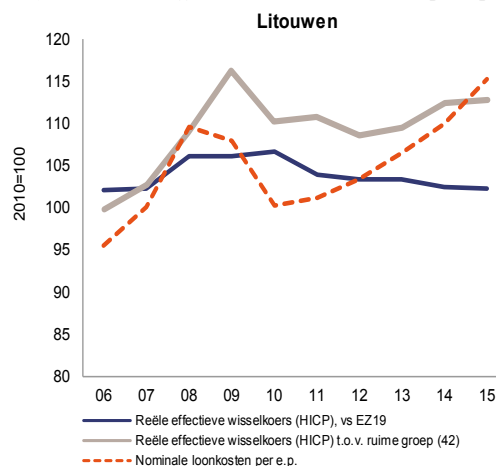
Bron: Eurostat, Commissiediensten

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe sector van de economie en de arbeidsmarkt, tegen de achtergrond van een voortgaande herbalancering. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

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

Hoewel de INIP zich nog boven de indicatieve drempelwaarde bevindt, vertoont zij een verbeterende tendens. De particuliere en de overheidssector dragen in gelijke mate bij tot de totale negatieve nettopositie en de verplichtingen

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



Bron: Eurostat, Commissiediensten

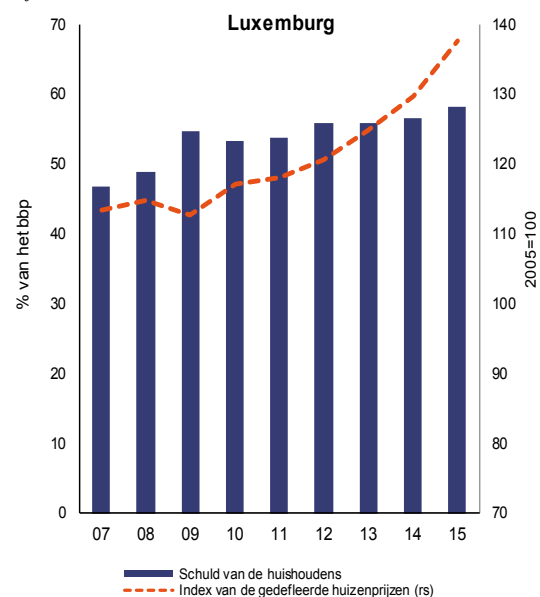
van de particuliere sector bestaan bijna volledig uit buitenlandse directe investeringen, die een kleiner risico inhouden. Er is nog steeds sprake van een cumulatieve winst aan exportmarktaandeel, maar in 2015 hebben er zich grote verliezen voorgedaan. De indicatoren voor het kostenconcurrentievermogen duiden op enige verliezen. De reële effectieve wisselkoers is in 2015 toegenomen. De zwakke productiviteit en de sterke loonstijging resulteerden in 2015 in een forse toename van de loonkosten per eenheid product, waardoor de indicator de drempelwaarde overschreed. Over de gehele prognoseperiode wordt echter op een vertraging gerekend. Zowel de openbare als de particuliere schuld ligt vrij laag. De reële huizenprijzen blijven stijgen, zij het in een trager tempo en vanaf een vrij laag niveau. De werkloosheidsindicator overtreft de drempelwaarde maar laat een gestage neerwaartse tendens zien.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met het externe concurrentievermogen, maar de risico's blijven beperkt. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Luxemburg: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Luxemburg geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de reële huizenprijzen, de kredietverlening aan de particuliere sector en de schuldpositie van de particuliere sector.

Het structureel hoge overschot op de lopende rekening was in 2015 stabiel en bleef daarmee net onder de drempelwaarde. De positieve internationale netto investeringspositie is gestegen. Deze ontwikkeling hangt vooral samen met de dominantie van de financiële sector, want slechts een beperkt deel van de stromen houdt verband met de binnenlandse economische activiteit. De loonstijging is aan de lage kant, wat tot de recente matiging van de loonkosten bijdraagt. Samen met de tijdens de afgelopen jaren waargenomen verbetering van de productiviteit helpt dit het herstel van het exportmarktaandeel verklaren. De lage overheidsschuld is verder teruggelopen. De kredietgroei is dynamisch gebleven en de sterke stijging van leningen voor de financiering van woningaankopen heeft de schuld van de huishoudens doen toenemen tot dicht in de buurt van het gemiddelde voor de eurozone, terwijl de druk op de balansen van huishoudens en bedrijven om de schulden af te bouwen, beperkt lijkt. De huizenprijzen zijn gestegen vanaf een reeds zeer hoog uitgangsniveau, een ontwikkeling die nauwlettend dient te worden gevolgd. Tal van factoren, zoals grote netto migratiestromen, een dynamische arbeidsmarkt en lage financieringskosten, ondersteunen de vraag naar woningen, terwijl het aanbod vrij beperkt blijft zoals ook blijkt uit de geringe toename van het aantal bouwvergunningen. De

Grafiek A15: Schuld van de huishoudens en index van de huizenprijzen



Bron: Eurostat

leenquotiteiten en de betaalbaarheid van de woningen zijn afgenomen. De werkloosheid is gestegen, zij het van een laag peil.

Al met al duidt de economische interpretatie vooral op problemen in verband met de toenemende huizenprijzen, al lijken de totale risico's nog steeds vrij beperkt. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

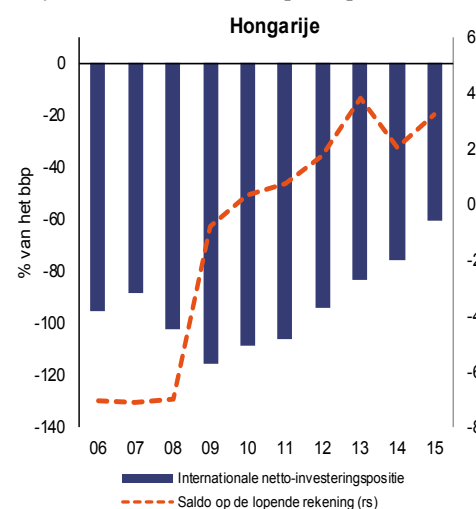
Hongarije: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Hongarije *geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd*. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), het verlies aan exportmarktaandeel, de reële huizenprijzen en de overheidsschuld.

De aanhoudende gunstige ontwikkeling van de lopende rekening heeft tot een zeer snelle en continue verbetering van de negatieve INIP geleid. In 2015 was er sprake van winst aan exportmarktaandeel en de cumulatieve verliezen liggen slechts iets hoger dan de drempelwaarde. Deze ontwikkeling wordt ondersteund door een

groeïende automobielsector en door verbeteringen in het kostenconcurrentievermogen, die tot uiting komen in een dalende reële effectieve wisselkoers en een beperkte toename van de loonkosten per eenheid product. De kredietverlening aan het bedrijfsleven door binnenlandse banken blijft krimpen maar de nieuwe leningen aan huishoudens zijn in 2015 toegenomen. Het algemene tempo van de schuldafbouw is vertraagd, onder invloed van een gestage economische groei. De eerdere daling van de reële huizenprijzen is abrupt omgeslagen en in 2015 lieten de huizenprijzen een sterke stijging zien. Deze stijging is boven de drempelwaarde uitgekomen, maar vond wel plaats vanaf een ondergewaardeerd niveau. De nadien ingevoerde schuldlimiteringsregels zullen het risico van een oververhitting van de markt beperken. De overheidsschuld gaf een verdere geleidelijke daling te zien, al blijft zij vrij hoog voor een economie met een middeninkomen. De winstgevendheid en de schokbestendigheid van de banksector zijn verbeterd. Het herstel op de huizenmarkt kan een bijdrage leveren aan de terugdringing van het probleem van de nog steeds grote hoeveelheid oninbare hypothecaire leningen aan huishoudens. De werkloosheidsindicator is in 2015 onder de drempelwaarde gebleven, terwijl de werkgelegenheid in 2015 en 2016 verder is toegenomen.

Al met al duidt de economische interpretatie op een verbetering van de externe positie en problemen in verband met de woningmarkt, al lijken de risico's beperkt. De Commissie zal in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Grafiek A16: INIP en saldo op de lopende rekening



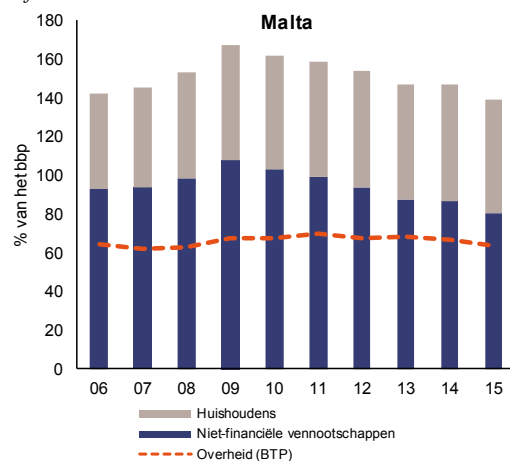
Bron: Eurostat

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

Het overschot op de lopende rekening is in 2015 enigszins afgenomen, mede als gevolg van het effect van een sterke stijging van de invoerintensieve investeringen. De positieve INIP is versterkt. Het exportmarktaandeel laat al sinds 2009 een onafgebroken neerwaartse tendens zien, vooral als gevolg van de goederenuitvoer.

Het kostenconcurrentievermogen vertoont echter een gunstige ontwikkeling omdat de stijgende productiviteit en de gematigde loonontwikkeling de loonkosten per eenheid product in toom hebben gehouden en de reële effectieve wisselkoers op een licht neerwaarts pad. De particuliere schuldquote laat een

Grafiek A17: *Schuld in economische sectoren*



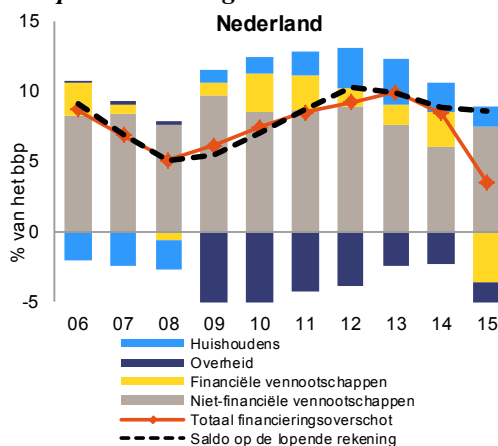
Bron: Eurostat

duidelijke neerwaartse tendens zien als gevolg van een ordelijke schuldafbouw bij de niet-financiële vennootschappen en een robuuste economische groei. De dynamiek van de huizenprijzen is in 2015 zwak gebleven, maar verwacht wordt dat de aantrekkende vraag de komende jaren opwaartse druk op de prijzen zal uitoefenen. De overheidsschuld is verder afgenomen en komt thans in de buurt van de indicatieve drempelwaarde. De arbeidsmarktomstandigheden zijn gunstig gebleven en de werkloosheid laag.

Al met al duidt de economische interpretatie op een solide externe positie en een voortgaande schuldafbouw in een context van een vrij krachtige groei. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Nederland: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Nederland *met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd*. Het ging daarbij met name om risico's in verband met het grote en aanhoudende overschot op de lopende rekening en de zeer hoge schulden van de huishoudens. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector, de schuldpositie van de overheidssector, alsmede de verandering in de langdurige werkloosheid.

Grafiek A18: *Financieringsoverschot/-tekort per sector en lopende rekening*



Bron: Eurostat

Het overschot op de lopende rekening ligt nog steeds ver boven de indicatieve drempelwaarde. Dit hoge niveau is deels het gevolg van structurele kenmerken, zoals onder meer aanzienlijke wederuitvoeractiviteiten en de aanwezigheid van multinationale ondernemingen. Het overschot is tevens toe te schrijven aan grote besparingen van niet-financiële vennootschappen in een context van lage investeringen en beperkte winstuitkeringen van het bedrijfsleven. Niettemin wordt een krachtiger groei van de investeringen voorspeld in het licht van een robuuste binnenlandse vraag, hetgeen in een bescheiden daling van het overschot op de lopende rekening kan resulteren. Het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel is boven de drempelwaarde gebleven wegens in 2015 geconstateerde verliezen op jaarbasis. De indicatoren van het kostenconcurrentievermogen duiden op een kleine winst in 2015.

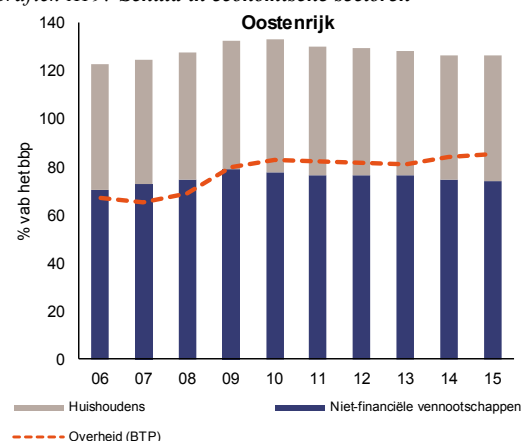
De schuldenlast van de particuliere sector is zeer groot maar de particuliere schuldafbouw gaat door, wat tot een geringe daling van het schuldniveau heeft geleid. Beleidsmaatregelen, zoals een verlaging van de hypotheekrenteaftrek en van de leenquotiteiten, zullen naar verwachting de reductie van de schulden van de huishoudens ondersteunen. In 2015 zijn de reële huizenprijzen beginnen te stijgen na eerdere jaren een correctiefase te hebben doorgemaakt. De overheidsschuld ligt iets boven de drempelwaarde en laat een lichte daling zien. Hoewel de arbeidsmarkt door een forse toename van de werkgelegenheid wordt gekenmerkt, wat tot een gestage daling van de werkloosheid heeft geleid, blijft het percentage langdurig werklozen aan de hoge kant.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen die samenhangen met aanhoudende onevenwichtigheden op het gebied van besparingen en investeringen, alsook met de grote particuliere schuldenlast, en met name de hoge hypothecaire schuld. Derhalve 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: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Oostenrijk *met geen macro-economische onevenwichtigheden* werd geconfronteerd. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de overheidsschuld, alsmede de verandering in de langdurige werkloosheid.

De lopende rekening vertoont een bescheiden overschot, dat in 2015 iets is toegenomen, terwijl de internationale netto-investeringspositie licht positief is. De cumulatieve verliezen aan exportmarktaandeel blijven boven de drempelwaarde, nadat er in 2015 van enige verdere verliezen sprake was. De reële effectieve wisselkoers heeft op jaarbasis een daling te zien gegeven. Ook de groei van de arbeidsproductiviteit was positief na drie jaar negatief te zijn geweest, wat tot een geringere

Grafiek A19: Schuld in economische sectoren



Bron: Eurostat

stijging van de nominale loonkosten per eenheid product heeft bijgedragen. De schuldenlast van de particuliere sector is onder maar dicht in de buurt van de drempelwaarde gebleven en verder teruggelopen als percentage van het bbp omdat de niet-financiële vennootschappen hun schulden afbouwen ondanks de lage rentestand. Het stijgingstempo van de huizenprijzen is versneld vanaf een reeds vrij hoog niveau en hoewel de indicator onder de drempelwaarde blijft, dient deze ontwikkeling van nabij te worden gevolgd. De overheidsschuld is toegenomen, mede onder invloed van de aanhoudende herstructurering van noodlijdende banken, die nog steeds een aantal risico's voor de overheidsfinanciën kan inhouden. De verplichtingen van de financiële sector zijn min of meer stabiel gebleven omdat de Oostenrijkse banken hun buitenlandse blootstellingen hebben teruggeschoefd, ook vanwege de enigszins mindere kwaliteit van de activa in Midden- en Oost-Europa, een verschijnsel dat monitoring behoeft vanwege mogelijke overloopeffecten op de binnenlandse economie en op de economieën van de partnerlanden. Het werkloosheidscijfer blijft weliswaar een stijging te zien geven, vooral onder invloed van het groeiende arbeidsaanbod, maar behoort nog steeds tot de laagste in de EU, ook al zijn de langdurige en de jeugdwerkloosheid toegenomen.

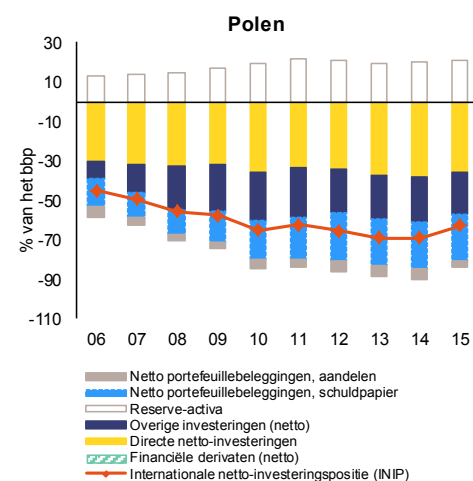
Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe prestatie en de banksector, al lijken de risico's beperkt. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

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

Het negatieve saldo op de lopende rekening (driejaarsgemiddelde) is blijven teruglopen in de richting van een evenwicht. De INIP was echter nog steeds zeer negatief, maar is in 2015 sterk verbeterd. De externe kwetsbaarheid is beperkt doordat de buitenlandse directe investeringen een groot deel van de buitenlandse verplichtingen vertegenwoordigen. In 2015 is de cumulatieve winst aan exportmarktaandeel toegenomen, terwijl ook de indicatoren van het kostenconcurrentievermogen op enige winst duiden. Zowel de schuld van de particuliere sector als de overheidsschuld is vrij laag en stabiel. De stabiliteit van de banksector is gehandhaafd maar de winstgevendheid is afgenomen. De reële huizenprijzen gaven in 2014 en 2015 een beperkte positieve groei te zien na een aantal jaren correcties te hebben vertoond. De werkloosheidsgraad bleef verder teruglopen onder de indicatieve drempelwaarde.

Al met al duidt de economische interpretatie op een aantal problemen in verband met de externe positie, terwijl de algemene risico's echter beperkt blijven. Derhalve zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Grafiek A20: Internationale netto-investeringspositie

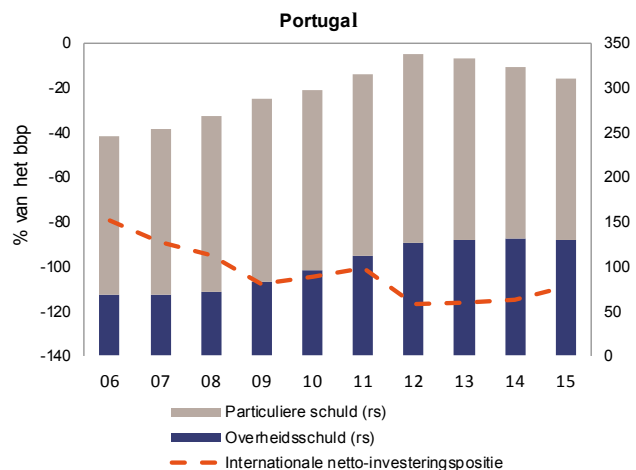


Bron: Eurostat

Portugal: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Portugal *met buitensporige macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd* die verband hielden met omvangrijke externe verplichtingen en particuliere en overheidsschulden, een aanzienlijk percentage oninbare leningen en een hoge werkloosheid. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP), de schuldenlast van de particuliere sector, de overheidsschuld en de werkloosheid.

In 2015 liet de lopende rekening een gering overschot zien en is de negatieve INIP iets verbeterd maar nog steeds zeer groot. Er zullen gedurende lange tijd aanzienlijke overschotten op de lopende rekening moeten worden geboekt om tot een houdbaardere externe positie te komen. Eerder gecumuleerde verliezen aan exportmarktaandeel zijn ten dele goedge maakt, mede tegen een achtergrond van gunstige ontwikkelingen van het kostenconcurrentievermogen. De hoog blijvende particuliere

Grafiek A21: INIP, particuliere schuld en overheidsschuld, % van het bbp



Bron: Eurostat

schuldquote houdt in dat de schulden verder moeten worden afgebouwd. De hoge overheidsschuld, in een context van lage potentiële groei, houdt risico's voor de middellangetermijnhoudbaarheid, kwetsbaarheid voor negatieve schokken en hogere financieringskosten in. Het grote volume van de oninbare leningen van het bedrijfsleven, in combinatie met een lage winstgevendheid, zet de banksector onder druk, wat een productieve allocatie van kredieten en investeringen in de weg staat. De aanpassing op de arbeidsmarkt gaat gestaag vooruit, ook wat de langdurige en de jeugdwerkloosheid betreft, al blijven deze tot de hoogste in de EU behoren, wat het risico van een verlies aan menselijk kapitaal vergroot.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe houdbaarheid, de schuldenlast van de particuliere en de overheidssector, de kwetsbaarheid van de banksector en het aanpassingsproces van de arbeidsmarkt, tegen de achtergrond van een lage productiviteitsgroei. Derhalve acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling in maart van een buitensporige onevenwichtigheid, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang bij het ongedaan maken van de buitensporige onevenwichtigheden te volgen.

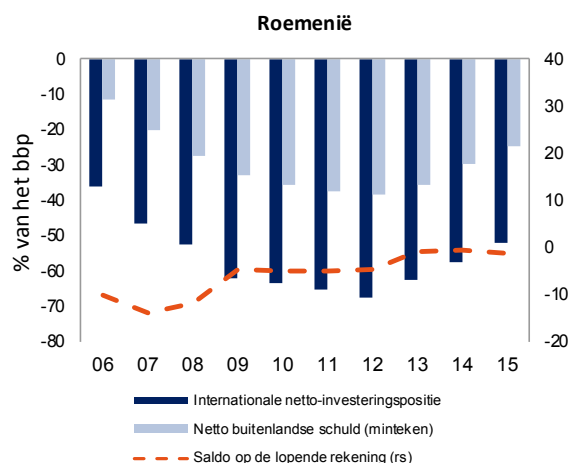
Roemenië: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Roemenië *geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd*. In het geactualiseerde scorebord overtreft de internationale netto-investeringspositie (INIP) de indicatieve drempelwaarde.

In 2015 vertoonde de lopende rekening een gering tekort, maar de verwachting is dat dit geleidelijk zal toenemen onder impuls van een krachtige binnenlandse vraag. De negatieve INIP is in 2015 verder verbeterd als gevolg van een vrij sterke bbp-groei. Buitenlandse directe investeringen zijn goed voor bijna de helft van de INIP, terwijl de externe nettoschuld is blijven teruglopen. De cumulatieve winst aan exportmarktaandeel blijft aanzienlijk, in weerwil van het in 2015 geboekte geringe verlies. De indicatoren van het kostenconcurrentievermogen hebben in 2015 een bescheiden verbetering te zien gegeven, met een geringe daling van de nominale loonkosten per eenheid product als gevolg van een stijging van de arbeidsproductiviteit, en een daling van de reële effectieve wisselkoers. Het concurrentievermogen kan echter verslechteren indien de lonen in sneller tempo blijven stijgen dan de productiviteit. De algemene soliditeit van de banksector is verbeterd en de sector blijft goed gekapitaliseerd en liquide. Bovendien is een einde gekomen aan de krimp van de kredietverlening aan de particuliere sector. Hoewel het percentage oninbare leningen een dalende tendens vertoont, ligt het nog steeds hoog, terwijl herhaalde binnenlandse wetgevingsinitiatieven de juridische voorspelbaarheid aantasten en negatieve gevolgen voor de stabiliteit van bancaire instellingen kunnen hebben. De overheidsschuld is vrij laag en bevindt zich op een neerwaarts pad. Sommige begrotingsmaatregelen en ad-hocverhogingen van de salarissen van sommige categorieën ambtenaren duiden echter op een versoepeling van het begrotingsbeleid en een procyclisch budgettair beleid in 2016-2017, wat tot een verslechtering van de schulddynamiek kan leiden. In 2015 is de werkloosheid onveranderd gebleven, wat ten dele het gevolg is van structurele uitdagingen op de arbeidsmarkt. De activiteitsgraad is enigszins toegenomen tegen de achtergrond van een krachtige economische groei.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de externe positie en de versoepeling van het begrotingsbeleid. De risico's lijken beperkt, maar kunnen toenemen als gevolg van beleidsinitiatieven, onder meer in de financiële sector. In dit stadium zal de Commissie niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO, maar zij zal nauwlettend toezicht uitoefenen op initiatieven die nadelige gevolgen kunnen hebben voor de financiële stabiliteit.

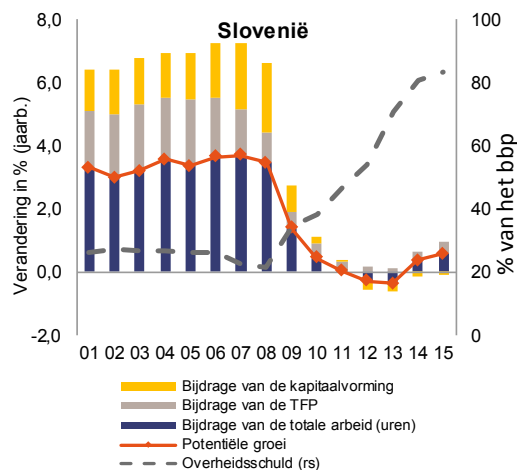
Slovenië: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Slovenië *met macro-economische onevenwichtigheden* werd

Grafiek A22: INIP en saldo op de lopende rekening



Bron: Commissiediensten

Grafiek A23: Potentiële groei en overheidsschuld



Bron: Commissiediensten

geconfronteerd. Het ging daarbij met name om budgettaire risico's en kwetsbaarheden die uit de schuldenlast van de banksector en het bedrijfsleven voortvloeien. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie en de overheidsschuld.

In 2015 vertoonde de lopende rekening wederom een groot overschot, dat onder invloed van zwak blijvende investeringen is toegenomen. De negatieve internationale netto-investeringspositie is sterk verbeterd en nadert de drempelwaarde. De uitvoer is sterk blijven groeien en het over vijf jaar gecumuleerde verlies aan exportmarktaandeel is scherp gedaald. De loonkosten per eenheid product lieten een geringe stijging zien en de reële effectieve wisselkoers is gedaald, wat het concurrentievermogen ten goede is gekomen. De kredietgroei was negatief en het bedrijfsleven heeft zijn schulden in 2015 verder afgebouwd, maar de druk neemt af. De overheidsschuld is hoog, al wordt aangenomen dat zij in 2015 een piek heeft bereikt. De situatie in de banksector heeft zich verder gestabiliseerd. De oninbare leningen bleven afnemen, maar zijn nog steeds vrij hoog, terwijl de winstgevendheid van de banken onder druk staat. De solide groei van zowel het bbp als de export sinds 2014 heeft in 2015 tot een verbetering van de arbeidsmarktsituatie geleid. Als gevolg van het herstel van de vraag naar arbeid in de particuliere sector is de werkloosheid in 2015 verder gedaald. Hetzelfde geldt voor de langdurige en de jeugdwerkloosheid.

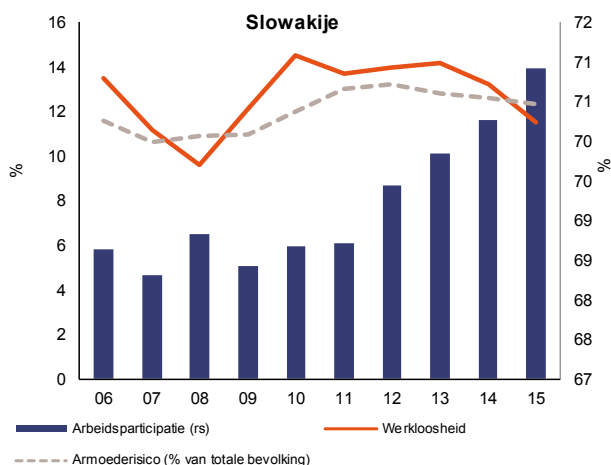
Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met de hoge schuldenlast van het bedrijfsleven en de overheidssector, en de prestatie van de banksector. Derhalve acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in maart van een onevenwichtigheid, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.

Slowakije: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in Slowakije geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd. In het geactualiseerde scorebord blijft een aantal indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie (INIP) en de werkloosheid.

Het saldo op de lopende rekening is de afgelopen jaren aanzienlijk verbeterd. In 2015 was er gemiddeld over drie jaar zelfs sprake van een gering overschot. De INIP laat echter slechts een langzame

verbetering zien wegens de aanhoudende instroom van buitenlandse directe investeringen, die grotendeels met de groeiende automobielsector verband houdt. De recente verzwakking van de reële effectieve wisselkoers, onder meer onder invloed van een slechts bescheiden toename van de loonkosten per eenheid product, heeft het kostenconcurrentievermogen geschaagd, terwijl er sprake was van een cumulatieve winst aan exportmarktaandeel. Als gevolg van een verkrappende arbeidsmarkt en een toenemende druk op de nominale loonstijging kan het

Grafiek A24: Arbeidsmarkt en sociale indicatoren



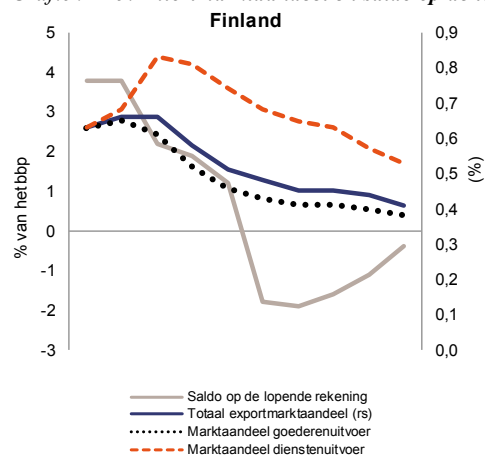
Bron: Eurostat

kostenconcurrentievermogen de komende jaren evenwel onder druk komen te staan. De kredietstroom naar de particuliere sector is de laatste jaren sterk gebleven, hetgeen heeft bijgedragen aan de stijgende tendens van de schuldquote van de particuliere sector, die niettemin nog altijd ver onder de drempelwaarde ligt. De reële huizenprijzen hebben in 2013 een dieptepunt bereikt en in 2015 een sterke stijging vertoond, zij het vanaf een laag peil. Een verdere toename van de kredietverlening voor woningaankopen bij lage rentestanden kan de komende jaren tot een snellere stijging van de huizenprijzen leiden. De overheidsschuldquote is in 2015 iets gedaald. De banksector, die grotendeels in buitenlandse handen is, beschikt over voldoende kapitaal. De werkloosheid is aan het verbeteren. De participatiegraad is sinds 2012 weliswaar geleidelijk verbeterd, maar de structurele werkloosheid vormt een ernstige uitdaging.

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

Finland: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Finland *met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd*, met name wat het concurrentievermogen en de externe prestaties betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldenlast van de particuliere sector, de overheidsschuld, alsmede de stijging van de langdurige en de jeugdwerkloosheid.

Grafiek A25: Exportmarktaandeel en saldo op de lopende rekening



Het tekort op de lopende rekening is in 2015 verder verkleind en zal de komende jaren naar verwachting op eenzelfde niveau blijven. De internationale netto-investeringspositie is in de loop van de tijd verslechterd maar blijft vrijwel in evenwicht. Het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel sinds de economische en financiële crises is nog steeds aanzienlijk, ondanks de recente verbetering van de indicatoren van het kostenconcurrentievermogen. In 2015 is het verlies aan marktaandeel wederom toegenomen en behoorde het tot de grootste in de EU als gevolg van de aan de gang zijnde structurele verandering in de economie en de gevoeligheid van de uitvoer voor de recessie in Rusland. In 2016 hebben de sociale partners overeenstemming bereikt over een pact voor het concurrentievermogen, dat naar verwachting vanaf 2017 tot een verbetering van het kostenconcurrentievermogen zal leiden. Na sinds 2009 vrijwel stabiel te zijn gebleven, is de schuld van de particuliere sector in 2015 sterk toegenomen, terwijl gunstige kredietvoorwaarden, lage rentetarieven en licht dalende reële huizenprijzen de krachtige kredietgroei hebben ondersteund. De financiële sector beschikt nog steeds over voldoende kapitaal, wat de risico's voor de financiële stabiliteit beperkt. De overheidsschuld bedraagt thans meer dan de drempelwaarde van 60 % van het bbp. De werkloosheid is in 2015 verder

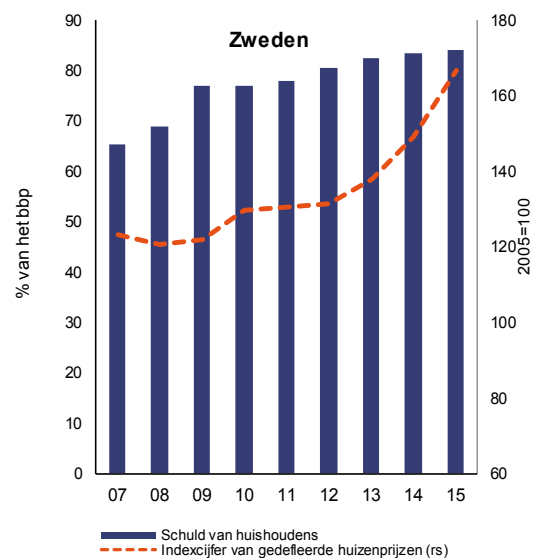
gestegen, maar zal in de toekomst naar verwachting worden teruggedrongen. De stijging van de jeugdwerkloosheid is onlangs beginnen te vertragen, maar de langdurige werkloosheid blijft oplopen.

Al met al duidt de economische interpretatie op uitdagingen in verband met zowel het prijs- als het niet-prijsconcurrentievermogen in een context van sectorale herstructurering. Derhalve 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.

Zweden: In maart 2016 heeft de Commissie geconcludeerd dat Zweden *met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd*. Het ging met name om een grote en oplopende schuldenlast van de huishoudens wegens hoge en toenemende huizenprijzen. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector en de stijging van de reële huizenprijzen.

Het overschot op de lopende rekening blijft hoog, zij het onder de drempelwaarde, wat hoofdzakelijk toe te schrijven is aan de grote particuliere besparingen. De internationale netto-investeringspositie (INIP) is geleidelijk blijven verbeteren en in 2015 positief geworden. Het cumulatieve verlies aan exportmarktaandeel overtreft de drempelwaarde, nadat er in 2015 van verdere beperkte verliezen sprake was. De indicatoren van het kostenconcurrentievermogen hebben zich in 2015 in gunstige zin ontwikkeld, met een beperkte stijging van de nominale loonkosten per eenheid product en een daling van de reële effectieve wisselkoers. Het verlies aan exportmarktaandeel is algemeen genomen toe te schrijven aan een zwakke externe vraag, veeleer dan aan problemen op het gebied van het concurrentievermogen. De schuld van de particuliere sector heeft zich min of meer gestabiliseerd op één van de hoogste niveaus in de EU, terwijl de risico's hoofdzakelijk met de hoge schuld van de huishoudens verband houden. De kredietgroei is in 2015 toegenomen en de stijging van de reële huizenprijzen is verder versneld vanaf een reeds hoog niveau. De huizenprijzen en de schuldenlast van de huishoudens worden opgedreven door de gunstige fiscale behandeling van schuldgefinancierd woningbezit, specifieke aspecten van de hypotheekmarkt en de lage hypotheekrente. Aan de aanbodzijde blijven beperkingen op nieuwbouw een punt van zorg vormen. In weerwil van de hoge schulden van huishoudens lijken de risico's voor de banken momenteel beperkt omdat de kwaliteit van de activa en de winstgevendheid hoog blijven en de financiën van de huishoudens doorgaans solide zijn. De

Grafiek A26: Schuld van huishoudens en indexcijfer van de huizenprijzen



Bron: Eurostat

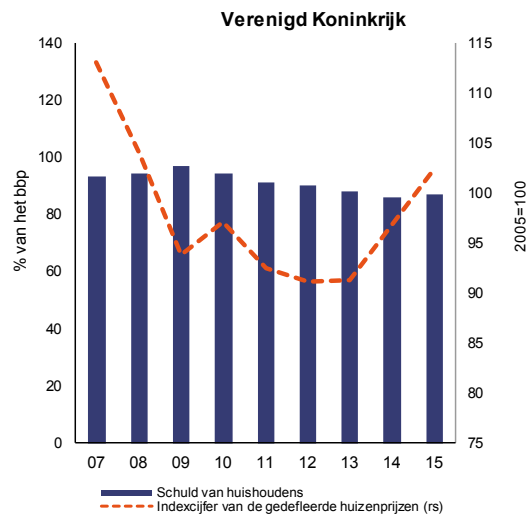
werkloosheid is in 2015 iets afgenomen en laat een langzame neerwaartse tendens zien, mede dankzij gunstiger groeivoorwaarden.

Al met al duidt de economische interpretatie op problemen in verband met hoge particuliere schulden en de ontwikkelingen in de woningsector. Derhalve 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.

Verenigd Koninkrijk: Tijdens de vorige PMO-ronde werden er in het Verenigd Koninkrijk *geen macro-economische onevenwichtigheden geconstateerd*. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het tekort op de lopende rekening, de reële effectieve wisselkoers, de schuldpositie van de particuliere sector en de overheidsschuld.

Onder invloed van een toenemend tekort op de inkomensrekening is het negatieve saldo op de lopende rekening in 2015 verder opgelopen, waardoor de indicator boven de drempelwaarde blijft. De internationale netto investeringspositie is weliswaar negatief maar licht verbeterd. De cumulatieve verandering in het exportmarktaandeel is sterk verbeterd en thans is er sprake van winst. Hoewel de loonkosten per eenheid product een bescheiden toename vertoonden, is de reële effectieve wisselkoers gestegen tot

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



Source: Eurostat

iets boven de drempelwaarde. Dit weerspiegelde de stevigheid van het Britse pond tot eind 2015, maar sindsdien is de valuta sterk in waarde verminderd. De particuliere schuldquote is algemeen genomen licht blijven dalen, al bevindt zij zich nog steeds op een hoog niveau, en de schuldenlast van de huishoudens is opnieuw beginnen te stijgen. De reële huizenprijzen zijn verder opgelopen vanaf een reeds hoog niveau. Hoewel het stijgingstempo enigszins is vertraagd, moet deze ontwikkeling nauwlettend worden gevolgd. De overheidsschuld was in 2015 vrijwel stabiel, maar het hoge peil ervan blijft zorgen baren. De sterke groei van de werkgelegenheid bleef vergezeld gaan van een dalende langdurige en jeugdwerkloosheid.

Al met al duidt de economische interpretatie op een aantal problemen in verband met de woningmarkt en de externe zijde van de economie, al lijken de risico's voor de stabiliteit op korte termijn beperkt. De uitkomst van het EU-referendum heeft echter voor toekomstige economische en politieke onzekerheid gezorgd. Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.

Tabel 1.1: PMO-scorebord 2015

Jaar 2015	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden					Werkgelegenheidsindicatoren ¹			
	Saldo lopende rekening in % van het bbp (3-jaarsgemiddelde)	Internationale netto-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 loonkosten per e.p, (2010=100) (verandering over 3 jaar, in %)	Indexcijfer gedefieerde huizenprijzen (2010=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)	Totale verplichtingen van financiële sector, niet-geconsolideerd (verandering over 1 jaar, in %)	Participatiegraad - % van totale bevolking van 15-64 jaar (verandering over 3 jaar, in %-punt)	Langdurige werkloosheid - % van de beroepsbevolking van 15-74 jaar (verandering over 3 jaar, in %-punt)	Jeugdwerkloosheid - % van de beroepsbevolking van 15-24 jaar (verandering over 3 jaar, in %-punt)
Drempel	-4/6 %	-35 %	±5 % (EZ) ±11 % (Niet-EZ)	-6 %	9 % (EZ) 12 % (Niet-EZ)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 %-punt	0,5 %-punt	2 %-punt
BE	-0,2□	61,3□	-1,2	-11,3□	1,5	1,3v	4,5	166,3	105,8	8,5	-1,0□	0,7□	1,0	2,3
BG	0,6□	-60,0□	-4,1	12,8□	14,9v	1,6bv	-0,3	110,5	26,0	11,2	7,0□	2,2□	-1,2	-6,5
CZ	0,2□	-30,7□	-8,0	0,1□	0,5	3,9v	0,9	68,6	40,3	6,1	7,7□	2,4□	-0,6	-6,9
DK	8,8□	39,0□	-1,5	-8,8□	4,9	6,3□	-3,3	212,8	40,4	6,6	-2,0□	-0,1□	-0,4	-3,3
DE	7,5□	48,7□	-1,4	-2,8□	5,7	4,1□	3,0	98,9	71,2	4,9	2,8□	0,4□	-0,4	-0,8
EE	0,9□	-40,9□	6,4	8,5□	14,4	6,8□	3,3	116,6	10,1	7,4	8,1□	1,9□	-3,1	-7,8
IE	4,7*□	-208,0*□	-5,9	38,3*□	-18,1	8,3□	-6,7	303,4	78,6	11,3	9,5□	0,8□	-3,7	-9,5
EL	-1,2□	-134,6□	-5,5	-20,6□	-11,1v	-3,5r□	-3,1	126,4	177,4	26,3	15,7□	0,3□	3,7	-5,5
ES	1,3□	-89,9□	-2,9	-3,5□	-0,7v	3,8□	-2,7	154,0	99,8	24,2	-2,1□	0,0□	0,4	-4,6
FR	-0,7□	-16,4□	-2,7	-5,4□	2,5v	-1,3□	4,4	144,3	96,2	10,3	1,8□	0,8□	0,6	0,3
HR	2,7□	-77,7□	0,1	-3,5□	-5,0	-2,4□	-1,3	115,0	86,7	17,0	2,1□	2,9□	0,1	0,9
IT	1,5□	-23,6□	-2,2	-8,9□	1,5	-2,6v	-1,7	117,0	132,3	12,2	1,7□	0,5□	1,3	5,0
CY	-4,1□	-130,3□	-6,2	-16,8□	-10,5v	2,9bv	4,4	353,7	107,5	15,7	2,8□	0,4□	3,2	5,1
LV	-1,8□	-62,5□	3,1	10,5□	16,0	-2,7□	0,7	88,8	36,3	10,9	12,2□	1,3□	-3,3	-12,2
LT	0,9□	-44,7□	4,0	15,5□	11,6	4,6□	2,2	55,0	42,7	10,5	6,7□	2,3□	-2,7	-10,4
LU	5,3□	35,8□	-0,5	22,9□	0,6	6,1□	24,2	343,1	22,1	6,1	15,5□	1,5b□	0,3	-1,4
HU	3,0□	-60,8□	-6,9	-8,0□	3,9	11,6□	-3,1	83,9	74,7	8,2	0,4□	4,9□	-1,9	-10,9
MT	4,3□	48,5□	-0,2	-8,8□	3,9	2,8v	5,4	139,1	64,0	5,9	1,3□	4,5□	-0,7	-2,3
NL	9,1□	63,9□	-0,6	-8,3□	0,2v	3,6□	-1,6v	228,8v	65,1	7,2	3,2v	0,6□	1,1	-0,4
AT	2,1□	2,9□	1,8	-9,6□	6,1	3,5□	2,1	126,4	85,5	5,6	0,6□	0,4□	0,5	1,2
PL	-1,3□	-62,8□	-1,0	9,7□	-0,4v	2,8□	3,2	79,0	51,1	8,9	2,4□	1,6□	-1,1	-5,7
PT	0,7□	-109,3□	-2,8	2,8□	0,0r	2,3□	-2,3	181,5	129,0	14,4	-1,6□	0,0□	-0,5	-6,0
RO	-1,0□	-51,9□	2,7	21,1□	0,5v	1,7□	0,2	59,1	37,9	6,9	4,1□	1,3□	0,0	-0,9
SI	5,4□	-38,7□	0,6	-3,6□	-0,6	1,5□	-5,1	87,3	83,1	9,6	-3,4□	1,4□	0,4	-4,3
SK	1,1□	-61,0□	-0,7	6,7□	2,2	5,5□	8,2	81,4	52,5	13,0	4,5□	1,5□	-1,8	-7,5
FI	-1,0□	0,6□	2,3	-20,5□	3,6	-0,4□	9,5	155,7	63,6	8,8	1,5□	0,6□	0,7	3,4
SE	5,0□	4,1□	-7,9	-9,3□	3,6	12,0□	6,5	188,6	43,9	7,8	2,3□	1,4□	0,0	-3,3
UK	-4,8□	-14,4□	11,3	1,0□	1,7	5,7□	2,5	157,8	89,1	6,3	-7,8□	0,8□	-1,1	-6,6

Afkortingen: b: breuk in tijdreeks, r: raming, v: voorlopig.

Noot: * Het grote niveauverschil is toe te schrijven aan de relocatie naar Ierland van balansen van grote multinationale ondernemingen en de opnemingen van de overeenkomstige transacties in de Ierse betalingsbalans- en IIP-statistieken, 1)Zie blz.2 van het waarschuwingsmechanismeverlag 2016,2) Indexcijfer huizenprijzen r = bron NCB van EL, 3) De totale verplichtingen van de financiële sector in Griekenland zijn groter dan anders het geval zou zijn geweest wegens de betere verwerking van door banken aangehouden kortlopende schuldbewijzen uitgegeven door banken,

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

Tabel 2.1: Aanvullende indicatoren, 2015

Jaar 2015	Reëel 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)	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 %)	Exportprestatie t.o.v. geavanceerde economieën (verandering over 5 jaar, in %)	Ruilvervoet (verandering over 5 jaar, in %)	Exportmarktaandeel, volume (verandering over 1 jaar, in %)	Arbeidsproductiviteit (verandering over 1 jaar, in %)	Indexcijfer nominale loonkosten per e.p. (2010=100) (verandering over 10 jaar, in %)	Loonkosten per e.p. t.o.v. EZ (verandering over 10 jaar, in %)	Indexcijfer huizenprijzen (2010=100) - nominaal (verandering over 3 jaar, in %)	Woningbouw (% van het bbp)	Schuldparticuliere sector, niet-geconsolideerd (% van het bbp)	Schuldhefboom financiële sector, niet-geconsolideerd (verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen, in %)
BE	1,5	23,0	nb□	0,5□	-67,7□	-4,7□	213,6□	-2,8	0,2	-9,4□	0,1	1,6	0,6□	20,5	4,0	2,3v□	5,8	218,8	176,5
BG	3,6	21,0	1,0v□	3,5□	3,4□	3,7□	88,9□	-3,8	-3,9	15,2□	3,5	3,0	3,3v□	78,4v	51,2	2,0bv□	1,4	121,5	494,3
CZ	4,5	26,3	nb□	3,2□	-9,8□	1,3□	74,2□	-2,5	-8,0	2,3□	0,7	5,0	3,1□	14,1	-2,8	6,6v□	3,4	77,0	516,4
DK	1,0	19,0	nb□	9,0□	3,6□	0,7□	49,8□	0,1	-1,3	-6,8□	0,7	-2,4	-0,1□	26,0	7,4	15,3□	4,0	218,9	159,9
DE	1,7	19,9	2,9rv□	8,4□	-10,2□	1,4□	41,0□	-2,0	0,5	-0,7□	2,0	2,5	0,8□	15,1	-1,6	11,4□	5,9	106,1	368,0
EE	1,4	23,7	1,5v□	4,3□	-10,3□	-2,9□	99,9□	-1,4	1,6	10,8□	2,8	-3,3	-1,4□	72,0	42,1	34,5□	4,4	130,9	366,1
IE	26,3	21,2	nb□	9,7*□	-289,0*□	72,3*□	495,9*□	-1,6	-1,3	41,2*□	3,6	31,7	23,2□	-14,9	-22,7	30,7□	1,9	323,6	80,6
EL	-0,2v	11,5v	1,0v□	1,2□	138,1□	0,6□	14,5□	-2,2v	-5,2	-18,9□	5,8v	0,7v	-0,7v□	-0,2v	-12,6	-21,7r□	0,7v	126,4	1359,6
ES	3,2v	19,7v	nb□	2,0□	93,1□	2,1□	59,8□	-2,1v	-1,3	-1,5□	-4,7v	2,2v	0,7v□	8,9v	-6,2	-5,6□	4,4v	173,1	468,4
FR	1,3v	21,5v	nb□	-0,1□	37,3□	1,5□	43,3□	-1,8v	-0,4	-3,4□	2,1v	3,4v	0,8v□	17,9v	1,9	-4,9□	5,8v	183,3	356,6
HR	1,6	19,5	0,9□	5,6□	52,7□	0,4□	55,0□	-3,5	-1,1	-1,5□	0,6	7,3	0,1□	23,3	-4,1	-8,2□	nb	140,2	427,0
IT	0,7	16,6	nb□	1,8□	59,7□	0,7□	25,6□	-2,0	-0,5	-7,0□	2,1	1,6	0,2□	17,6	3,0	-12,2v□	4,4	120,1	657,3
CY	1,7v	13,3v	nb□	-2,6□	133,4□	41,0□	911,2□	-4,2v	-2,4	-15,0□	-0,8v	-2,7	0,9v□	5,4v	-4,1	-4,6bv□	4,3v	354,9	85,0
LV	2,7	22,6	0,6v□	2,0□	28,6□	2,8□	60,1□	-2,9	-2,0	12,8□	0,2	-0,1	1,4□	71,7	39,1	9,5□	1,8	97,6	625,4
LT	1,8	19,3	1,0v□	0,7□	26,4□	2,3□	40,0□	-3,5	-1,4	17,9□	2,2	-3,1	0,5□	35,3	10,0	11,7□	2,8	57,5	467,9
LU	3,5	19,0	nb□	4,1□	-2220,9□	766,4□	8616,9□	-3,1	0,3	25,5□	0,0	10,1	0,9□	29,8	11,1	15,5□	3,9	425,1	53,9
HU	3,1	21,7	1,4□	7,8□	23,0□	-2,2□	222,1□	-4,2	-7,1	-6,0□	-0,2	5,0	0,5□	24,4	8,8	13,0□	1,9	99,1	114,1
MT	6,2	25,4	0,8v□	4,9□	-262,7□	25,8□	1867,3□	-9,8	1,0	-6,8□	0,8	-0,6	2,7□	29,8	10,7	6,2v□	3,4	204,7	37,1
NL	2,0v	19,4v	nb□	3,6□	40,0□	13,4□	580,5□	-1,0v	1,0	-6,4□	-0,9v	2,3v	1,0v□	15,3v	1,5	-1,9□	3,7v	236,3v	129,7v
AT	1,0	22,6	3,1rv□	1,4□	20,1□	1,1□	80,9□	-2,3	2,3	-7,7□	-0,2	0,9	0,3□	23,3	5,7	14,2□	4,3	145,1	186,7
PL	3,9	20,1	1,0□	1,7□	35,7□	3,0□	48,6□	-1,6	-1,9	12,1□	2,8	5,0	2,5v□	17,0v	2,5	-2,0□	3,1	83,4	305,9
PT	1,6r	15,3r	nb□	1,7□	100,8□	0,3□	71,7□	-2,3r	-1,0	5,0□	4,8r	3,4r	0,2r□	0,6r	-12,4	5,4□	2,5r	195,9	372,0
RO	3,7v	24,7v	nb□	1,2□	24,5□	2,4□	42,6□	-0,9v	2,4	23,7□	6,1v	2,8v	4,6v□	43,9v	23,6	0,5□	nb	61,2	391,5
SI	2,3	19,5	nb□	6,1□	31,2□	3,9□	34,5□	-2,9	-0,7	-1,5□	0,7	2,9	1,2□	19,9	1,1	-10,8□	2,3	96,0	402,6
SK	3,8	23,0	1,2□	3,8□	27,3□	1,3□	60,5□	-3,5	-1,2	8,9□	-3,2	4,3	1,8□	16,1	-1,2	7,8□	2,3	83,7	831,7
FI	0,2	20,4	2,9v□	-0,3□	43,9□	7,3□	58,0□	-1,5	1,1	-18,8□	2,7	-2,9	0,6□	28,1	8,8	0,8□	5,5	182,8	299,4
SE	4,1	23,7	nb□	5,0□	46,3□	3,4□	78,0□	-0,9	-7,8	-7,4□	0,6	2,9	2,6□	25,1	6,8	30,5□	4,5	234,9	184,5
UK	2,2	16,9	nb□	-5,4□	nb	1,8□	74,3□	-0,6	14,0	3,1□	3,5	1,8	0,5□	21,9	3,6	17,4□	3,7	161,1	628,3

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

Noot: * Het grote niveauverschil is toe te schrijven aan de relocatie naar Ierland van balansen van grote multinationale ondernemingen en de opnemingen van de overeenkomstige transacties in de Ierse betalingsbalans- en IIP-statistieken. 1) Indexcijfer huizenprijzen r= bron NCB voor EL. 2) De officiële uiterste indieningstermijn voor de gegevens van 2015 over de binnenlandse bruto-uitgaven voor O&O is 31 oktober 2016; voor dit document zijn de op 24 oktober 2016 bij Eurostat ingediende gegevens gehanteerd.

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, 2015

Jaar 2015	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 %-punt	%	verandering over 3 jaar, in %-punt	%	verandering over 3 jaar, in %-punt	%	verandering over 3 jaar, in %-punt	%	verandering over 3 jaar, in %-punt
BE	0,9□	67,6□	4,4	22,1	12,2	-0,1	21,1□	-0,5□	14,9□	-0,4□	5,8v□	-0,5v□	14,9□	1,0□
BG	0,4v□	69,3□	5,6	21,6	19,3	-2,2	41,3□	-8,0□	22,0□	0,8□	34,2□	-9,9□	11,6□	-0,9□
CZ	1,4□	74,0□	2,4	12,6	7,5	-1,4	14,0□	-1,4□	9,7□	0,1□	5,6□	-1,0□	6,8□	0,0□
DK	1,1□	78,5□	1,7	10,8	6,2	-0,4	17,7□	0,2□	12,2□	0,2□	3,7□	1,0□	11,6□	1,4□
DE	0,9□	77,6□	2,0	7,2	6,2	-0,9	20,0□	0,4□	16,7□	0,6□	4,4□	-0,5□	9,8□	-0,1□
EE	2,9□	76,7□	2,4	13,1	10,8	-1,4	24,2□	0,8□	21,6□	4,1□	4,5□	-4,9□	6,6□	-2,5□
IE	2,5□	70,0□	5,3	20,9	14,3	-4,4	nb□	nb□	nb□	nb□	nb□	nb□	nb□	nb□
EL	0,5v□	67,8□	18,2	49,8	17,2	-3,0	35,7□	1,1□	21,4□	-1,7□	22,2v□	2,7v□	16,8□	2,6□
ES	2,5v□	74,3□	11,4	48,3	15,6	-3,0	28,6□	1,4□	22,1□	1,3□	6,4v□	0,6v□	15,4□	1,1□
FR	0,5v□	71,5□	4,3	24,7	12,0	-0,5	17,7□	-1,4□	13,6□	-0,5□	4,5□	-0,8□	8,6□	0,2□
HR	1,5□	66,8□	10,3	43,0	18,5	1,9	29,1□	-3,5□	20,0□	-0,4□	13,7□	-2,2□	14,4□	-2,3□
IT	0,6□	64,0□	6,9	40,3	21,4	0,4	28,7□	-1,2□	19,9□	0,4□	11,5□	-3,0□	11,7□	1,1□
CY	0,8v□	73,9□	6,8	32,8	15,3	-0,7	28,9□	1,8□	16,2□	1,5□	15,4□	0,4□	10,9□	4,4□
LV	1,3□	75,7□	4,5	16,3	10,5	-4,4	30,9□	-5,3□	22,5□	3,3□	16,4□	-9,2□	7,8□	-3,9□
LT	1,3□	74,1□	3,9	16,3	9,2	-2,0	29,3□	-3,2□	22,2□	3,6□	13,9□	-5,9□	9,2□	-2,2□
LU	2,6□	70,9b□	1,9	16,6	6,2b	0,3b	18,5□	0,1□	15,3□	0,2□	2,0□	0,7□	5,7□	-0,4□
HU	2,6□	68,6□	3,1	17,3	11,6b	-3,2b	28,2□	-5,3□	14,9□	0,6□	19,4□	-6,9□	9,4□	-4,1□
MT	3,4□	67,6□	2,4	11,8	10,4	-0,2	22,4□	-0,7□	16,3□	1,2□	8,1□	-1,1□	9,2□	0,2□
NL	0,9v□	79,6□	3,0	11,3	4,7	-0,2	16,8v□	1,8v□	12,1v□	2,0v□	2,5v□	0,2v□	10,2□	1,3□
AT	0,6□	75,5□	1,7	10,6	7,5	0,7	18,3□	-0,2□	13,9□	-0,5□	3,6□	-0,4□	8,2□	0,5□
PL	1,4v□	68,1□	3,0	20,8	11,0	-0,8	23,4□	-3,3□	17,6□	0,5□	8,1□	-5,4□	6,9□	0,0□
PT	1,4r□	73,4□	7,2	32,0	11,3	-2,6	26,6□	1,3□	19,5□	1,6□	9,6v□	1,0v□	10,9□	0,8□
RO	-0,9v□	66,1□	3,0	21,7	18,1	1,3	37,3□	-5,9□	25,4□	2,5□	22,7□	-8,4□	7,9□	0,0□
SI	1,1□	71,8□	4,7	16,3	9,5	0,2	19,2□	-0,4□	14,3□	0,8□	5,8□	-0,8□	7,4□	-0,1□
SK	2,0□	70,9□	7,6	26,5	13,7	-0,1	18,4□	-2,1□	12,3□	-0,9□	9,0□	-1,5□	7,1□	-0,1□
FI	-0,4□	75,8□	2,3	22,4	10,6	2,0	16,8□	-0,4□	12,4□	-0,8□	2,2v□	-0,7v□	10,8□	1,5□
SE	1,5□	81,7□	1,5	20,4	6,7	-1,1	16,0□	0,4□	14,5□	0,4□	0,7□	-0,6□	5,8□	0,1□
UK	1,8□	76,9□	1,6	14,6	11,1	-2,8	23,5□	-0,6□	16,7□	0,7□	6,1□	-1,7□	11,9□	-1,1□

Afkortingen: b: breuk in tijdreeks, r: raming, v: voorlopig.

Noot: 1) IE: De officiële uiterste indieningstermijn voor de gegevens van 2015 over mensen die met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd, is 30 november 2016, terwijl de data op 26 oktober 2016 zijn geëxtraheerd.

Bron: Europese Commissie, Eurostat.