



Brussel, 28.11.2012
COM(2012) 751 final

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

Waarschuwingsmechanismeverslag 2013

**opgesteld overeenkomstig de artikelen 3 en 4 van de verordening betreffende de
preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden**

{SWD(2012) 420 final}
{SWD(2012) 421 final}

1. INLEIDING

Hardnekkige macro-economische onevenwichtigheden, die tot uiting komen in de vorm van hoge en aanhoudende externe tekorten en overschotten, een alsmaar verder tanend concurrentievermogen en oplopende schulden, zijn mede de oorzaak geweest van de economische crisis. Thans wordt het economische landschap bepaald door het afbouwen ervan en het daarmee gepaard gaande aanpassingsproces. Deze onevenwichtigheden blijven niet alleen voor macro-economische uitdagingen voor de betrokken lidstaten zorgen, maar gaan ook vergezeld van overloopeffecten die een bedreiging voor de eurozone als geheel vormen. In december 2011 is het "sixpack" in werking getreden. Dit wetgevingspakket bevat beide verordeningen die samen de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden (de PMO) regelen¹. Het toezicht op onevenwichtigheden in het kader van de PMO maakt deel uit van het "Europees semester", waarin het macro-economische toezicht integraal en toekomstgericht wordt benaderd. In 2012 is de PMO voor het eerst volledig toegepast. Op 14 februari is de eerste stap in de PMO gezet met de publicatie door de Commissie van het eerste waarschuwingsmechanismeverslag². Op 30 mei 2012 zijn voor twaalf lidstaten diepgaande evaluaties gepubliceerd³, waarin conclusies ten aanzien van het bestaan van macro-economische onevenwichtigheden in de twaalf geëvalueerde lidstaten werden getrokken. In de reeks landenspecifieke aanbevelingen die de Raad in juli uit hoofde van het Europees semester heeft gedaan⁴, waren passende beleidsreacties op de geconstateerde onevenwichtigheden opgenomen.

Dit is het tweede waarschuwingsmechanismeverslag, waarmee de start wordt gegeven van de PMO voor het Europees semester 2013.

Met het waarschuwingsmechanismeverslag vindt een eerste screening plaats waarbij de Commissie nagaat welke ontwikkelingen in welke lidstaten een nadere, diepgaande analyse behoeven waarin wordt uitgemaakt of er sprake is van bestaande of zich aandienende onevenwichtigheden. In dit verband moet worden benadrukt dat het niet in het waarschuwingsmechanismeverslag maar pas in de daaropvolgende diepgaande evaluaties is dat in detail wordt geanalyseerd wat de drijvende krachten achter de waargenomen ontwikkelingen zijn⁵. Op basis van de diepgaande evaluaties concludeert de Commissie of er van onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden sprake is en stelt zij beleidsaanbevelingen voor. In deze tweede PMO-ronde zal ook rekening worden gehouden met de bevindingen van de vorige cyclus en met het feit dat het algemene economische klimaat er niet op verbeterd is. Het is de bedoeling dat de diepgaande evaluaties in het voorjaar worden gepubliceerd, voordat in mei het aanbevelingenpakket in het kader van het Europees semester wordt bekendgemaakt.

¹ Verordeningen (EU) nr. 1176/2011 en 1174/2011 van het Europees Parlement en de Raad (PB L 306 van 23.11.2011, respectievelijk blz. 25 en blz. 8).

² COM(2012) 68 final van 14.2.2012.

³ Deze lidstaten waren België, Bulgarije, Denemarken, Spanje, Frankrijk, Italië, Cyprus, Hongarije, Slovenië, Finland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk (zie *European Economy-Occasional Papers*, 99 tot en met 110, en de Commissiemededeling "Actie voor stabiliteit, groei en werkgelegenheid", COM(2012) 299 final van 30.5.2012).

⁴ Aanbevelingen 2012/C 219/1 tot en met 27 van de Raad van 10 juli 2012 (PB C 219 van 24.7.2012).

⁵ De werkzaamheden van de lidstaten en de Commissie ter versterking van de analytische kaders en hulpmiddelen voor de analyse van de onevenwichtigheden vinden plaats in de context van het Comité voor de economische politiek. Deze werkzaamheden hebben bijvoorbeeld onder meer betrekking op de huizenmarkt, de schuldenlast en de beoordeling van de externe posities.

Het waarschuwingsmechanismeverslag is gebaseerd op een scorebord met indicatoren. De beoordeling van het eventuele bestaan van of gevaar voor onevenwichtigheden in de lidstaten berust niet louter op een starre toepassing van de scorebordindicatoren. Het scorebord wordt immers ook aangevuld met andere informatie en indicatoren die naar behoren rekening houden met landenspecifieke omstandigheden en instellingen. Ook de conclusies van de diepgaande evaluaties van mei 2012 worden in aanmerking genomen. Wat de opzet van het scorebord betreft, is aan de oorspronkelijke reeks van tien indicatoren een indicator met betrekking tot de financiële sector toegevoegd in reactie op het verzoek van de Raad en het Europees Parlement om beter met de financiële sector rekening te houden. In bijlage 1 wordt verdere toelichting gegeven bij en achtergrondinformatie verschaft over het dit jaar gehanteerde scorebord.

In hoofdstuk 2 wordt nader ingegaan op een aantal horizontale en thematische aandachtspunten die uit de interpretatie van het scorebord naar voren komen. In hoofdstuk 3 wordt voor elk land een interpretatie van het scorebord gepresenteerd. Hoofdstuk 4 bevat de conclusies.

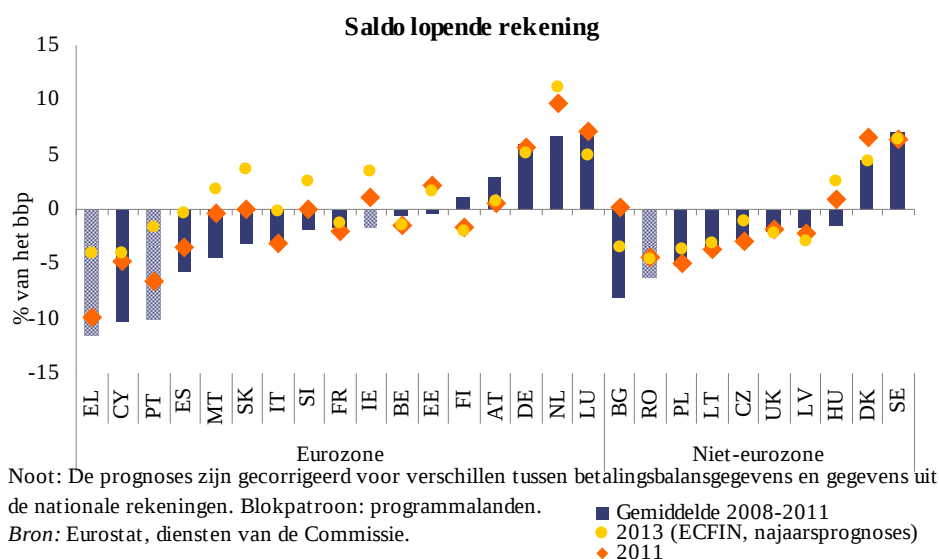
2. GEMAAKTE VORDERINGEN BIJ DE HERBALANCERING EN DE CORRECTIE VAN ONEVENWICHTIGHEDEN

De EU-economieën zien zich nog steeds gesteld voor de enorme uitdaging om de externe en interne onevenwichtigheden te corrigeren die in de periode vóór de crisis zijn opgebouwd. In diverse lidstaten staat zowel de particuliere als de openbare sector onder druk om de schulden af te bouwen. Deze druk is het gevolg van de correctie van opgebouwde financiële onevenwichtigheden die voortvloeien uit eerdere onhoudbare uitgaven- en schuld niveaus. De gelijktijdige schuldafbouw weegt op de groei omdat er sprake is van lagere bestedingen en omdat de inkomsten vooral naar schuldaflossing gaan, terwijl de correctie van de externe tekorten pas volledig en duurzaam zal zijn als het relatieve concurrentievermogen, mede onder invloed van kostenverlagingen en productiviteitsstijgingen, verder verbetert. Verwacht wordt dat deze correctie van opgebouwde interne en externe onevenwichtigheden een proces van lange adem zal zijn dat het economische landschap nog vele jaren zal bepalen en dat de achtergrond zal vormen voor het toezicht in het kader van de PMO. De huidige groeivoorwaarden, met inbegrip van de vooruitzichten voor volgend jaar, zijn weliswaar veel ongunstiger dan eerder dit jaar ten tijde van het vorige waarschuwingsmechanismeverslag werd aangenomen, maar de bij de herbalancering gemaakte vorderingen zullen de weg vrijmaken voor groei en convergentie.

Er zijn immers positieve tekenen die erop duiden dat vooruitgang wordt geboekt bij de herbalancering van de EU-economieën, zoals blijkt uit de meest recente prognoses van de Commissie. De hervormingsinspanningen lijken vruchten af te werpen, en dat niet alleen in de programmalanden. Dankzij verbeteringen van het concurrentievermogen laten de tekorten op de lopende rekening in de landen met de grootste externe onevenwichtigheden een daling zien. Sommige landen met grote tekorten op de lopende rekening dienen echter nog een aanzienlijke aanpassingsinspanning te leveren, die moet worden ondersteund door het doorvoeren van de productiviteitsverhogende structurele hervormingen die in de context van de economische aanpassingsprogramma's en de landenspecifieke aanbevelingen zijn afgesproken. De verdere herbalancering in de eurozone (en in de EU) zou gebaat zijn bij een dynamische ontwikkeling van de binnenlandse vraag en van de lonen in de overschotlanden.

Met betrekking tot de verschillende terreinen die door het scorebord worden bestreken, kunnen de volgende, meer specifieke opmerkingen worden geformuleerd:

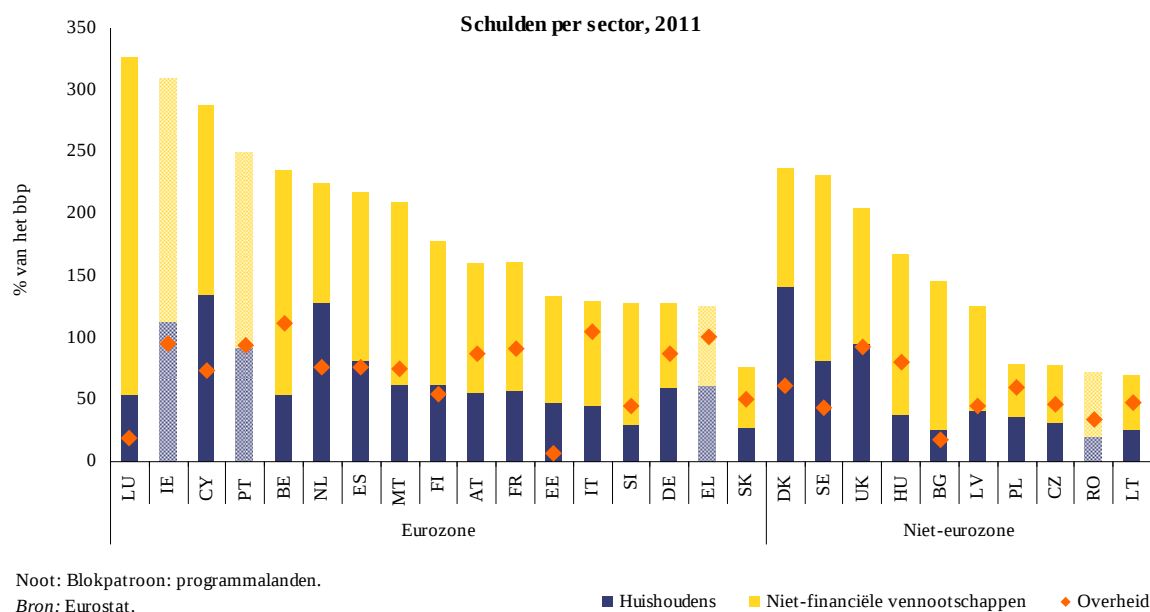
- ***In de eurozone (en de EU) is de herbalancering van de saldi op de lopende rekening aan de gang.*** Deze ontwikkeling is tot dusver vooral het gevolg geweest van de aanpassing die in de kwetsbare economieën heeft plaatsgevonden, al werken ook de ontwikkelingen in de lidstaten met een groot overschot op de lopende rekening de herbalancering van de eurozone (en de EU) in de hand. In de tekortlanden is de uitvoer toegenomen, niet alleen dankzij een verbetering van het concurrentievermogen en een reallocatie van middelen naar exportgerichte sectoren, maar ook als gevolg van een scherpe daling van de binnenlandse vraag en de invoer. Hoewel deze ontwikkelingen van zowel conjuncturele als structurele aard zijn, lijkt de structurele correctie in de meeste landen de overwegende factor te zijn. Parallel met de aanpassing in de lidstaten met grote tekorten op de lopende rekening zijn ook de externe onevenwichtigheden in diverse overschotlanden afgenomen, zij het in een trager tempo. Het toenemende gewicht van de binnenlandse vraag in de economische bedrijvigheid van de overschotlanden en de vrij dynamische loonstijgingen laten vermoeden dat de bijdrage van de overschotlanden aan de herbalancering de komende jaren aan belang kan winnen.
- ***De externe correctie van de tekorten op de lopende rekening volstaat evenwel nog altijd niet om houdbare en gezonde externe schuldposities te verzekeren.*** Een meerderheid van de lidstaten heeft een (negatieve) internationale netto-investeringspositie die boven de indicatieve drempelwaarde ligt. De mate waarin de internationale netto-investeringspositie de drempelwaarde overschrijdt, verschilt evenwel van land tot land, waarbij de afwijkingen variëren van bescheiden (CZ, EE, LT, PL, SI, SK en RO) tot aanmerkelijk (BG, ES, CY, LV en HU, alsook IE, EL en PT). In inhaaleconomieën is de externe nettoschuld doorgaans lager dan de internationale netto-investeringspositie als gevolg van aanzienlijke buitenlandse directe investeringen (BG, CZ, SK, LT en LV). In vele gevallen zijn de negatieve posities blijven stijgen of zijn de dalingen ervan vooral toe te schrijven aan waarderingseffecten (ES en CY, alsook EL en PT), die met name voortvloeien uit de afgenomen marktwaarde van in het betrokken land uitgegeven effecten die in buitenlandse handen zijn.



- ***De exportprestaties zijn iets verbeterd tegen de achtergrond van een zwakkere mondiale vraag.*** Op de inhaallidstaten (EE, MT, SK, BG, LV, LT, PL en RO) na, heeft het merendeel van de lidstaten de afgelopen vijf jaar exportmarktaandeel verloren in een tempo dat ver boven de indicatieve drempelwaarde ligt. Over een langere periode beschouwd, weerspiegelen deze verliezen ten dele een EU-brede trend in een mondiale context en moeten zij dan ook worden gezien tegen de achtergrond van de expansie van de wereldhandel. Het tempo van het marktaandeelverlies ligt niettemin veelal lager dan een jaar geleden.
- ***De ontwikkelingen van het prijs- en het niet-prijsconcurrentievermogen hebben een positieve bijdrage geleverd aan de vermindering van de externe onevenwichtigheden.*** Het herstellen van het prijs- en het niet-prijsconcurrentievermogen is van essentieel belang voor het aanpassingsproces van de economieën met grote tekorten op de lopende rekening. Er zijn reeds vele structurele hervormingen doorgevoerd. Hoewel de effecten van de hervormingen op de voornaamste macro-economische variabelen zich gewoonlijk pas met enige vertraging ten volle laten gevoelen, beginnen de ingrijpende arbeidsmarkthervormingen in diverse lidstaten reeds voor aanzienlijke verbeteringen van het concurrentievermogen te zorgen. De veranderingen in de tendensen van de relatieve loonkosten per eenheid product en van de reële effectieve wisselkoersen bewijzen al dat er in de meeste lidstaten van verbeteringen van het concurrentievermogen sprake is. In het scorebord ligt de indicator van de loonkosten per eenheid product (nominale verandering in 2009-2011) slechts in vier lidstaten (BG, LU, RO en FI) boven de drempelwaarde, terwijl dat in het vorige verslag nog in dubbel zoveel lidstaten het geval was. Deze ontwikkeling is terug te voeren op de neerwaartse druk waaraan de loonstijgingen de afgelopen paar jaren waren blootgesteld.
- ***Tot dusver heeft de verbetering van het prijsconcurrentievermogen overwegend in lidstaten met grote onevenwichtigheden plaatsgevonden, met name onder impuls van intense marktdruk.*** Sinds 2010 ligt het groeitempo van de nominale loonkosten per eenheid product in de periferie van de eurozone onder de overeenkomstige stijgingspercentages in de kerneconomieën met een overschot. De daling van de loonkosten per eenheid product in de kwetsbare landen in vergelijking met de kern van de eurozone is terug te voeren op een toenemende productiviteits- en concurrentiedruk, de uitstoot van arbeid die de overbezetting van de afgelopen jaren tenietdoet, en verminderingen van de nominale beloning in diverse sectoren.
- ***In diverse lidstaten is er in de particuliere sector nog steeds sprake van druk om de schulden terug te schroeven.*** In de nasleep van de financiële crisis is een aanvang gemaakt met het afbouwen van de buitensporige schulden in de particuliere sector, die ondernemingen en huishoudens omvat. In de meeste lidstaten (AT, BE, CY, DK, FI, FR, HU, LU, MT, NL, ES, SE en UK, alsook IE en PT) overtreffen de schulden in de particuliere sector de indicatieve drempelwaarde (160 procent van het bbp). Op sectoraal niveau is de schuldenlast van ondernemingen in sommige landen bijzonder hoog (meer dan 120 procent van het bbp in BE, BG, CY, MT, ES en SE, alsook in IE en PT). In andere landen, zoals SI en ES, nemen bouwbedrijven het grootste deel van de schulden van niet-financiële vennootschappen voor hun rekening en kan een verdere correctie op de huizenmarkt tot een stijging van de dubieuze leningen en de probleemactiva in het bedrijfsleven leiden. Wat de huishoudens betreft, is in een aantal lidstaten (CY, DK, NL, ES, SE en UK, alsook IE en PT) druk merkbaar om de

schulden af te bouwen. Deze druk hangt vooral samen met een forse opleving van de huizenmarkt voordat de crisis uitbrak. De neerwaartse risico's voor de financiële positie en de consumptie van de huishoudens houden verband met mogelijke verdere correcties op de huizenmarkten.

- ***De kredietverlening aan de particuliere sector blijft zwak en de particuliere kredietstromen blijven beperkt.*** In 2011 lagen de groeipercentages van de kredietverlening doorgaans onder de drempelwaarde, een ontwikkeling die aan zowel de vraag naar als het aanbod van kredieten toe te schrijven is. Enerzijds hebben banken hun balansen verkort en hun voorzieningen verhoogd. In 2011 was er immers overal sprake van een slechts bescheiden stijging van de verplichtingen van de financiële sector. Ook de in de financiële sector bestaande structurele en liquiditeitsproblemen hebben het kredietaanbod negatief beïnvloed. Anderzijds hebben de verslechterende groeivoorzichten in combinatie met hoge onzekerheid een rem gezet op de kredietvraag, vooral in de landen waar een aanpassing het meest noodzakelijk was.
- ***Complexe intersectorale dwarsverbanden tussen de overheid, het bankwezen en de particuliere sector leiden vaak nog tot een verergering van de onderliggende onevenwichtigheden.*** Als gevolg van de sterke nationale verwevenheid tussen de financiële sector en de binnenlandse overheden hebben banken via het bezit van overheidsobligaties vaak grote posities op overheden opgebouwd. Bovendien kunnen de hoge rendementen op overheidspapier zich via de banksector ook in het bedrijfsleven laten voelen, met alle negatieve gevolgen van dien voor de financieringsvoorwaarden ervan. Tegen deze achtergrond zijn de financieringskosten voor zowel de openbare als de particuliere sector in de lidstaten steeds sterker gaan uiteenlopen, wat in financiële fragmentatie langs de nationale grenzen heen resulteert. De staatsschuldencrisis heeft een uitstroom van deposito's uit een aantal kwetsbare landen op gang gebracht en tevens extra financierings- en liquiditeitsdruk op hun particuliere sector teweeggebracht. Het midden- en kleinbedrijf loopt meer risico om daardoor te worden getroffen omdat het sterk op bankkrediet aangewezen is. In deze context zorgt de druk op de particuliere sector om de schulden af te bouwen voor zelfs nog grotere problemen wanneer deze gepaard gaat met een eveneens vereiste schuldafbouw in de overheidssector (BE, ES, HU en IT, alsook IE, EL en PT).



- De huizenmarkten maken nog steeds een correctieproces door. De gevolgen daarvan lopen uiteen al naargelang de dynamiek in de bouwsector.*** In 2011 lieten de huizenprijzen in bijna alle lidstaten immers negatieve reële stijgingen zien. Een opmerkelijke uitzondering hierop vormden de Baltische staten, die zich herstelden van de eerdere boom-bustcycli. Dit alles had tot gevolg dat de huizenprijsstijging in geen enkel land boven de indicatieve drempelwaarde is uitgekomen. In de context van een forse verslechtering van het economische klimaat is het tempo van deze correctie nog versneld in sommige landen waar reeds scherpe gecumuleerde dalingen van de huizenprijzen hadden plaatsgevonden (CY, ES en IE). In een aantal gevallen heeft dat tot een noodzakelijke inkrimping van de bouwsector geleid, maar ook tot een hogere werkloosheid en een verslechtering van de bankbalansen (SI, ES en IE). Verdere neerwaartse aanpassingen vallen niet uit te sluiten (DK, NL en UK) tegen een achtergrond die door strengere kredietvoorwaarden en economische onzekerheid wordt gekenmerkt.
- De aan de gang zijnde correctie van de onevenwichtigheden is noodzakelijk maar brengt op korte termijn hoge kosten met zich mee en heeft tot een hogere werkloosheid geleid.*** Het correctieproces is volop aan de gang maar er blijft nog een lange weg af te leggen totdat een volledige en duurzame herbalancering is bewerkstelligd. De hervormingen van de loonvormingsmechanismen beginnen resultaat op te leveren in de vorm van een verbetering van het kostenconcurrentievermogen. De hoge en nog steeds toenemende werkloosheid in diverse lidstaten tegen de achtergrond van een flauwe totale vraag toont aan dat het aanpassingsproces van de arbeidsmarkt nog altijd niet volledig achter de rug is. De zwakke economische activiteit en, in sommige gevallen, de krimp in belangrijke sectoren zoals de bouwnijverheid (SI, ES and 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. Opdat een zodanige heroriëntatie van de bestedingen kan worden verwezenlijkt dat de groei, de werkgelegenheidsschepping en het externe evenwicht worden hersteld, is het van

cruciaal belang dat zowel op de arbeids- als op de productmarkten de structurele hervormingsinspanningen worden volgehouden en dat de inspanningen met het oog op de tenuitvoerlegging van de financiële regelgeving worden geïntensiveerd. Dit is des te belangrijker in het licht van de hoge interne druk om de schulden af te bouwen.

3. LANDENSPECIFIEKE OPMERKINGEN OVER DE INTERPRETATIE VAN HET SCOREBORD

De lidstaten waarop uit hoofde van door officiële financiering ondersteunde economische aanpassingsprogramma's toezicht wordt uitgeoefend, worden hieronder niet besproken. Het gaat om de eurozonelanden Griekenland, Ierland en Portugal en om het niet-eurozoneland Roemenië⁶.

België: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat België met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van het externe concurrentievermogen en de schuldpositie betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de verandering in het exportmarktaandeel, de brutoschuld van de particuliere sector en de overheidsschuld. Wat de externe situatie betreft, is België exportmarktaandeel blijven verliezen, zij het in een trager tempo. Het voortdurende verlies aan exportmarktaandeel is te wijten aan een sinds 2003 aan de gang zijnde verslechtering van het saldo in het goederenverkeer, die gedeeltelijk ongedaan is gemaakt door een gestage stijging van het saldo in het dienstenverkeer. Verwacht wordt dat de lopende rekening de komende jaren vrijwel in evenwicht zal blijven. Een belangrijke factor die aan de verslechtering van het exportmarktaandeel ten grondslag ligt, is de achteruitgang van het kostenconcurrentievermogen, die onder meer terug te voeren is op sterkere gecumuleerde stijgingen van de loonkosten per eenheid product dan gemiddeld in de eurozone het geval is. Deze trend zal zich waarschijnlijk doorzetten. Wat de interne onevenwichtigheden betreft, zij erop gewezen dat de indicator van de schuldpositie van de particuliere sector ver boven de drempelwaarde ligt, al is dit grotendeels het gevolg van bedrijfsinterne leningen. De kredietverlening is in 2011 vrij krachtig gegroeid, maar is onlangs afgenomen wegens een dalende vraag en strengere kredietvoorwaarden voor ondernemingen. De overheidsschuld is hoog en neemt nog steeds toe als gevolg van de grote tekorten van de afgelopen jaren en de interventies in de financiële sector. Vóór de crisis lieten de huizenprijzen een snelle stijging zien en de waarschijnlijkheid dat er zich een correctie voordoet, verdient nader onderzoek. Daarbij moet ook worden stilgestaan bij de gevolgen van een dergelijke correctie voor de houdbaarheid van de hypotheekschuld van de huishoudens. In 2011 is de verhouding tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen van de financiële sector toegenomen als gevolg

⁶ Een dergelijke aanpak, die parallelle procedures en rapportageverplichtingen vermijdt, is in overeenstemming met het Commissievoorstel voor een verordening betreffende de versterking van het economische en budgettaire toezicht op lidstaten die ernstige moeilijkheden ondervinden of dreigen te ondervinden ten aanzien van hun financiële stabiliteit in het eurogebied - COM(2011) 819 definitief van 23.11.2011 -, die deel uitmaakt van het "twopack". Voor een gedetailleerde bespreking van de economische situatie en van de bij het afbouwen van de macro-economische onevenwichtigheden gemaakte vorderingen, zie de laatste nalevingsverslagen in: *European Economy — Occasional Papers*, 94 (Griekenland), 115 (Ierland), 116 (Roemenië) en 117 (Portugal). Spanje wordt wel in dit verslag besproken, ondanks het feit dat het land officiële financiering geniet voor de herkapitalisatie van banken; zie "The Financial Sector Adjustment Programme for Spain", *European Economy — Occasional Papers*, 118. Ook Hongarije en Cyprus worden behandeld. In november 2011 heeft Hongarije formeel gevraagd onderhandelingen te openen die tot anticiperende financiële bijstand moeten leiden. Deze onderhandelingen zijn tot dusver echter nog niet veel opgeschoten. Cyprus heeft op 25 juni 2012 om officiële financiering verzocht en momenteel zijn onderhandelingen over een programma aan de gang.

van de in die sector geleden verliezen. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere analyse van de hardnekkigheid van de onevenwichtigheden, dan wel van de reductie daarvan.*

Bulgarije: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Bulgarije met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van de externe schuldpositie, de schuldafbouw in het bedrijfsleven en het aanpassingsproces van de arbeidsmarkt betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie en de loonkosten per eenheid product. De indicator van de schuldpositie van de particuliere sector daarentegen bevindt zich thans onder de drempelwaarde. Wat de externe situatie betreft, is het saldo op de lopende rekening snel verbeterd. In 2011 was het weer in evenwicht en tijdens de prognoseperiode zal het naar verwachting onder de drempelwaarde blijven. Ondanks een verbetering die een afspiegeling vormt van de forse correcties waardoor de lopende rekening werd gekenmerkt, zal de negatieve internationale netto-investeringspositie vermoedelijk ver boven de indicatieve drempelwaarde blijven en in de voorzienbare toekomst dus nog steeds een kwetsbaarheidsfactor vormen. Deze indicator moet echter in samenhang met de zeer hoge stand van de buitenlandse directe investeringen worden geïnterpreteerd, waardoor de externe nettoschuld veel lager komt te liggen. Ten eerste is de instroom van buitenlandse directe investeringen in 2011 beperkt gebleven en zal het recente herstel ervan wellicht bescheiden blijven bij een evenwel reeds hoge totale stand ervan. Ten tweede heeft Bulgarije exportmarktaandeel gewonnen tegen de achtergrond van een grotere productiviteit, een dalende reële effectieve wisselkoers en recentelijk licht gestegen loonkosten per eenheid product, al blijft de indicator boven de drempelwaarde en wordt verwacht dat de lonen en de loonkosten per eenheid product in de toekomst vrij sterk zullen toenemen. Na eerdere scherpe dalingen van de huizenprijzen is de neerwaartse correctie op de huizenmarkt thans volop aan de gang. De kredietvoorwaarden blijven stabiel, hetgeen tot een expansie van de opgenomen kredieten heeft geleid, al kan het hoge volume oninbare leningen mettertijd een rem op de kredietverlening gaan zetten. De particuliere sector bouwt zijn schulden weliswaar in snel tempo af (uit gegevens voor 2011 blijkt dat de kortlopende leningen aan niet-financiële vennootschappen scherp zijn gedaald), maar blijft toch zwaar in de schulden steken voor een inhaaleconomie, vooral wegens grensoverschrijdende leningen tussen niet-financiële vennootschappen onderling. Daar de correctie van de externe onevenwichtigheden ten dele het gevolg is van een krimp van de binnenlandse vraag, met inbegrip van de investeringen, bestaat het gevaar dat de economie vast komt te zitten op een laag groeipad, waardoor het terugschroeven van de schuldniveaus, inclusief de internationale netto-investeringspositie, wordt bemoeilijkt. Ook de zwakke punten van de arbeidsmarkt leiden tot bezorgdheid over de potentiële groei op lange termijn van het land. Zij komen tot uiting in een zwakke arbeidsmarktontwikkeling, gekenmerkt door negatieve groei, toenemende werkloosheidspercentages en een hoge structurele werkloosheid. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere analyse van de hardnekkigheid van de onevenwichtigheden, dan wel van de reductie daarvan.*

Tsjechië: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Tsjechië niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft de internationale netto-investeringspositie de indicatieve drempelwaarde. De internationale netto-investeringspositie is verslechterd als gevolg van aanhoudende, zij het bescheiden, tekorten op de lopende rekening ter grootte van ongeveer 3 procent van het bbp tijdens de voorbije drie jaar. Deze tekorten zijn hoofdzakelijk terug te voeren op de uitstroom van dividenden op de

hoge buitenlandse directe investeringen. Alles samen is het risico van externe kwetsbaarheden beperkt omdat de verplichtingen uit hoofde van externe brutoschulden vrij gering zijn. In 2011 liet de handelsbalans een robuust overschot zien, maar de exportmarktaandeelwinsten lopen geleidelijk terug als gevolg van het afnemende aandeel van nieuwe projecten waarmee buitenlandse directe investeringen zijn gemoeid. Verwacht wordt dat de invoergroei een gelijktijdige daling zal laten zien. Daar de binnenlandse vraag zwak blijft, wordt voorspeld dat het tekort op de lopende rekening de komende jaren zal blijven verbeteren. Deze ontwikkeling zal er naar verwachting toe bijdragen dat de internationale netto-investeringspositie zich rond het huidige niveau zal stabiliseren. Na vóór de wereldwijde financiële crisis een stijgende tendens te hebben vertoond, is de reële effectieve wisselkoers sinds 2009 algemeen genomen stabiel gebleven. De instroom van kapitaal in Tsjechië ging hand in hand met sterke loonsverhogingen in alle sectoren van de economie, ondanks het feit dat de productiviteitsstijgingen meestal beperkt bleven tot de verhandelbare sector. Hoewel de totale toename van de nominale loonkosten per eenheid product de afgelopen drie jaar is vertraagd tot om en bij de 3 procent en in de nabije toekomst naar verwachting beperkt zal blijven, kan de cumulatieve productiviteitskloof in de niet-verhandelbare sector op het concurrentievermogen van de economie blijven wegen: ten eerste omdat de niet-verhandelbare sector input voor andere sectoren levert en het concurrentievermogen van deze sectoren op die manier rechtstreeks beïnvloedt; en ten tweede omdat snellere loonstijgingen in de niet-verhandelbare sector een hinderpaal kunnen vormen voor arbeidsverschuivingen naar exportgeoriënteerde productiesectoren waar meer ruimte is voor productiviteitsgroei. In de bouw- en vastgoedsectoren is een aanpassing aan de gang, die vergezeld gaat van dalende reële huizenprijzen. De activiteiten in beide genoemde sectoren hadden een impuls gekregen door de vrij soepele leningsvoorwaarden vóór het uitbreken van de crisis: in de periode 2005-2008 is het aandeel van de bankleningen in de toegevoegde waarde van deze sectoren verdubbeld. De Tsjechische banksector, die grotendeels in buitenlandse handen is, is veerkrachtig gebleven en de bescheiden schuldenlast van de particuliere en de openbare sector heeft het ontstaan van negatieve spiralen voorkomen. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Denemarken: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Denemarken met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van het externe concurrentievermogen en de schuldpositie van de huishoudens betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreffen sommige indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de verandering in het exportmarktaandeel en de schuldpositie van de particuliere sector. Het verlies aan exportmarktaandeel blijft ver boven de drempelwaarde en was in 2011 van dezelfde grootteorde als in 2010. Bij de diepgaande evaluatie van mei 2012 werd geconcludeerd dat het Deense concurrentievermogen en de zwakke prestatie van Denemarken op het gebied van de goederenuitvoer verband hielden met een toename van de loonkosten per eenheid product ten opzichte van de voornaamste concurrenten. Het kostenconcurrentievermogen, gemeten aan de hand van de procentuele verandering over drie jaar van de nominale loonkosten per eenheid product, is evenwel verbeterd en blijft onder de drempelwaarde. Voor de komende jaren wordt een mat blijvende ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product voorspeld. Voorts blijkt uit de procentuele verandering over drie jaar van de reële effectieve wisselkoers dat er sinds 2009 een koersdaling aan de gang is, die de komende jaren vermoedelijk zal aanhouden. Het gestage marktaandeelverlies ondanks de verbetering van het kostenconcurrentievermogen kan betekenen dat deze verbetering nog niet volstaat om het in de loop van het vorige decennium geleden cumulatieve verlies aan concurrentievermogen wederom goed te maken. Dat neemt evenwel niet weg dat de overschotten op de lopende rekening zijn blijven stijgen, met name dankzij het saldo in het

goederen- en dienstenverkeer – ten dele omdat de olie- en gasexport van de stijgende olieprijs heeft geprofiteerd –, maar ook dankzij de instroom van inkomsten uit uitgaande buitenlandse directe investeringen. Doordat het saldo op de lopende rekening echter ook ten dele op de aanzienlijke besparingen van de particuliere sector terug te voeren is, zal het de komende jaren wellicht teruglopen naarmate de binnenlandse vraag geleidelijk aantrekt. De schuldquote van de particuliere sector blijft ver boven de drempelwaarde. Zij is weliswaar voor het tweede jaar op rij afgenomen, ten dele wegens een daling van de schuldquote van de huishoudens, maar blijft toch tot de hoogste in de EU behoren. De ontwikkelingen op de huizenmarkt hebben ertoe bijgedragen dat de schulden van de huishoudens tot boven houdbare niveaus zijn gestegen, wat de risico's voor de financiële en economische stabiliteit nog kan doen toenemen. Het risico voor de financiële stabiliteit mag dan vrij beperkt zijn, de risico's voor de economische stabiliteit lijken groter. De buitensporige bewegingen van de huizenprijzen en de hoge schuldenlast van de huishoudens, die mede tot sterke schommelingen van de particuliere consumptie hebben geleid, beperken thans het vermogen van de economie om zich te herstellen omdat huishoudens zich in de toekomst verplicht zullen zien hun schulden af te bouwen. De reële huizenprijzen zijn in 2011 wederom gezakt, na in 2010 te zijn gestabiliseerd. Hoewel kan worden gesteld dat de markten thans bijna weer met hun langetermijntendens hebben aangeknoopt, blijven zij toch kwetsbaar in een klimaat dat door strikte kredietvoorwaarden en lage loonstijgingen wordt gekenmerkt en dat het risico van toekomstige verdere neerwaartse aanpassingen inhoudt, gezien de economische vooruitzichten. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere analyse van de hardnekkigheid van de onevenwichtigheden, dan wel van de reductie daarvan.*

Duitsland: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Duitsland niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de verandering in het exportmarktaandeel en de schuldquote van de overheid. Wat de externe situatie betreft, is het verlies aan exportmarktaandeel boven de indicatieve drempelwaarde gebleven omdat er ook in 2011 sprake was van een verlies, zij het minder uitgesproken dan in 2010. Deze verliezen lijken algemeen genomen bescheiden uit te vallen en zijn consistent met de aan de gang zijnde vermindering van het overschot op de lopende rekening. Evenals bij het vorige waarschuwingsmechanismeverslag ligt de indicator van het overschot op de lopende rekening ook in 2011 net onder de drempelwaarde. De over de laatste paar jaar waargenomen daling van het overschot op de lopende rekening in het kader van het herbalanceringsproces is met name toe te schrijven aan een teruglopend handelsoverschot ten opzichte van de rest van de eurozone. Vooruitblikkend duiden de laatste voorspellingen erop dat het overschot op de lopende rekening in de periode 2012-2014 in een gematigd tempo zal afnemen naarmate de particuliere consumptie en de investeringen wederom aantrekken. Ook zij erop gewezen dat de loonkosten per eenheid product de voorbije jaren zijn toegenomen en de komende jaren wegens een nog steeds robuuste arbeidsmarkt vermoedelijk sterker zullen blijven stijgen dan gemiddeld in de eurozone het geval is. Ondanks stijgende loonkosten laat de reële effectieve wisselkoers nog steeds een daling zien omdat ondernemingen weinig ruimte hebben om de hogere lonen door te berekenen aan de consumenten. Wat de interne situatie betreft, zij erop gewezen dat de overheidsschuld naar verwachting vanaf 2013 een neerwaartse tendens zal gaan vertonen. Duitsland maakt derhalve vorderingen bij de naleving van het SGP-benchmark voor de schuldreductie. De schuldenlast van de particuliere sector en de kredietverlening blijven op een gematigd peil. De huizenprijzen zijn licht toegenomen, met sterkere prijsstijgingen in sommige stedelijke gebieden. Verwacht wordt dat de investeringen in

woningen in de toekomst sterk zullen oplopen. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Estland: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Estland niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie en de werkloosheid. Een derde indicator, de schuldpositie van de particuliere sector, is thans teruggelopen tot een comfortabel niveau onder de drempelwaarde (133 % van het bbp in 2011). Wat de externe situatie betreft, is het grootste deel van de zeer scherpe correctie van de in de periode 2005-2007 geaccumuleerde grote externe onevenwichtigheden achter de rug. In 2011 liet de lopende rekening nog steeds een aanzienlijk overschot zien. Voorspeld wordt dat zij op middellange termijn vrijwel in evenwicht zal blijven dankzij de op de exportmarkten verwachte terreinwinst. De negatieve internationale netto-investeringspositie blijft ver onder de drempelwaarde, maar geeft een snelle verbetering te zien als gevolg van het aanhoudende overschot op de lopende rekening en een op de gestage nominale bbp-groei terug te voeren noemereffect. Bovendien bestaat de helft van de externe nettoverplichtingen uit buitenlandse directe investeringen, wat ertoe bijdraagt dat de externe liquiditeitsgerelateerde risico's binnen de perken blijven; de buitenlandse nettoschuld bedraagt niet meer dan 6 procent van het bbp. De schuldenlast van de particuliere sector bevindt zich weliswaar nog steeds op een hoog niveau, maar is in 2010-2011 scherp gedaald dankzij de aan de gang zijnde schuldafbouw en de bbp-groei. Als gevolg van deze ontwikkeling en hoewel het niet uitgesloten is dat de schuldafbouw in de particuliere sector weldra zal stilvallen, is de schuldenlast van de particuliere sector in 2012 vermoedelijk verder afgenomen. Dat neemt evenwel niet weg dat de vrij hoge particuliere schuld op middellange termijn een rem kan zetten op de groei. De werkloosheid heeft in het eerste kwartaal van 2010 een piek bereikt van bijna 20 procent, maar is nadien sterk teruggelopen tot 10,2 procent in het tweede kwartaal van 2012. Aangenomen wordt dat de werkloosheid verder zal dalen, zij het in een trager tempo als gevolg van het wederom opduikende probleem dat het aanbod van en de vraag naar vaardigheden niet op elkaar aansluiten, en omdat er sprake is van een gematigder productiegroei. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Spanje: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Spanje met zeer ernstige onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van de externe positie, de schuld niveaus in de particuliere sector en de financiële sector betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreffen diverse indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het tekort op de lopende rekening, het exportmarktaandeel, de internationale netto-investeringspositie, de schuldpositie van de particuliere sector, de overheidsschuld en de werkloosheid. Wat de externe situatie betreft, zij erop gewezen dat het tekort op de lopende rekening is verbeterd wegens een sterkere exportprestatie en een dalende binnenlandse vraag. De indicator blijft weliswaar boven de drempelwaarde, maar verwacht wordt dat de lopende rekening zich de komende jaren in de richting van een evenwicht zal ontwikkelen. De afnemende loonkosten per eenheid product en een lichte daling van de reële effectieve wisselkoers hebben ertoe bijgedragen dat een deel van het tijdens de periode van hoogconjunctuur verloren gegane concurrentievermogen is teruggewonnen. Dit heeft er op zijn beurt mede toe geleid dat het verlies aan exportmarktaandeel is verminderd, al ligt de indicator nog steeds hoger dan de drempelwaarde. Verwacht wordt dat de loonkosten per eenheid product dit jaar verder zullen worden gereduceerd en in de komende jaren slechts een minieme groei zullen vertonen. De correctie van de kapitaalstromen is weliswaar aan de gang, maar de externe verplichtingen blijven aanzienlijk, wat tot uiting komt in de grote negatieve internationale netto-investeringspositie en de externe nettoschuld. Dit baart des te meer

zorgen omdat de Spaanse economie aan liquiditeitsrisico's is blootgesteld. De combinatie van een snel toenemende overheidsschuld en een hoge schuldenlast van de particuliere sector zorgt voor een aanzienlijke druk om de schulden af te bouwen. In de particuliere sector is in 2011 een aanvang gemaakt met de schuldafbouw. Deze zal in de toekomst worden voortgezet en aldus via een zwakke binnenlandse vraag het economische herstel afremmen. Het bankwezen blijft kwetsbaar na de ineenslorting van de huizenmarkt en van de bouwactiviteit en wegens de negatieve terugkoppelingslussen met de overheidsfinanciën. De zwakke punten van de banksector worden aangepakt in het kader van het aanpassingsprogramma van de financiële sector, dat voorziet in officiële financiering voor de herstructurering en herkapitalisatie van Spaanse banken. Ondanks dalende loonkosten per eenheid product is de arbeidsmarktsituatie erop achteruitgegaan: de werkloosheid bevindt zich op een recordpeil (ver boven de drempelwaarde) en neemt nog verder toe, terwijl de vernietiging van arbeidsplaatsen onverminderd doorgaat. Dit houdt een extra gevaar in voor de aan de gang zijnde correctie (via het effect ervan op de schuldafbouw) en heeft ook negatieve gevolgen voor de budgettaire consolidatie-inspanningen. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een zeer ernstige onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere grondige analyse van de gelopen risico's en van de vorderingen die bij het afbouwen van de onevenwichtigheden zijn gemaakt.*

Frankrijk: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Frankrijk met ernstige onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van de exportprestatie en het concurrentievermogen betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het exportmarktaandeel, de overheidsschuld en dit jaar ook de schuldpositie van de particuliere sector. Wat de externe situatie betreft, is Frankrijk exportmarktaandeel blijven verliezen. Het verliestempo is weliswaar vertraagd, maar de indicator ligt toch nog steeds ver boven de drempelwaarde. Verwacht wordt dat in de toekomst verdere verliezen zullen worden geleden als geen doortastende beleidsmaatregelen worden getroffen. Deze verliezen komen tot uiting in een geleidelijke verslechtering van zowel de handelsbalans als de lopende rekening en in een negatieve internationale netto-investeringspositie, ook al liggen laatstgenoemde twee indicatoren nog steeds onder hun respectieve indicatieve drempelwaarde. Deze ontwikkeling hangt samen met de aanhoudende verslechtering van zowel het prijs- als het niet-prijsconcurrentievermogen. De indicator van de loonkosten per eenheid product is lager dan de drempelwaarde, maar ondanks recentelijk genomen maatregelen ter verlichting van de belastingdruk op arbeid wordt verwacht dat de stijging van de loonkosten per eenheid product op korte termijn dicht in de buurt van het gemiddelde voor de eurozone zal liggen, hetgeen impliceert dat in de nabije toekomst geen relatieve winst zal worden geboekt. De verminderde winstgevendheid van het Franse bedrijfsleven, die in 2011 een historisch laag peil bereikte, weegt zowel op het investeringspotentieel als op het innovatievermogen van de ondernemingen, met alle nadelige gevolgen van dien voor het niet-prijsconcurrentievermogen ervan. Daarnaast beperkt de lage winstgevendheid van de ondernemingen hun vermogen om hun schulden af te bouwen, waardoor zij tevens heeft bijgedragen tot de hoge schuldenlast van de particuliere sector als geheel, die thans de indicatieve drempelwaarde overtreft. De werkloosheid is toegenomen en zal de komende jaren naar verwachting boven de drempelwaarde uitkomen. De schulden van de huishoudens blijven vrij gering, maar vóór het uitbreken van de crisis en ook in 2011 hebben de huizenprijzen een toename laten zien; de mogelijkheid van een correctie op de huizenmarkt en de gevolgen daarvan dienen nader te worden onderzocht. De stijging van de particuliere schulden is bijzonder verontrustend tegen de achtergrond van een nog steeds oplopende overheidsschuld, die momenteel dicht in de buurt van 90 % van het bbp ligt. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een ernstige onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere*

grondige analyse van de gelopen risico's en van de vorderingen die bij het afbouwen van de onevenwichtigheden zijn gemaakt.

Italië: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Italië met ernstige onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van de exportprestatie, het concurrentievermogen en de gevolgen van de hoge overheidsschuld betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het verlies aan exportmarktaandeel en de overheidsschuld. Met name sinds de invoering van de euro heeft het land steeds meer aan kosten- en niet-kostenconcurrentievermogen ingeboet, wat tot uiting komt in een aanzienlijk verlies aan exportmarktaandeel, dat ver boven de drempelwaarde ligt. Het tekort op de lopende rekening van Italië is echter aan het verkleinen en de handelsbalans zal in 2012 naar verwachting een overschot laten zien. Deze ontwikkeling is vooral toe te schrijven aan de scherpe daling van de invoer als gevolg van de zwakke binnenlandse vraag in de huidige periode van recessie, maar ook aan een positieve exportprestatie, vooral wat de uitvoer naar niet-EU-partners betreft. De zwakke ontwikkeling van de productiviteit blijft de voornaamste hinderpaal voor een blijvende verbetering van de concurrentiepositie en de groeivoorzichten van Italië. De onlangs goedgekeurde structurele hervormingen – waarmee wordt beoogd de concurrentie op de markten te bevorderen, de segmentatie op de arbeidsmarkt aan te pakken, het belastingstelsel groeivriendelijker te maken en het bedrijfsklimaat te verbeteren – moeten de productiviteitsgroei op middellange termijn helpen aanzwengelen. Inmiddels reageren de lonen nog steeds onvoldoende op de ontwikkeling van de productiviteit. Aangenomen wordt dat de nominale loonkosten per eenheid product de komende jaren zullen stijgen in een tempo dat dicht in de buurt van het gemiddelde voor de eurozone ligt. De hoge overheidsschuld blijft een belangrijk blok aan het been van de Italiaanse economie vormen, vooral tegen de achtergrond van de zwakke groeivoorzichten. De lage groeipercentages bemoeilijken de verwezenlijking en handhaving van de grote primaire overschotten die vereist zijn om de schuldquote in de toekomst gestaag terug te dringen, terwijl de huidige en verwachte hoge belastingdruk die vereist is voor het nakomen van de verplichtingen uit hoofde van de enorme schuld, een rem zet op de binnenlandse vraag en op de economische activiteit. Bovendien hebben de vrij hoge rentepercentages die in de context van een langs de nationale grenzen gefragmenteerde financiële markt met de risicopremie voor de Italiaanse overheid samenhangen, negatieve gevolgen voor de financieringsvoorwaarden van de particuliere sector en verergeren zij de financieringsproblemen van het binnenlandse bankwezen. Positief is dat de schuldenlast van de particuliere sector in Italië vrij beperkt blijft. Met name Italiaanse huishoudens hebben een vrij sterke financiële positie, ondanks het feit dat hun spaarquote al meer dan twintig jaar een neerwaartse tendens laat zien. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een ernstige onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere grondige analyse van de gelopen risico's en van de vorderingen die bij het afbouwen van de onevenwichtigheden zijn gemaakt.*

Cyprus: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Cyprus met zeer ernstige onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van de externe positie, de overheidsfinanciën en de financiële sector betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreffen diverse indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het tekort op de lopende rekening, de internationale netto-investeringspositie, het exportmarktaandeel, de kredietstroom in de particuliere sector, de schuldpositie van de particuliere sector en de overheidsschuld. Wat de externe situatie betreft, zij erop gewezen dat de indicator van de lopende rekening boven de negatieve drempelwaarde blijft ondanks een

recente scherpe daling van de invoer wegens een krimp van de binnenlandse vraag. Het verlies aan marktaandeel valt met name te verklaren door de goederenbalans, die haar neerwaartse trend heeft voortgezet, terwijl Cyprus overschotten in het dienstenverkeer blijft boeken. Al bij al wordt verwacht dat het tekort op de lopende rekening de komende jaren zal teruglopen. De verliezen op het gebied van het prijs- en het kostenconcurrentievermogen zijn recentelijk verminderd omdat de loonstop in de overheidssector de loonmatiging in de particuliere sector en de exportgeoriënteerde sectoren mede in de hand heeft gewerkt. Er zijn echter geen structurele hervormingen doorgevoerd ter ondersteuning van duurzame verbeteringen van het concurrentievermogen. Tegelijkertijd verslechtert de negatieve internationale netto-investeringspositie in snel tempo, wat aanleiding geeft tot bezorgdheid over de houdbaarheid van de externe positie van het land. De verslechtering van de internationale netto-investeringspositie is niet alleen terug te voeren op tekorten op de lopende rekening, maar ook op waarderingsverliezen op buitenlandse activa van banken. Wat de interne situatie betreft, zij erop gewezen dat de particuliere sector zijn omvangrijke uitstaande schuld verder heeft teruggedrongen. Dit blijkt ook uit de scherpe daling van de kredietstroomindicator van de particuliere sector in vergelijking met het jaar voordien. Het feit dat de indicator van de kredietverlening boven de drempelwaarde blijft, hangt vooral samen met het aan de gang zijnde schuldherschikkingsproces: herschikte leningen worden immers als nieuwe stromen behandeld in plaats van als nieuwe kredieten. Tegenover de schulden van de huishoudens staan weliswaar omvangrijke activa, maar de waarde ervan is ongunstig beïnvloed door een aanhoudende daling van de reële en nominale huizenprijzen. Ook de overheidsschuld bevindt zich boven de in het Verdrag vastgelegde referentiewaarde en zal naar verwachting fors toenemen. Tegelijkertijd is de werkloosheid op Cyprus onlangs sterk gestegen. In de toekomst zal deze stijging zich naar verwachting voortzetten, hetgeen erop wijst dat er niet alleen sprake is van conjunctuurgebonden factoren maar ook van structurele problemen. Alle verdere negatieve gevolgen van de blootstelling van de Cypriotische banksector aan Griekenland en elke verdere verslechtering van de economische activiteit zullen de risico's nog groter en de structurele aanpassing nog moeilijker maken. De situatie wordt nog verder verergerd door de negatieve spiraal tussen de ontwikkelingen in de vastgoedsector en de financiële sector enerzijds en de overheidsfinanciën anderzijds. Bovendien heeft de Cypriotische financiële sector een van de hoogste schuldhefbomen van alle nationale financiële sectoren in de EU. Cyprus heeft op 25 juni 2012 om officiële financiering verzocht en onderhandelt momenteel over een economisch beleidsprogramma om zijn financiële, budgettaire en structurele problemen aan te pakken. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een zeer ernstige onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere grondige analyse van de gelopen risico's en van de vorderingen die bij het afbouwen van de onevenwichtigheden zijn gemaakt.*

Letland: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Letland niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie en de werkloosheid. Na externe onevenwichtigheden te hebben opgebouwd, die in 2008-2009 tot een harde landing hebben geleid, is het externe concurrentievermogen sterk verbeterd als gevolg van het interne aanpassingsproces, dat onder meer loonsverlagingen, ontslagen, begrotingsconsolidatie, schuldafbouw in de particuliere sector en een breed scala aan groeibevorderende structurele hervormingen omvatte. Nadat er in 2011-2012 wederom van hoge groeipercentages sprake was, liet de lopende rekening opnieuw een licht tekort zien en dat zal in de komende jaren waarschijnlijk zo blijven. De nettoverplichtingen van het land, gemeten aan de hand van de internationale netto-investeringspositie, vertonen nog steeds een neerwaartse tendens, zij het vanaf een vrij hoog niveau. De grote negatieve internationale

netto-investeringspositie valt grotendeels te verklaren door de netto-omvang van de buitenlandse directe investeringen (goed voor ongeveer de helft van de internationale netto-investeringspositie), terwijl de externe schuldcomponent een snelle daling te zien geeft. Na de succesvolle voltooiing van het betalingsbalanssteunprogramma begin 2012 zijn de rendementen op overheidspapier gestaag aan het afnemen, hetgeen de verdere verkleining van de aan de externe positie van het land verbonden risico's mede in de hand werkt. Wat de interne indicatoren betreft, zij erop gewezen dat de overheidsschuld is gestabiliseerd op iets meer dan 40 % van het bbp, terwijl de huizenprijzen en de groei van de kredietverlening zich langzaam herstellen van de scherpe correctie die zij tijdens de crisis hebben ondergaan. Ondanks het herstel blijven de huizenprijzen ver onder de niveaus die vóór het uitbreken van de crisis, meer bepaald in de periode 2005-2007, zijn waargenomen. In de financiële sector is de commerciële kredietverlening in termen van goedgekeurde nieuwe leningen thans gestabiliseerd wat de huishoudens betreft en laat zij een licht stijgende tendens zien wat het bedrijfsleven betreft. De particuliere schuldquote is in 2011 verder gedaald tot 125 % van het bbp. Desondanks zijn de particuliere investeringen in een hoog tempo toegenomen onder impuls van aanzienlijke bedrijfswinsten. De werkloosheid ligt nog steeds ver boven het EU-gemiddelde en de indicatieve drempelwaarde, maar is thans geleidelijk aan het teruglopen, een tendens die de komende jaren naar verwachting zal aanhouden onder invloed van het herstel en een actief arbeidsmarktbeleid. Het lage aantal vacatures wijst niet op aanzienlijke structurele tekortkomingen op de arbeidsmarkt, terwijl zowel de werkgelegenheids- als de participatiegraad een stijgende tendens vertoont. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Litouwen: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Litouwen niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie en de werkloosheid. Litouwen is exportmarktaandeel blijven winnen omdat de reële effectieve wisselkoers is gedaald wegens de aanzienlijk lagere loonkosten. De loonkosten per eenheid product zijn afgenomen, maar zullen de komende jaren naar verwachting in een laag tempo stijgen. De indicator van de lopende rekening is weliswaar bijna gelijk aan nul, maar de levendige binnenlandse vraag heeft de invoer gestimuleerd en een negatieve handelsbalans heeft de lopende rekening weer in het rood geduwd. Het tekort, dat in 2011 bijna 4 % van het bbp beliep, is hoofdzakelijk gedekt door met de EU-begroting samenhangende overdrachten en buitenlandse directe investeringen. Inmiddels blijkt uit gegevens tot en met september 2012 dat het tekort op de lopende rekening wordt teruggedrongen en zich in de toekomst zal stabiliseren. De internationale netto-investeringspositie is verbeterd maar is nog steeds negatief en ligt hoger dan de indicatieve drempelwaarde. De externe nettoschuld, waarin rekening wordt gehouden met de stabiliteit van de financiering via buitenlandse directe investeringen, ligt veel lager. Bovendien blijft de overheidsschuld op een bescheiden peil en is de particuliere sector doorgestaan met het afbouwen van zijn schuldpositie. De groei van de binnenlandse kredietverlening is negatief geweest voor de huishoudens, maar was licht positief voor de niet-financiële vennootschappen en de overheid. Na in eerdere jaren een aanzienlijke correctie te hebben ondergaan, zijn de reële huizenprijzen stabiel gebleven. De werkloosheid geeft evenwel nog steeds reden tot bezorgdheid en het werkloosheidspercentage zal de komende jaren waarschijnlijk hoger blijven dan 10 %, ondanks het feit dat het sinds 2011 aan het afnemen is en vermoedelijk nog verder zal worden teruggedrongen. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Luxemburg: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Luxemburg niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, de nominale loonkosten per eenheid product, de schuld van de particuliere sector en deze keer ook de indicator van het exportmarktaandeel. Wat de externe situatie betreft, wordt verwacht dat het onveranderd hoog blijvende overschot op de lopende rekening, dat boven de indicatieve drempelwaarde ligt, de komende jaren zal worden gereduceerd. Het lijkt geen verband te houden met een te zwakke binnenlandse vraag, maar vloeit hoofdzakelijk voort uit de zeer grote concentratie van economische activiteiten in Luxemburg, vooral in de financiële sector, die worden aangetrokken door een algeheel gunstig klimaat (met inbegrip van het belastingstelsel). Hoewel het onwaarschijnlijk is dat het overschot op de lopende rekening een schadelijke onevenwichtigheid voor Luxemburg of voor zijn partners vormt, gaat daarachter evenwel een constant tekort op de goederenbalans schuil, dat het gevolg is van een exportmarktaandeelverlies. Tegelijkertijd blijft Luxemburg exportmarktaandeel winnen in het dienstenverkeer. De vermoedelijke oorzaak van het zwakke verloop van de goederenhandel is de ontwikkeling van de nominale loonkosten per eenheid product, die sinds 2000 immers veel sneller zijn gestegen dan in de eurozone en ruim vijf keer sneller zijn toegenomen dan in Duitsland. Bovendien wordt verwacht dat de loonkosten per eenheid product de komende jaren in een hoger tempo zullen toenemen dan gemiddeld in de eurozone het geval is, ondanks recentelijk door de regering getroffen loonmaatregelen. De hoge schuldenlast van de particuliere sector is vooral toe te schrijven aan aanzienlijke leningactiviteiten binnen internationale niet-financiële vennootschappen en niet zozeer aan een buitensporige schuldlast van de particuliere sector zelf. De schulden van de huishoudens blijven vrij beperkt en hangen vooral samen met vastgoedkredieten. Het stijgingstempo van de huizenprijzen heeft de afgelopen tien jaar een forse cumulatieve versnelling laten zien, maar is thans aan het vertragen en vormt hoofdzakelijk een afspiegeling van de wisselwerking tussen een krachtige vraag en een beperkt aanbod. Ten slotte zij erop gewezen dat de financiële sector algemeen genomen weliswaar gezond blijft, maar dat de financiële crisis het groeipotentieel ervan lijkt te hebben aangetast. Gezien de grote omvang ervan in vergelijking met de economie als geheel rijst de vraag welke gevolgen een minder dynamische financiële sector zou hebben voor de werkgelegenheid en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Hongarije: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Hongarije met ernstige onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van de internationale netto-investeringspositie en de gevolgen van de hoge overheidsschuld betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreffen diverse indicatoren de indicatieve drempelwaarde: de internationale netto-investeringspositie en de overheidsschuld bevonden zich vorig jaar al boven de drempelwaarde, maar dit jaar liggen ook de indicator van de werkloosheid en die van de schuldpositie van de particuliere sector iets hoger dan de drempelwaarde. De externe onevenwichtigheden zijn gereduceerd nu de lopende rekening voor het derde jaar op rij een overschot vertoont en de internationale netto-investeringspositie gestaag verbetert, ook al blijft deze nog ver boven de drempelwaarde. Aangenomen wordt dat dit ook in de komende paar jaar het geval zal zijn. De kentering in de ontwikkeling van de lopende rekening is vooral terug te voeren op een daling van de binnenlandse vraag. Het concurrentievermogen van de exportsector is immers niet veel veranderd. Na tijdens de recessie van 2009 een scherpe daling te hebben vertoond, is het negatieve saldo van de factorinkomens wederom gaan toenemen, al blijft het lager dan vóór de crisis het geval was. Beide factoren laten vermoeden dat de externe correctie deels van conjuncturele aard is. Het is

noodzakelijk dat de particuliere sector zijn schulden afbouwt om de bestaande onevenwichtigheden te corrigeren. Dat geldt vooral voor de huishoudens. Terwijl deze schuldafbouw aan de gang was, heeft de snelle daling van de kredietverlening aan het bedrijfsleven, tegen de achtergrond van heersende onzekerheid over het beleid en extra lasten voor de financiële sector, mede tot een historisch lage investeringsquote geleid, die op haar beurt het groeipotentieel van het land heeft aangetast. Verwacht wordt dat de investeringen in 2012 verder zullen teruglopen en zich pas in de komende jaren zullen stabiliseren. De licht dalende maar nog steeds aanzienlijke overheidsschuld heeft in combinatie met beleidsmaatregelen met negatieve gevolgen voor het bedrijfsklimaat de kwetsbaarheden doen toenemen, wat onder meer tot uiting komt in vrij hoge financieringskosten voor zowel de openbare als de particuliere sector. De stijging van de werkloosheid kan minder zorgwekkend blijken dan de gegevens laten vermoeden omdat zij vooral terug te voeren is op een hogere participatiegraad nu de werkgelegenheid is teruggekeerd naar het niveau van vóór de crisis. In november 2011 heeft de regering formeel gevraagd onderhandelingen te openen die tot anticiperende financiële bijstand moeten leiden. Deze onderhandelingen zijn tot dusver echter nog niet veel opgeschoten. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een ernstige onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere grondige analyse van de gelopen risico's en van de vorderingen die bij het afbouwen van de onevenwichtigheden zijn gemaakt.*

Malta: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Malta niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de schuldpositie van de particuliere sector, het saldo op de lopende rekening en de overheidsschuld. De schuldenlast van de particuliere sector ligt hoger dan 200 % van het bbp, vooral omdat de kredietverlening aan niet-financiële vennootschappen tijdens de jaren van hoogconjunctuur sterk is gegroeid. Momenteel lijkt er echter geen sprake te zijn van een te grote schuldhefboom in de particuliere sector omdat huishoudens en bedrijven over aanzienlijke financiële activa beschikken en omdat de looptijdstructuur van hun schulden relatief gunstig is: ongeveer twee derden zijn schulden op lange termijn. De lopende rekening heeft de voorbije tien jaar aanmerkelijke tekorten laten zien, maar recente ontwikkelingen laten vermoeden dat een correctie aan de gang is. Deze correctie, die ook tot uiting komt in terreinwinst op de exportmarkt, is te danken aan hogere besparingen en gematigder stijgingen van de loonkosten per eenheid product. Voor de komende jaren wordt verwacht dat de lopende rekening een gering overschot zal blijven vertonen en dat de loonkosten per eenheid product zullen stijgen in een tempo dat dicht in de buurt van het gemiddelde voor de eurozone ligt. Daarnaast komen de externe nettocrediteurpositie en de positieve internationale netto-investeringspositie van Malta de houdbaarheid van zijn externe positie ten goede. Gezien de grote omvang ervan, moet de kwetsbaarheid van de internationale netto-investeringspositie voor ongunstige ontwikkelingen niettemin nauwlettend in het oog worden gehouden. Met totale verplichtingen ter grootte van bijna 900 % van het bbp in 2011 is de financiële sector zeer groot in verhouding tot de binnenlandse economie. De afgelopen tien jaar heeft het stijgingstempo van de totale financiële verplichtingen de indicatieve drempelwaarde diverse keren overschreden. Dit heeft tot gevolg dat de cumulatieve toename in 2011 ver boven het gemiddelde voor de eurozone ligt. Het risico van een negatieve spiraal lijkt beperkt omdat een groot deel van deze instroom bestemd was voor internationaal georiënteerde banken, die slechts in zeer beperkte mate aan de binnenlandse economie zijn blootgesteld. In het huidige verslechterende economische klimaat verdient het echter aanbeveling het binnenlandse bankstelsel nauwlettend te monitoren omdat het een grote blootstelling heeft op de vastgoedmarkt, die het voorbije decennium werd gekenmerkt door een zeer dynamische prijsstijging gevolgd door een vrij

beperkte correctie, en omdat slechts weinig voorzieningen voor waardeverminderingen op probleemkredieten zijn getroffen. *Al met al acht de Commissie het nuttig tot een verdere grondige analyse van de gelopen risico's over te gaan om uit te maken of er van een onevenwichtigheid sprake is.*

Nederland: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Nederland niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. Zoals in de laatste Commissieprognoses is aangestipt, zijn de groeivoorzichten inmiddels versomberd, een ontwikkeling die terug te voeren is op de binnenlandse vraag. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, het exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector en de overheidsschuld. 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 bijdrage daaraan van de positieve netto-uitvoer van gas. De overschotten zijn ook steeds meer het gevolg van een stijgend overschot in het dienstenverkeer en toenemende inkomsten uit uitgaande buitenlandse directe investeringen, al heeft Nederland een verlies aan exportmarktaandeel geïncasseerd dat boven de indicatieve drempelwaarde ligt. Deze ontwikkeling is met name terug te voeren op de positieve tendens van de uit het buitenland ontvangen winsten, die tot een forse stijging van de besparingen van niet-financiële vennootschappen hebben geleid. Als gevolg van deze trends is de Nederlandse internationale netto-investeringspositie de afgelopen jaren sterk verbeterd. Uit de beschikbare prognoses blijkt dat het overschot op de lopende rekening in de toekomst verder zal oplopen tot bijna 10 procent van het bbp. Het geringe verlies aan concurrentievermogen van binnenlands geproduceerde goederen en diensten wordt min of meer goedgemaakt door de dynamiek van de wederuitvoer. Het totale exportmarktaandeelverlies is dan ook bescheiden gebleven. De indicator van de loonkosten per eenheid product ligt onder de drempelwaarde en er wordt van uitgegaan dat de loonkosten per eenheid product op korte termijn in hetzelfde tempo zullen stijgen als gemiddeld in de eurozone het geval is. De risico's voor de Nederlandse economie houden hoofdzakelijk verband met de huizenmarkt en met de hoge schuld van de huishoudens, die ertoe heeft geleid dat de indicator van de schuldpositie van de particuliere sector ver boven de indicatieve drempelwaarde ligt. Hoewel de huishoudens een stevige nettovermogenspositie hebben, blijft de verhouding tussen hun vreemd vermogen en hun eigen vermogen toenemen, wat een bron van risico vormt voor hun financiële positie. De hoge hypotheekschuld van de huishoudens in verhouding tot hun beschikbare inkomen is vooral toe te schrijven aan fiscale stimulansen, die hen er jarenlang toe hebben aangemoedigd grote hypotheeklen af te sluiten, alsook aan financiële innovaties waardoor zij makkelijker geld konden lenen. Dit heeft de stijging van de huizenprijzen mede in de hand gewerkt. Sinds de crisis zijn de huizenprijzen echter aan het dalen. Deze daling is het afgelopen jaar versneld en zal wellicht nog enige tijd voortduren. Hoewel de aantredende regering overeenstemming over hervormingsmaatregelen heeft bereikt, zullen de vooruitzichten voor de huizenmarkt naar verwachting ongunstig blijven zolang ook de economische vooruitzichten somber blijven. Via welvaarts- en vertrouwenseffecten heeft deze situatie negatieve gevolgen voor de reële economie en, indirect, ook voor de financiële sector, wat betekent dat de desbetreffende risico's nauwlettend moeten worden bewaakt. *Al met al acht de Commissie het nuttig tot een verdere grondige analyse van de gelopen risico's over te gaan om uit te maken of er van een onevenwichtigheid sprake is.*

Oostenrijk: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Oostenrijk niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de verandering in het

exportmarktaandeel, de schuldpositie van de particuliere sector en de overheidsschuld. Het totale exportmarktaandeel van Oostenrijk is in de periode 2006-2011 met 11½ % teruggelopen, maar in 2011 lijkt geen marktaandeel meer te zijn prijsgegeven. De indicator van de reële effectieve wisselkoers en die van de loonkosten per eenheid product duiden niet op problemen met het prijs- en het kostenconcurrentievermogen en in de periode 2012-2014 zal de toename van de loonkosten per eenheid product naar verwachting ver onder de indicatieve drempelwaarde blijven. Oostenrijk heeft een sterke positie op het gebied van zowel absolute productiviteit (bbp per werknemer, uitgedrukt in koopkrachtstandaarden) als uitvoer per werknemer weten te handhaven. Dat neemt echter niet weg dat er zich in 2010-2011 een enigszins abrupte daling van het overschot op de lopende rekening heeft voorgedaan omdat de uitvoer nog altijd onder het niveau van vóór de crisis lag. Deze ontwikkeling moet worden gezien als een waarschuwing tegen een te optimistische inschatting van de situatie en kan erop wijzen dat het innovatie- en diversificatievermogen van de Oostenrijkse economie moet worden verbeterd. Vooruitblikkend wordt verwacht dat het overschot solide zal blijven naarmate de netto-uitvoer geleidelijk wederom aantrekt. Bovendien ligt de overheidsschuld met 72,3 % van het bbp op een hoog niveau. Hoewel het land op schema lijkt te liggen met de correctie van het buitensporige tekort, zal de schuldquote naar verwachting niet vóór 2014 afnemen en zal een volgehouden begrotingsinspanning noodzakelijk zijn. Het herstructureringsproces van de generationaliseerde banken zorgt er weliswaar voor dat het risico van een negatieve spiraal tussen de overheid en de financiële sector beperkt blijft, maar er bestaat nog steeds enig risico dat het proces vertraging oploopt. De schuldenlast van de particuliere sector is in 2010 iets boven de indicatieve drempelwaarde uitgekomen doordat het bedrijfsleven jarenlang gestaag verplichtingen heeft opgebouwd. In 2011 zijn de financiële verplichtingen van zowel huishoudens als ondernemingen langzamer gegroeid dan het bbp. Het stijgingstempo van de kredietverlening aan de particuliere sector is in de loop van 2011 vertraagd en in 2012 verder teruggelopen omdat bedrijven en huishoudens weinig kredieten hebben opgenomen. Enerzijds hebben de ondernemingen veel eigen vermogen opgebouwd en anderzijds zijn de investeringen en de consumentenvraag verzwakt. Dit alles had tot gevolg dat de particuliere schuldquote in 2011 met 160,7 % van het bbp slechts iets boven de drempelwaarde lag en wellicht verder zal afnemen bij een zwak blijvende kredietvraag. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Polen: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Polen niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het saldo op de lopende rekening en de internationale netto-investeringspositie. Het tekort op de lopende rekening ligt weliswaar iets hoger dan de drempelwaarde, maar het wordt overwegend gefinancierd met een vrij stabiele instroom van buitenlandse directe investeringen en EU-middelen, die de expansie van een exportgeoriënteerde be- en verwerkende industrie en de ontwikkeling van een modern netwerk van vervoersinfrastructuur ondersteunen. Bovendien wordt verwacht dat het tekort op de lopende rekening in de nabije toekomst geleidelijk zal verkleinen doordat een zwakke binnenlandse vraag tot een daling van de invoer zal leiden en doordat het kostenconcurrentievermogen een verbetering zal laten zien. De internationale netto-investeringspositie is weliswaar hoger dan de drempelwaarde, maar de externe nettoschuld is lager, al kan de groeiende afhankelijkheid van de overheid van buitenlandse crediteuren een bron van risico vormen. Onder invloed van een nominale stijging van de wisselkoers is in de periode 2006-2008 enigszins aan prijsconcurrentievermogen ingeboet, maar de trend is wat omgeslagen na 2009, toen een grotere wereldwijde risicoaversie tot een toegenomen volatiliteit en de depreciatie van de nationale valuta heeft geleid. Ondanks dit verlies aan

prij concurrentievermogen heeft Polen zijn exportmarktaandeel sterk maar in afnemende mate kunnen opvoeren. Ook is er sprake geweest van beperkte stijgingen van de nominale loonkosten per eenheid product, die naar verwachting verder zullen vertragen naarmate de arbeidsmarktsituatie verslechtert. Voorts blijft de particuliere schuldquote bescheiden, ondanks een forse groei van de kredietverlening in de periode 2006-2009. In het verleden luidde een aanzienlijk deel van de nieuwe leningen, en dan vooral van de hypotheekleningen, in vreemde valuta, wat grotere risico's voor de stabiliteit van banken en huishoudens inhield, met name tijdens de recente periode van toegenomen volatiliteit en een depreciërende valuta. In de periode 2010-2012 is de totale groei van de kredietverlening echter sterk vertraagd en is het aanbod van nieuwe leningen in vreemde valuta scherp gedaald. De huizenprijzen zijn sinds 2008 onafgebroken teruggelopen, zij het in een gematigd tempo, waardoor de gevolgen daarvan voor de financiële sector beheersbaar zijn gebleven. De meeste oninbare leningen zijn dan ook bedrijfs- en consumentenkredieten. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Slovenië: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Slovenië met ernstige macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van de schuldafbouw in het bedrijfsleven, de stabiliteit van het bankwezen en tot op zekere hoogte ook het externe concurrentievermogen betrof. Slovenië heeft sindsdien enige vorderingen gemaakt bij het herkapitaliseren van banken en het consolideren van de begroting, maar dat neemt niet weg dat de situatie fragiel blijft. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie en dit jaar ook de verandering in het exportmarktaandeel. Wat de externe situatie betreft, blijft de internationale netto-investeringspositie boven maar wel dicht in de buurt van de indicatieve drempelwaarde. Als er zich geen grote veranderingen in waardering voordoen, zou de verwachte stijging van het overschot op de lopende rekening een verkleining van deze onevenwichtigheid teweegbrengen. De indicator van de loonkosten per eenheid product bevindt zich niet langer boven de indicatieve drempelwaarde omdat de nominale lonen stabiel blijven en de arbeidsproductiviteit blijft stijgen. Verwacht wordt dat deze trend zal aanhouden. Tegelijkertijd is de indicator van het verlies aan exportmarktaandeel iets gestegen tot net boven de drempelwaarde. Slovenië is echter kwetsbaarder dan deze indicatoren laten vermoeden vanwege de grote risico's die samenhangen met het bankwezen en met de moeilijkheden die het aan de gang zijnde schuldafbouwproces met zich meebrengt. Deze risico's komen immers niet geheel tot uiting in de lichte daling van de nieuwe indicator van de verplichtingen van de financiële sector. De bouwsector is gekrompen tot een fractie van de omvang ervan vóór de crisis. De hoge huizenprijzen en de lage transactievolumes laten echter vermoeden dat de situatie op de huizenmarkt nog altijd niet is opgeklaard. Dit kan mogelijke verdere correcties impliceren, met name wat de waarderingen van zekerheden betreft. De niet-financiële vennootschappen steken nog steeds te diep in de schulden en de problemleningen in deze segmenten blijven dan ook op het bankwezen wegen. Ten slotte vormen de bij het daadwerkelijk doorvoeren van hervormingen ondervonden moeilijkheden een constante bron van kwetsbaarheid nu de overheidsfinanciering aan verhoogde spanningen blootstaat. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een ernstige onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere grondige analyse van de gelopen risico's en van de vorderingen die bij het afbouwen van de onevenwichtigheden zijn gemaakt.*

Slowakije: Tijdens de vorige PMO-ronde werd Slowakije niet als een land met onevenwichtigheden aangemerkt. In het geactualiseerde scorebord overtreffen een paar indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de internationale netto-investeringspositie

en de werkloosheid. In 2011 liet de internationale netto-investeringspositie een lichte verbetering zien, maar de meeste externe verplichtingen zijn geen schuldinstrumenten (het betreft met name buitenlandse directe investeringen, die vooral naar exportgeoriënteerde sectoren zijn gekanaliseerd). Een verbeterend saldo van de goederen- en dienstenbalans en een toenemende uitstroom van inkomsten hebben ertoe bijgedragen dat het saldo op de lopende rekening sinds 2009 stabiel is gebleven. Verwacht wordt dat de handelsbalans en de lopende rekening vanaf 2012 een verbetering zullen laten zien als gevolg van een krachtige groei van de uitvoer van de be- en verwerkende nijverheid. De indicator van de reële effectieve wisselkoers en die van de loonkosten per eenheid product bevinden zich thans onder hun respectieve drempelwaarde omdat het effect van de krachtige nominale appreciatie van de nationale valuta in de aanloop naar de invoering van de euro en het effect van de recessiegerelateerde productiviteitsdaling in 2009 aan het wegebben zijn. Nu de werkloosheid zich de komende jaren wellicht ver boven het niveau van vóór de crisis zal handhaven, wordt er dan ook van uitgegaan dat de loondruk beperkt zal blijven. De nog steeds vrij gunstige ontwikkeling van de indicatoren van het concurrentievermogen komt ook tot uiting in een aanhoudende stijging van de arbeidsproductiviteit en het exportmarktaandeel. Het bankwezen, dat grotendeels in buitenlandse handen is, heeft een sterke expansie van de kredietverlening weten te vermijden, waardoor Slowakije een buitensporige groei van de kredietverlening bespaard is gebleven en wat ertoe heeft bijgedragen dat de overheidsschuld en de particuliere schuldenlast vrij goed in toom konden worden gehouden. De schuldquote van de overheid is de laatste jaren echter sterk gestegen. De werkloosheid – die ver boven de drempelwaarde ligt – blijft een van de nijpendste structurele problemen die op de binnenlandse economie weegt. De hardnekkig hoge werkloosheid is te wijten aan het feit dat sinds het uitbreken van de crisis geen verbeteringen op de arbeidsmarkt hebben plaatsgevonden en dat er grote regionale verschillen in economische groei en werkgelegenheid blijven bestaan. *Al met al zal de Commissie in dit stadium niet overgaan tot een verdere grondige analyse in de context van de PMO.*

Finland: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Finland met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van het concurrentievermogen betrof. Een aantal scorebordindicatoren overtreft de indicatieve drempelwaarde, namelijk de verandering in het exportmarktaandeel, de nominale loonkosten per eenheid product, de schuldpositie van de particuliere sector en het stijgingstempo van de verplichtingen van de financiële sector. Wat de externe situatie betreft, zijn er nog steeds problemen met het concurrentievermogen: Finland blijft sterk aan exportmarktaandeel inboeten, zij het in een iets trager tempo dan in 2009-2010, toen veel marktaandeel werd ingeleverd. Vóór 2009 werd Finland elk jaar met een gering verlies aan exportmarktaandeel geconfronteerd, soms onderbroken door een kleine winst. In de jaren 2009 en 2010 is echter telkens een aanzienlijk verlies geleden en ook in 2011 was er sprake van een verlies, zij het van geringere omvang. De daling van het exportmarktaandeel van Finland is ten dele terug te voeren op uitdagingen die verband houden met factoren die met het niet-prijsconcurrentievermogen samenhangen, alsook op de afnemende uitvoer van de elektronicasector. Deze ontwikkeling ging vergezeld van een stijging van de nominale loonkosten per eenheid product en van een geleidelijke omslag van de lopende rekening van een overschot in een klein tekort in 2011. Voorspeld wordt dat de loonkosten per eenheid product sneller zullen blijven stijgen dan het gemiddelde voor de eurozone en dat het tekort op de lopende rekening zal aanhouden en iets zal toenemen. Wat de interne situatie betreft, lijkt de economie meer in evenwicht dan vorig jaar: de schulden van de particuliere sector (en met name van de niet-financiële vennootschappen) zijn aan het teruglopen maar liggen toch nog steeds hoger dan de drempelwaarde. De niet-financiële vennootschappen hebben een

aanvang gemaakt met het afbouwen van hun schulden, terwijl de huishoudens daar in 2013 naar verwachting voorzichtig mee zullen beginnen. Inmiddels zijn de reële huizenprijzen, die in 2010 zijn gestegen in een tempo dat boven de indicatieve drempelwaarde lag, in 2011 iets gedaald, waarmee de beoordeling in de eerdere diepgaande evaluatie werd bevestigd dat er een gering risico van oververhitting op de huizenmarkt bestond. De financiële sector blijft robuust met een solide solvabiliteitspositie, al is de liquiditeitspositie ervan voor verbetering vatbaar. De financiële verplichtingen van de financiële sector zijn weliswaar sterk toegenomen, maar het hoge stijgingstempo is grotendeels toe te schrijven aan de beslissing van één financiële instelling om haar derivaten in haar Finse dochteronderneming te centraliseren. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere analyse van de hardnekkigheid van de onevenwichtigheden, dan wel van de reductie daarvan.*

Zweden: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat Zweden met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van de schuldpositie van de particuliere sector en de huizenmarkt betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk het overschot op de lopende rekening, de verandering in het exportmarktaandeel en de schuldpositie van de particuliere sector. Het overschot op de lopende rekening laat sinds 2007 een dalende tendens zien en zal op middellange termijn naar verwachting verder teruglopen. De hoge overschotten zijn het gevolg van ambitieuze begrotingsregels en aanzienlijke pensioengerelateerde besparingen door huishoudens, veeleer dan door beleidsmaatregelen die de binnenlandse vraag kunstmatig zouden afremmen. Het aanmerkelijke verlies aan exportmarktaandeel in de periode 2005-2009 is in 2010-2011 sterk verminderd. Dit verlies lijkt niet te wijten te zijn aan ongunstige ontwikkelingen van de binnenlandse prijzen en kosten: de prijzen en de loonkosten per eenheid product zijn immers trager gestegen dan bij de voornaamste handelspartners van het land. Net als bij andere lidstaten is het verlies aan exportmarktaandeel dan ook veeleer terug te voeren op de integratie van snel groeiende economieën in de wereldmarkt. Verwacht wordt dat de loonkosten per eenheid product in de toekomst een gematigde toename te zien zullen geven. Wat de interne situatie betreft, dient aandacht te worden besteed aan de hoge particuliere schuld, die zich ver boven de drempelwaarde bevindt. In de periode 2009-2011 was er sprake van enige correctie van de schuldenlast van het bedrijfsleven, maar deze is nog steeds hoog, zelfs als leningen tussen ondernemingen onderling buiten beschouwing worden gelaten. In weerwil van een aantal verzachtende factoren houdt de schuldenlast van de huishoudens een verhoogd risico in voor de macro-economische stabiliteit doordat deze schuldenlast hun financiële positie gevoeliger maakt voor negatieve schokken. Hoewel de huizenprijzen in 2011 zijn gestabiliseerd en uit de diepgaande evaluatie van 2012 geen grote scheefgroei van de huizenprijzen blijkt, manen de eerdere stijgingen ervan tot voorzichtigheid. De huizenmarkt blijft gevoelig voor onevenwichtige ontwikkelingen wegens beleidsmaatregelen die opwaartse druk op de prijzen kunnen veroorzaken en huishoudens er mede toe kunnen aanzetten schulden op te bouwen. Ondanks de hoge particuliere schuldenlast blijven de risico's voor de banken beperkt wegens hun hoge kapitalisatiegraad en liquiditeitsbuffers, het feit dat ondernemingen en huishoudens goed in staat zijn hun schuldendienstverplichtingen na te komen, en een lange periode van zeer lage wanbetalingsgraden. Daartegenover staat dat de hoge particuliere schulden de Zweedse banken kwetsbaarder maken voor een mogelijke aantasting van het beleggersvertrouwen, mochten de huizenprijzen een scherpere daling te zien geven. Op korte à middellange termijn zullen de particuliere schuldquote en de nominale huizenprijzen waarschijnlijk min of meer stabiel blijven in het licht van de teruglopende kredietverlening aan huishoudens en ondernemingen en de beleidsmaatregelen die recentelijk

met betrekking tot de huizenmarkt zijn getroffen. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere analyse van de hardnekkigheid van de onevenwichtigheden, dan wel van de reductie daarvan.*

Verenigd Koninkrijk: In mei 2012 heeft de Commissie geconcludeerd dat het Verenigd Koninkrijk met macro-economische onevenwichtigheden werd geconfronteerd, met name wat de ontwikkelingen op het gebied van de schuldpositie van de huishoudens, de huizenmarkt en tot op zekere hoogte ook het externe concurrentievermogen betrof. In het geactualiseerde scorebord overtreft een aantal indicatoren de indicatieve drempelwaarde, namelijk de verandering in het exportmarktaandeel, de overheidsschuld en de schuldpositie van de particuliere sector. Wat de externe situatie betreft, is in de periode 2007-2008 sterk aan exportmarktaandeel ingeboet, waardoor de indicator ver boven de drempelwaarde lag. In 2011 is het exportmarktaandeel echter vrijwel stabiel gebleven. In 2011 bedroeg het tekort op de lopende rekening 1,9 procent van het bbp, wat ertoe heeft bijgedragen dat de indicator onder de drempelwaarde is gebleven. Het saldo op de lopende rekening zal in 2012 naar alle waarschijnlijkheid evenwel verslechteren wegens lager dan verwachte nettohandelsresultaten, die op hun beurt te wijten zijn aan een zwakke externe vraag en een verrassend hoge invoer. De komende jaren zal het tekort naar verwachting echter teruglopen naarmate de economie langzaam haar evenwicht hervindt en er wederom sprake is van netto-uitvoer, al zal het goederenverkeer een aanzienlijk tekort blijven vertonen. Het Verenigd Koninkrijk wordt nog steeds met grote structurele uitdagingen geconfronteerd bij het verbeteren van zijn handelsprestaties. Zo is het onder meer noodzakelijk de productiviteit en het niet-prijsconcurrentievermogen van de goederenproducerende sector te verbeteren, de vóór het uitbreken van de crisis bestaande dynamiek van de dienstenuitvoer te hervinden, en de heroriëntatie van de uitvoer naar snel groeiende markten voort te zetten. De externe nettopositie van het Verenigd Koninkrijk is licht negatief maar houdbaar, waarbij de internationale netto-investeringspositie in 2011 is verbeterd. Wat de interne dimensie betreft, hebben de huishoudens hun schulden geleidelijk verder afgebouwd bij een zwak blijvende activiteit op de huizenmarkt en een nog steeds geringe kredietverlening aan de particuliere sector. De schuldenlast van de particuliere sector ligt echter nog altijd ver boven de indicatordrempel. De schuldafbouw kan aan dynamiek inboeten als de economie zich herstelt omdat een krap woningaanbod inhoudt dat de huizenprijzen op middellange termijn waarschijnlijk hoog zullen blijven. De hypotheekschuld kan dan ook wederom toenemen zodra de kredietvoorwaarden verbeteren. Indien de huizenprijzen daarentegen scherp zouden dalen, dan kan dit negatieve gevolgen hebben voor de consumptieve bestedingen en nieuwe risico's voor kredietverleners inhouden. De hoge en alsmaar verder oplopende overheidsschuld blijft zorgen baren en hoewel er nog steeds een geleidelijke daling van het overheidstekort wordt voorspeld, gaat de begrotingsconsolidatie thans minder snel vooruit als gevolg van een zwakke economische groei. Ten slotte houdt de voortgezette reparatie van de balansen in de financiële sector – die tot die met de hoogste schuldhefbomen in de EU behoort – in dat de verplichtingen van de banken naar verwachting niet snel zullen toenemen, al zet de kredietschaarste op haar beurt een rem op de economische groei en aldus op de bij de budgettaire consolidatie geboekte vooruitgang. *Al met al acht de Commissie het, mede in het licht van de vaststelling in mei van een onevenwichtigheid, nuttig over te gaan tot een verdere analyse van de hardnekkigheid van de onevenwichtigheden, dan wel van de reductie daarvan.*

4. CONCLUSIES

Macro-economische onevenwichtigheden, zoals grote en aanhoudende externe tekorten en overschotten, een tanend concurrentievermogen en de gestage toename van de particuliere en

openbare schuldenlast, hebben een verergering van de crisis in de hand gewerkt. De tweede tenuitvoerlegging van de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden vindt plaats tegen de achtergrond van aanhoudende financiële spanningen, onzekerheid en sombere groeivoorzichten. Het economische landschap wordt bepaald door het afbouwen van onevenwichtigheden. De lidstaten blijven zich instellen op de gevolgen van de crisis. De omvang en de ernst van de problemen en overloopeffecten verschillen evenwel van land tot land. Zoals de Commissie in haar jaarlijkse groeianalyse⁷ aangeeft, werken de Unie en de lidstaten thans niet alleen aan een correctie van de grote onevenwichtigheden die in het verleden zijn opgebouwd, maar ook aan een aantal problemen die nauw met elkaar samenhangen: de aanpak van de lage groei en hoge werkloosheid, het houdbaar maken van de overheidsfinanciën en het herstel van de stabiliteit van het financiële stelsel. Ook een goed functionerende interne markt draagt bij tot een hoger groeipotentieel en het afbouwen van de onevenwichtigheden⁸.

In tal van lidstaten, en met name in de lidstaten met (voorheen) een hoog extern tekort en omvangrijke onevenwichtigheden in de financiële positie van de huishoudens en/of het bedrijfsleven en van de openbare sector, is momenteel een correctie van macro-economische onevenwichtigheden gaande. Dit proces kan nog enige tijd duren en heeft in een reeks lidstaten al geleid tot een forse stijging van de werkloosheid en tot een vermindering van de bedrijvigheid op korte termijn.

Tijdens de vorige PMO-ronde is de Commissie tot de bevinding gekomen dat twaalf lidstaten aan een grondige analyse dienden te worden onderworpen⁹. In al deze gevallen werd in het kader van het preventieve deel van de PMO bevestigd dat er onevenwichtigheden bestonden. Deze brede aanpak was het gevolg van het feit dat vorig jaar voor de eerste maal toezicht in het kader van deze procedure werd uitgeoefend en dat dus ook moest worden gekeken naar de correctie van al eerder opgebouwde onevenwichtigheden. Sommige lidstaten moeten opgebouwde onevenwichtigheden aan de interne én externe zijde corrigeren. Zij moeten hoge schulden terugdringen en het concurrentievermogen herstellen om hun groeivoorzichten en exportprestaties te verbeteren. De grondige analyse zal zich toespitsten op de drijvende krachten achter de productiviteit, het concurrentievermogen en de handelsontwikkelingen en op de gevolgen van de opgebouwde schulden, alsook op de omvang van de daarmee samenhangende onevenwichtigheden in diverse lidstaten. Andere landen maken een snelle correctie door die deels met inhaaleffecten verband houdt. Ook deze ontwikkelingen verdienen nader onderzoek.

Gezien de conclusies van mei 2012 betreffende het bestaan van macro-economische onevenwichtigheden en het geactualiseerde scorebord acht de Commissie het noodzakelijk in de volgende 14 lidstaten de met het ontstaan en de correctie van onevenwichtigheden verband houdende ontwikkelingen en de daaraan verbonden risico's nader te analyseren: **België, Bulgarije, Denemarken, Spanje, Frankrijk, Italië, Cyprus, Hongarije, Malta, Nederland, Slovenië, Finland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk**. Landen die momenteel een met de Commissie overeengekomen en met externe financiële bijstand ondersteund

⁷ COM(2012) 750 van 28.11.2012.

⁸ Daartoe zijn een snelle verwezenlijking van de in de Single Market Acts I en II opgenomen kernacties en verder doorgedreven hervormingsinspanningen op nationaal niveau vereist, zoals wordt bepleit in de mededeling betreffende het jaarverslag over de stand van de integratie van de interne markt - COM(2012) 752 van 28.11.2012.

⁹ Deze lidstaten waren België, Bulgarije, Denemarken, Spanje, Frankrijk, Italië, Cyprus, Hongarije, Slovenië, Finland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk.

hervormingsprogramma aan het doorvoeren zijn, staan reeds onder verscherpt economisch toezicht. Hun economische situatie en beleidsmaatregelen worden dan ook niet onderzocht in het kader van de PMO. Het gaat om Griekenland, Ierland, Portugal en Roemenië.

De 14 lidstaten waarvoor de Commissie voornemens is een diepgaande evaluatie aan te vatten, worden door verschillende uitdagingen en potentiële risico's, met inbegrip van overloopeffecten, gekenmerkt. De diepgaande evaluaties zullen helpen nagaan welke de desbetreffende risico's zijn, welke van deze lidstaten onevenwichtigheden of buitensporige onevenwichtigheden hebben, en in hoeverre er vooruitgang is geboekt bij het afbouwen van onevenwichtigheden.

In het kader van het multilaterale toezicht en overeenkomstig artikel 3, lid 5, van de verordening verzoekt de Commissie de Raad en de Eurogroep zich te buigen over dit verslag. Ook ziet de Commissie uit naar feedback van het Europees Parlement en andere belanghebbenden. De Commissie zal met al deze reacties rekening houden bij de diepgaande evaluatie van de situatie in de betrokken lidstaten.

Bijlage 1 – Waarschuwingsmechanismescorebord: definities en ontwikkelingen

Het PMO-scorebord wordt overeenkomstig artikel 4 van Verordening (EU) nr. 1176/2011 door de Commissie opgesteld en openbaar gemaakt. In het waarschuwingsmechanismeverslag van februari 2012 bestond het scorebord uit tien indicatoren, die de gehele reikwijdte van het toezicht als omschreven in artikel 4, lid 3, van genoemde verordening bestreken¹⁰. Zoals eerder was afgesproken, is voor de PMO-ronde van dit jaar een elfde indicator betreffende het groeitempo van de verplichtingen van de financiële sector aan het scorebord toegevoegd¹¹. De definities van de overige tien indicatoren zijn ongewijzigd gebleven.

Hoewel in de eerste editie van het PMO-scorebord al een aantal financiële kwesties (zoals de kredietstroom in de particuliere sector, de schuldpositie van de particuliere sector en de overheidsschuld) aan de orde kwamen, stonden het Europees Parlement¹² en de Raad¹³ achter het voornemen van de Commissie om het scorebord op tijd voor de tweede PMO-ronde uit te breiden met een extra indicator waarmee werd beoogd de dwarsverbanden tussen de reële economie en de financiële sector beter in kaart te brengen¹⁴. Ook het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB, European Systemic Risk Board) heeft commentaar geleverd op en zijn standpunt uiteengezet over zowel de oorspronkelijke opzet van het scorebord als de plannen voor de toevoeging van een extra indicator voor de financiële sector¹⁵.

Doel van het scorebord is een vroegtijdige onderkenning van onevenwichtigheden mogelijk te maken. Om dat doel te verwezenlijken, zijn de gekozen indicatoren toegespitst op de meest relevante dimensies van de externe en interne onevenwichtigheden: zij omvatten met name gegevens over zowel saldi van lopende rekeningen, internationale netto-investeringsposities, reële effectieve wisselkoersen en exportmarktaandeelen, als activaprijzen, met inbegrip van huizenprijzen, de schuldpositie van de overheid en van de particuliere sector, de groei van de kredietverlening en de werkloosheid. De indicatieve drempelwaarden zijn op een prudent niveau vastgesteld om te voorkomen dat te vaak ten onrechte alarm wordt geslagen, maar weer niet zo voorzichtig dat alleen problemen worden signaleerd op het moment dat ze al diepgeworteld zijn¹⁶.

¹⁰ Zie ook: "Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances", *European Economy — Occasional Papers*, 92.

¹¹ Zie het bijbehorende document met als titel "Completing the Scoreboard for the MIP: Financial Sector Indicator", SWD(2012) 389.

¹² Punt 9 van de resolutie van het Europees Parlement van 15.12.2011: "Het Europees Parlement [...] neemt er nota van dat de Commissie voornemens is tegen eind 2012 en op tijd voor het volgende Europees semester een nieuwe reeks indicatoren en desbetreffende drempelwaarden voor de financiële sector op te stellen".

¹³ Punt 9 van de conclusies van de Raad (Ecofin) van 8 november 2011: De Commissie wordt tevens verzocht voor eind 2012 in overeenstemming met de verordening suggesties te doen voor een met de financiële sector verband houdende indicator met het oog op de inaanmerkingneming ervan in het kader van het Europees semester 2013.

¹⁴ In artikel 4, lid 3, onder a), van Verordening (EU) nr. 1176/2011 is bepaald dat het scorebord onder meer betrekking moet hebben op "interne onevenwichtigheden, met inbegrip van deze die het gevolg kunnen zijn van de schuldpositie van de overheid en van de particuliere sector, ontwikkelingen op de financiële en activamarkten met inbegrip van de vastgoedmarkt [...]".

¹⁵ "Views of the ESRB on the Envisaged Scoreboard Indicators Relevant for Financial Market Stability", beschikbaar op <http://www.esrb.europa.eu/pub/html/index.en.html>

¹⁶ De scoreborddrempels zijn op hetzelfde niveau gehandhaafd als in het vorige waarschuwingsmechanismeverslag. De drempelwaarde voor de nieuwe indicator is vastgesteld op het derde kwartiel van de gebruikte verdeling. Dit is dezelfde statistische benadering als die welke voor andere indicatoren (m.u.v. de indicator voor de overheidsschuld) is gevolgd.

De definities van de scorebordindicatoren zijn vermeld in tabel A1. Tabel A2 bevat de waarden van de geactualiseerde scorebordindicatoren en de respectieve indicatieve drempelwaarden. De indicatorwaarden voor eerdere jaren zijn opgenomen in de bijgevoegde statistische bijlage¹⁷. Een veld is grijs gemarkeerd als de indicatorwaarde de indicatieve drempelwaarde overschrijdt. Deze drempelwaarden zijn voor alle landen gelijk (met uitzondering van de indicatoren voor de reële effectieve wisselkoers en voor de loonkosten per eenheid product, waar een onderscheid wordt gemaakt tussen eurozonelanden en niet-eurozonelanden). Er zij op gewezen dat in de beoordeling ook rekening wordt gehouden met de meest recente gegevens en met de economische vooruitzichten in de najaarsprognoses van de Commissie van 7 november 2012¹⁸.

De beoordeling van de onevenwichtigheden – of, om meer precies te zijn, de beoordeling of de stand van zaken in een gegeven lidstaat een grondiger analyse rechtvaardigt in de vorm van een diepgaande evaluatie – berust niet louter op een starre toepassing van de scorebordindicatoren en bijbehorende drempelwaarden. Een dergelijke beoordeling door de Commissie is de uitkomst van een economische interpretatie van het scorebord, aangevuld met andere informatie en indicatoren die naar behoren rekening houden met landenspecifieke omstandigheden en instellingen. Ook de conclusies van de diepgaande evaluaties van mei 2012 worden in aanmerking genomen.

Conform de verordening worden aanvullende indicatoren meegewogen. Deze zijn te vinden in tabel A3. Deze aanvullende indicatoren hebben betrekking op aspecten die samenhangen met de algemene macro-economische situatie (zoals onder meer economische activiteit en investeringen), met de nominale en reële convergentie binnen en buiten de eurozone (waaronder aanvullende aspecten van de handelsprestaties), en met meer gedetailleerde gegevens over externe verplichtingen (zoals onder meer buitenlandse directe investeringen en externe nettoschuld). Ook hebben de aanvullende indicatoren betrekking op de kans op het ontstaan van onevenwichtigheden, alsmede op het aanpassingsvermogen van een economie, zoals de productiviteit. De reeks aanvullende indicatoren omvat thans ook een extra indicator voor de schuldhefboom van de financiële sector. Deze indicator moet de nieuwe indicator voor het groeitempo van de verplichtingen van de financiële sector helpen interpreteren.

¹⁷ Zie het bijbehorende document "Statistical Annex to the Alert Mechanism Report", SWD(2012) 421; zie ook *Eurostat News Release* van 28 november 2012.

¹⁸ *European Economy*, 8/2012.

Het scorebord is een eenvoudig en duidelijk hulpmiddel dat moet fungeren als filter die helpt om in het kader van de PMO tot een doelgericht toezicht te komen. Het is de bedoeling dat dit ook in de toekomst zo blijft. In dit verband is stabiliteit in de tijd van grote waarde. Op dit moment verwacht de Commissie niet dat er nieuwe indicatoren aan het scorebord zullen worden toegevoegd. Dit gezegd zijnde, zal de Commissie zich blijven inzetten om de kwaliteit van het scorebord te verbeteren. Zij zal daartoe op technisch niveau contacten blijven onderhouden met de lidstaten, de ECB en het ESRB om ervoor te zorgen dat het scorebord actueel blijft qua opzet. Dit kan ertoe leiden dat technische aanpassingen in de definities van de scorebordvariabelen worden aangebracht. Daarnaast zal de Commissie (Eurostat) er blijven naar streven dat voor de scorebordstatistieken en voor andere voor de PMO relevante gegevens een betrouwbare en juridisch bindende kwaliteitsprocedure wordt gevolgd¹⁹.

¹⁹ In de loop van 2012 is de Commissie (Eurostat) doorgegaan met haar werkzaamheden ten aanzien van een aantal statistische kwesties die tijdens de eerste PMO-ronde zijn gerezen, met name met betrekking tot de statistieken betreffende de schuldpositie van en de kredietstroom in de particuliere sector. Wat special purpose entities betreft, heeft Eurostat bezoeken aan diverse lidstaten gebracht om gedetailleerde gegevens en informatie over de gehanteerde statistische bronnen en methoden te verzamelen. Met betrekking tot leningen tussen ondernemingen zijn werkzaamheden verricht in de context van de ECB-subgroep voor de particuliere schuld. De in het kader van deze exercities ingewonnen informatie zal worden meegenomen in de werkzaamheden van de twee taskforces die zijn opgezet om meer specifieke richtsnoeren voor holdings, hoofdkantoren en special purpose entities enerzijds, en voor niet-geconsolideerde tegenover geconsolideerde gegevens anderzijds te ontwikkelen. Wat de huizenprijzenindexcijfers betreft, zijn in onderlinge samenwerking tussen de Commissie (Eurostat), de OESO, de ECB en de BIB werkzaamheden aan de gang om verder terug te gaan in de tijd met de driemaandelijke reeksen, en tevens de metagegevens te verbeteren. Voor diverse hoofdindicatoren bestaat een gedetailleerd kwaliteitscontrolekader, maar andere hoofdindicatoren en relevante aanvullende indicatoren vereisen duidelijker omschreven kwaliteitsbewakingskaders en zijn nog voor verbetering vatbaar.

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. 35 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 in % van het bbp (d), (e)	Werkloosheid (driejaars-gemiddelde)	Schuld particuliere sector in % van het bbp (d), (e)	Overheids-schuld in % van het bbp (f)	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 kostenconcurrentievermogen)	Eurostat (betalings-balans-statistieken)	Eurostat (nationale rekeningen)	Eurostat	Eurostat (nationale rekeningen)	Eurostat (arbeidskrachten-enquête)	Eurostat (nationale rekeningen)	Eurostat (BTP-definitie Verdrag)	Eurostat (nationale rekeningen)
Indicatie-tieve drempel-waarde	+6/-4% Onderste kwartiel (ook gebruikt als referentie voor bovenste drempelwaarde)	-35% Onderste kwartiel	+/-5% EZ +/-11% niet-EZ Onderste en bovenste kwartiel van EZ +/- standaardafwijking van EZ	-6% Onderste kwartiel	+9% EZ +12% niet-EZ Bovenste kwartiel EZ + 3 %	+6% Bovenste kwartiel	+15% Bovenste kwartiel	+10%	160% Bovenste kwartiel	+60%	16,5%
Berekenings-periode drempel-waarde	1970-2007	Eerst beschikbare jaar (medio jaren '90) - 2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007	Eerst beschikbare jaar - 2007	1995-2007	1994-2007	1994-2007		1991-2007
Bij economische interpretatie te gebruiken aanvullende indicatoren	Financieringsoverschot/-tekort t.o.v. buitenland (saldo kapitaalrekening + saldo lopende rekening in % van het bbp)	Externe nettoschuld in % van het bbp	Reële effectieve wisselkoers t.o.v. rest eurozone	Exportmarkt-aandeel op basis van goederen-volume; arbeidsproductiviteit; 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		Schuld particuliere sector op basis van 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 dat qua methodiek dicht bij het HICP aanleunt. (b) Indexcijfer voor de verhouding tussen nominale beloning per werknemer en reëel bbp per werknemer. (c) Verandering in huizenprijzen t.o.v. de consumptiedeflator van Eurostat. (d) Onder de particuliere sector worden huishoudens, instellingen zonder winst oogmerk t.b.v. huishoudens, en niet-financiële vennootschappen verstaan. (e) Som van leningen en effecten m.u.v. aandelen; verplichtingen op niet-geconsolideerde basis. (f) De houdbaarheid van de overheidsfinanciën wordt *niet* beoordeeld in het kader van de PMO omdat dit al gebeurt in het kader van het SGP. Toch maakt deze indicator deel uit van het scorebord omdat de overheidsschuld bijdraagt aan de totale schuld van het land en daarmee mede bepalend is voor de algehele kwetsbaarheid van een land.

Tabel A2. PMO-scorebord voor 2011

Jaar 2011	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden					
	Saldo lopende rekening in % van het bbp (3-jaars-gemiddelde)	Internationale netto-investeringpositie in % van het bbp	Reële effectieve wisselkoers met HICP-deflator, verandering in % (periode van 3 jaar)	Exportmarkt-aandeel, verandering in % (periode van 5 jaar)	Nominale loonkosten per eenheid product, verandering in % (periode van 3 jaar)	Gedefleerde huizen-prijzen, verandering in % (op jaarbasis)	Krediet-stroom particuliere sector in % van het bbp	Schuld particuliere sector in % van het bbp	Overheids-schuld in % van het bbp	Werkloosheid (driejaars-gemiddelde)	Totale verplichtingen van financiële sector (niet-geconsolideerd, verandering in % op jaarbasis)
Drempelwaarde	-4/+6%	-35%	±5% & ±11%	-6%	+9% & +12%	+6%	15%	160%	60%	10%	16,5%
BE	-0,3	65,7	-0,5	-10,2	6,2	-0,1	11,6	236	98	7,8	4,7
BG	-3,4	-85,6	3,1	17,2	20,3	-9,0	-6,7	146	16	9,4	5,6
CZ	-3,0	-49,3	0,3	8,4	3,3	0,0	2,5	78	41	6,9	3,8
DK	5,0	24,5	-1,7	-16,9	4,7	-4,9	-2,2	238	47	7,0	4,7
DE	5,9	32,6	-3,9	-8,4	5,9	1,4	4,8	128	81	6,9	2,1
EE	2,8	-57,8	0,8	11,1	-6,2	3,3	6,8	133	6	14,4	-4,4
IE	0,0	-96,0	-9,1	-12,2	-12,8	-15,2	4,0	310	106	13,3	-0,6
EL	-10,4	-86,1	3,1	-18,7	4,1	-5,1	-5,5	125	171	13,2	-3,4
ES	-4,3	-91,7	-1,3	-7,6	-2,1	-10,0	-4,1	218	69	19,9	3,7
FR	-1,6	-15,9	-3,2	-11,2	6,0	3,8	4,0	160	86	9,6	7,3
IT	-2,9	-20,6	-2,1	-18,4	4,4	-2,0	2,6	129	121	8,2	3,8
CY	-8,4	-71,3	-0,9	-16,4	8,8	-8,5	16,1	288	71	6,6	-0,2
LV	3,1	-73,3	-0,6	23,6	-15,0	4,9	-2,5	125	42	18,1	-4,5
LT	0,0	-52,6	3,6	25,2	-8,4	2,4	-0,8	70	39	15,6	8,9
LU	7,5	107,8	0,8	-10,1	12,5	1,5	2,5	326	18	4,8	11,3
HU	0,6	-105,9	-3,3	-2,8	3,7	-4,1	6,4	167	81	10,7	-2,6
MT	-4,3	5,7	-3,0	11,7	5,8	-2,3	2,2	210	71	6,8	1,4
NL	7,5	35,5	-1,6	-8,2	5,8	-4,0	0,7	225	66	4,2	7,2
AT	2,2	-2,3	-1,0	-12,7	5,9	-8,0	4,1	161	72	4,4	-0,3
PL	-4,6	-63,5	-10,9	12,8	4,3	-5,7	7,1	80	56	9,2	4,4
PT	-9,1	-105,0	-1,9	-9,5	0,9	-3,6	-3,2	249	108	11,9	-0,7
RO	-4,3	-62,5	-2,4	22,8	12,9	-18,9	1,8	72	33	7,2	4,3
SI	-0,4	-41,2	-0,3	-6,1	8,3	1,0	1,9	128	47	7,1	-1,3
SK	-2,1	-64,4	4,3	20,9	4,4	-5,6	3,3	76	43	13,4	1,2
FI	0,6	13,1	-1,3	-22,9	9,1	-0,3	4,6	179	49	8,1	30,8
SE	6,6	-8,3	3,9	-11,6	1,2	1,0	6,3	232	38	8,1	3,6
UK	-2,2	-17,3	-7,1	-24,2	8,1	-5,4	1,0	205	85	7,8	8,5

Noot: Sluitingsdatum 1 november 2012.

Tabel A3. Bij de economische interpretatie van het PMO-scorebord 2011 te gebruiken aanvullende indicatoren

	Reële bbp-groei op jaar-basis	Bruto-investeringen in vaste activa in % van het bbp	Binnen-landse bruto-uitgaven aan O&O in % van het bbp	Saldo lopende rekening in % van het bbp, BB-gegevens	Financieringsoverschot/-tekort t.o.v. buitenland in % van het bbp, BB-gegevens	Externe nettoschuld in % van het bbp	Instroom buitenlandse directe investeringen in % van het bbp	Netto handels-saldo van energie-producten in % van het bbp	Reële effect. wisselk. t.o.v. EZ (17), verandering in % (periode v. 3 jaar)	Exportmarkt-aandeel, volumes, verandering in % (op jaarbasis)	Arbeids-productiviteit, groei in % (op jaarbasis)	Werk-gelegenheid, groei in % (op jaarbasis)	Nominale loonkosten per e.p., verandering in % (periode van 10 jaar)	Effectieve loonkosten per e.p. t.o.v. EZ (17), verandering in % (periode v. 10 jaar)	Nominale huizen-prijzen, verandering in % (periode van 3 jaar)	Woning-bouw in % van het bbp	Schuld particuliere sector in % van het bbp, geconsolideerde gegevens	Schuld-hefboom financiële sector (verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen)
Jaar	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011
BE	1,8	20,7	2,0	-1,4	-1,7	-127,6	20,1	-3,7	1,4	-1,6	0,4	1,3	20,3	3,7	5,1	na	143	641
BG	1,7	20,9	0,6	0,3	1,6	33,9	4,5	-0,6		5,2	6,1	-4,2	69,5		-32,4	na	136	414
CZ	1,9	23,9	1,8	-2,8	-2,5	1,1	2,5	-1,4		5,2	1,6	0,6	23,2		-5,0	3,8	73	624
DK	0,8	17,2	3,1	5,6	5,9	18,0	3,8	0,7		1,2	1,2	-0,5	29,3		-11,9	4,7	238	377
DE	3,0	18,1	2,8	5,7	5,7	-2,9	1,1	-19,8	-0,9	2,5	1,6	1,4	5,5	-14,1	5,4	5,6	109	524
EE	8,3	21,7	2,4	2,1	6,3	6,5	1,2	na	3,2	25,7	1,2	6,7	64,4	44,8	-28,0	3,5	132	373
IE	1,4	10,1	1,7	1,1	1,0	-339,2	5,2	na	-6,5	-1,7	3,6	-2,1	15,4	0,1	-38,7	2,6	281	158
EL	-7,1	15,1	na	-9,9	-8,6	-98,0	0,4	-2,7	4,6	-6,0	-1,6	-5,6	31,1	11,5	-3,5	4,7	125	2728
ES	0,4	21,1	1,3	-3,5	-3,0	93,5	2,0	-8,5	0,4	3,2	2,2	-1,6	25,3	4,3	-15,3	6,4	204	941
FR	1,7	20,1	2,3	-2,0	-2,0	36,1	1,5	-12,7	-0,4	-0,8	1,2	0,5	22,3	5,1	3,5	6,1	139	461
IT	0,4	19,6	1,3	-3,1	-3,0	49,0	1,6	-13,9	0,9	-0,2	0,3	0,3	28,3	11,1	0,4	5,5	126	1172
CY	0,5	16,3	0,5	-4,7	-4,5	37,9	5,5	na	0,7	-2,3	0,0	0,4	34,6	12,4	-16,7	5,0	281	2539
LV	5,5	21,3	0,7	-2,2	0,0	46,4	5,1	-0,2		6,8	14,8	-8,4	94,4		-38,7	1,5	118	704
LT	5,9	17,8	0,9	-3,7	-1,3	32,3	3,4	-0,5		7,9	3,8	2,0	33,6		-30,8	1,8	67	633
LU	1,7	19,0	1,4	7,1	6,8	-3022,2	645,3	na	2,0	-2,2	-1,2	2,6	35,7	14,0	6,5	3,4	267	50
HU	1,6	17,9	1,2	0,9	3,3	52,6	3,7	-1,4		2,7	1,2	0,8	44,3		-8,5	1,8	147	562
MT	1,9	14,8	0,7	-0,3	0,7	-158,3	4,7	0,0	1,8	-4,8	-0,5	2,5	23,7	7,0	-4,6	2,5	169	362
NL	1,0	17,7	2,0	9,7	9,7	36,8	1,6	-4,6	0,0	-1,9	0,5	0,6	20,0	3,2	-7,5	4,9	224	231
AT	2,7	21,4	2,8	0,6	0,4	24,4	3,5	-2,8	1,2	0,9	1,3	1,7	13,2	-1,6	-2,9	4,4	146	378
PL	4,3	20,3	0,8	-4,9	-2,9	35,8	3,7	na		1,5	3,3	1,1	5,7		-7,6	2,6	77	377
PT	-1,7	18,1	na	-6,5	-5,3	83,4	4,4	na	-0,5	2,7	-0,1	-1,9	19,4	1,4	2,0	3,4	223	542
RO	2,5	24,6	0,5	-4,4	-3,9	38,0	1,3	-0,7		4,1	2,0	-1,3	154,9		-39,5	na	71	662
SI	0,6	18,5	2,5	0,0	-0,3	37,5	2,0	-0,5	0,4	1,0	2,2	-1,4	38,9	21,0	-6,8	3,0	116	639
SK	3,2	23,1	0,7	0,1	1,3	21,7	2,2	-1,0	5,0	5,0	1,4	1,5	28,8	12,6	-17,8	2,3	76	1079
FI	2,7	19,6	3,8	-1,6	-1,5	30,9	1,0	-1,4	2,2	-6,6	1,6	1,1	21,9	3,8	11,1	6,8	153	616
SE	3,9	18,4	3,4	6,4	6,3	62,4	2,7	-1,6		0,6	1,6	2,2	8,1		13,8	3,7	216	305
UK	0,9	14,2	1,8	-1,9	-1,7	45,2	2,3	-2,2		-1,2	0,4	0,5	26,2		-2,0	3,2	na	1187

Noot: Sluitingsdatum 1 november 2012. **Bron:** Eurostat, m.u.v. gedefleerde huizenprijzen (Eurostat-gegevens aangevuld met ECB-gegevens), exportmarktaandeelvolumes (WEO IMF), reële effectieve wisselkoers met HICP-deflatoren (DG ECFIN) en effectieve loonkosten per eenheid product t.o.v. EZ (DG ECFIN).