



Brussel, 13.11.2013
COM(2013) 790 final

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT, DE RAAD,
DE EUROPESE CENTRALE BANK, HET EUROPEES ECONOMISCH EN
SOCIAAL COMITÉ EN HET COMITÉ VAN DE REGIO'S**

Waarschuwingsmechanismeverslag 2014

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

{SWD(2013) 790 final}

{SWD(2013) 791 final}

Het waarschuwingsmechanismeverlag vormt het startpunt van de jaarlijkse cyclus van de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden, waarmee wordt beoogd de onevenwichtigheden te detecteren en aan te pakken die de vlotte werking van de EU-economieën hinderen en die de goede werking van de economische en monetaire unie in gevaar kunnen brengen. In het waarschuwingsmechanismeverlag wordt aangegeven voor welke lidstaten een verdere analyse (in de vorm van een diepgaande evaluatie) noodzakelijk is om uit te maken of er een onevenwichtigheid bestaat die een beleidsoptreden vereist. In dit opzicht fungeert het waarschuwingsmechanismeverlag als een eerste doorlichtingsinstrument dat is gebaseerd op een scorebord van indicatoren met indicatieve drempelwaarden, gecompleteerd met een reeks aanvullende indicatoren. Het waarschuwingsmechanismeverlag is geen mechanische exercitie: het is niet omdat in een lidstaat een indicator boven de indicatieve drempelwaarden ligt, dat tot een diepgaande evaluatie wordt overgegaan. De Commissie houdt immers rekening met het volledige economische plaatje.

Uitsluitend op basis van diepgaande evaluaties concludeert de Commissie of er van onevenwichtigheden, en potentieel buitensporige onevenwichtigheden, sprake is en doet zij de passende beleidsaanbevelingen. De diepgaande evaluaties zullen in het voorjaar van 2014 worden bekendgemaakt en zullen worden meegenomen in de analyse die aan de landenspecifieke aanbevelingen van volgend jaar in het kader van het "Europees semester" voor coördinatie van het economisch beleid ten grondslag ligt.

1. SAMENVATTING

De EU-economieën blijven vooruitgang boeken bij de correctie van hun externe en interne onevenwichtigheden. Deze onevenwichtigheden, namelijk overvloedige kredietverlening, grote en aanhoudende tekorten en overschotten op de lopende rekening, verliezen aan concurrentievermogen en accumulatie van schulden, hebben de crisis in de hand gewerkt. De afgelopen jaren zijn er op diverse terreinen vorderingen gemaakt. Zo hebben er zich met name in een aantal lidstaten onder impuls van structurele hervormingen en marktdruk dalingen van het overheidstekort en aanmerkelijke verbeteringen van het kostenconcurrentievermogen voorgedaan.

Er moet evenwel verder werk worden gemaakt van het aanpakken van de onevenwichtigheden. Er is tijd nodig voor het wegwerken van de onevenwichtigheden die de crisis erger hebben gemaakt en die in een periode van een tiental jaar zijn opgebouwd. De daartoe vereiste beleidsmaatregelen zouden de structurele veranderingen in de economieën in de hand moeten werken. Tot dusver is er maar weinig vooruitgang geboekt bij het terugdringen van de buitensporige particuliere schulden, al was er in tal van landen sprake van zeer beperkte of zelfs negatieve kredietstromen; in de economieën met de grootste schuldenlast komt slechts langzaam verbetering in de internationale netto-investeringspositie. Bovendien is de herbalancerings in lidstaten met hoge overschotten veel minder uitgesproken, wat laat vermoeden dat besparingen en investeringen zich er op een inefficiënt niveau bevinden; een versterking van de bijdrage van hun binnenlandse vraag aan de groei, zoals de Commissie heeft aanbevolen, zou de algemene aanpassing in de eurozone vlotter laten verlopen. Diverse landen waar de onevenwichtigheden dringend moeten worden aangepakt, hebben met een ernstige verslechtering van hun sociale en werkgelegenheidssituatie te

kampen gekregen, wat in een grotere werkloosheid en armoede resulteerde, en aldus tot grote divergenties tussen de lidstaten heeft geleid.

Met dit verslag wordt de aanzet gegeven voor de derde ronde van de implementatie van de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden (PMO)¹. Met deze procedure wordt beoogd de onevenwichtigheden te detecteren en aan te pakken die een vlotte werking van de economieën van de lidstaten, de eurozone of de EU als geheel in de weg staan. De implementatie van de PMO is ingepast in het Europees semester, zodat de consistentie met andere instrumenten voor de uitoefening van economisch toezicht wordt verzekerd. Aldus worden passende aanbevelingen gegeven aan de lidstaten. In de jaarlijkse groeianalyse², die op hetzelfde moment als dit verslag wordt aangenomen, wordt nader ingegaan op de dwarsverbanden tussen de correctie van macro-economische onevenwichtigheden in het kader van de PMO en de spoedeisende uitdagingen, nl. voeren van een houdbaar begrotingsbeleid, wederom normaliseren van de kredietverlening, bevorderen van de groei en het concurrentievermogen, bestrijden van de werkloosheid en van de negatieve sociale gevolgen van de crisis, en moderniseren van het overheidsapparaat. De komende dagen zal de Commissie ook haar goedkeuring hechten aan adviezen over ontwerp-begrotingsplannen van de lidstaten van de eurozone (met uitzondering van die welke onder een macro-economisch aanpassingsprogramma vallen) en over het begrotingsbeleid van de eurozone. Voorts zal zij ook voorstellen voor adviezen over de economische partnerschapsprogramma's van diverse lidstaten bij de Raad indienen.

In het waarschuwingsmechanismeverslag wordt aangegeven welke lidstaten mogelijk met onevenwichtigheden worden geconfronteerd en aan een verdere analyse moeten worden onderworpen, voordat conclusies ten aanzien van het bestaan of de duur van onevenwichtigheden en de aard ervan kunnen worden getrokken. In dit verband moet het waarschuwingsmechanismeverslag worden gezien als een eerste doorlichting aan het begin van de jaarlijkse cyclus van de coördinatie van het economisch beleid op basis van een scorebord van indicatoren met indicatieve drempelwaarden, in combinatie met een reeks aanvullende indicatoren. In overeenstemming met de mededeling "Versterking van de sociale dimensie van de Economische en Monetaire unie"³ bevat dit verslag voor het eerst een reeks sociale indicatoren die nuttig zijn voor de interpretatie van het scorebord. In het kader van de latere diepgaande evaluaties zal een meer gedetailleerde analyse plaatsvinden. Op basis van de diepgaande evaluaties zal de Commissie uitmaken of er onevenwichtigheden en buitensporige onevenwichtigheden bestaan en zal zij passende beleidsaanbevelingen doen.

¹ Dit verslag gaat vergezeld van twee werkdocumenten. In een eerste document wordt een aantal technische wijzigingen in de in het scorebord gehanteerde indicatoren en in de aanvullende indicatoren toegelicht. Het tweede document bevat een uitgebreide reeks statistieken op basis waarvan dit verslag is opgesteld. Er zij ook verwezen naar *Eurostat News Release* 166/2013, en naar het recente voorstel voor een verordening betreffende de verstrekking en kwaliteit van statistieken voor de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden, COM(2013) 342 van 7.6.2013. Met deze verordening wordt beoogd de kwaliteitsbewaking van gegevens door Eurostat, alsook de verzameling en verstrekking van gegevens en metagegevens te regelen.

² COM(2013) 800 van 13.11.2013. Zie ook het ontwerp van de Commissie voor het gezamenlijk verslag over de werkgelegenheid.

³ COM(2013) 690 van 2.10.2013. In de mededeling wordt ook voorgesteld een scorebord van kernindicatoren op te stellen dat in het ontwerp van het gezamenlijk verslag over de werkgelegenheid moet worden gebruikt om ontwikkelingen op sociaal en werkgelegenheidsgebied te volgen en problemen op deze terreinen in een vroeg stadium te kunnen detecteren. In december zal de Raad uitmaken of dit scorebord in het kader van het Europees semester 2014 zal worden gehanteerd.

Uit dit verslag blijkt dat het noodzakelijk is om voor 16 lidstaten de accumulatie en het afbouwen van onevenwichtigheden, en de daaraan verbonden risico's, meer in detail te bestuderen. Voor sommige landen zal in de diepgaande evaluaties nader worden ingegaan op de bevindingen van de vorige PMO-cyclus⁴, terwijl het voor andere landen de eerste keer zal zijn dat de Commissie tot een diepgaande evaluatie overgaat. De diverse lidstaten waarvoor de Commissie voornemens is een diepgaande evaluatie op te stellen, worden met verschillende uitdagingen en potentiële risico's geconfronteerd, zoals eventuele overloopeffecten op hun partners.

- Voor **Spanje** en **Slovenië** zal in de diepgaande evaluaties worden nagegaan of de *buitensporige onevenwichtigheden* nog steeds bestaan of zijn weggewerkt, alsook welke bijdrage het door deze lidstaten gevoerde structurele beleid heeft geleverd aan het verhelpen van deze onevenwichtigheden.
- Voor **Frankrijk**, **Italië** en **Hongarije**, lidstaten met *onevenwichtigheden* waartegen volgens de Commissie krachtdadige beleidsmaatregelen moeten worden genomen, zal in de respectieve diepgaande evaluaties worden beoordeeld of er nog steeds van onevenwichtigheden sprake is.
- Voor de overige lidstaten die vorige keer als lidstaten met *onevenwichtigheden* werden aangemerkt (**België**, **Bulgarije**, **Denemarken**, **Malta**, **Nederland**, **Finland**, **Zweden** en het **Verenigd Koninkrijk**), zal onder meer van de diepgaande evaluatie worden uitgegaan om uit te maken in welke lidstaten er nog steeds onevenwichtigheden bestaan en in welke lidstaten deze zijn weggewerkt. De Commissie huldigt het standpunt dat, aangezien het bestaan van onevenwichtigheden wordt vastgesteld na een gedetailleerde analyse in het kader van een eerdere diepgaande evaluatie, ook de conclusie dat een evenwichtigheid is verholpen, pas tot stand kan komen na een grondige analyse van alle relevante factoren in het kader van een andere diepgaande evaluatie, die voor sommige lidstaten tot de stopzetting van de PMO kan leiden.
- Ook voor **Duitsland** en **Luxemburg** zullen diepgaande evaluaties worden opgesteld om hun externe positie en interne ontwikkelingen aan een nader onderzoek te onderwerpen en uit te maken of deze landen met onevenwichtigheden worden geconfronteerd.
- Ten slotte verdient het ook aanbeveling een diepgaande evaluatie uit te voeren voor **Kroatië** als nieuw lid van de EU, omdat inzicht moet worden verworven in het karakter van de potentiële risico's die zowel aan de externe positie, de handelsprestaties en het concurrentievermogen, als aan de interne ontwikkelingen verbonden zijn.

Voor de lidstaten die onder macro-economische aanpassingsprogramma's vallen en financiële bijstand genieten, zal het toezicht op hun onevenwichtigheden en de controle van hun corrigerende maatregelen plaatsvinden in de context van hun programma's. Het gaat om Ierland, Griekenland, Cyprus, Portugal en Roemenië. De situatie van Ierland in de context van de PMO zal worden bekeken na afloop van het programma.

⁴ In april 2013 heeft de Commissie onevenwichtigheden geconstateerd in België, Bulgarije, Denemarken, Spanje, Frankrijk, Italië, Hongarije, Malta, Nederland, Slovenië, Finland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk, waarbij er voor Spanje en Slovenië van buitensporige onevenwichtigheden sprake was (zie: "Resultaten van de diepgaande evaluaties", COM(2013) 199 van 10.4.2013, en "Macroeconomic Imbalances", *European Economy-Occasional Papers*, 132-144). Voor de volledige reeks door de Raad aangenomen landenspecifieke aanbevelingen, met inbegrip van die welke op het wegwerken van onevenwichtigheden betrekking hebben, zie PB C 217 van 30.7.2013, blz. 1.

In het kader van het multilaterale toezicht en overeenkomstig artikel 3, lid 5, van Verordening (EU) nr. 1176/2011⁵ verzoekt de Commissie de Raad en de Eurogroep zich over dit verslag te buigen. Ook ziet de Commissie uit naar feedback van het Europees Parlement en passend overleg met relevante belanghebbenden. Rekening houdend met de besprekingen binnen de Raad en de Eurogroep, zal de Commissie diepgaande evaluaties voor de betrokken lidstaten opstellen. Deze evaluaties zullen naar verwachting in het voorjaar van 2014 worden gepubliceerd, voordat de nationale hervormingsprogramma's worden opgesteld en het pakket met landenspecifieke aanbevelingen in het kader van het Europees semester wordt bekendgemaakt.

⁵ PB L 306 van 23.11.2011, blz. 25.

2. GEMAAKTE VORDERINGEN BIJ DE CORRECTIE VAN ONEVENWICHTIGHEDEN

Het voorbije jaar hebben de meeste EU-lidstaten vorderingen gemaakt bij de correctie van hun onevenwichtigheden. Dit geldt niet alleen voor de tekorten op de lopende rekening en de voornaamste indicatoren voor het concurrentievermogen, maar ook voor de overheidsbegrotingen, de particuliere balansen en de financiële sectoren. De druk die de particuliere sector en de overheidssector van diverse lidstaten ondervinden om hun schulden af te bouwen, blijft echter een rem zetten op de economische activiteit; de binnenlandse vraag wordt in tal van economieën getemperd door het opvoeren door de huishoudens van hun besparingen en in sommige gevallen door loonontwikkelingen, alsook doordat ondernemingen hun schulden terugschroeven. Bovendien heeft de zwakke economische activiteit als gevolg van de crisis de werkloosheid doen toenemen en tot de verslechtering van een aantal andere sociale indicatoren geleid.

De correctie van de onevenwichtigheden werkt betere fundamentele economische ontwikkelingen en een geleidelijk herstel in de hand. Tegelijkertijd draagt de geleidelijke normalisatie van de economische omstandigheden bij tot de beperking van de met de onevenwichtigheden samenhangende macro-economische risico's. De groeivoorzichten⁶ zijn thans beter dan een jaar geleden en de bij de correctie van de externe en interne macro-economische onevenwichtigheden gemaakte vorderingen zullen de weg vrijmaken voor groei en convergentie. De afgelopen maanden zijn de economische berichten hoopgevend geweest. Na meerdere kwartalen van krimp is het bbp in het tweede kwartaal zowel in de eurozone als in de EU met 0,3 procent gegroeid. Voor de tweede helft van het jaar wijzen de kernindicatoren op een voortzetting van deze expansie, zij het in een gematigd tempo. Ook de geleidelijk aantrekkende binnenlandse vraag en de toename van de uitvoer onder invloed van een verbeterend concurrentievermogen bevestigen de verwachting dat het herstel volgend jaar zal doorzetten. Met betrekking tot de verschillende terreinen die door de PMO worden bestreken, kunnen de onderstaande, voor meerdere landen geldende opmerkingen worden geformuleerd.

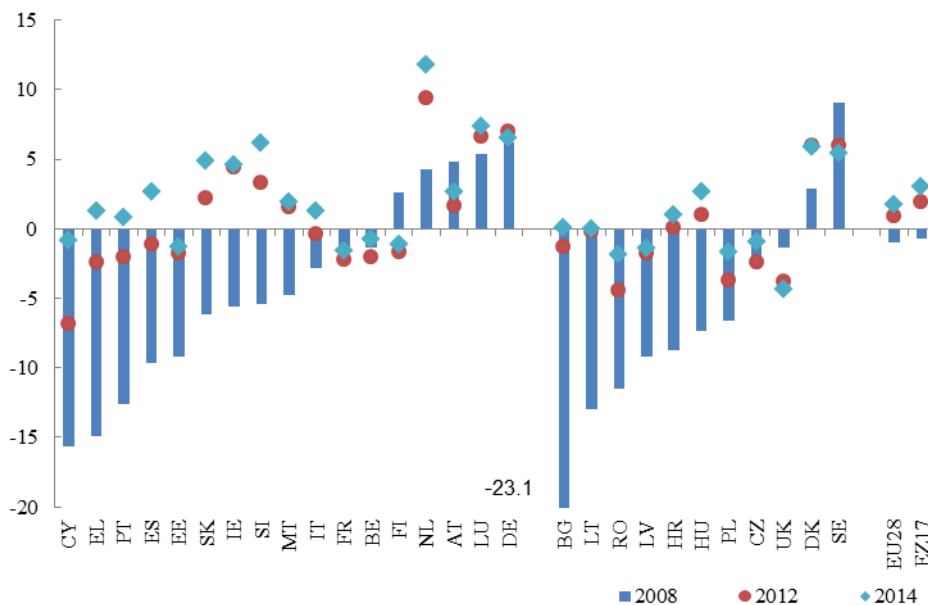
- **Er is sprake van een opmerkelijke verbetering van de lopende rekeningen van de lidstaten die traditioneel grote tekorten laten optekenen** (zie grafiek 1). Dit is met name het geval in lidstaten die een macro-economisch aanpassingsprogramma ten uitvoer leggen dat door financiële bijstand wordt ondersteund (EL, IE, CY, PT en RO), alsook in BG, EE, ES, LT, LV, SI en SK, d.w.z. de lidstaten die tot een paar jaar geleden de grootste tekorten op de lopende rekening boekten en die met onhoudbare ontwikkelingen werden geconfronteerd. Hoewel de verbetering van hun externe rekeningen voor een aanzienlijk deel aan de inkrimping van de invoer als gevolg van een daling van de binnenlandse vraag en een heroriëntatie van de bestedingen toe te schrijven is, zijn er ook positieve uitvoerresultaten behaald. De verbetering van de externe positie van de lidstaten die traditioneel grote tekorten boeken, is op zowel conjuncturele als niet-conjuncturele factoren terug te voeren. Er zijn aanwijzingen dat de verbetering van de lopende rekening een aanmerkelijke niet-conjuncturele component omvat: een expansie van de uitvoer en inkomensverliezen en dus een dalende invoer, factoren waarvan de rol naar verwachting niet zal zijn uitgespeeld wanneer het herstel vastere voet krijgt⁷. Uit de laatste

⁶ Zie "European Economic Forecast-Autumn 2013", *European Economy*, 2013 (7).

⁷ Dit betekent met andere woorden dat de tekorten op de lopende rekening doorgaans sterker zijn teruggedrongen dan in het licht van de geraamde output gaps in de betrokken lidstaten en hun handelspartners mocht worden verwacht. Voor een mogelijke methode voor de raming van de conjuncturele component van saldi op de lopende rekening, zie Salto, M. and A. Turrini (2010), "Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment", *European Economy-Economic Papers*, 427.

actualisering van het scorebord blijkt dat de indicator voor het tekort op de lopende rekening (een driejaarsgemiddelde voor 2010-2012) boven de drempelwaarde van 4 procent van het bbp blijft voor zowel PL als EL, CY, PT en RO. Voor ES, PT, SK en SI wordt voor 2013 echter een overschot verwacht, terwijl alleen CY en RO in 2012 een tekort van 4 procent van het bbp of meer boekten. Van de landen die de afgelopen jaren met een verslechtering van hun externe positie werden geconfronteerd, verdienen FR en UK nadere aandacht omdat zij thans de grootste tekorten in de EU boeken, al blijven deze onder de drempelwaarde.

Grafiek 1: Tekorten (-) en overschotten (+) op de lopende rekeningen
2008, 2012 en 2014 (prognoses)
(% van het bbp)



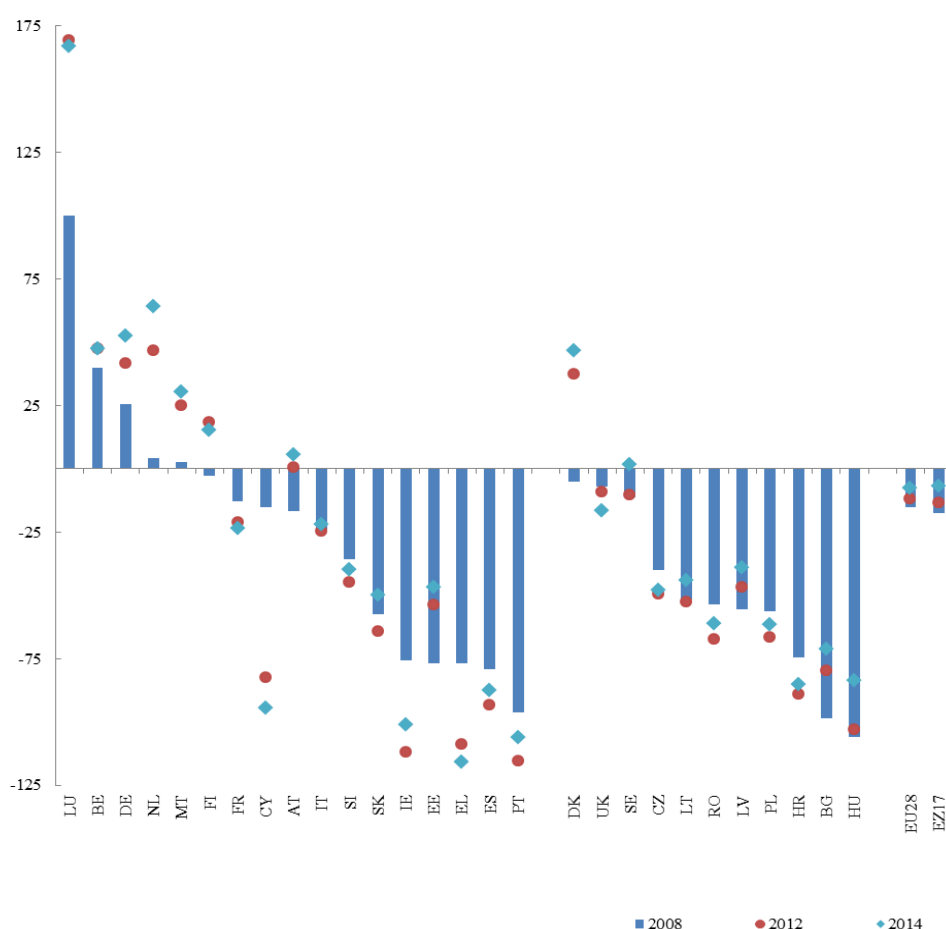
Bron: Eurostat, Commissiediensten.

- **De houdbaarheid van de externe positie van de meest kwetsbare economieën is echter nog niet ten volle hersteld** (zie grafiek 2). De meeste lidstaten laten een grote negatieve internationale netto-investeringspositie zien. Binnen de eurozone is dat vooral het geval voor ES en EE, alsook voor de vier programmalanden PT, EL, IE en CY, en voor BG, HR, HU, LV buiten de eurozone: elk van deze landen heeft een negatieve internationale netto-investeringspositie van meer dan 50 procent van het bbp, en in sommige gevallen (IE, EL, PT en HU) van meer dan het jaarlijkse bbp. Met name de internationale netto-investeringspositie van CY is de afgelopen jaren in zeer snel tempo verslechterd. Ook de internationale netto-investeringspositie van CZ, LT, PL, SK en SI, alsook van RO is negatiever dan de indicatieve drempelwaarde, maar stabiel. Het saldo op de lopende rekening van al deze lidstaten (met uitzondering van EL en CY) ligt in 2013 boven dat van de lidstaten die hun externe verplichtingen op middellange termijn stabiliseren. Om de internationale netto-investeringspositie naar veiliger niveaus terug te dringen, moeten gedurende een langere periode evenwel kleinere tekorten of zelfs overschotten worden geboekt en is een dynamischere economische activiteit vereist⁸. Daar

⁸ Zie "The Dynamics of International Investment Positions", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(3):7-20.

komt nog bij dat de verbetering van de internationale netto-investeringspositie in sommige landen nog niet in de feitelijke gegevens tot uiting komt vanwege de zeer lage nominale groei. Wegens hun grote negatieve internationale netto-investeringsposities zijn de financieringsvoorwaarden van die landen gevoelig voor veranderingen in de economische vooruitzichten en voor marktgrillen. De risico's die aan negatieve internationale netto-investeringsposities verbonden zijn, zoals onder meer het effect op de economische activiteit en de financiële stabiliteit, hangen in belangrijke mate af van de samenstelling van de verplichtingen; in dat opzicht verkeren landen met een groot volume aan inkomende buitenlandse directe investeringen (nl. BG, CZ, EE, SK, LT, LV en IE) in een betere positie dan die waarvan de negatieve internationale netto-investeringspositie vooral een afspiegeling is van de buitenlandse schuld⁹.

Grafiek 2: Internationale netto-investeringsposities
2008, 2012 en 2014 (projecties)
(% van het bbp)



Noot: Bij de projecties voor 2014 wordt ervan uitgegaan dat er geen sprake is van waarderingswinsten of -verliezen.
Bron: Eurostat, Commissiediensten.

- **Voor sommige lidstaten blijven de overschotten op de lopende rekening zeer hoog** en ver boven de indicatieve drempelwaarde van 6 procent van het bbp (zie grafiek 1 en kader 1). Dat is het geval voor DE, LU en NL en, in mindere mate, ook voor SE. De

⁹ Zie "The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2): 17-25.

beschikbare prognoses laten vermoeden dat deze overschotten in de nabije toekomst niet aanmerkelijk zullen dalen. Hoewel de structurele kenmerken aanhoudende bescheiden overschotten in elk van deze landen rechtvaardigen, liggen de in de afgelopen jaren opgetekende en voor 2014 voorspelde niveaus ver boven de historische niveaus en boven de meeste ramingen van de niveaus die in het licht van hun fundamentele economische ontwikkelingen gewettigd zijn¹⁰. Aangezien de economische activiteit in DE er minder sterk op achteruit is gegaan dan bij de meeste van zijn handelspartners, kan worden vermoed dat het conjunctuurgezuiverde overschot van dit land hoger is dan de feitelijke gegevens, maar dit lijkt niet het geval te zijn voor NL. De overschotten zijn het gevolg van een sterk concurrentievermogen en een grote specialisatie in de sectoren waarvoor er van een krachtiger mondiale vraag sprake is – beide welkome ontwikkelingen –, maar zij zijn ook een afspiegeling van een zwakke binnenlandse vraag, die op zijn beurt aan structurele belemmeringen voor een binnenlands gegenereerde groei toe te schrijven is¹¹. Een verhoging van de investeringen en een vermindering van de totale besparingen zouden tot een welvaartsverbetering in deze landen leiden en de duurzaamheid van hun groei in de hand werken, zonder dat hun concurrentievermogen daardoor wordt aangetast, te meer omdat de investeringsquote in de overschotlanden veelal lager ligt dan het EU-gemiddelde. Tegelijkertijd kunnen grote overschotten ook op inefficiënties in de financiële intermediatie duiden. De combinatie van deze grote overschotten en de bovenbeschreven reductie van de tekorten houdt in dat de eurozone, waarvan de externe positie traditioneel in evenwicht is, thans een overschot van meer dan 2 procent van het bbp heeft geboekt¹². Deze ontwikkeling kan resulteren in opwaartse druk op de wisselkoers van de euro ten opzichte van andere internationale valuta's en tevens nog grotere inspanningen van de kwetsbare landen vergen om hun schulden af te bouwen en hun concurrentievermogen te herstellen door kostenaanpassingen door te voeren.

- **Het prijs- en niet-prijsconcurrentievermogen is er in diverse landen, en met name in de meest kwetsbare, op vooruitgegaan.** Volgens de laatste actualisering van het PMO-scorebord is er, anders dan amper een paar jaar geleden, in geen enkele lidstaat (behalve LU) sprake van een stijging van de nominale loonkosten per eenheid product die de indicatieve drempelwaarde overtreft¹³. Wat de landen betreft waar in het verleden de meest dynamische stijgingen hebben plaatsgevonden, hebben er zich tastbare verminderingen voorgedaan in ES, LV en LT, alsook in IE en EL¹⁴. Het herstellen van het prijsconcurrentievermogen is van essentieel belang voor het aanpassingsproces van de economieën die met de grootste uitdagingen op het gebied van de houdbaarheid van de externe positie worden geconfronteerd. Zonder een dergelijke verbetering zou de reductie van hun tekorten hoofdzakelijk plaatsvinden via een daling van de invoer en een vermindering van de levensstandaard. Bovendien is voor geen enkel land een *stijging* van de reële effectieve wisselkoers (REWK) waargenomen die boven de indicatieve drempelwaarde lag. In de meeste lidstaten is de reële effectieve wisselkoers zelfs sterker

¹⁰ Zie bv. IMF (2013), "Multilateral Policy Issues Report - 2013 Pilot External Sector Report" (juni), en "Germany-Staff Report for the 2013 Article IV Consultation" (augustus).

¹¹ Deze kwesties zijn al aan de orde gekomen in de aanbevelingen die in eerdere jaren tot deze lidstaten zijn gericht.

¹² Zie "Current Account Surpluses in the EU", *European Economy*, 2012 (9).

¹³ Over het verband tussen de loonkosten per eenheid product, de uitvoerprijzen en de herbalancering, zie "Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3): 19-25.

¹⁴ Zie "Labour Market Developments in Europe-2013", *European Economy*, 2013 (6) en "Benchmarks for the Assessment of Wage Developments", *European Economy-Occasional Papers*, 146.

gedaald dan de drempelwaarde, gezien de ontwikkeling van de nominale wisselkoers van de euro (en, voor de landen buiten de eurozone, van andere nationale valuta's). Het niet-prijsconcurrentievermogen valt moeilijker te beoordelen; ook hier zijn er echter aanwijzingen dat er in diverse landen van een verbetering sprake is, met een expansie van hun uitvoer naar nieuwe markten en nieuwe sectoren.

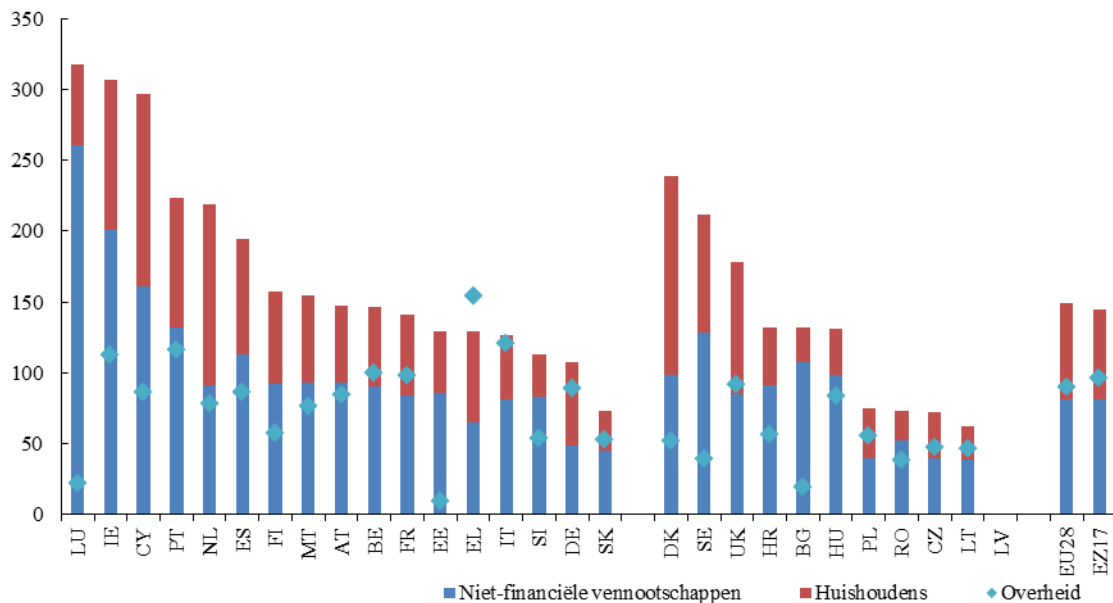
- **Diverse landen hebben betere exportprestaties geleverd, maar de meeste lidstaten blijven marktaandeel verliezen op mondiaal niveau.** Over de afgelopen vijf jaar hebben alleen BG, EE, LV, LT, MT, PL en ook RO, die samen niet meer dan 5½ procent van de EU-uitvoer voor hun rekening nemen, hun marktaandeel weten te verhogen en in 2012 hebben enkel LV en LT marktaandeel gewonnen. Het marktaandeelverlies is bijzonder uitgesproken in HR, CY, IT, FI en EL. De laatste jaren zijn de exportprestaties van de EU-landen minder heterogeen geworden en zijn de exportprestaties van landen als ES en PT verbeterd. Bij de beoordeling van de ontwikkeling van het exportmarktaandeel moet ook worden bedacht dat de relatieve verliezen verband houden met de expansie van grote opkomende economieën, zoals onder meer China, Brazilië, Rusland en India. Maar ook als de exportprestaties met die van andere geavanceerde economieën, zoals de OESO-landen worden vergeleken, kunnen de prestaties die de meeste lidstaten over de afgelopen vijf jaar hebben geleverd, niet als positief worden omschreven.
- **In tal van lidstaten worden de balansaanpassingen voortgezet, maar de particuliere schuldenlast blijft er hoog** (zie grafiek 3). Ondanks de voortgaande schuldafbouw overtreft de schuld van de particuliere sector in de meeste lidstaten nog steeds de indicatieve drempelwaarde¹⁵. Het tempo en de intensiteit van de geleverde aanpassingsinspanningen lopen echter van land tot land uiteen. Zo is er sprake van forse aanpassingen in ES, HU, LT en SI, maar hebben er zich tegelijkertijd sterke stijgingen van de geconsolideerde particuliere schuld als percentage van het bbp voorgedaan in zowel BE, FR, en FI, als in CY en IE. Het leeuwendeel van de in 2012 door de particuliere sector geleverde aanpassingsinspanning kan worden toegeschreven aan de schuldafbouw bij de huishoudens (met name in DK, EE en UK, alsook in PT)¹⁶.
- **De dynamiek van de schuldafbouw wordt beïnvloed door de onderliggende voorwaarden op de kredietmarkten** en de toegang tot financiering. In 2012 lag de kredietgroei doorgaans onder de drempelwaarde. Deze ontwikkeling is toe te schrijven aan factoren die zowel met de vraag naar als met het aanbod van kredieten verband houden, en die niet gemakkelijk te onderscheiden zijn. In diverse landen hebben de banken hun balansen verkort, zoals in de indicator voor de verplichtingen van de financiële sector tot uiting komt. De dalende netto kredietverlening in 2012 in de programmalanden EL, IE en PT zette er een extra rem op de economische activiteit, waardoor hun schuldquote als gevolg van het noemereffect een tijdelijke toename te zien gaf; in sommige landen bleven negatieve spiralen tussen de noodzakelijke druk om de schuld af te bouwen en de economische activiteit een punt van zorg. Daartegenover staat dat de aanpassing in BG, DE, AT, PL en UK plaatsvond tegen de achtergrond van een geringere druk op de kredietmarkten en een sterkere nominale bbp-groei. Uit de sectorale uitsplitsing blijkt dat in de landen waar een schuldafbouw in het bedrijfsleven gaande is,

¹⁵ In verband met de wijzigingen die in de definitie van de in het scorebord opgenomen schuldenlast van de particuliere sector zijn aangebracht, zie "Refining the MIP Scoreboard - Technical Changes to the Scoreboard and Auxiliary Indicators", *op. cit.*

¹⁶ Zie "Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1): 26-32, en Cuerpo, C. *et al.* (2013), "Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment", *European Economy-Economic Papers*, 477.

negatieve netto kredietstromen in zowel ES, HU en SI, als in EL een significante bijdrage leveren in dit verband. Financieringsproblemen kunnen in kwetsbare landen uiteindelijk tot te weinig investeringen leiden, waardoor het herstel en de effectieve heroriëntatie van de economie in de richting van meer productieve, exportgerichte industrieën langer op zich kunnen laten wachten¹⁷.

Grafiek 3: Schuldpositie van de niet-financiële vennootschappen, de huishoudens en de overheid
2012
(% van het bbp)



Noot: Het totaal van de particuliere schuld voor de EU28 en de EZ17 is verkregen op basis van het gewogen gemiddelde van de geconsolideerde gegevens per land.

Bron: Eurostat.

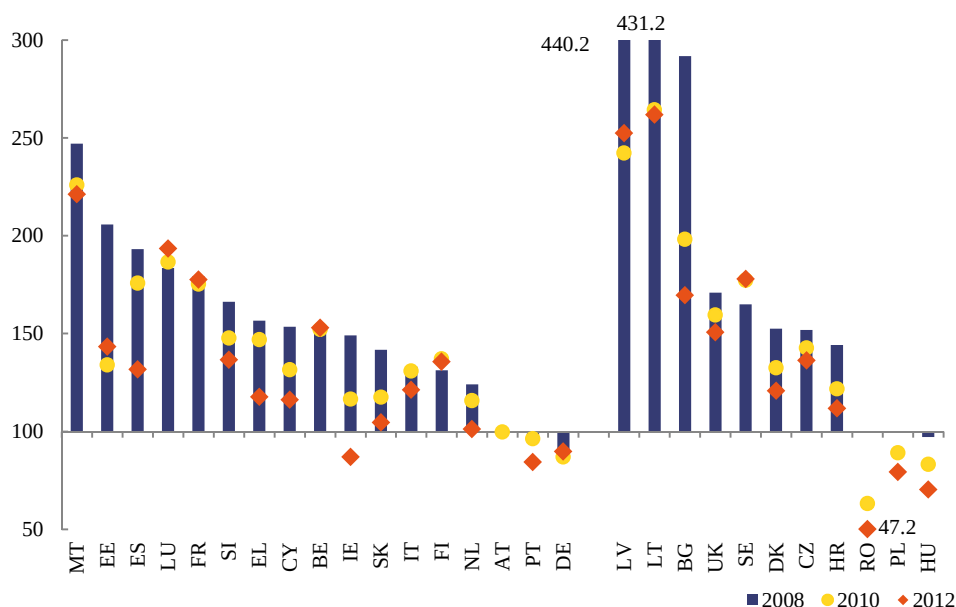
- **De daling van de huizenprijzen heeft uitbreiding genomen en is versneld** (zie grafiek 4). De reële huizenprijzen¹⁸ lieten in 2012 een verdere aanpassing zien, waardoor er in BG, DK, ES, HU, IT, NL, SI en SK, alsook in IE, PT en RO van sterk negatieve groeipercentages sprake was, als gevolg van scherpere kredietvoorwaarden en de door de huishoudens geleverde inspanningen om hun schulden terug te schroeven. Alleen in DE, EE, LU, MT en AT gaven de gedefleerde huizenprijzen een stijging te zien. Bovendien is de correctie in 2012 versneld in landen die reeds met een sterke cumulatieve daling van de prijzen ten opzichte van hun hoogtepunt werden geconfronteerd, zoals BG, ES, NL, SI en ook CY. De krimp van de vastgoedmarkt gaat gepaard met beleidsmaatregelen die erop gericht zijn het woningbezit en de schuldfinanciering ervan minder aantrekkelijk te maken. Ingrijpende hervormingen waarmee wordt beoogd de huurmarkten te stimuleren, de fiscale prikkels voor hypotheekgerelateerde instrumenten af te bouwen of de kwetsbaarheid van de balansen van de huishoudens voor inkomens- en renteschokken te

¹⁷ Zie "Product Market Review-2013", *European Economy*, 2013 (verschijnt binnenkort), en "Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1): 19-25.

¹⁸ De relatieve (of reële) huizenprijzen zijn de aan de hand van de consumptiedeflator gedefleerde prijzen.

verminderen, kunnen bijdragen tot minder volatiele huizenmarkten en het economische effect van de schommelingen ervan temperen¹⁹.

Grafiek 4: Huizenprijzen (gedefleerd)
2008, 2010 en 2012
(index 2000 = 100, tenzij anders vermeld)



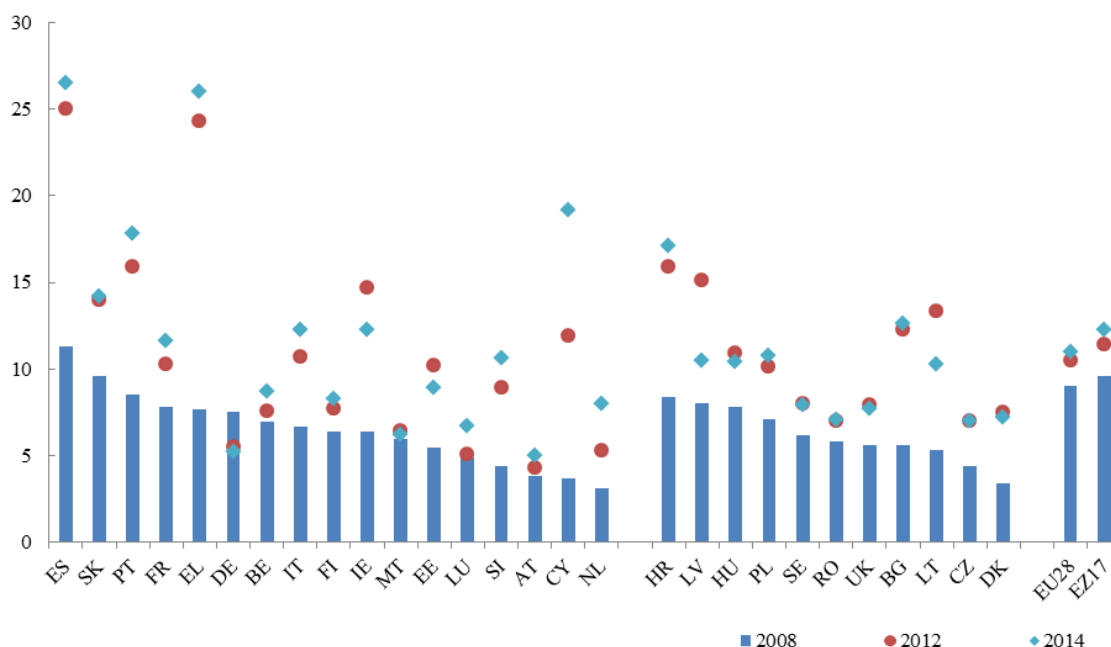
Noot: Wegens ontbrekende gegevens zijn de basisjaren 2004 voor CZ, 2003 voor EE en SI, 2002 voor CY, 2006 voor SK, 2007 voor HU en 2008 voor PL, AT en RO. Wegens onvolledige gegevens heeft de rode ruit voor AT bovendien betrekking op 2011; de beschikbare informatie duidt op krachtige groei in 2012.
Bron: Eurostat, ECB, OESO, BIB.

- **Tijdens het herbalanceringsproces is de sociale en werkgelegenheidssituatie in een aantal landen verslechterd.** Met name de werkloosheid is in diverse lidstaten zeer fors gestegen. ES, HR, LV, LT en SK, alsook EL, IE, CY en PT worden door hoge of zeer hoge werkloosheidspercentages gekenmerkt (zie grafiek 5). Alleen in DE lag de werkloosheid lager in 2012 dan in 2008 en slechts zeer weinig lidstaten hebben de afgelopen jaren de stijging van de werkloosheid in toom weten te houden. Andere maatstaven voor de werkloosheid, zoals de langdurige en de jeugdwerkloosheid, zijn sterk gestegen, met name in EL en ES, wat in grote divergenties binnen de EU resulteert. De zwakke economische activiteit en, in sommige gevallen, de krimp in belangrijke arbeidsintensieve sectoren zoals de bouwnijverheid (bv. in ES, SI en IE) maken deel uit van een aanpassingsproces dat onder meer aanleiding geeft tot een verschuiving van middelen van de niet-verhandelbare naar de verhandelbare sector en tot een heroriëntatie van de bestedingen naar binnenlands geproduceerde goederen. Hoewel de reallocatie van

¹⁹ Zie "Assessing the dynamics of house prices in the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4): 7-18, "Taxation of Housing", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4): 25-30, en "Tax Reforms in EU Member States 2013", *European Economy*, 2013(5), en met name punt 2.6. In verband met woninggerelateerde risico's, zie Pataracchia, B., R. Raciborski, M. Ratto en W. Röger (2013), "Endogenous Housing Risk in an Estimated DSGE Model of the Euro Area", *European Economy-Economic Papers*, 505.

middelen onvermijdelijk en wenselijk is, zal dat proces echter niet pijnloos verlopen. Bovendien duidt de hoge werkloosheid op een ondermaats presterende economie, een verder verlies aan menselijk kapitaal en lagere potentiële groeivoorzichten. Diverse hervormingsstromen op zowel de arbeidsmarkt als de productenmarkten helpen de gevolgen van dit proces weliswaar afzwakken, maar dat neemt niet weg dat de werkloosheid zeer fors is gestegen en in tal van lidstaten ongekende hoogten heeft bereikt. Om het sociale effect van de onevenwichtigheden en van de aanpassing beter te kunnen inschatten, is aan de aanvullende indicatoren voor de economische interpretatie van het scorebord een aantal sociale indicatoren toegevoegd. Uit het werkloosheidspercentage blijkt dat er sprake is van een verslechterende matching op de arbeidsmarkt; de stijging van de langdurige en jeugdwerkloosheid, inactiviteit, armoede en sociale uitsluiting is symptomatisch voor een onderbenutting van de middelen en een achteruitgang van de sociale cohesie.

Grafiek 5: Werkloosheid
2008, 2012 en 2014 (prognoses)



Bron: Commissiediensten.

- **De arbeidsmobiliteit binnen de EU neemt toe.** In 2012 waren er 6½ miljoen migranten binnen de EU, wat neerkomt op een toename met 200 000 ten opzichte van 2011. In LV en LT is de negatieve nettomigratie beperkter uitgevallen dan in de voorgaande jaren, wat duidt op enige verbetering van de arbeidsmarktsituatie. In PT en ES daarentegen heeft de stijging van het werkloosheidspercentage in beide landen een versnelling van de netto-uitstroom van migranten teweeggebracht, al ging het hoofdzakelijk om een terugkeer van migranten van buiten de EU naar hun land van herkomst. Tegelijkertijd blijft de netto-immigratie in landen met een vrij lage werkloosheid, zoals DE, AT en SE, een toename vertonen. De arbeidsmigratie binnen de EU laat een stijging zien. Migratie kan een rol in de aanpassing spelen door de reallocatie van arbeidskrachten van gebieden met veel werkloosheid naar gebieden met een grote vraag naar arbeid te faciliteren. Landen met negatieve netto migratiestromen moeten echter een beleid blijven voeren dat hun potentiële groei bevordert, zodat zij op middellange termijn in staat zijn de geschoolde arbeidskrachten aan te trekken die zij mogelijk tijdens de aan de gang zijnde aanpassingsfase verliezen.

3. LANDENSPECIFIEKE OPMERKINGEN OVER DE INTERPRETATIE VAN HET SCOREBORD

De lidstaten waarop uit hoofde van door financiële bijstand ondersteunde macro-economische aanpassingsprogramma's toezicht wordt uitgeoefend, worden hieronder niet besproken²⁰. Het gaat om Griekenland, Cyprus, Portugal en Roemenië; de toestand in Ierland komt in dit verslag aan de orde, maar de situatie van het land in de context van de PMO zal worden bekeken als de huidige financiële bijstand afloopt, wat naar verwachting in februari 2014 zal gebeuren.

België: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat België met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name op het gebied van het concurrentievermogen en de schuldenlast, en dan vooral wat de implicaties van de hoge overheidsschuld voor de reële economie betreft. In het geactualiseerde scorebord overtreffen sommige indicatoren (dezelfde als vorig jaar) hun indicatieve drempelwaarden, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel en de schulden van de particuliere en de overheidssector. De zich reeds geruime tijd aftekenende neerwaartse tendens van het exportmarktaandeel is in 2012 nog sterker geworden, waardoor de negatieve ontwikkeling van de goederenbalans aanhield. De lopende rekening is verder verslechterd en laat thans een klein tekort zien. De internationale netto-investeringspositie blijft evenwel stabiel en positief. Wat het kostenconcurrentievermogen betreft, geven de beschikbare indicatoren aan dat er van een stabilisatie sprake is. Dat neemt evenwel niet weg dat de toename van de loonkosten per eenheid product, die zich onder de indicatieve drempelwaarde bevindt, in 2012 wederom is versneld, maar in 2013 naar verwachting gematigder zal uitvallen. In 2012 is de reële effectieve wisselkoers licht gedaald, wat aansluit bij de ontwikkeling van de wisselkoers van de euro. In 2012 is de particuliere schuld gestegen, waarmee zij ver boven de drempelwaarde blijft, zelfs als tot consolidatie van binnenlandse leningen tussen ondernemingen wordt overgegaan. De overheidsschuld is blijven stijgen en zal in 2013 naar verwachting hoger uitkomen dan 100 procent van het bbp, maar voor de komende jaren wordt ervan uitgegaan dat zij zich min of meer zal stabiliseren. Bovendien mogen ook de latente verplichtingen niet uit het oog worden verloren omdat zij gevolgen kunnen hebben voor zowel de overheidsfinanciën als de reële economie. In 2012 zijn de verplichtingen van de financiële sector teruggelopen, terwijl de schuldhefboom van de sector tot het laagste niveau in vijf jaar is teruggebracht. De huizenprijzen, die sinds 2008 stabiel waren gebleven, zijn in 2012 licht gedaald, hetgeen erop duidt dat er een geleidelijke aanpassing plaatsvindt. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.*

Bulgarije: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Bulgarije met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat het effect van de

²⁰ Deze aanpak, waarmee parallelle procedures en rapportageverplichtingen worden vermeden, is vastgelegd in Verordening (EU) nr. 472/2013 (PB L 140 van 27.5.2013, blz. 1), die deel uitmaakt van het zogeheten "twopack". Hij sluit ook aan bij het Commissievoorstel tot instelling van een faciliteit voor het toekennen van financiële bijstand aan lidstaten die de euro niet als munt hebben (COM(2012) 336 van 22.6.2012). Voor een grondige bespreking van de economische situatie en van de geboekte vooruitgang bij het afbouwen van de onevenwichtigheden in deze lidstaten, zie de laatste nalevingsverslagen in *European Economy-Occasional Papers*, 162 (Ierland), 159 (Griekenland), 161 (Cyprus), 156 (Roemenië) en 153 (Portugal). Spanje wordt wel in dit verslag besproken, ondanks het feit dat het land officiële financiering geniet voor de herkapitalisatie van banken; zie *European Economy-Occasional Papers*, 155. Met betrekking tot het "twopack", zie "The Two-Pack on Economic Governance", *European Economy-Occasional Papers*, 147.

schuldafbouw in het bedrijfsleven en het voortgaande aanpassingsproces van de externe positie, het concurrentievermogen en de arbeidsmarkt betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie en de werkloosheid. De aan de externe positie verbonden risico's lijken te zijn verminderd in vergelijking met een paar jaar geleden. De negatieve internationale netto-investeringspositie blijft aan de hoge kant, terwijl de nettoschuld aan het buitenland aanzienlijk lager ligt als gevolg van de grote omvang van de buitenlandse directe investeringen (BDI). Bovendien laat zowel de negatieve internationale netto-investeringspositie als de nettoschuld aan het buitenland een parallelle neerwaartse tendens zien onder invloed van de ontwikkeling van de lopende rekening in de richting van een evenwicht en een positief blijvende bijdrage van de kapitaaloverdrachten. De correctie van de lopende rekening lijkt vooral van niet-conjuncturele aard en sorteerde slechts een vrij gering effect op de economische activiteit. De indicatoren voor het prijs- en kostenconcurrentievermogen zijn blijven verbeteren en lijken bevorderlijk voor een toekomstige groei van de uitvoer. Vanaf 2012 bevindt de indicator voor de nominale loonkosten per eenheid product zich op hetzelfde niveau als de scoreborddrempel vanwege lagere loonsverhogingen en duurzame productiviteitsstijgingen, die onder meer ook op arbeidsuitstoot terug te voeren zijn. De schuldafbouw in de particuliere sector gaat onverminderd door. De schuldenlast van de niet-financiële vennootschappen is in Bulgarije vrij hoog ten opzichte van vergelijkbare landen, maar deze situatie is voor een groot deel toe te schrijven aan grensoverschrijdende bedrijfsinterne leningen. De kredietverlening blijft beperkt als gevolg van het flauwe economische herstel. De arbeidsmarkt blijft een zwakke ontwikkeling te zien geven en de werkloosheid, met inbegrip van de langdurige en de jeugdwerkloosheid, is verder opgelopen, al lijkt de stijging ervan in de loop van 2013 af te vlakken. De afgelopen jaren zijn ook de armoede en de sociale uitsluiting toegenomen; het NEET-percentage²¹ is het hoogste in de EU. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.*

Tsjechië: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Tsjechië niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord is de internationale netto-investeringspositie negatief en blijft zij boven de indicatieve drempelwaarde. Deze indicator is verder verslechterd omdat er tekorten op de lopende rekening zijn geboekt. Deze tekorten bedroegen 2½ à 3 procent van het bbp, maar verwacht wordt dat zij de komende jaren zullen afnemen. De aan de externe positie verbonden risico's blijven beperkt omdat een groot deel van de buitenlandse verplichtingen de vorm van BDI aanneemt en de buitenlandse nettoschuld derhalve zeer laag is. Aan het begin van de eeuw hebben de BDI de verbetering van de exportprestaties mede in de hand gewerkt, maar de toename van het exportmarktaandeel is inmiddels sterk vertraagd en in 2010-2012 was er zelfs sprake van een bescheiden verlies. De indicatoren voor het concurrentievermogen van de gehele economie, zoals de reële effectieve wisselkoers en de loonkosten per eenheid product, zijn tot dusver nog niet sterk genoeg verbeterd om voor betere vooruitzichten voor de exportprestaties in de komende jaren te zorgen. Wat de interne situatie betreft, heeft de instroom van buitenlands kapitaal ertoe bijgedragen dat de reële huizenprijzen vóór het uitbreken van de crisis sterk zijn gestegen. Hoewel de aan de gang zijnde prijzen correctie de soliditeit van de financiële sector nog niet al te veel heeft aangetast, is er al jaren sprake van een zwakke kredietgroei. De schuldquote van de particuliere sector ligt echter nog altijd ver onder de indicatieve

²¹ Young people not in employment, education or training (jongeren die niet werken en evenmin onderwijs of een opleiding volgen).

drempelwaarde. Al met al heeft de arbeidsmarkt de recente verzwakking van de economische activiteit vrij goed doorstaan met een werkloosheidsgraad van 7 procent in 2012. De jeugdwerkloosheid (19½ procent in 2012) ligt weliswaar onder het EU-gemiddelde, maar is sinds 2008 meer dan verdubbeld en zal waarschijnlijk pas verbeteren als de economische activiteit wederom aantrekt. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Denemarken: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Denemarken met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd wegens de hoge schuldenlast van de huishoudens en de voortgaande aanpassing op de huizenmarkt. In het geactualiseerde scorebord zijn het dezelfde indicatoren als vorig jaar die boven de indicatieve drempelwaarde uitkomen, namelijk die voor de schuldpositie van de particuliere sector en voor het verlies aan exportmarktaandeel. Dit laatste is toe te schrijven aan het feit dat het concurrentievermogen de afgelopen tien jaar is verslechterd. Verwacht wordt evenwel dat de huidige gematigde loonstijging en toename van de loonkosten per eenheid product, alsook de lagere reële effectieve wisselkoers het zich reeds aftekenende herstel van het concurrentievermogen zullen ondersteunen. De lopende rekening laat al meer dan twee decennia een overschot zien. Dit overschot ligt thans in de buurt van de bovenste drempelwaarde van het scorebord. Ook de internationale netto-investeringspositie is blijven verbeteren. De stijging van de huizenprijzen in de jaren vóór 2008 heeft ertoe geleid dat de schuldenlast van de huishoudens een zeer hoog niveau heeft bereikt. De schuld van de particuliere sector ligt bijgevolg ver boven de drempelwaarde, maar laat sinds 2009 een dalende tendens zien. Bovendien verkleint de concentratie van de schuld bij huishoudens met een hoog inkomen de risico's die aan renteschokken verbonden zijn. De huizenmarkt is nog steeds lusteloos, al zijn de prijzen in de loop van het voorbije jaar enigszins gestegen. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.*

Duitsland: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Duitsland niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de respectieve indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, de daling van de reële effectieve wisselkoers, het verlies aan exportmarktaandeel en de schuldpositie van de overheidssector. Wat de externe situatie betreft, bevindt de indicator voor het saldo op de lopende rekening zich ver boven de indicatieve drempelwaarde en is het overschot op de lopende rekening van Duitsland, gezien de omvang van de Duitse economie, goed voor het leeuwendeel van het overschot van de eurozone. Rekening houdend met statistische herzieningen is de indicator sinds 2007 elk jaar boven de drempelwaarde uitgekomen. Volgens de laatste kwartaalgegevens en de najaarsprognoses van de diensten van de Commissie zou het overschot in 2013 even groot zijn als in 2012, namelijk 7 procent van het bbp. Vooruitblikkend, zou het overschot volgens de laatste voorspellingen van de diensten van de Commissie tijdens de prognoseperiode boven de indicatieve drempelwaarde blijven, wat laat vermoeden dat het hier niet om een kortstondig, conjunctuurgebonden verschijnsel gaat. De aanzienlijke overschotten komen tot uiting in een zeer positieve en alsmaar groter wordende internationale netto-investeringspositie en een positieve inkomensrekening. Dit kan opwaartse druk doen ontstaan op de wisselkoers van de euro ten opzichte van andere valuta's. Als deze druk werkelijkheid wordt, dan zou het moeilijker worden voor de perifere landen om via een interne depreciatie concurrentievermogen terug te winnen. Het omvangrijke overschot is het gevolg van het feit dat in de Duitse economie de besparingen groter zijn dan de investeringen. De spaarquote van de huishoudens behoort tot de hoogste in de eurozone. Hoewel de schuldquote van de particuliere sector (ondernemingen en huishoudens) de op een

na laagste in de eurozone is en er gunstige rentevoorwaarden heersen, heeft de particuliere sector zijn schuld verder afgebouwd, zij het in een trager tempo, waardoor niet aan een dynamischere binnenlandse vraag is bijgedragen. De particuliere kredietstromen zijn beperkt gebleven en de bruto-investeringen in vaste activa zijn vorig jaar teruggelopen. In eerdere aanbevelingen werd het accent gelegd op de noodzaak de binnenlandse bronnen van potentiële groei te versterken tegen de achtergrond van ongunstige demografische vooruitzichten. Gezien de dynamiek van de externe positie van Duitsland verdient het aanbeveling grondiger onderzoek te verrichten om een beter inzicht te verkrijgen in de rol die bepaalde binnenlandse kenmerken, zoals onder meer financiële stromen, spelen in de sectorale saldi van besparingen en investeringen en in de ontwikkeling van de lopende rekening. De op het HICP gebaseerde reële effectieve wisselkoers is in 2010-2012 gedaald, en dat vooral ten opzichte van de partners die niet tot de eurozone behoren (als gevolg van de nominale depreciatie van de euro), maar in mindere mate ten opzichte van de andere eurozonelanden. Deze ontwikkeling kwam ten goede aan de concurrentiepositie van de Duitse ondernemingen ten opzichte van hun concurrenten van buiten de eurozone. Vanwege een robuuste arbeidsmarkt met stijgende lonen en een vrij beperkte productiviteitsgroei zijn de loonkosten per eenheid product sterker blijven stijgen dan gemiddeld in de eurozone het geval was. De daarmee gepaard gaande toename van de reële effectieve wisselkoers is echter gering in vergelijking met de stijgingen die in het decennium vóór de crisis zijn opgetekend. De overheidsschuld ligt boven de indicatieve drempelwaarde maar zal vanaf 2013 naar verwachting teruglopen. De huizenprijzen zijn licht toegenomen, met sterkere prijsstijgingen in sommige stedelijke gebieden. *Al met al acht de Commissie het nuttig tot een grondige analyse over te gaan om uit te maken of er van onevenwichtigheden sprake is.*

Estland: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Estland niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren nog steeds de indicatieve drempelwaarde, namelijk de negatieve internationale netto-investeringspositie en de werkloosheid. Hoewel de negatieve internationale netto-investeringspositie nog steeds ver boven de drempelwaarde ligt (-54 procent van het bbp in 2012), is zij toch aan het verbeteren, ondanks een klein tekort op de lopende rekening. Dit tekort kan op zijn beurt worden verklaard door een krimpend handelsoverschot – wegens een verlies aan exportmarktaandeel, dat ten dele samenhangt met stijgende nominale loonkosten per eenheid product – en een zich herstellende binnenlandse vraag. Aangezien de helft van de externe verplichtingen echter uit BDI bestaat, blijven de risico's beperkt. Wat de externe schuldpositie betreft, is Estland een nettocrediteur geworden. Tegelijkertijd heeft de werkloosheidsindicator, die nog steeds boven de scoreborddrempel ligt, een snelle daling laten zien tot 9¼ procent eind 2013. Dat neemt evenwel niet weg dat de langdurige werkloosheid nog steeds vrij hoog is, evenals andere indicatoren voor armoede, sociale uitsluiting, ernstige materiële deprivatie en lage arbeidsintensiteit. Onder impuls van een robuuste nominale bbp-groei is de schuldenlast van de particuliere sector blijven afnemen tot 129 procent van het bbp in 2012. De schuldafbouw in de particuliere sector is echter bijna tot stilstand gekomen; de nog steeds vrij grote omvang van de particuliere schuld zal dan ook waarschijnlijk een rem zetten op de toekomstige kredietgroei en op de productiegroei op middellange termijn. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Ierland: Sinds december 2010 legt Ierland een macro-economisch aanpassingsprogramma met financiële bijstand ten uitvoer; het toezicht op de onevenwichtigheden en de monitoring van de corrigerende maatregelen hebben in deze context plaatsgevonden en niet in het kader van de PMO. In het kader van het programma heeft Ierland aanzienlijke stappen gezet in de

richting van een correctie van zijn buitensporige onevenwichtigheden. In het geactualiseerde scorebord bevinden er zich diverse indicatoren boven de drempelwaarde, namelijk de negatieve internationale netto-investeringspositie, de daling van de reële effectieve wisselkoers, het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere en de overheidssector en de werkloosheid. Wat de externe onevenwichtigheden betreft, laat de lopende rekening al sinds 2010 een overschot zien, maar dit moet nog tot uiting komen in een verbeterende internationale netto-investeringspositie. Het overschot is weliswaar grotendeels aan waarderingseffecten toe te schrijven, maar deze effecten vormen op zich een teken van vertrouwen in de economie. Ook de aan de externe verplichtingen verbonden risico's moeten in het perspectief van het grote volume inkomende BDI worden gezien. Afnemende loonkosten per eenheid product en een daling van de reële effectieve wisselkoers hebben de excessen van de haussejaren gecorrigeerd en voor verbeteringen van het concurrentievermogen gezorgd. Daardoor is het verlies aan marktaandeel in 2012 vertraagd, waarbij de verdere afbrokkeling ervan plaatsvond tegen de achtergrond van een significante verschuiving in de samenstelling van de goederenuitvoer, de gevolgen van het verlopen van het octrooi van belangrijke uitgevoerde geneesmiddelen en een verschuiving in de richting van dienstenuitvoer. Wat de interne onevenwichtigheden betreft, hebben de huizenprijzen – die vijf jaar op rij zijn teruggelopen en volgens tal van meetmethoden momenteel te laag liggen – zich gestabiliseerd of een (bescheiden) stijging ingezet. Hoewel de schuld van de particuliere sector boven de drempelwaarde blijft, zijn goede vorderingen gemaakt bij de schuldafbouw, ondanks het feit dat dalingen van het beschikbare inkomen voor felle tegenwind hebben gezorgd. Parallel daarmee is van de banken verlangd dat zij hun inspanningen voor het terugschroeven van hun portefeuille oninbare leningen intensiveren, met name door duurzame oplossingen voor achterstanden bij de aflossing van hypotheekleningen uit te werken. Daarnaast vindt in het kader van het programma een grondige toetsing van de onderliggende soliditeit van de bankbalansen plaats. Als strikt de hand wordt gehouden aan de in het kader van het programma afgesproken begrotingsdoelstellingen, zal de schuldquote van de overheid in 2013 een piek bereiken en daarna teruglopen. Hoewel de werkloosheidsgraad nog steeds boven de drempelwaarde ligt, laat hij al sinds medio 2012 een dalende tendens zien: hij is gedaald van een hoogtepunt van 15 procent begin 2012 tot 13¼ procent in september 2013. Desondanks blijven de langdurige werkloosheid en de jeugdwerkloosheid bijzonder zorgwekkend en zijn de armoede en sociale uitsluiting de voorbije jaren sterk toegenomen. *Het lopende financiële bijstands- en aanpassingsprogramma heeft de reductie van de macro-economische onevenwichtigheden en de beheersing van de daaraan verbonden risico's in de hand gewerkt. De situatie in Ierland in de context van de PMO zal worden bekeken na afloop van het programma.*

Spanje: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Spanje met buitensporige macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd. Met name de zeer grote binnen- en buitenlandse schuld bleef risico's inhouden voor de groei en de financiële stabiliteit²². Ondanks de aan de gang zijnde herbalancerings van de economie vormen de omvang van de noodzakelijke aanpassingsinspanning en andere, met de sterk stijgende werkloosheid en de oplopende overheidsschuld verband houdende kwetsbaarheden een grote

²² Het corrigerende deel van de PMO werd evenwel niet in werking gesteld vanwege het ambitieuze nationale hervormingsprogramma (NHP) en stabiliteitsprogramma (SP) van Spanje. De Commissie houdt nauwlettend toezicht op de implementatie van de beleidshervormingen en op de inachtneming van de in juli door de Raad gedane PMO-aanbevelingen. Dit toezicht heeft uitgewezen dat het tempo van de hervormingen de afgelopen maanden duidelijk is opgevoerd. Ondanks enige vertragingen verlopen de hervormingen grotendeels volgens de in de NHP en de SP gedane toezeggingen en de in juli door de Raad aangenomen PMO-aanbevelingen.

uitdaging voor de toekomst, die een voortgezet beleidsoptreden vereist. In het geactualiseerde scorebord bevinden er zich diverse indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde, namelijk de negatieve internationale netto-investeringspositie, de daling van de reële effectieve wisselkoers, het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere en de overheidssector en de werkloosheid. Als gevolg van de significante aanpassing van de lopende rekening onder impuls van een robuuste groei van de uitvoer en een krimpende invoer is de scorebordindicator onder de drempelwaarde uitgekomen. In 2013 is de lopende rekening omgeslagen in een overschot, dat de komende jaren naar verwachting zal toenemen. De negatieve internationale netto-investeringspositie heeft zich echter nog niet gestabiliseerd; de verslechtering ervan in 2012 was vooral op waarderingseffecten terug te voeren, wat kan worden gezien als een teken van vertrouwen in de economie. In 2012 was er sprake van een versnelling van het herstel van het concurrentievermogen omdat de loonmatiging samen met de huidige sterke productiviteitswinsten (zij het vooral onder invloed van arbeidsuitstoot) de daling van de loonkosten per eenheid product in de hand hebben gewerkt. De cumulatieve verbetering van de reële effectieve wisselkoers heeft de indicatieve drempelwaarde overschreden en doet de tijdens eerdere perioden waargenomen stijgingen teniet. Het exportmarktaandeel is verder blijven afnemen. De relatieve verslechtering valt echter beperkter uit als een vergelijking wordt gemaakt met andere geavanceerde landen. De overheidsschuld loopt snel op wegens begrotingstekorten, bankherkapitalisaties en betalingen van achterstallige bedragen aan leveranciers. De particuliere sector heeft zijn schulden verder teruggeschoefd, en dat vooral via negatieve kredietstromen. De schuldafbouw bij de huishoudens is enigszins trager verlopen dan in het bedrijfsleven; huishoudens hebben immers overwegend hypotheekschulden (die door een langere looptijd worden gekenmerkt) en doen minder een beroep op insolventieprocedures. Het aanpassingsproces op de huizenmarkt is versneld wegens een groot overschot aan onverkocht vastgoed en zwakke fundamentele economische ontwikkelingen. De sociale kosten van de crisis laten zich steeds meer gevoelen. Het hoge aandeel van de langdurige en de jeugdwerkloosheid en het stijgend aantal huishoudens met zeer lage arbeidsintensiteit, in combinatie met dalende inkomens van de huishoudens eisen hun tol en leiden tot een toename van de armoede en sociale uitsluiting. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van buitensporige onevenwichtigheden, nuttig over te gaan tot een verdere analyse van het voortbestaan van de macro-economische risico's en tot het monitoren van de bij het ongedaan maken van de onevenwichtigheden gemaakte vorderingen.*

Frankrijk: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Frankrijk macro-economische onevenwichtigheden kende en aangegeven dat afdoende beleidsmaatregelen noodzakelijk waren. De onevenwichtigheden hadden in het bijzonder betrekking op de verslechtering van de lopende rekening en het concurrentievermogen en een hoge overheidsschuld. In het geactualiseerde scorebord overschrijdt een aantal indicatoren hun indicatieve drempelwaarde, namelijk, net als vorig jaar, de indicatoren voor het verlies aan exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector en de overheidssector en nu ook de daling van de indicator voor de reële effectieve wisselkoers. Uit het scorebord blijkt dat er nog steeds problemen zijn op zowel extern als intern gebied. Frankrijk blijft marktaandelen verliezen, maar in iets mindere mate dan de EU (of de eurozone) als geheel. Deze verliezen komen tot uiting in een achteruitgang van het saldo op de lopende rekening en in de negatieve internationale netto-investeringspositie, al blijven deze ver onder hun indicatieve drempelwaarde. Deze ontwikkeling heeft plaatsgevonden ondanks een dalende reële effectieve wisselkoers en een vrij beperkte stijging van de loonkosten per eenheid product, waarbij de nadruk verder op het niet-prijsconcurrentievermogen komt te liggen. In vorige analyses is immers gewezen op de negatieve impact die de geringe winstgevendheid

van de Franse bedrijven op zowel hun investeringspotentieel als hun innovatiecapaciteit uitoefent, hetgeen ten koste gaat van hun concurrentievermogen. De lage winstgevendheid van de bedrijven weegt ook op hun vermogen om hun schulden terug te schroeven, en draagt aldus bij tot de toename van de schuldenlast van de particuliere sector. Tegelijkertijd blijven de schulden van de huishoudens vrij laag, hoewel hun kredietwaardigheid werd aangetast door de daling van hun beschikbare inkomen in een context van stijgende werkloosheid. De stijging van de particuliere schulden is verontrustend tegen de achtergrond van een nog steeds oplopende overheidsschuld, die momenteel boven 90 % van het bbp ligt. *Al met al vindt de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig de risico's die samengaan met de aanhoudende onevenwichtigheden verder te onderzoeken.*

Kroatië is op 1 juli 2013 lid geworden van de EU. In het geactualiseerde PMO-scorebord overschrijdt een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie, het verlies aan exportmarktaandeel en de werkloosheid. De negatieve internationale netto-investeringspositie van bijna 90 procent van het bbp aan het einde van 2012 is vooral het gevolg van de accumulatie van tekorten op de lopende rekening vóór de wereldwijde crisis. Sinds de aanvang van de mondiale crisis heeft de lopende rekening zich geleidelijk gecorrigeerd en in 2012 bijna een evenwicht bereikt, hetgeen grotendeels de gedrukte binnenlandse vraag weerspiegelt, terwijl de uitvoerprestaties zwak waren. Groeiende loonkosten per eenheid product gekoppeld aan een ongunstige productspecialisatie en geografische oriëntatie van de uitvoer, hebben tot een substantiële daling van de exportmarktaandelen geleid. Grote kapitaalinstromen in de periode vóór de crisis hebben geresulteerd in de accumulatie van de schulden in de particuliere sector, al is de schuldquote van deze sector recentelijk afgevlakt en aan het einde van 2012 tot licht boven de indicatieve drempelwaarde gedaald. Het percentage oninbare leningen is, vooral in het bedrijfsleven, mede door de hogere rente- en aflossingenlast voor de aan in Zwitserse frank luidende leningen blootgestelde huishoudens, sinds 2008 significant gestegen. De druk om de schulden af te bouwen, weegt op de vooruitzichten voor een economisch herstel. Tegelijk is, onder invloed van de krimpende economie en het uitblijven van een substantiële budgettaire aanpassing, de overheidsschuld snel gestegen. Voorts houdt de totale schuldenlast van de overheidsbedrijven latente verplichtingen voor de regering in. De regeldruk en onvoldoende concurrentie in veel sectoren van de economie blijven de groei en banenschepping ernstig belemmeren. De aanhoudende recessie in combinatie met een in sommige opzichten rigide arbeidsmarkt en knelpunten in de sociale zekerheid hebben, vooral in de particuliere sector, tot een daling van de werkgelegenheid geleid, terwijl de werkloosheid in 2012 aanzienlijk is gestegen tot bijna 16 procent. Een jeugdwerkloosheid boven 40 procent is bijzonder problematisch. Het hoge percentage langdurig werklozen geeft aan dat er structurele problemen bestaan. Het percentage mensen waarvoor armoede dreigt, vertoont een stijgende tendens en behoort tot de hoogste in de EU. *Al met al acht de Commissie het nuttig tot een diepgaande analyse over te gaan om uit te maken of er van onevenwichtigheden sprake is.*

Italië: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Italië macro-economische onevenwichtigheden kende en aangegeven dat afdoende beleidsmaatregelen noodzakelijk waren. De onevenwichtigheden hadden vooral betrekking op de uitvoerprestaties en het onderliggende verlies aan concurrentiekracht, alsook op de hoge overheidsschuld. In het geactualiseerde scorebord ligt een aantal indicatoren boven de indicatieve drempelwaarde: het verlies aan exportmarktaandeel, de daling van de reële effectieve wisselkoers en de overheidsschuld. Het verlies aan marktaandeel blijft significant boven de indicatieve drempelwaarde, en de uitvoerprestaties steken ongunstig af bij die van andere geavanceerde economieën. De uitvoer naar handelspartners van buiten de eurozone werd, vooral onder

impuls van een nominale waardevermindering van de euro, ondersteund door een significante daling van de reële effectieve wisselkoers tot medio 2012. Intussen blijven zwakke productiviteitsresultaten de nominale loonkosten per eenheid product hoog houden; deze zijn in 2012 sterker gestegen dan bij de meeste handelspartners. Een dalende binnenlandse vraag en de sterke krimp van de investeringen in het bijzonder vormden de voornaamste drijvende kracht achter de verbetering van het saldo op de lopende rekening, dat naar verwachting in 2013 positief zal worden. Wat de interne situatie betreft, blijft, met name gezien de lage groeivoorzichten, de hoge overheidsschuld een significante zwakte voor het land. In 2012 is, door een krimpende economische activiteit en stijgende rente-uitgaven, de overheidsschuldquote opgelopen tot 127 procent, terwijl het primaire overschot (dat 2½ procent van het bbp bedroeg) ervoor heeft gezorgd dat de stijging binnen de perken is gebleven. Het realiseren en handhaven van een hoog primair overschot blijft van essentieel belang om de schuldquote gestaag terug te dringen. De particuliere schuldenlast blijft onder de drempelwaarde; zij is geconcentreerd in het bedrijfsleven dat, tegen de achtergrond van de langdurige recessie, de grootste verantwoordelijkheid droeg voor de sterke stijging van de oninbare leningen. Hoewel de werkloosheidsindicator (driejaarsgemiddelde) zich nog steeds onder de drempelwaarde bevindt, is de werkloosheid substantieel gestegen tot bijna 11 procent in 2012 en verder toegenomen tot 12¼ procent in augustus 2013, terwijl de jeugdwerkloosheid en het NEET-percentages zeer hoog bleven. Ook de armoede en de sociale uitsluiting (en dan vooral de ernstige materiële deprivatie) zijn sterk toegenomen. *Al met al vindt de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig de risico's die samengaan met de aanhoudende onevenwichtigheden verder te onderzoeken.*

Letland: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Letland niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord liggen sommige indicatoren boven hun indicatieve drempelwaarde: de internationale netto-investeringspositie en de werkloosheid. Beide indicatoren bewegen zich echter in de goede richting en verbeteren in snel tempo. De externe positie blijft gezond, nu de indicatoren voor het concurrentievermogen en de exportmarktaandeelen blijven stijgen en het tekort op de lopende rekening op een laag niveau is gestabiliseerd. Hoewel de negatieve internationale netto-investeringspositie boven de indicatieve drempelwaarde blijft, bestaat een groot deel van de externe verplichtingen uit inkomende BDI, wat macro-economisch minder riskant is dan schulden. Zowel de internationale netto-investeringspositie als de buitenlandse schuld daalt vrij snel en deze positieve trend zou tijdens de prognoseperiode naar verwachting aanhouden. Volgens de interne indicatoren blijft de overheidsschuld ver onder de drempelwaarde en zou zij in 2015 dalen tot minder dan 40 procent van het bbp, wanneer Letland ¾ van de in 2009-2011 uitbetaalde EU-leningen zou moeten hebben terugbetaald. Ook de niveaus van de particuliere schulden liggen onder de drempelwaarde. De huizenprijzen en de kredietstromen herstellen zich traag van de steile correctie tijdens de crisis; op middellange termijn worden geen grote schommelingen verwacht, aangezien de aan de gang zijnde schuldafbouw bij de huishoudens zou voortduren. De werkloosheidsindicator (driejaarsgemiddelde) is marginaal verbeterd, maar de dynamiek op de arbeidsmarkt is recentelijk positiever geworden en de werkloosheid daalt snel; de werkloosheid zou in 2014 onder het EU-gemiddelde liggen en in 2015 minder dan 10 procent bedragen. De herleving op de arbeidsmarkt begint ook een bijdrage te leveren aan de vermindering van de armoede en de sociale uitsluiting, die echter zeer wijdverbreid blijven. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.*

Litouwen: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Litouwen niet als een land met macro-economische onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord liggen enkele indicatoren boven hun indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie en de werkloosheid. De internationale netto-investeringspositie is uitgesproken negatief, al is zij sinds 2009 geleidelijk verbeterd. De buitenlandse nettoschuld is echter aanzienlijk lager, aangezien deze grotendeels op inkomende BDI terug te voeren is. De lopende rekening werd in de eerste helft van 2013 licht positief, maar zou licht negatief worden naarmate de binnenlandse vraag verder aantrekt. Het tekort zou vooral door de instroom van BDI en beleggingen worden gefinancierd. Onder invloed van een dalende reële effectieve wisselkoers en afnemende loonkosten per eenheid product bleef het exportmarktaandeel toenemen. Deze kosten gingen recentelijk als gevolg van nieuwe loonsverhogingen weer aan het stijgen. Wat de interne situatie betreft, is de particuliere schuld evenals de overheidsschuld vrij laag; deze zou de komende jaren gaan dalen. De groei van nieuw krediet aan niet-financiële ondernemingen werd positief, waardoor de schuldafbouw in de particuliere sector vertraagde. De huizenprijzen zijn de voorbije jaren vrij stabiel gebleven. De werkloosheid is significant gedaald en zou in 2014 dalen tot minder dan 11 procent. De herleving op de arbeidsmarkt draagt bij tot de vermindering van de armoede en de sociale uitsluiting, die echter zeer wijdverbreid blijven. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.*

Luxemburg: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Luxemburg niet als een land met macro-economische onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overschrijdt een aantal indicatoren hun indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, de loonkosten per eenheid product, de schuld van de particuliere sector en het verlies aan exportmarktaandeel. Achter het zeer grote overschot gaat een aanhoudend tekort op de handelsbalans schuil. Bovendien is het verlies aan exportmarktaandeel recentelijk een bron van zorg gaan vormen. Niet alleen liet de handelsbalans een nieuw historisch tekort zien, maar ook is het land in de dienstverlening (en dan vooral in de financiële dienstverlening) sinds 2007 marktaandeelen aan het verliezen. Bovendien zijn de nominale loonkosten per eenheid product, ondanks recente maatregelen om de lonen te beheersen, sinds 2008 substantieel sneller gestegen dan in de eurozone (waarbij de toename hoger uitviel dan de drempelwaarde) en hebben zij de concurrentiepositie van de binnenlandse industrie verzwakt. De hoge particuliere schuld, vooral van niet-financiële ondernemingen, verhoogt de kwetsbaarheid van het bedrijfsleven en kan deels toe te schrijven zijn aan een voorkeursbehandeling van vreemd ten opzichte van eigen vermogen in de fiscale wetgeving. Hoewel de financiële sector al met al gezond blijft, heeft de financiële crisis het groeipotentieel van de sector aangetast en heerst er, mede rekening houdend met de kosten van de vergrijzing, bezorgdheid over de impact van een minder dynamische sector op zowel de werkgelegenheid als op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. *Al met al acht de Commissie het nuttig tot een diepgaande analyse over te gaan om uit te maken of er van onevenwichtigheden sprake is.*

Hongarije: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Hongarije macro-economische onevenwichtigheden kende en aangegeven dat afdoende beleidsmaatregelen noodzakelijk waren. Vooral de zeer negatieve internationale netto-investeringspositie wekte zorg. In het geactualiseerde scorebord ligt deze variabele nog steeds ruim boven de indicatieve drempelwaarde en ook boven het jaarlijkse bbp. Bovendien blijven de indicatoren voor het verlies aan exportmarktaandeel, de overheidsschuld en de werkloosheid hoger dan de drempelwaarde. Wat de externe onevenwichtigheden betreft, hebben aanhoudende overschotten op de lopende rekening sinds 2009 tot een verbetering van de internationale

netto-investeringspositie bijgedragen. De overschotten weerspiegelen echter de aanhoudende lusteloosheid van de binnenlandse vraag, terwijl ook de exportprestaties zwak uitvielen; het verlies aan exportmarktaandeel is versneld, ook al zijn er geen sterke signalen van verliezen aan kostenconcurrentievermogen. Daardoor wordt aan de houdbaarheid van de externe aanpassing getwijfeld. Wat de interne onevenwichtigheden betreft, blijven, ondanks een scherpe externe aanpassing die de aan de gang zijnde schuldafbouw in de particuliere en de overheidssector weerspiegelt, belangrijke kwetsbaarheden bestaan. Tegen een achtergrond van politieke onzekerheid heeft de snelle daling van de kredietverlening aan het bedrijfsleven tot historisch lage investeringen bijgedragen, waardoor het groeipotentieel kan worden uitgehouden. De voortdurende daling van de nominale huizenprijzen, in combinatie met een buitensporige druk op de financiële sector, hindert het herstel van de normale kredietverlening aan de economie en houdt risico's in voor de financiële stabiliteit. De overheidsschuld is licht verminderd, maar ligt nog steeds significant boven de drempelwaarde; in combinatie met een laag groeipotentieel is Hongarije daardoor kwetsbaar, wat tot uiting komt in hoge kosten voor de financiering van de overheidsschuld. De werkloosheid ligt boven de drempelwaarde, maar de jeugdwerkloosheid en de ernstige materiële deprivatie zijn sinds de start van de crisis substantieel gestegen. *Al met al vindt de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig de risico's die samengaan met de aanhoudende onevenwichtigheden verder te onderzoeken.*

Malta: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Malta macro-economische onevenwichtigheden kende als gevolg van de significante blootstelling van de financiële sector aan de vastgoedmarkt en de risico's voor de houdbaarheid op lange termijn van de overheidsfinanciën. Het geactualiseerde scorebord laat op verschillende terreinen verbeteringen zien, al blijft een aantal indicatoren hun indicatieve drempelwaarde overschrijden, namelijk de daling van de reële effectieve wisselkoers en de schulden van de particuliere en de overheidssector. De externe positie van de economie is verbeterd en de indicatoren voor de lopende rekening liggen nu binnen de drempelwaarde, terwijl de positieve internationale netto-investeringspositie is gestegen. De daling van de reële effectieve wisselkoers tot onder de onderste drempelwaarde, vooral als gevolg van de nominale waardevermindering van de euro, heeft een ondersteunende rol gespeeld. Niettemin kan, ook al ligt de indicator die de verandering in een periode van 5 jaar meet, nog steeds binnen zijn drempelwaarde, het verlies aan exportmarktaandeel de jongste jaren wijzen op een uitholling van het concurrentievermogen. Intern blijft de particuliere schuld de drempel overschrijden, hoewel de activazijde van de balans van de particuliere sector gezond lijkt. Ook de overheidsschuld overschrijdt de drempelwaarde en laat als gevolg van aanhoudende primaire overschotten een stijgende trend zien, terwijl de risico's voor de langetermijnhoudbaarheid van de overheidsfinanciën die met de vergrijzing samenhangen, nog moeten worden aangepakt. De huizenmarkt lijkt zich te hebben gestabiliseerd, hoewel er gezien de verwevenheid met de binnenlandse banksector goede redenen zijn om hem te blijven monitoren. Er moet concrete actie ondernomen worden om de beleidsmaatregelen inzake voorzieningen voor verliezen op leningen te versterken aangezien ook in de eerste helft van 2013 het aantal oninbare leningen is blijven toenemen. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.*

Nederland: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Nederland macro-economische evenwichten kende, met name in het licht van de voortgaande correctie op de woningmarkt en de hoge schuldpositie van de huishoudens. In het geactualiseerde scorebord overschrijdt een aantal indicatoren hun indicatieve drempelwaarde, namelijk het grote en

toenemende overschot op de lopende rekening, de daling van de reële effectieve wisselkoers, het verlies aan exportmarktaandeel en de schuldpositie van de particuliere en de overheidssector. Wat de externe situatie betreft, zijn de hoog blijvende overschotten op de lopende rekening, die ver boven de indicatieve drempelwaarde liggen, vooral toe te schrijven aan de handelsbalans, en met name de positieve wederuitvoer en de uitvoer van gas. Het grote overschot weerspiegelt hoge besparingen die niet geabsorbeerd worden door binnenlandse investeringen. Vooruitblikkend kan de aan de gang zijnde schuldafbouw bij de huishoudens, die nodig is om hun hoge schuldpositie te verminderen, samen met de cyclisch getemperde investeringen (vooral in de bouwsector) een verdere stijging van het overschot teweegbrengen. Het gematigde verlies aan concurrentievermogen van binnenlands geproduceerde goederen en diensten wordt min of meer goedgemaakt door de dynamiek van de wederuitvoer. Het verlies aan exportmarktaandeel ligt grotendeels in de lijn van dat van andere geavanceerde economieën. De risico's voor de economie hebben vooral betrekking op de woningmarkt en de grote schuldlast van de huishoudens. De hoge hypotheekschuld van de huishoudens ten opzichte van hun beschikbaar inkomen is grotendeels toe te schrijven aan fiscale prikkels die grote hypotheeken en gemakkelijke toegang tot krediet bevoordelen. Sinds de aanvang van de crisis zijn de huizenprijzen aan het dalen en zij vertonen momenteel de eerste tekenen van afvlakking. Ook kunnen recente beleidswijzigingen, bv. de wetgeving betreffende de fiscale behandeling van hypotheeken, de overschakeling van aflossingsvrije hypotheeken op annuïteitenhypotheeken en de stapsgewijze vermindering van de leenquote tot een geleidelijke vermindering van de schuldpositie van de huishoudens bijdragen en de kwetsbaarheden in de financiële sector op middellange termijn verminderen. Samen met de negatieve vooruitzichten voor de werkloosheid en het beschikbare inkomen zet de aan de gang zijnde schuldafbouw bij de huishoudens, waarbij hun schuldpositie reeds een aantal kwartalen afneemt in verhouding tot het bbp, een rem op de particuliere consumptie. De impact van al deze maatregelen op de financiële sector vereist verdere analyse. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.*

Oostenrijk: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Oostenrijk niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overschrijden een paar indicatoren hun indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel en de schuldpositie van de particuliere en de overheidssector. Er zijn ook aanwijzingen dat de huizenprijzen in 2012 sterk zijn gestegen tot dicht in de buurt of zelfs boven de indicatieve drempelwaarde. Het verlies aan marktaandeel weerspiegelt vooral een scherpe daling van de uitvoer naar de eurozone in 2007-2010. De recentste exportprestaties liggen echter grotendeels in de lijn van de prestaties van zijn EU-partners, en profiteren van de hechte integratie van de leveringsketen met Duitsland en Midden-Europa. Al met al ondervond de externe positie nauwelijks nadeel van het verlies aan marktaandeel. Daar de investeringen wederom zijn toegenomen, heeft het tekort op de lopende rekening zich op een gematigd peil gestabiliseerd. De internationale netto-investeringspositie blijft dicht bij nul. Bovendien blijken uit de indicatoren voor de reële effectieve wisselkoers en de loonkosten per eenheid product geen problemen met het kostenconcurrentievermogen. Niettemin kan de daling van marktaandelen een behoefte aan betere benutting van de innovatiecapaciteit van de economie signaleren. Wat de interne situatie betreft, heeft de particuliere schuldquote de drempelwaarde sinds 2007 overschreden, toen niet-financiële ondernemingen in een zwakke groeiomgeving voor een deel van hun financiering van eigen vermogen op lang vreemd vermogen overschakelden, maar deze quote laat thans een geleidelijke daling zien. De kredietstromen naar de particuliere sector blijven op een gematigd, maar positief niveau. De overheidsschuld blijft boven de drempelwaarde, maar is tijdens de crisis niet significant gestegen en zou naar

verwachting vanaf 2014 dalen. Voor de toekomst kunnen de overheidsfinanciën onderhevig zijn aan risico's die verband houden met vertragingen in de herstructurering van de nationale banken. De negatieve feedbacklussen tussen de overheid en de financiële sector lijken onder controle, hoewel de integratie van de banksector met de Midden-Europese buurlanden voortdurende aandacht vereist. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.*

Polen: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Polen niet als een land met macro-economische onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overschrijden sommige indicatoren hun indicatieve drempelwaarde, namelijk het tekort op de lopende rekening en de negatieve internationale netto-investeringspositie. Het tekort op de lopende rekening, dat iets boven de drempelwaarde ligt, is sinds 2004 grotendeels gefinancierd via een instroom van BDI. Het zal in 2013 naar verwachting sterk krimpen als gevolg van een forse verbetering van de handelsbalans, ondersteund door zowel cyclische (een zwakke binnenlandse vraag die de invoer onder druk zet) als niet-cyclische factoren (diversificatie van de uitvoer naar niet-EU-economieën, die een gedeeltelijke compensatie vormt voor recente verliezen aan exportmarktaandelen). Andere factoren die waarschijnlijk tot een verbetering van de lopende rekening zullen bijdragen, zijn de daling van de nominale wisselkoers en de gematigde stijging van de nominale loonkosten per eenheid product, die de zwakke arbeidsmarkt weerspiegelen. Hoewel de negatieve internationale netto-investeringspositie boven de drempelwaarde ligt, is de buitenlandse nettoschuld laag. Niettemin kan een groeiende afhankelijkheid van de overheid van crediteuren, die wordt verergerd door de aangekondigde veranderingen in het pensioensysteem, een bron van risico zijn. Wat de interne ontwikkelingen betreft, blijft het aandeel van de particuliere schuld in het bbp beperkt. Het hoge percentage in buitenlandse valuta luidende hypotheekleningen, dat als een belangrijk risico voor de economie werd gezien, neemt momenteel af aangezien het aanbod van nieuwe dergelijke leningen in 2011-2012 tot stilstand kwam. De huizenprijzen zijn sinds 2008 ononderbroken maar in een matig tempo gedaald en de weerslag op de financiële sector bleef onder controle. Loonmatiging en een flexibele arbeidsmarktregelgeving hebben de stijging van de werkloosheid in 2012 en de eerste helft van 2013 in de context van de forse economische vertraging gelimiteerd. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.*

Slovenië: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Slovenië buitensporige macro-economische onevenwichtigheden kende²³, die met name samengingen met risico's voor de financiële stabiliteit als gevolg van fragiele bedrijfsbalansen. Deze onevenwichtigheden werden vergroot door starheden op de arbeids- en kapitaalmarkten en doordat een groot deel van de economie nog in handen is van de staat, wat het aanpassingsvermogen ervan beperkt. In het geactualiseerde scorebord liggen de internationale netto-investeringspositie en het verlies aan exportmarktaandeel boven hun indicatieve drempelwaarde. Extern heeft de lopende rekening zich, vooral onder impuls van een zwakke binnenlandse vraag (en met name dalende investeringen), sterk gecorrigeerd, waardoor de indicator een klein overschot vertoont. Niettemin is de internationale netto-investeringspositie er vooral onder impuls van

²³ Het corrigerende deel van de PMO is evenwel niet in werking gesteld gezien het ambitieuze nationale hervormingsprogramma en stabiliteitsprogramma van Slovenië. De Commissie volgt momenteel de tenuitvoerlegging van de beleidshervormingen en de inachtneming van de door de Raad in juli aangenomen PMO-relevante aanbevelingen op de voet. Hieruit blijkt dat tijdens de laatste maanden het tempo van de voor de correctie van de onevenwichtigheden relevante structurele hervormingen is toegenomen en in de banksector cruciale vooruitgang is geboekt.

waarderingseffecten verder op achteruitgegaan. De loonkosten per eenheid product hebben zich gestabiliseerd na sterke stijgingen in de jaren tot 2009. Het exportmarktaandeel is sterk achteruitgegaan; de exportdynamiek is significant slechter vergeleken met de geavanceerde economieën, waardoor Slovenië een duidelijke uitschieter is onder de nieuwe EU-lidstaten. Wat de interne situatie betreft, is, onder impuls van negatieve kredietstromen naar zowel de huishoudens als de niet-financiële ondernemingen, de schuldpositie van de particuliere sector afgenomen. Ondanks het feit dat de particuliere schuld onder de drempelwaarde ligt, weegt de schuldenlast bijzonder zwaar op de ondernemingen. Hun povere binnenlandse en exportinkomsten, gecombineerd met hoge arbeids- en kapitaalkosten, beletten hen de kasstromen te genereren die nodig zijn om het werkkapitaal op peil te houden en de schuld af te betalen. De correctie op de huizenmarkt is hervat, hetgeen de waarde van de door de banken aangehouden zekerheden zal drukken. De financiële sector is voor het derde achtereenvolgende jaar zijn totale passiva verder aan het afbouwen omdat door de problematische situatie in het bedrijfsleven de kwaliteit van de kredietportefeuilles van de banken verder verslechtert en hun reeds kleine kapitaalbuffers onder druk komen te staan. De overheidsschuld stijgt snel en zal eind 2013 60 procent van het bbp overschrijden; mogelijk moeten er nog banken geherkapitaliseerd worden. De werkloosheidsindicator is blijven stijgen, wat tot oplopende sociale kosten van de aanpassing leidt. *Al met al acht de Commissie het, mede rekening houdend met de vaststelling van een buitensporige onevenwichtigheid in april, nuttig de aanhoudende macro-economische risico's verder te onderzoeken en de vooruitgang inzake het ongedaan maken van de onevenwichtigheden te volgen.*

Slowakije: Tijdens de vorige PMO-ronden werd Slowakije niet als een land met macro-economische onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord blijven een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde overtreffen, namelijk de negatieve internationale netto-investeringspositie en de werkloosheid. De indicator van het tekort op de lopende rekening (driejaarsgemiddelde) is verbeterd en is thans maar licht negatief omdat in 2012 een overschot is geboekt. Verwacht wordt dat het externe saldo er verder op vooruit zal gaan als gevolg van een dynamische uitvoer van de be- en verwerkende nijverheid in 2013 en goede vooruitzichten voor 2014. De internationale netto-investeringspositie is in 2012 slechts licht verbeterd in vergelijking met 2011. De buitenlandse schuld blijft niettemin laag en vrij stabiel, omdat de meeste externe verplichtingen geen schuldinstrumenten zijn. De ontwikkelingen op het gebied van het prijsconcurrentievermogen lijken gunstig: de REWK-indicator is gedaald, zij het in mindere mate dan in de meeste andere landen van de eurozone, en blijft tussen de drempelwaarden. Als gevolg van een toegenomen arbeidsproductiviteit zijn de nominale loonkosten per eenheid product licht gedaald. De stijging van het exportmarktaandeel is vertraagd in vergelijking met de voorgaande jaren. De schuld van de particuliere sector is stabiel gebleven omdat er sprake was van een licht positieve kredietstroom. De banksector is stabiel en de totale verplichtingen lieten slechts een geringe toename zien. De overheidsschuld is in 2012 aanzienlijk gestegen, maar blijft onder de drempelwaarde. De aanpassing van de huizenprijzen duurt voort: deze zijn voor het vierde jaar op rij teruggelopen. De ontwikkeling op de arbeidsmarkt weerspiegelt de aanzienlijk blijvende regionale verschillen in economische groei en werkgelegenheid. De werkloosheid blijft het dringendste probleem voor de binnenlandse economie. De meeste werklozen zijn langdurig werklozen, wat laat vermoeden dat de werkloosheid veeleer van structurele dan van conjuncturele aard is en een kwetsbaar punt vormt. Ook de jeugdwerkloosheid is een ernstig probleem: Slowakije heeft de zesde hoogste jeugdwerkloosheid in de EU. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere diepgaande analyse in de context van de PMO.*

Finland: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Finland met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van het concurrentievermogen betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de daling van de reële effectieve wisselkoers, het verlies aan exportmarktaandeel en de schuldpositie van de particuliere sector. De externe problemen blijven het dringendst. Finland verliest continu marktaandelen, en dat in het snelste tempo in de EU. Ook in vergelijking met de geavanceerde economieën in het algemeen is er sprake van grote verliezen. De meeste verliezen hebben zich weliswaar in 2009-2010 voorgedaan, maar dat neemt niet weg dat het verlies aan exportmarktaandeel blijft voortduren. De lopende rekening, die gewoonlijk een overschot laat zien, vertoont als sinds 2011 een tekort en is in 2012 verder verslechterd. Hierbij speelt het kostenconcurrentievermogen een rol via een sterke toename van de loonkosten per eenheid product, ook al is de indicator in 2012 onder de drempelwaarde uitgekomen. Tevens is er sprake van een aanmerkelijk ruilvoetverlies. Tegelijkertijd is de aan de hand van de HICP gedefleerde reële effectieve wisselkoers in 2009-12 afgenomen, vooral onder invloed van de nominale wisselkoers van de euro. Dat neemt evenwel niet weg dat de reële effectieve wisselkoers over dezelfde periode licht is gestegen ten opzichte van die van de landen van de eurozone. Wat de interne situatie betreft, is de schuldquote van de particuliere sector, vooral onder invloed van de schuldenlast van het bedrijfsleven, boven de drempelwaarde gebleven en in 2012 verder opgelopen, mede als gevolg van de bbp-daling. De toename van de verplichtingen van de financiële sector heeft zich genormaliseerd, hetgeen de in het kader van de vorige PMO-ronde geformuleerde stelling bevestigt dat deze toe te schrijven was aan unieke omstandigheden die met de structuur van de Noordse financiële markten samenhangen. De daling van de reële huizenprijzen heeft zich in 2012 voortgezet, waardoor de risico's van oververhitting op de huizenmarkt zijn afgenomen. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.*

Zweden: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat Zweden met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd. Het betrof met name de schuldpositie en de schuldafbouw van de particuliere sector, in combinatie met inefficiënties op de huizenmarkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, het verlies aan exportmarktaandeel en de schuldpositie van de particuliere sector. Wat de externe positie betreft, wijzen de indicatoren voor Zweden in tegengestelde richting. Het verlies aan exportmarktaandeel is in 2010-2011 langzaam vertraagd maar in 2012 wederom versneld. Het ligt thans ver boven de indicatieve drempelwaarde. Ook in vergelijking met de geavanceerde economieën heeft Zweden marktaandelen moeten prijsgeven, zij het in mindere mate. Dit kan niet volledig worden verklaard door de ontwikkeling van de binnenlandse prijzen en de loonkosten, daar de prijzen en de loonkosten per eenheid product trager zijn gestegen dan bij de voornaamste handelspartners. De reële effectieve wisselkoers is sinds 2010 evenwel gestegen wegens de stevige kroon. Inmiddels laat Zweden sinds 2001 aanzienlijke overschotten op de lopende rekening optekenen. Wat de interne situatie betreft, blijft de hoge particuliere schuld aandacht verdienen, terwijl de overheidsschuld vrij laag is. De schuldenlast van het bedrijfsleven is in 2009-2012 enigszins verminderd maar blijft hoog. Als gevolg van een tragere kredietgroei onder invloed van de voor hypotheeklen geldende beperking van de leenquote tot 85 procent heeft de schuldpositie van de huishoudens zich sinds 2010 gestabiliseerd, zij het op een hoog blijvend niveau. De huizenprijzen hebben zich in 2011-2012 op een hoog peil gestabiliseerd. Ondanks sommige recente maatregelen is de huizenmarkt nog altijd gevoelig voor ongunstige ontwikkelingen. Het woningaanbod blijft

krap als gevolg van omslachtige planningsprocedures, een beperkte concurrentie binnen de bouwsector en de regulering van de huurmarkten. In combinatie met een schuldbevorderende onroerendezaakbelasting werken deze inefficiënties de stijging van de huizenprijzen en de schuldenlast van de huishoudens in de hand, hetgeen risico's voor de macro-economische stabiliteit met zich meebrengt. Verwacht wordt dat de schuldenlast van het bedrijfsleven op korte à middellange termijn zal afnemen als gevolg van recente hervormingen van de vennootschapsbelasting, terwijl de schuld van de huishoudens en de nominale huizenprijzen vermoedelijk een bescheiden stijging te zien zullen geven. De risico's voor de banken lijken algemeen genomen onder controle, maar de hoge schuldenlast van de huishoudens maakt Zweedse banken kwetsbaarder voor een vertrouwensverlies indien de huizenprijzen scherp zouden dalen. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.*

Verenigd Koninkrijk: In april 2013 heeft de Commissie geconcludeerd dat het Verenigd Koninkrijk met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de schuldpositie van de huishoudens, de huizenmarkt en het externe concurrentievermogen betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreffen sommige indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel en de schuldpositie van de particuliere en de overheidssector. Wat de externe situatie betreft, is de indicator van de lopende rekening verder verslechterd maar blijft deze tussen de drempelwaarden. Het tekort op de lopende rekening van bijna 4 procent van het bbp in 2012 kan het gevolg zijn geweest van tijdelijke factoren, namelijk een verzwakking van de inkomensrekening, een verstoring van de olieproductie en ongunstige omstandigheden bij de handelspartners. De internationale netto-investeringspositie blijft weliswaar licht negatief, maar is in 2011-2012 verbeterd. In 2012 was er sprake van een langzamer verlies aan exportmarktaandeel. In de tweede helft van 2012 waren weliswaar tekenen van een geleidelijke vooruitgang merkbaar, maar dat neemt niet weg dat het Verenigd Koninkrijk nog voor belangrijke structurele uitdagingen staat als het land zijn handelsprestaties wil verbeteren. Zo is het onder meer noodzakelijk de productiviteit en het niet-kostenconcurrentievermogen van de goederenproducerende sector te verbeteren en de vóór het uitbreken van de crisis bestaande dynamiek van de dienstenuitvoer te hervinden. Wat de interne situatie betreft, ligt de schuldenlast van de particuliere sector nog altijd ver boven de indicatieve drempelwaarde. Zowel huishoudens als niet-financiële vennootschappen bouwen hun schulden in een zeer traag tempo af, terwijl de kredietstromen licht positief blijven. De schuldafbouw van de huishoudens kan aan dynamiek inboeten omdat de huizenprijzen kunnen stijgen onder invloed van een krap blijvend woningaanbod, in combinatie met een beleid dat de vraag waarschijnlijk zal doen toenemen. Uit recente gegevens blijkt dat er sprake is van een gestage toename van de goedgekeurde hypotheekleningen en van een zich over het gehele land aftekenende prijsstijging. De hoge en oplopende overheidsschuld blijft zorgen baren omdat zij in 2009-2012 sterk is gestegen. Afgaande op de huidige trends wordt aangenomen dat de overheidsschuld op korte termijn zal stijgen, maar vervolgens zal afnemen naarmate de groei aantrekt, mits het begrotingstekort daalt. Ten slotte kan de voortgezette reparatie van de balansen in de financiële sector en de hardnekkige kredietschaarste voor kleinere ondernemingen een rem blijven zetten op de economische groei. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in april van onevenwichtigheden, nuttig verder na te gaan of de onevenwichtigheden aanhouden of ongedaan worden gemaakt.*

Kader 1: Toezicht op de overschotten op de lopende rekening in het kader van de PMO²⁴

Het toezicht in het kader van de PMO heeft betrekking op zowel tekorten als overschotten op de lopende rekening. De aard, het belang en de urgentie van de beleidsuitdagingen lopen echter sterk uiteen naargelang van de betrokken lidstaten. Gezien de kwetsbaarheden en de omvang van de vereiste aanpassing, is de behoefte aan beleidsmaatregelen bijzonder groot in lidstaten met hoog blijvende tekorten op de lopende rekening en verliezen aan concurrentievermogen. Aanhoudende *overschotten* kunnen gerechtvaardigd zijn in het licht van de fundamentele economische ontwikkelingen. Grote en blijvende *overschotten* op de lopende rekening kunnen evenwel ook het gevolg zijn van marktfalen of beleidsstrategieën die een rem zetten op de binnenlandse vraag en op de investeringsmogelijkheden. *Overschotten* op de lopende rekening geven echter geen aanleiding tot bezorgdheid over de houdbaarheid van de buitenlandse schuld of de financieringscapaciteit.

Tekorten en overschotten op de lopende rekening zijn niet noodzakelijkerwijze macro-economische onevenwichtigheden in de zin van ontwikkelingen die een ongunstig effect sorteren of kunnen sorteren op de goede werking van economieën of van de monetaire unie, dan wel op grotere schaal. Tekorten en overschotten zijn een logisch gevolg van economische interacties tussen landen. Zij laten zien in hoeverre een land op leningen van de rest van de wereld aangewezen is of hoeveel middelen het aan het buitenland leent. Op die manier bieden externe leningactiviteiten landen de gelegenheid consumptie te verschuiven in de tijd: een land met een *overschot* op de lopende rekening draagt consumptie van vandaag over naar morgen door in het buitenland te investeren. Op zijn beurt kan een land met een tekort op de lopende rekening zijn consumptie of investeringen vandaag verhogen, maar moet het toekomstig inkomen aan het buitenland overdragen om zijn externe schuld af te lossen. Tekorten en *overschotten* kunnen dus gewoon het gevolg zijn van een passende allocatie van besparingen, rekening houdend met van land tot land verschillende investeringsmogelijkheden. Verschillen in economische vooruitzichten leiden tot verschillen in spaargedrag, waarbij economische subjecten bij gunstiger vooruitzichten minder geneigd zullen zijn om te sparen en dus tot de accumulatie van tekorten bijdragen. Meer in het bijzonder kunnen landen met een snel vergrijzende bevolking het opportuun achten vandaag te sparen (d.w.z. *overschotten* te boeken) om de consumptie in de tijd af te vlakken.

Tekorten en overschotten op de lopende rekening horen bij het aanpassingsproces in een monetaire unie. Zij absorberen asymmetrische schokken bij gebreke van een onafhankelijk monetair beleid en nominale wisselkoersaanpassingen. Marktgedreven veranderingen in het prijs- en het kostenconcurrentievermogen vergemakkelijken de aanpassing, waarbij in oververhittende economieën van een verlies aan concurrentievermogen en in door hoogconjunctuur en een hoge werkloosheid gekenmerkte landen van een winst aan concurrentievermogen sprake is. Naast conjunctuurschommelingen spelen ook structurele factoren een rol. Landen die aan een inhaalbeweging bezig zijn en hogere groeivoorzichten hebben, vertonen de neiging tekorten op de lopende rekening te boeken omdat zij middelen in het buitenland lenen, wat ook tot trendmatige stijgingen van hun reële wisselkoersen leidt. Dergelijke "neerwaartse" financiële stromen van de kerneconomieën van de EU naar de periferie zijn normaal voor spaargelden die op zoek zijn naar het hoogste rendement. Externe onevenwichtigheden kunnen echter problematisch worden als zij diepgeworteld zijn, ofwel vanwege structurele veranderingen in de economie, ofwel vanwege een verkeerde beprijzing van de risico's en een overschatting van de verwachte opbrengsten.

***Overschotten* kunnen ofwel het resultaat zijn van verstoringen wegens onjuiste verwachtingen, een verkeerde beprijzing van de risico's of marktverstoringen, ofwel een afspiegeling vormen van onoordeelkundige beleidsinterventies of tekortkomingen in het financiële toezicht.** Een dergelijk markt- of beleidsfalen houdt een verkeerde middelenallocatie en een opbouw van onevenwichtigheden en kwetsbaarheden in zowel overschot- als tekortlanden in. Een verkeerde middelenallocatie zal ook in de *overschotlanden* tot welvaartsverliezen leiden. In die gevallen zou het in het eigenbelang van de overschotlanden zijn om hun *overschotten* af te bouwen door de belemmeringen weg te nemen die een rem zetten op hun binnenlandse vraag. De enorme waarderingsverliezen die sommige *overschotlanden* sinds het begin van de financiële crisis hebben geleden als gevolg van een inefficiënte investering van hun spaaroverschotten, duiden erop dat de verwachtingen inzake toekomstige rendementen op investeringen overtrokken waren en houden een reductie van de verwachte consumptiemogelijkheden en een welvaartsverlies in. Om deze inefficiënties te vermijden, is het van belang ervoor te zorgen dat financiële markten besluiten nemen op basis van naar behoren naar risico gewogen rendementen op investeringen en dat tevens in een passend macroprudentieel toezicht is voorzien om een buitensporige risicoconcentratie in zowel kapitaalverstrekkende als -ontvangende landen te voorkomen. Met name het feit dat overwegend van schuldinstrumenten is gebruikgemaakt om tekorten in kwetsbare landen te financieren, heeft tot de concentratie van risico's bijgedragen.

²⁴ In dit kader wordt een samenvatting gegeven van de voornaamste bevindingen van "Current Account Surpluses in the EU", *op.cit.*

De negatieve gevolgen van buitensporige tekorten en overschotten op de lopende rekening laten zich zowel in het betrokken land als in de partnerlanden ervan gevoelen. Dat is met name het geval in een monetaire unie, waar met één enkele wisselkoers en een gemeenschappelijk monetaire beleid niet kan worden ingespeeld op de aanpassingsbehoeften van individuele economieën. Als een groot deel van een monetaire unie meer gaat sparen en minder gaat investeren, en op die manier zijn *overschot* vergroot en kapitaal exporteert, dan zal het tekort op de lopende rekening in de rest van de monetaire unie meer dan waarschijnlijk verslechteren: ofwel via bilaterale financiële stromen, ofwel via het effect op de gemeenschappelijke wisselkoers. Tenzij de reële effectieve wisselkoers in de overschotlanden toeneemt doordat het loon- en prijspeil een relatief grotere stijging te zien geeft, zal de nominale wisselkoers van de euro een opwaartse tendens vertonen. De overige landen van de zone, en dan vooral de landen met een prijsgevoeligere uitvoer, kunnen hiervan gevolgen voor het concurrentievermogen en deflatoire effecten ondervinden. In dit opzicht moeten niet alleen de lopende rekeningen van de eurozonelanden als geheel, maar ook die van elk afzonderlijk eurozoneland als aangelegenheden van gemeenschappelijk belang worden beschouwd.

Het is weliswaar onmogelijk om een verband te leggen tussen tekorten en overschotten in bepaalde landenparen, maar de tekorten en overschotten in de eurozone (en de EU) hangen nauw met elkaar samen wegens de intensieve grensoverschrijdende handels- en financiële betrekkingen. Zo zijn met name de tekorten in de periferie van de eurozone gefinancierd met de spaaroverschotten van de *overschotlanden*. Bovendien fungeerden sommige kerneconomieën als doorgeefluik voor grote financiële stromen van investeerders van buiten de EU naar perifere EU-landen. Het ontbreken van een afdoende financieel toezicht, dat tot het onderkennen en beperken van de gelopen risico's zou hebben bijgedragen, resulteerde in kredietgedreven zeepbellen, een vermindering van de besparingen en buitensporige investeringen in niet-productieve activiteiten in de periferie, en in een buitensporige risicoconcentratie in de financiële systemen van de kernlanden. Een ruimtelijke correlatieanalyse bevestigt dat het in de EU waarschijnlijker is dat een land een tekort op zijn financiële rekening zal boeken als zijn belangrijkste financiële partners overschotten boeken, en omgekeerd. Daartegenover staat dat overloopeffecten via bilaterale handelsbetrekkingen overwegend de vorm aannemen van positieve interacties tussen landen die sterk onderling geïntegreerd zijn in leveringsketens: het is waarschijnlijker dat een land een *handelsoverschot* boekt als zijn belangrijkste partners ook een *overschot* boeken. Er is niets dat erop duidt dat de export van de overschotlanden de uitvoer van de perifere landen van de eurozone in aanmerkelijke mate heeft verdrongen.

Een toename van de vraag in de overschoteconomieën van de eurozone zou in een verbetering van de handelsbalans van de perifere economieën van de eurozone resulteren. Het effect van een dergelijke ontwikkeling op de herbalancerings van de *overschotten* en tekorten en op de economische bedrijvigheid van de tekorteconomieën mag echter niet worden overschat. *Ten eerste* heeft een toename van de binnenlandse vraag in een groot overschotland, zoals Duitsland, wegens de nauwe sectorale en geografische banden een veel groter effect op de uitvoer van de buurlanden (met inbegrip van die met een overschot) dan op die van de perifere economieën van de EU. Dit effect op de EU-periferie zou echter groter kunnen zijn als ook de vraag in de andere overschotlanden zou toenemen. *Ten tweede* zou het effect sterker zijn indien een dergelijke toename van de vraag (en reductie van het handelssaldo) van de *overschotlanden* parallel met een daling van de wisselkoers van de euro zou plaatsvinden.

Kader 2: Wat is een onevenwichtigheid?

In Verordening (EU) nr. 1176/2011 betreffende de preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden wordt een macro-economische onevenwichtigheid omschreven als *"elke trend die macro-economische ontwikkelingen in de hand werkt, welke een ongunstige invloed uitoefenen of kunnen uitoefenen op de goede werking van de economie van een lidstaat dan wel van de economische en monetaire unie of van de Unie als geheel"*, terwijl buitensporige onevenwichtigheden worden gedefinieerd als *"ernstige onevenwichtigheden, waaronder onevenwichtigheden die de goede werking van de economische en monetaire unie in gevaar brengen of dreigen te brengen"*.

Algemeen gesproken kan elke afwijking van een wenselijk niveau als een onevenwichtigheid worden beschouwd. Niet alle onevenwichtigheden zijn echter verontrustend of vereisen beleidsinterventies, omdat zij kunnen passen in het kader van de dynamische aanpassing van een economie. Onevenwichtigheden die op de voet moeten worden gevolgd en mogelijk beleidsinterventies vereisen, hangen samen met ontwikkelingen die de goede werking van de economie van een lidstaat, de eurozone of de EU aanzienlijk kunnen belemmeren. In de praktijk moeten onevenwichtigheden op de voet worden gevolgd als zij een gevaarlijk niveau bereiken (bv. hoge schulden) of een onhoudbare dynamiek weerspiegelen (bv. zeer dynamische huizenprijzen of kredietverlening), die dreigt te resulteren in een abrupte en grote, en dus schadelijke, aanpassing. Zo wordt het boeken van een groot en aanhoudend tekort op de lopende rekening als een onevenwichtigheid beschouwd als dit het risico op een "plotselinge stilstand" en grote welvaartskosten inhoudt.

De omvang van een onevenwichtigheid wordt bepaald door de mate waarin zij de goede werking van de economische activiteit hindert en door het risico op een abrupte aanpassing, d.w.z. de waarschijnlijkheid dat in een bepaalde periode een aanpassing plaatsvindt. Algemeen genomen kan van elke economische variabele worden nagegaan hoe groot de kans is dat zich in de komende periode een grote verandering daarin (of in een combinatie van dergelijke variabelen) voordoet. Zo kan worden nagegaan hoe groot de kans is dat het tekort op de lopende rekening of de huizenprijzen in de loop van het volgende jaar met een bepaald aantal procentpunten zal, respectievelijk zullen, teruglopen. Wat veelal evenwel de meeste zorgen baart, zijn de gevolgen van een abrupte aanpassing voor de economische activiteit en de werkgelegenheid.

De theoretische en empirische literatuur verschaft achtergrondinformatie voor het onderkennen van variabelen die op het bestaan van onevenwichtigheden duiden. Op basis van theoretische modellen wordt beoordeeld of ontwikkelingen onhoudbaar zijn en dus een onevenwichtigheid vormen. Empirische studies hebben het theoretische model helpen verbeteren en de aandacht gevestigd op de waarden die onhoudbare ontwikkelingen kunnen weerspiegelen en signaleren. Aan de hand van dit samenstel van variabelen kunnen kwalitatieve onevenwichtigheden vrij goed worden gedetecteerd, maar de moeilijkheid bestaat erin meer kwantitatieve beoordelingen te verkrijgen. Zo kan uit kwalitatief oogpunt worden gezegd dat als een land door een onhoudbare dynamiek, zoals een aanhoudend en omvangrijk tekort op de lopende rekening, wordt gekenmerkt, de kans groot is dat het op een bepaald moment met een abrupte aanpassing zal worden geconfronteerd. Het exacte tijdstip en transmissiemechanisme vallen echter moeilijker te bepalen.

Tegen deze achtergrond heeft de Commissie zich bij haar interpretatie van het scorebord en van de aanvullende indicatoren door de onderstaande algemene beginselen laten leiden bij het signaleren van risico's op potentiële onevenwichtigheden en bij het selecteren van de lidstaten die aan een diepgaande evaluatie moeten worden onderworpen.

Houdbaarheid van de buitenlandse schuld: De voornaamste scorebordindicatoren zijn de internationale netto-investeringspositie (stand) en het tekort/overschot op de lopende rekening (stroom). Een omvangrijke negatieve internationale netto-investeringspositie en een aanzienlijk tekort op de lopende rekening zijn redenen tot grote zorg. Bij een negatieve internationale netto-investeringspositie moet de nettoschuld aan het buitenland in aanmerking worden genomen om met de stand van de inkomende BDI rekening te houden, aangezien aan dergelijke verplichtingen minder risico's verbonden zijn dan aan schulden²⁵. Overschotten brengen weliswaar niet dezelfde risico's als tekorten met zich mee, maar het kunnen ook onevenwichtigheden zijn als zij een buitensporige omvang hebben en een afspiegeling vormen van een markt- of beleidsfalen dat tot een verkeerde middelenallocatie en welvaartsverliezen in het betrokken land of bij zijn partners leidt.

²⁵ Bij de analyse van de ontwikkeling op jaarbasis van de internationale netto-investeringspositie en de buitenlandse schuld moet ermee rekening worden gehouden dat deze variabelen tegen marktwaarde worden gemeten: een verbetering of verslechtering van deze variabelen kan het gevolg zijn van zowel een verbetering (of verslechtering) van de fundamentele economische ontwikkelingen als van de marktperceptie van de kredietwaardigheid van een land.

Handelsprestaties en concurrentievermogen: De voornaamste scorebordindicator is het exportmarktaandeel, maar ook de indicatoren van het prijsconcurrentievermogen (de reële effectieve wisselkoers (REWK) en de nominale loonkosten per eenheid product) zijn van belang. Zwakke handelsprestaties en verliezen aan concurrentievermogen zijn op zich al onrustwekkend, vooral als er ook van problemen op het gebied van de externe houdbaarheid en van een behoefte aan positievere externe prestaties ter ondersteuning van een ruimere schuldafbouw of herallocatie van middelen sprake is. Relevante aanvullende indicatoren zijn het netto handelssaldo van energieproducten²⁶, de verandering in de REWK in vergelijking met de eurozone en alternatieve indicatoren voor de loonkosten per eenheid product. Ook een indicator voor de exportprestaties in vergelijking met de geavanceerde economieën is van nut. Daarnaast kan eventueel rekening worden gehouden met aspecten die met het niet-prijsconcurrentievermogen samenhangen (zoals informatie over geografische en productspecialisatie), al moeten deze aspecten in beginsel in het kader van latere PMO-stappen in aanmerking worden genomen. De ontwikkeling van de handelsprestaties en het concurrentievermogen moet worden geïnterpreteerd in het licht van de houdbaarheidsproblemen. Hoewel een fundamentele reductie van zeer grote overschotten naar verwachting niet zal worden bewerkstelligd door een vermindering van de uitvoer en een verlies aan marktaandelen, kan een verlies aan marktaandelen van een tekortland met een zeer negatieve internationale netto-investeringspositie of met een onlangs sterk verslechterend saldo op de lopende rekening niet op dezelfde wijze worden geïnterpreteerd als een verlies aan marktaandelen van overschotlanden.

Schuldenlast van de particuliere sector, schuldafbouw en kredietverlening: Het scorebord is opgezet om een buitensporige schuldenlast en kredietgroei te signaleren. Gezien de huidige economische situatie is het accent verlegd naar de druk om schulden af te bouwen (nl. hoge schuldstanden en niet zozeer buitensporige kredietstromen). Dit aspect wordt bestreken door te kijken naar de stand van de schulden van de particuliere sector (waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen huishoudens en niet-financiële vennootschappen en de dynamiek van hun respectieve schulden) en de interactie van die schulden met de overheidsverplichtingen. Bij de interpretatie van de stand van de sectorale schulden kan worden gekeken naar de geconsolideerde en de niet-geconsolideerde cijfers (om met binnenlandse leningen tussen ondernemingen rekening te houden). Bij de interpretatie van de druk op de particuliere sector om zijn schulden terug te schroeven, moet ook rekening worden gehouden met de interactie met de overheidssector²⁷, teneinde het gecombineerde effect op de economische activiteit te beoordelen.

Risico's van de financiële sector voor de reële economie: De scorebordindicator is het groeitempo van de verplichtingen van de financiële sector; een van de aanvullende indicatoren is een hefboomindicator. Aangezien het de bedoeling is de toename van aan de financiële sector verbonden risico's te onderkennen en na te gaan hoe deze risico's schokken in de reële economie kunnen versterken, dienen beide indicatoren samen te worden beoordeeld. In dit verband is de blootstelling aan overheidsschuld of aan uit buitensporige particuliere schulden voortvloeiende risico's (hypotheekleningen en het verband ervan met de huizenprijzen) bijzonder relevant. Sectoren met hoge schulden kunnen duiden op een te grote expansie van bankbalansen, wat kredietzeepbellen in de hand kan werken en eventuele ongunstige economische ontwikkelingen kan versterken.

Werkloosheid: De werkloosheidsgraad is in het scorebord opgenomen als een contextuele variabele, die inzicht helpt te verwerven in de wisselwerking tussen de verschillende terreinen van een economie, en aangeeft of er van een verkeerde middelenallocatie (mismatch) en een algemeen gebrek aan aanpassingsvermogen sprake is.

Huizen- en hypotheekmarkten: Het hoofddoel is het risico op het ontstaan van huizenprijzenzeepbellen en de uit grote aanvullende correcties voortvloeiende risico's (zoals onder meer de gevolgen van negatieve vermogensposities van huishoudens voor de groeivoorwaarden via welvaartseffecten) te detecteren. De voornaamste indicator is de jaarlijkse verandering in reële huizenprijzen in het perspectief van gecumuleerde prijsveranderingen. Ter ondersteuning kunnen verschillende indicatoren van over/onderwaardering worden gehanteerd, maar deze maken geen deel uit van het scorebord. Bij het inschatten van de risico's die uit verdere aanpassingen voortvloeien, moet rekening worden gehouden met de omvang van de schuld van de huishoudens en met dwarsverbanden met het financiële systeem. In dit verband is het kredietaanbod van belang. In sommige gevallen kan het ook relevant zijn om met aanpassingsdruk aan de aanbodzijde rekening te houden. Gezien de financiële omstandigheden waarin de onderscheiden lidstaten verkeren, is het niet alleen zaak om na te gaan of er vastgoedzeepbellen aan het ontstaan zijn, maar ook om inzicht te verwerven in de mate waarin het leeglopen van dergelijke zeepbellen vordert en in de risico's die aan te trage of te snelle ontwikkelingen verbonden zijn.

²⁶ Zie in dit verband "Member States' Energy Dependence: An Indicator-Based Assessment," *European Economy-Occasional Papers*, 145, en "Energy Economic Developments in Europe," *European Economy*, (verschijnt binnenkort).

²⁷ Wat de houdbaarheid van de overheidsschuld betreft, zie: "Fiscal Sustainability Report-2012," *European Economy*, 2012 (8). Voor een gedetailleerde beschrijving van het begrotingstoezicht, zie: "Report on Public Finances in EMU," *European Economy*, 2013 (3).

Tabel A1. Scorebordindicatoren en indicatieve drempelwaarden

	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden					
Indicator	Saldo lopende rekening in % van het bbp (driejaars-gemiddelde)	Internationale netto-investeringspositie in % van het bbp	Reële effectieve wisselkoers, HICP-deflatoren t.o.v. 41 industrielanden, verandering in % (periode van 3 jaar) (a)	Exportmarkt-aandeel, verandering in % (periode van 5 jaar)	Nominale loonkosten per eenheid product, verandering in % (periode van 3 jaar) (b)	Gedefleerde huizenprijzen, verandering in % (op jaarbasis) (c)	Kredietstroom particuliere sector (geconsolideerde gegevens), in % van het bbp (d), (e)	Werkloosheid (driejaars-gemiddelde)	Schuld particuliere sector (geconsolideerde gegevens) in % van het bbp (d), (e)	Overheids-schuld in % van het bbp	Totale verplichtingen van de financiële sector (niet-geconsolideerde gegevens), verandering in % op jaarbasis
Gegevens-bron	Eurostat (betalings-balans-statistieken)	Eurostat (betalings-balans-statistieken)	DG ECFIN (database van prijs- en kosten-concurrentievermogen)	Eurostat (betalings-balans-statistieken)	Eurostat (nationale rekeningen)	Eurostat	Eurostat (nationale rekeningen)	Eurostat (arbeidskrachten-enquête)	Eurostat (nationale rekeningen)	Eurostat (BTP-definitie Verdrag)	Eurostat (nationale rekeningen)
Indicatieve drempel-waarden	-4/+6% Onderste kwartiel (ook gebruikt als referentie voor bovenste drempelwaarde)	-35 % Onderste kwartiel	+/-5% EZ +/-11% niet-EZ Onderste en bovenste kwartiel van EZ +/- standaard-afwijking van EZ	-6 % Onderste kwartiel	+9% EZ +12% niet-EZ Bovenste kwartiel EZ	+6 % Bovenste kwartiel	+15 % Bovenste kwartiel	+10 %	133 % Bovenste kwartiel	+60 %	16,5 %
Bij economische interpretatie te gebruiken aanvullende indicatoren	Financieringsoverschot/-tekort t.o.v. buitenland, in % van het bbp	Externe nettoschuld in % van het bbp Inkomende BDI-stromen en -stand, in % van het bbp	Reële effectieve wisselkoers t.o.v. rest eurozone	Relatief exportmarkt-aandeel t.o.v. geavanceerde economieën; arbeids-productiviteit; trendmatige groei TFP	Nominale loonkosten per eenheid product (verandering over 1, 5 en 10 jaar); effectieve loonkosten per eenheid product t.o.v. rest eurozone	Verandering in reële huizenprijzen (gecumuleerd over 3 jaar); nominaal huizenprijzen-indexcijfer; toegevoegde waarde in woningbouw	Verandering in particuliere schuld	Participatiegraad, langdurige en jeugdwerkloosheid, armoede-indicatoren	Schuld particuliere sector op basis van niet-geconsolideerde gegevens		Verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen

Noten: (a) Voor EU-handelspartners wordt het HICP gebruikt, terwijl voor niet-EU-handelspartners de deflator berust op een CPI. (b) Indexcijfer voor de verhouding tussen nominale beloning per werknemer en reëel bbp per werknemer. (c) Verandering in huizenprijzen t.o.v. de consumptiedeflator. (d) Onder de particuliere sector worden huishoudens, instellingen zonder winstoogmerk t.b.v. huishoudens, en niet-financiële vennootschappen verstaan. (e) Som van leningen en effecten m.u.v. aandelen.

Tabel A.2: PMO-scorebord voor 2012

Jaar 2012	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen									Interne onevenwichtigheden						
	Saldo lopende rekening in % van het bbp		Internationale netto-investe- ringspositie in % van het bbp	Reële effectieve wisselkoers (42 IL - HICP deflators)		Exportmarktaandeel		Nominale loonkosten per eenheid product		Gedefleerde huizenprijzen, verandering in % (op jaarbasis)	Kredietstroom particuliere sector in % van het bbp	Schuld particuliere sector in % van het bbp	Overheids- schuld in % van het bbp	Werkloosheid		Totale verplichtingen van financiële sector (niet- geconsoli- deerd, verandering in % op jaarbasis)
	3-jaars- gemiddelde	p.m.: stand jaar 2012		verandering in % (periode van 3 jaar)	P.m.: verande- ring in % (op jaar- basis)	verandering in % (periode van 5 jaar)	P.m.: verande- ring in % (op jaar- basis)	verandering in % (periode van 3 jaar)	P.m.: verande- ring in % (op jaar- basis)					driejaars- gemiddelde	P.m.: stand jaar 2012	
Drempelwaarde	-4/+6%	-	-35%	±5% & ±11%	-	-6%	-	+9% & +12%	-	+6%	14%	133%	60%	10%	-	16,5%
BE	-0,4	-2,0	48	-4,3	-2,3	-14,9	-5,2	6,6	4,1	-0,2	-1,5	146	100	7,7	7,6	-3,9
BG	-0,9	-1,3	-80	-4,0	-2,0	4,8	-5,5	7,4	-0,5	-5,3(v)	2,5	132	19	11,3	12,3	10,1
CZ	-3,0	-2,4	-50	0,4	-2,8	-4,2	-4,6	3,9	3,8	-3,9	0,6	72	46	7,0	7,0	5,4
DK	5,9	6,0	38	-7,7	-2,8	-18,6	-4,8	1,0	1,6	-5,1	6,1	239	45	7,5	7,5	5,0
DE	6,5	7,0	42	-8,9	-3,2	-13,1	-4,6	3,0	3,1	1,8	1,5	107	81	6,2	5,5	4,4
EE	0,9	-1,8	-54	-3,4	-0,6	6,5	-4,1	-2,8	4,2	3,5	4,7	129	10	13,2	10,2	12,9
IE	2,3	4,4	-112	-12,2	-4,3	-16,3	-3,3	-10,4	0,0	-11,7	-1,6	306	117	14,4	14,7	-0,7
EL	-7,5	-2,4	-109	-4,5	-3,9	-26,7	-7,3	-8,1	-6,2	-12,4 (1)	-6,8	129	157	18,2	24,3	-3,4
ES	-3,1	-1,1	-93	-5,2	-2,3	-14,6	-4,9	-5,6	-3,0	-16,9	-10,5	194	86	22,3	25,0	3,3
FR	-1,8	-2,2	-21	-7,8	-3,2	-14,0	-6,8	4,1	2,1	-2,3	3,5	141	90	9,9	10,2	-0,1
HR	-0,5	0,0	-89	-8,3	-2,6	-24,7	-7,4	0,8	1,2	-2,4	-2,1	132	56	13,8	15,9	0,9
IT	-2,3	-0,4	-25	-6,2	-1,8	-23,8	-5,0	3,1	2,3	-5,4 (v)	-1,0	126	127	9,2	10,7	7,1
CY	-6,7	-6,9	-82	-5,8	-1,9	-26,6	-9,4	0,8	-2,7	-2,2	10,0	299	87	8,7	11,9	-1,9
LV	-0,6	-2,5	-67	-8,5	-1,4	12,3	5,4	-5,8	3,4	-0,6	-1 (v)	91,7 (v)	41	16,9	15,0	4,1 (v)
LT	-1,3	-0,2	-53	-6,7	-2,0	29,3	5,7	-4,6	1,9	-3,2	-0,3	63	41	15,6	13,4	-0,3
LU	7,0	6,6	169	-2,3	-1,4	-18,3	-4,0	9,8	4,7	2,5	-5,0	317	22	4,8	5,1	11,3
HU	0,6	1,0	-103	-1,2	-2,3	-17,8	-7,4	4,4	2,7	-9,2	-6,1	131	80	11,0	10,9	-8,3
MT	-1,6	1,6	25	-7,7	-2,1	4,5	-1,9	4,9	3,7	0,3	-1,6	155	71	6,6	6,4	4,1
NL	8,8	9,4	47	-6,0	-1,8	-12,0	-3,3	3,3	2,8	-8,7	0,2	219	71	4,7	5,3	4,9
AT	2,2	1,6	0	-4,7	-1,7	-21,2	-6,3	4,1	3,0	nb (2)	2,7	147	74 (3)	4,3	4,3	-0,9
PL	-4,6	-3,7	-67	1,3	-2,3	1,3	-2,7	4,4	2,0	-5,9 (r)	3,4	75	56	9,8	10,1	9,6
PT	-6,5	-2,0	-115	-4,0	-1,5	-16,0	-5,3	-5,3	-3,1	-8,6 (v)	-5,4	224	124	13,6	15,9	-3,6
RO	-4,4	-4,4	-68	-1,9	-6,0	5,9	-7,1	4,8	6,5	-9,2	0,9	73	38	7,2	7,0	5,3
SI	1,2	3,3	-45	-4,5	-1,2	-19,9	-6,9	0,4	0,8	-8,4	-2,9	114	54	8,1	8,9	-0,8
SK	-1,7	2,2	-64	-3,2	0,0	4,2	1,5	0,9	1,0	-5,9	3,2	73	52	14,0	14,0	2,6
FI	-0,5	-1,7	18	-8,3	-2,7	-30,8	-7,1	4,8	4,4	-0,5 (v)	9,0	158	54	8,0	7,7	-0,2
SE	6,2	6,0	-10	10,1	-0,8	-18,8	-6,0	0,7	2,9	-0,2	1,8	212	38	8,1	8,0	4,4
UK	-2,8	-3,8	-9	5,8	4,3	-19,0	-1,7	6,1	3,0	-0,9	2,6	179	89	7,9	7,9	-4,3

Bron: EUROSTAT, DG ECFIN (voor de indicatoren m.b.t. de reële effectieve wisselkoers).

Noot: (1) Eurostat-raming op basis van HPI-gegevens van de Griekse centrale bank (2) HPI-gegevens tot 2011 van het Oostenrijkse bureau voor de statistiek. Voor 2012 raamt Eurostat een gedefleerd percentage van 9,6 % op basis van niet-geharmoniseerde HPI-gegevens van de ECB & de centrale bank van Oostenrijk. (3) Eurostat heeft voorbehoud gemaakt bij de Oostenrijkse overheidsschuld, zie Eurostat press release 152/2013. (4) v= voorlopige gegevens, r= ramingen

Tabel A.3: Bij de economische interpretatie van het PMO-scorebord 2012 te gebruiken aanvullende indicatoren

Jaar 2012	Reële bbp-verandering op jaarbasis	Bruto-investeringen in vaste activa in % van het bbp	Binnenlandse bruto-uitgaven aan O&O in % van het bbp	Saldo lopende rekening in % van het bbp, BB-gegevens	Externe netto-schuld in % van het bbp	Inkomende BDI-stroom in % van het bbp	Inkomende BDI-stand in % van het bbp	Netto handels-saldo van energie-producten in % van het bbp	Reële effect. wisselk. t.o.v. EZ, verandering in % (periode v. 3 jaar)	Export-prestaties t.o.v. geavanceerde economieën, verandering in % (periode v. 5 jaar)	Ruilvoet, verandering in % (periode van 5 jaar)	Exportmarkt-aandeel, volumes, verandering in % (op jaarbasis)	Arbeids-productiviteit, groei in % (op jaarbasis)	Nominale loonkosten per e.p., verandering in % (periode v. 10 jaar)	Loonkosten per e.p. t.o.v. EZ, verandering in % (periode v. 10 jaar)	Nominale huizen-prijzen, verandering in % (periode van 3 jaar)	Woningbouw in % van het bbp	Schuld particuliere sector in % van het bbp, geconsolideerde gegevens	Schuld-hefboom financiële sector (verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen)
BE	-0,1	20,4	0,0	-2,1	-93,7	-7,6	195,3	-5,3	1,9	-6,0	-2,1	-3,6	-0,3	22,0	5,2	9,6	5,9	247,8	476,0
BG	0,8	21,4	0,0	0,0	28,8	3,7	95,2	-7,3	1,8	15,8	2,4	-2,8	3,4	70,5	45,5	-16,7	nb	142,5	458,4
CZ	-1,0	23,1	0,0	-1,1	-1,3	5,4	67,6	-4,9	5,5	5,8	-3,6	2,8	-1,4	18,5	4,6	-3,1	3,7	82,0	542,1
DK	-0,4	17,1	0,0	6,0	12,0	0,9	32,4	0,5	0,7	-10,0	2,1	-8,8	-0,1	27,2	8,8	-1,7	4,3	238,9	308,0
DE	0,7	17,6	0,0	7,0	-9,4	0,2	28,5	-3,9	-1,2	-4,0	-2,2	1,1	-0,4	7,6	-11,0	8,2	5,8	116,3	459,9
EE	3,9	25,2	0,0	1,7	-2,0	6,8	84,2	-1,4	5,2	17,7	-3,4	3,1	1,7	67,3	42,9	23,0	3,5	130,1	353,1
IE	0,2	10,7	0,0	3,2	-396,7	18,2	157,1	-3,2	-5,1	-7,5	-4,4	0,3	0,8	15,4	-2,3	-33,1	2,0	331,9	121,1
EL	-6,4	13,1	0,0	-1,2	121,5	0,7	9,7	-3,9	2,0	-19,0	-3,8	-2,9	2,1	11,6	-4,9	-18,7	3,4	130,3	1129,9
ES	-1,6	19,2	0,0	-0,5	90,3	2,0	46,8	-3,9	0,8	-5,6	-5,3	0,5	2,7	18,6	0,5	-22,7	5,2	215,2	938,3
FR	0,0	19,8	0,0	-2,2	35,0	1,0	40,8	-3,3	-0,5	-5,0	-2,4	-0,1	0,1	20,9	4,0	10,3	nb	161,7	415,6
HR	-2,0	18,4	0,0	0,1	79,5	2,4	54,9	-6,0	-2,5	-16,8	2,5	-2,1	2,0	31,7	11,1	-10,6	nb	132,1	421,6
IT	-2,5	17,9	0,0	-0,1	55,5	0,0	17,6	-3,9	1,3	-15,7	-4,3	-0,2	-2,2	27,6	10,8	-2,9	5,1	128,8	1180,3
CY	-2,4	13,7	0,0	-6,7	36,7	5,5	90,0	-8,3	2,0	-18,9	-1,6	-0,2	1,8	28,1	11,0	-11,9	3,6	302,6	925,1
LV	5,0	22,8	0,0	0,5	38,9	3,9	46,5	-6,0	-0,7	24,2	-1,3	4,6	3,4	100,8	66,3	0,3	1,9	111,6	694,4 (v)
LT	3,7	16,6	0,0	2,0	33,6	1,7	36,7	-8,4	1,5	42,9	-2,6	8,6	1,9	32,1	11,8	-1,5	1,8	66,7	640,8
LU	-0,2	19,3	0,0	6,1	-2444,8	523,6	4311,5	-6,5	2,8	-9,7	3,1	-5,8	-2,6	37,0	17,4	13,8	3,5	370,7	68,7
HU	-1,7	17,4	0,0	3,6	57,1	11,1	80,8	-6,4	4,4	-9,1	-2,3	0,0	-1,8	39,3	23,1	-9,3	1,6	155,0	519,6
MT	0,8	14,8	0,0	2,9	-176,4	-0,4	180,7	-12,8	1,0	15,5	-1,4	2,6	-1,5	28,3	11,8	1,8	2,2	217,8	357,4
NL	-1,2	17,0	0,0	7,8	32,5	1,5	77,3	-2,6	-0,3	-2,7	-1,6	0,8	-1,1	17,8	0,2	-9,8	4,2	222,8	202,8
AT	0,9	21,4	0,0	1,5	25,6	1,5	65,4	-4,1	1,3	-12,9	-4,3	-0,8	-0,4	16,6	0,9	nb	4,5	164,7	330,0
PL	1,9	19,1	0,0	-1,5	36,1	1,2	45,7	-3,5	7,1	12,0	-2,8	-0,1	5,6	9,1	-5,1	-6,8	2,7	78,7	315,6
PT	-3,2	16,0	0,0	0,3	102,3	4,2	55,0	-4,7	0,9	-7,2	-0,1	-5,1	1,1	11,5	-4,3	-8,4	2,5	256,0	485,1
RO	0,7	26,7	0,0	-3,0	40,2	1,6	44,6	-3,1	3,2	17,1	10,5	-5,7	-0,8	144,0	107,5	-26,1	nb	73,7	507,0
SI	-2,5	17,8	0,0	3,0	41,2	-0,1	33,2	-6,9	0,3	-11,5	-4,3	-2,3	-1,7	32,0	13,4	-4,3	2,8	125,2	631,9
SK	1,8	20,1	0,0	4,2	22,4	3,1	59,5	-5,9	1,9	15,1	-5,6	6,1	1,7	23,7	7,4	-8,1	2,3	76,3	1008,7
FI	-0,8	19,6	0,0	-1,6	36,4	1,4	38,0	-2,7	1,6	-23,5	-5,7	-3,9	-0,8	26,5	7,5	12,1	6,7	185,1	525,9
SE	1,0	19,0	0,0	5,9	60,1	3,1	64,0	-1,7	19,1	-10,2	-1,3	-8,4	0,2	11,3	-5,2	11,8	3,2	256,5	278,1
UK	0,1	14,3	0,0	-3,6	31,7	2,5	53,7	-1,2	14,4	-10,5	-3,6	-2,9	-1,1	29,4	nb	8,0	3,3	189,8	1060,7

Bron: EUROSTAT, DG ECFIN (voor de indicatoren m.b.t. de reële effectieve wisselkoers met HICP-deflatoren en effectieve loonkosten per eenheid product t.o.v. EZ)

en IMF WEO (voor de indicatoren m.b.t. de exportmarktaandeelvolumes).

Noot: b= breuk in de tijdreeks, v= voorlopige gegevens, r= ramingen.

Tabel A.3 (vervolg): Bij de economische interpretatie van het PMO-scorebord 2012 te gebruiken aanvullende indicatoren (vervolg)

Jaar 2012	Werkgelegenheid, verandering in % (op jaarbasis)	Participatiegraad (15-64 jaar)		Langdurige werkloosheid (% van de beroepsbevolking)		Jeugdwerkloosheid (% van de beroepsbevolking van dezelfde leeftijdsgroep)		Jongeren die geen werk hebben en evenmin onderwijs of een opleiding volgen (% van de totale bevolking)		Mensen die met armoede of sociale uitsluiting worden bedreigd (% van de totale bevolking)		Armoederisico-percentage (% van de totale bevolking)		Percentage ernstige materiële deprivatie (% van de totale bevolking)		Personen die behoren tot huishoudens met een zeer lage arbeidsintensiteit (% van de bevolking van 0 tot 59 jaar)	
		Niveau	Verandering in %-punt (periode van 3 jaar)	Niveau	Verandering in %-punt (periode van 3 jaar)	Niveau	Verandering in %-punt (periode van 3 jaar)	Niveau	Verandering in %-punt (periode van 3 jaar)	Niveau	Verandering in %-punt (periode van 3 jaar)	Niveau	Verandering in %-punt (periode van 3 jaar)	Niveau	Verandering in %-punt (periode van 3 jaar)	Niveau	Verandering in %-punt (periode van 3 jaar)
BE	0,2	66,9	0,0	3,4	-0,1	19,8	-2,1	12,3	1,2	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb
BG	-2,5	67,1	-0,1	6,8	3,8	28,1	13,0	21,5	2,0	49,3	3,1	21,2	-0,6	44,1	2,2	12,4	5,5
CZ	0,4	71,6	1,5	3,0	1,0	19,5	2,9	8,9	0,4	15,4	1,4	9,6	1,0	6,6	0,5	6,8	0,8
DK	-0,3	78,6	-1,6	2,1	1,5	14,0	2,2	6,6	1,2	19,0	1,4	13,1	0,0	2,8	0,5	10,9	2,4
DE	1,1	77,1	0,8	2,5	-1,0	8,1	-3,1	7,7	-1,1	19,6	-0,4	16,1	0,6	4,9	-0,5	9,8	-1,0
EE	2,2	74,9	0,9	5,5	1,7	20,9	-6,6	12,5	-2,4	23,4	0,0	17,5	-2,2	9,4	3,2	9,0	3,4
IE	-0,6	69,2	-1,4	9,1	5,6	30,4	6,4	18,7	0,3	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb
EL	-8,3	67,9	0,1	14,4	10,5	55,3	29,5	20,3	7,7	34,6	7,0	23,1	3,4	19,5	8,5	14,1	7,6
ES	-4,2	74,1	1,1	11,1	6,8	53,2	15,4	18,8	0,5	28,2	3,7	22,2	2,1	5,8	1,3	14,2	6,6
FR	0,0	71,0	0,5	4,1	0,7	24,7	0,7	12,2	-0,2	19,1	0,6	14,1	1,2	5,3	-0,3	8,4	0,1
HR	-3,9	60,5	-1,9	10,3	5,2	43,0	17,9	16,7	4,8	32,3	nb	20,5	2,6	15,4	nb	16,1	nb
IT	-0,3	63,7	1,3	5,7	2,2	35,3	9,9	21,1	3,4	30,4 (v)	5,7 (v)	19,8	1,4	14,5	7,5	10,3	1,5
CY	-4,2	73,5	0,5	3,6	3,0	27,8	14,0	16,0	6,1	27,1	3,6	14,7	-1,1	15,0	5,5	6,4	2,4
LV	1,6	74,4	0,5	7,8	2,9	28,5	-4,8	14,9	-2,5	36,6	-0,8	19,4	-6,3	26,0	4,1	11,5	4,8
LT	1,8	71,8	2,0	6,6	3,4	26,7	-2,3	11,1	-1,3	32,5	3,0	18,6	-2,0	19,8	4,7	11,3	4,4
LU	2,5	69,4	0,7	1,6	0,4	18,0	1,5	5,9	0,1	18,4	0,6	15,1	0,2	1,3	0,2	6,1	-0,2
HU	0,1	64,3	2,7	4,9	0,7	28,1	1,6	14,7	1,3	32,4	2,8	14,0	1,6	25,7	5,4	12,7	1,4
MT	2,3	63,1	4,0	3,0	0,0	14,2	-0,2	11,1	1,3	22,2	2,0	15,0	-0,3	8,0	3,3	7,9	-0,5
NL	-0,2	79,3	-0,4	1,8	0,9	9,5	1,8	4,3	0,2	15,0	-0,1	10,1	-1,0	2,3	0,9	8,7	0,4
AT	1,3	75,9	0,6	1,1	0,1	8,7	-1,3	6,5	-1,3	nb	nb	nb	nb	4,0	-0,8	7,6	0,4
PL	-3,4	66,5	1,8	4,1	1,6	26,5	5,9	11,8	1,7	26,7	-1,1	17,1	0,0	13,5	-1,5	6,8	-0,1
PT	-4,2	73,9	0,2	7,7	3,0	37,7	12,9	14,1	2,9	25,3	0,4	17,9	0,0	8,6	-0,5	10,1	3,2
RO	1,5	64,2	1,1	3,2	1,0	22,7	1,9	16,8	2,9	41,7	-1,4	22,6	0,2	29,9	-2,3	7,4	-0,3
SI	-0,8	70,4	-1,4	4,3	2,5	20,6	7,0	9,3	1,8	19,6	2,5	13,5	2,2	6,6	0,5	7,5	1,9
SK	0,1	69,4	1,0	9,4	2,9	34,0	6,4	13,8	1,3	20,5	0,9	13,2	2,2	10,5	-0,6	7,2	1,6
FI	0,0	75,2	0,2	1,6	0,2	19,0	-2,5	8,6	-1,3	17,2	0,3	13,2	-0,6	2,9	0,1	9,1	0,9
SE	0,7	80,3	1,4	1,5	0,4	23,7	-1,3	7,8	-1,8	18,2	2,3	14,2	0,9	1,3	-0,3	9,9	3,7
UK	1,2	76,3	0,6	2,7	0,8	21,0	1,9	14,0	0,7	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb	nb

Bron: EUROSTAT.

Noot: v= voorlopige gegevens.