EUROPA-
KOMMISSIONEN

Strasbourg, den 17.12.2019
COM(2019) 651 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN

TIL EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET, DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK OG DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG

Rapport om varslingsmekanismen 2020

(udarbejdet i henhold til artikel 3 og 4 i forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer)

{SWD(2019) 630 final}

Rapporten om varslingsmekanismen (herefter "rapporten") indleder den årlige runde i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer (herefter "makroubalanceproceduren"), der har til formål at afdække og rette op på ubalancer, som hindrer "den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Økonomiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed" (artikel 2, stk. 1, i forordning (EU) nr. 1176/2011)[1].

Analysen i rapporten bygger på en økonomisk fortolkning af en række indikatorer i en resultattavle plus et bredere sæt supplerende indikatorer, vurderingsredskaber og andre relevante oplysninger til at screene medlemsstaterne for potentielle økonomiske ubalancer, der kræver politisk handling. I rapporten udpeges de medlemsstater, for hvilke der skal foretages en dybdegående undersøgelse for at undersøge, hvorvidt de makroøkonomiske risici i medlemsstaterne er tiltagende eller aftagende, hvorefter det konkluderes, om der består ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. Under hensyntagen til drøftelser om rapporten med Europa-Parlamentet og i Rådet og Eurogruppen vil Kommissionen udarbejde dybdegående undersøgelser vedrørende de relevante medlemsstater. I overensstemmelse med etableret praksis udarbejdes der under alle omstændigheder en dybdegående undersøgelse vedrørende medlemsstater, i hvilke der i det foregående forløb blev konstateret ubalancer. De dybdegående undersøgelser indgår i landerapporterne. Resultaterne heraf vil indgå i de landespecifikke henstillinger, der fremsættes som led i det europæiske semester for samordning af den økonomiske politik.

1. SAMMENFATNING

Denne rapport indleder den niende årlige runde af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer ("makroubalanceproceduren").[2] Formålet med proceduren er at afdække ubalancer, som hindrer den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Økonomiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed, og at anspore til de rette politiske løsninger. Proceduren er en integreret del af det europæiske semester for samordning af den økonomiske politik for at sikre overensstemmelse med de analyser og henstillinger, der udarbejdes i forbindelse med andre økonomiske overvågningsredskaber. Den årlige strategi for bæredygtig vækst, der vedtages samtidig med denne rapport, gør status over den økonomiske og sociale situation i Europa og redegør for de overordnede politiske prioriteringer for EU.

I denne rapport udpeges de medlemsstater, for hvilke der bør udarbejdes dybdegående undersøgelser med henblik på at vurdere, om de er berørt af ubalancer, som kræver politiske tiltag.[3] I rapporten om varslingsmekanismen foretages der en screening for økonomiske ubalancer, og rapporten offentliggøres i begyndelsen af det årlige forløb for samordning af den økonomiske politik. Den bygger på en økonomisk analyse af en resultattavle over indikatorer med vejledende grænseværdier samt et sæt supplerende indikatorer. Afsnit 2 i rapporten indeholder desuden en analyse af, hvordan ubalancerne i de enkelte medlemsstater påvirker euroområdet som helhed, og i hvilket omfang dette

[1] [Hvis Det Forenede Kongerige udtræder af Unionen på grundlag af Aftalen om Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirlands udtræden af Den Europæiske Union og Det Europæiske Atomenergifællesskab ("udtrædelsesaftalen", EUT C 384 I af 12.11.2019, s. 1), vil EU-retten fortsat finde anvendelse på og i Det Forenede Kongerige i hele den overgangsperiode, der er fastsat i udtrædelsesaftalen.]

[2] Denne rapport ledsages af et statistisk bilag med en lang række statistikker, der har dannet grundlag for denne rapport.

[3] Jf. artikel 5 i forordning (EU) nr. 1176/2011.

kræver koordinerede politiske løsninger set i lyset af den indbyrdes afhængighed inden for euroområdet[4]. I den forbindelse ledsager analysen i denne rapport vurderingen i Europa-Kommissionens arbejdsdokument "Analysis of the Euro Area economy", der ledsager Kommissionens henstilling med henblik på Rådets henstilling om den økonomiske politik i euroområdet.

Analysen i rapporten skal ses i lyset af de ændrede økonomiske udsigter, hvor den økonomiske vækst aftager, og forventningerne til inflationen er blevet nedjusteret. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2019 anslås realvæksten i BNP at ligge på omkring 1,4 % i EU og 1,1 % i euroområdet i 2019, hvilket er lavere end de henholdsvis 2 % og 1,9 % i 2018. I 2020 forventes BNP at vokse med 1,4 % og 1,2 % i henholdsvis EU og euroområdet. Dataene har siden slutningen af 2018 peget i retning af en afmatning, navnlig inden for eksporten og i fremstillingssektoren. Opbremsningen er særlig markant i de større medlemsstater i euroområdet, som i højere grad påvirkes af de udsving i samhandelen, der følger af den øgede handelspolitiske usikkerhed[5]. Forventningerne til inflationen er faldet betydeligt, hvilket fik de pengepolitiske myndigheder til at sætte ind mod den begyndende afmatning i produktion og priser i anden halvdel af 2019. Obligationsrenterne er faldet, navnlig for obligationer med længere løbetider. Til trods for det seneste fald i den samlede inflation og i produktivitetsvæksten, har lønvæksten siden 2018 været kraftigere i lyset af tilstramningen på arbejdsmarkederne.

De eksisterende makroøkonomiske ubalancer er gradvist blevet afviklet i lyset af de gunstige økonomiske forhold. Efter den omfattende nedgearingsproces oven på krisen er en række ubalancer vedrørende strømstørrelser blevet afviklet, og der er rettet op på nogle uholdbare udviklingstendenser (navnlig store løbende underskud, overdreven kreditvækst, som presser boligpriserne opad, høje enhedslønomkostninger, som medfører tabt omkostningskonkurrenceevne). Først senere blev der taget hånd om de sårbarheder, der knytter sig til ubalancer vedrørende beholdninger (stor gæld i den offentlige såvel som den private sektor og stor udlandsgæld), og dette er foregået i et lidt langsommere tempo, men i takt med de seneste års økonomiske vækst, og efterhånden som priserne begyndte at stige, er gældskvoterne bragt i en solid nedadgående retning. Imidlertid har den øgede økonomiske aktivitet for nylig været ledsaget af en stærk vækst i enhedslønomkostninger og i boligpriser i adskillige medlemsstater.

De ændrede udsigter kan bevirke, at de eksisterede ubalancer afvikles langsommere, eller at der opstår nye risici i en situation, hvor det politiske råderum til at håndtere eventuelle chok svinder ind. Handelsspændinger og forstyrrelser i de globale værdikæder, en kraftigere afmatning end ventet på de nye vækstmarkeder og en forværring af de geopolitiske spændinger risikerer at forværre de økonomiske udsigter[6]. Den nominelle vækst ventes at aftage, hvilket vil forringe mulighederne for gældsnedbringelse. Det betragtelige fald i rentesatserne medfører lavere gældsomkostninger, men det indebærer også udfordringer i form af bl.a. færre incitamenter til at geare ned, eventuel overdreven risikotagning i jagten på afkast samt nedsat rentabilitet i de finansielle institutioner i en situation med

[4] I rapporten "Gennemførelse af Europas Økonomiske og Monetære Union" af Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi og Martin Schulz fra den 22. juni 2015 blev det foreslået at rette et større fokus på ubalancernes euroområdedimension. Konsekvenserne af den indbyrdes afhængighed og ubalancernes systemiske betydning anerkendes i forordning (EU) nr. 1176/2011, der definerer ubalancer som "en makroøkonomisk udvikling, der har negativ indvirkning på, eller har potentiale til at få en negativ indvirkning på, den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Europæiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed".

[5] Ifølge "World Trade Uncertainty Index" er usikkerheden steget markant i de større europæiske økonomier samt i andre større økonomiske områder. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

[6] Se også International Monetary Fund, World Economic Outlook, oktober 2019. Europa-Kommissionen (2019), European Economic Forecast, Autumn 2019, Institutional paper 115, november 2019.

fladere rentekurver[7]. Samtidig er råderummet inden for pengepolitikken til at håndtere politiske chok blevet mindre, og der er stor forskel på de enkelte EU-landes muligheder for at afbøde chok via private og offentlige opsparinger, idet et betragteligt antal medlemsstater er hæmmet af høje gældskvoter.

Der kan drages følgende konklusioner af den horisontale analyse i rapporten:

- **Saldoen på de løbende poster har bevæget sig i nedadgående retning i hele EU i 2018, skønt underskud forbliver sjældne, og de store overskud varer ved.** Med enkelte undtagelser er der stort set ligevægt på betalingsbalancens løbende poster i de lande, der tidligere registrerede stor underskud, mens nogle medlemsstater fortsat har store og vedvarende overskud, der ligger over et niveau, der kan forklares ud fra de underliggende økonomiske forhold. En aftagende handel, en robust indenlandsk efterspørgsel og stigende oliepriser forringer saldoen på de løbende poster over hele linjen.

- **Der er sket en hurtigere forbedring af nettostillingerne over for udlandet, men mange medlemsstater har stadig stor udlandsgæld.** Udlandsgældens andel af BNP er bragt ned i de seneste år takket være forsvarlige stillinger på de løbende poster og vedvarende nominel vækst. Forbedringen af nettodebitorlandenes nettostilling over for udlandet er foregået i et hurtigere tempo end hidtil, bl.a. takket være positive værdireguleringer, som måske ikke varer ved. Nettoudlandsstillingerne er fortsat meget negative for en række EU-lande, og blandt nogle af dem risikerer saldoen på deres løbende poster ikke at være tilstrækkelig til at sikre, at nettostillingerne over for udlandet forbedres i et passende tempo. Sideløbende hermed bliver nettostillingerne over for udlandet blandt de større nettokreditorlande stadig mere positive takket være store overskud på de løbende poster.

- **Enhedslønomkostningerne er steget hurtigere i mange medlemsstater som følge af såvel stigende lønninger som en nedsat produktivitetsvækst.** Der kan konstateres en kraftig lønvækst i hele EU i lyset af tilstramningen på arbejdsmarkederne. Væksten i enhedslønomkostninger kan også i stigende grad knyttes til en opbremsning i produktivitetsvæksten. I enkelte tilfælde, navnlig i Central- og Østeuropa og i Baltikum, udgør den markante udvikling i enhedslønomkostninger blot en fortsættelse af den tendens, der begyndte for et par år siden, og som er forbundet med en stigende efterspørgsel efter arbejdskraft kombineret med kompetencegab og flaskehalse på udbudssiden i økonomier med et lønniveau under gennemsnittet. Enhedslønomkostningerne er i den seneste tid også steget i eurolandene, om end i mindre grad. Skønt enhedslønomkostningerne er steget kraftigere i nettokreditorlandene end i nettodebitorlandene, er forskellene ved at udligne sig, og udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen er dermed begyndt at bidrage mindre til en symmetrisk genskabelse af balancen.

- **De reale effektive valutakurser er steget.** De reale effektive valutakurser er siden 2016 steget i en række lande på baggrund af stigende enhedslønomkostninger og nominelle kursstigninger. Dette sker efter flere år, hvor de relative omkostninger og priser i mange EU-medlemsstater faldt takket være nominelle kursfald og en svag omkostnings- og prisinflation sammenlignet med konkurrenterne. Den omfordeling fra sektorerne for ikkeomsættelige til omsættelige varer, der i en række år har fundet sted i nettodebitorlandene, er begyndt at aftage, ophøre eller at vende.

- **Konsolideringen i den private sektor foregår primært med udgangspunkt i en nominel BNP-vækst, og i husholdningerne er tempoet faldet.** Nettoopsparingen i den private sektor er

[7] Se også Bank of International Settlements, Annual Economic Report, juni 2019, og International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, april 2019.

mindsket, og de faldende gældskvoter skyldes i stigende grad vækst i det nominelle BNP. Tempoet for gældsnedbringelsen er aftaget, hvilket både ses ud fra lavere opsparinger og et fald i BNP-væksten. Særligt har husholdningerne øget deres låntagning i et stigende antal medlemsstater. Skønt de fleste lande med høje gældskvoter har undergået en nedgearingsproces, er de private gældskvoter alligevel steget i et par højt forgældede lande. Den offentlige gæld er faldet støt i de fleste medlemsstater, men i enkelte meget forgældede lande er der enten kun sket en meget beskeden eller slet ingen reduktion. Statsobligationsrenterne begyndte imidlertid at falde i 2019, også for de allermest forgældede låntagere.

- **EU's banksektor er blevet mere modstandsdygtig, men står stadig over for visse udfordringer.** Kapitaliseringsprocenterne er stoppet med at stige fra et niveau, der ligger over de reguleringsmæssige standarder. Egenkapitalforrentningen er også stabiliseret efter at være steget i de senere år. Andelen af misligholdte lån er faldet betragteligt i de seneste år, og de største fald i dårlige lån kan navnlig observeres i lande med store andele af misligholdte lån. Alligevel står flere EU-lande stadig over for udfordringer, idet de er kendetegnet ved en relativt lav kapitalisering og rentabilitet og store andele af misligholdte lån. De ændrede udsigter, som er kendetegnet ved længevarende lave rentesatser og svagere økonomisk vækst, udgør også en udfordring.

- **Boligpriserne er fortsat med at stige kraftigt i 2018, men prisdynamikken er aftaget i de områder, hvor der er klare tegn på overvurdering.** Boligpriserne fortsatte med at stige i 2018, og i et stigende antal lande ligger boligvurderingerne over toppunktet i midten af 2000'erne og er sandsynligvis overvurderede. De kraftigste boligprisstigninger er imidlertid observeret i EU-lande, der hidtil kun har vist begrænsede tegn på overvurdering. Til gengæld er priserne typisk faldet i de lande, hvor der har været større bekymring for overvurdering og større gæld i husholdningerne. I nogle lande lader omfanget af nye realkreditlån til at stige, hvilket kan medføre kraftigere boligprisstigninger i fremtiden.

- **Der er fortsat fremgang på arbejdsmarkederne, og arbejdsløsheden er faldet i alle EU-medlemsstaterne.** Ledigheden er faldet yderligere i hele EU, navnlig blandt de unge og de langtidsledige. Tilstramningen på arbejdsmarkederne har givet sig udslag i en stærkere lønvækst, også i eurolandene. Efter genrejsningen steg reallønnen frem til 2017 imidlertid langsommere end arbejdsproduktivteten, og det er først i 2018, at denne tendens blev vendt. Arbejdsindkomsterne, som er steget takket være beskæftigelses- og lønvækst, har været med til at øge den indenlandske efterspørgsel, men der er ingen tegn på, at lønstigningerne giver sig udslag i prisinflation[8].

I den aktuelle økonomiske situation er det desto vigtigere at genoprette balance med hensyn til løbende underskud og overskud i euroområdet, hvilket vil være gavnligt for alle medlemsstaterne. Det løbende overskud på betalingsbalancen for euroområdet forventes at falde i lyset af en aftagende eksportefterspørgsel, men det vil forblive tæt på sit højdepunkt og stadig ligge over et niveau, der stemmer overens med de underliggende økonomiske forhold. Overskuddet i euroområdet steg som følge af solide eksportresultater og større nedgearingsprocesser, der har fundet sted i adskillige sektorer af økonomien, også i lande med et lille behov herfor. Den seneste afmatning afspejler især en faldende global samhandel og et større underskud på energihandelsbalancen. I den aktuelle økonomiske situation er der desto mere, der taler for at gå videre med at genoprette balance med hensyn til løbende underskud og overskud i euroområdet, for at øge inflationen og rentesatserne og mindske afhængigheden af den udenlandske efterspørgsel. Det kræver en passende kombination af politikker i alle eurolandene, som tager hensyn til den indbyrdes afhængighed og afsmittende virkninger. Selv om der allerede er blevet rettet op på store underskud på de løbende poster i mange nettodebitorlande, er deres

[8] Tekstboks 1 indeholder en oversigt over de vigtigste beskæftigelsesmæssige og sociale udviklingstendenser EU.

betalingsbalancestillinger nu begyndt at blive svækket, og de store beholdninger af både udenlandsk og indenlandsk gæld kræver, at der opretholdes en forsvarlig stilling på de løbende poster, og at gælden nedbringes i et passende tempo, samtidig med at der forfølges reformer, som øger vækstpotentialet. Nettokreditorlandene bør udnytte de gunstige finansieringsvilkår til fortsat at øge de offentlige og private investeringer. Hvis disse lande udnytter deres positive finanspolitiske stilling til at støtte investeringer og andre produktive udgifter, vil det bidrage til at gøre væksten mindre afhængig af den udenlandske efterspørgsel og støtte genskabelsen af balancen i euroområdet.

Alt i alt er de identificerede kilder til potentielle ubalancer stort set de samme som i sidste års rapport, men udsigterne synes forværrede i en række henseender. Fremgangen i beholdningspositionen over for udlandet har været hurtigere end ventet som følge af de gunstige økonomiske forhold. En yderligere forbedring forekommer dog vanskelig i lyset af forringelsen af stillingerne på betalingsbalancens løbende poster og den lavere nominelle vækst. Der er fortsat store overskud på de løbende poster, men udviklingen i konkurrenceevnen støtter i mindre grad genskabelsen af balancen, og de reale effektive valutakurser stiger mere og mere. Det går langsommere med at nedbringe fremmedfinansieringen i den private sektor, selv i nogle tilfælde hvor gælden allerede er stor, og udviklingen beror i stigende grad på den nominelle vækst. De svagere udsigter til nominel vækst rejser spørgsmålet om, hvorvidt konsolideringen i de meget forgældede lande kan fortsætte uden højere private eller offentlige opsparinger eller et højere vækstpotentiale. Efter flere år med betydelige fremskridt er situationen i finanssektoren nu blevet mere stabil, men der kan med tiden opstå nye udfordringer relateret til det lave rentemiljø. Boligpriserne stiger fortsat kraftigt, og boligvurderingerne har således nået et topniveau i et stigende antal EU-lande. Udviklingen er ved at stilne af på markeder kendetegnet ved overvurdering, men i nogle lande risikerer den genoptagne udstedelse af realkreditlån at have en selvforstærkende effekt på de stigende boligpriser.

De potentielle kilder til ubalancer samler sig i forskellige kategorier. Flere medlemsstater er berørt af mangeartede og indbyrdes forbundne gældssårbarheder, som formodentlig til en vis grad afspejler forholdene i finanssektoren. I enkelte medlemsstater knytter sårbarhederne sig hovedsagelig til en stor og vedvarende offentlig gæld kombineret med en svag produktivitet og konkurrenceevne, som hæmmer vækstpotentialet. Nogle medlemsstater er kendetegnet ved store og vedvarende overskud på betalingsbalancens løbende poster. For nogle medlemsstaters vedkommende er det navnlig udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen kombineret med en forværring af deres udlandsstilling, der vækker bekymring. Endelig stammer de største udfordringer i et par medlemsstater fra udviklingen i boligpriserne, der i visse tilfælde er kombineret med en stor husholdningsgæld.

De fremtidige udfordringer kræver, at overvågningen i forbindelse med makroubalanceproceduren bliver mere fremadskuende. Eftersom der er ved at være rettet op på de fleste ubalancer vedrørende strømstørrelser, og ubalancerne vedrørende beholdninger gradvist nedbringes, rettes opmærksomheden i forbindelse med makroubalanceproceduren i stigende grad mod overvågningen af eventuelle uholdbare tendenser, som kunne opstå på mellemlang sigt. Samtidig er det på grund af de ændrede økonomiske forhold og navnlig de risici, der knytter sig til den økonomiske situation uden for euroområdet og EU, vigtigt også at foretage en vurdering af ubalancerne set ud fra euroområdet og EU som helhed.

Der vil for de medlemsstater, der udpeges i denne rapport, blive foretaget mere detaljerede og omfattende analyser som led i de dybdegående undersøgelser. De dybdegående undersøgelser vil ligesom i de foregående forløb indgå i landerapporterne. Ved udarbejdelsen af de dybdegående undersøgelser vil Kommissionen basere sin analyse på en stor mængde data og relevante oplysninger samt de evalueringsrammer, som den har udviklet i samarbejde med rådsudvalg og arbejdsgrupper.

Analysen i de dybdegående undersøgelser vil danne grundlaget for afsløringen af ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer i medlemsstaterne og for eventuelle ajourføringer af de landespecifikke henstillinger[9]. De lande, hvori der konstateres ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, er og vil fortsat være genstand for specifik overvågning for at sikre en løbende overvågning af deres politiske tiltag inden for rammerne af makroubalanceproceduren.

Der udarbejdes dybdegående undersøgelser vedrørende medlemsstater, i hvilke der allerede er konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. I overensstemmelse med etableret tilsynspraksis foretages der en dybdegående undersøgelse for at vurdere, hvorvidt eksisterende ubalancer er under afvikling, stadig består eller er under forværring, idet der gøres status over de korrigerende politiske foranstaltninger, der er truffet. Der vil således blive foretaget dybdegående undersøgelser for de 13 medlemsstater, hvori der blev konstateret ubalancer og uforholdsmæssigt store ubalancer på grundlag af resultaterne af de dybdegående undersøgelser, der udarbejdedes i februar 2019[10]. Der er i øjeblikket konstateret ubalancer i 10 medlemsstater (**Bulgarien, Frankrig, Irland, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige** og **Tyskland**), mens der for **Cyperns, Grækenlands** og **Italiens** vedkommende er konstateret uforholdsmæssigt store ubalancer.

På grundlag af analysen i denne rapport finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage dybdegående undersøgelser vedrørende andre medlemsstater. Vurderingen i nærværende rapport peger ikke i retning af væsentlige yderligere risici, der giver anledning til at foretage en ny dybdegående undersøgelse vedrørende de medlemsstater, for hvilke der i den foregående årlige runde af makroubalanceproceduren ikke blev konstateret nogen ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. Analysen i denne rapport afslører imidlertid nødvendigheden af, at der i forbindelse med de **kommende landerapporter foretages en nøje overvågning** af flere forhold, der kan indebære makroøkonomiske risici, hvis de varer ved. Disse vedrører udviklingen i enhedslønomkostninger og betydningen heraf for den eksterne konkurrenceevne i en række medlemsstater (Estland, Letland, Litauen, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn) og boligmarkedet og husholdningsgælden (Belgien, Danmark, Det Forenede Kongerige, Finland, Luxembourg, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet, Ungarn og Østrig)[11].

2. EUROOMRÅDEDIMENSIONEN OG MAKROØKONOMISKE UBALANCER

Stillingen på de løbende poster i euroområdet har nået sit øvre vendepunkt, men der observeres stadig meget høje saldi. Saldoen på de løbende poster i euroområdet har bevæget sig fra stort set ligevægt før krisen til et maksimum på 3,2 % af BNP i 2016. Siden da er stillingen på betalingsbalancen faldet en anelse og nåede således 3,1 % af BNP i 2018 (figur 1)[12]. Det løbende

[9] Jf. artikel 6 i forordning (EU) nr. 1176/2011.

[10] Se "Det europæiske semester 2018: Vurdering af fremskridtene med strukturreformer, forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer og resultater af de dybdegående undersøgelser i henhold til forordning (EU) nr. 1176/2011" (COM(2019) 150 final af 27.2.2019).

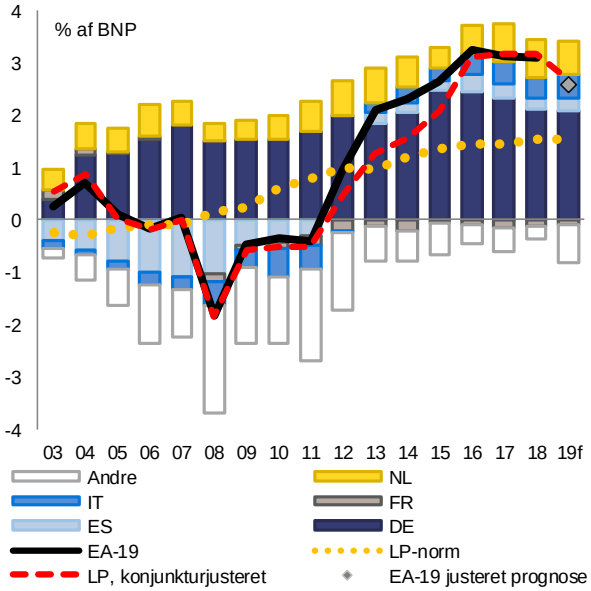
[11] I september 2019 udsendte Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) landespecifikke varslinger eller henstillinger til ni medlemsstater vedrørende sårbarheder på mellemsigtet plan i boligsektoren: Henstillinger til Belgien, Danmark, Finland, Luxembourg, Nederlandene og Sverige og varslinger til Frankrig, Tjekkiet og Tyskland. Alle landene i førstenævnte gruppe havde allerede modtaget en varsling fra ESRB i november 2016, hvilket også er tilfældet for Østrig og Det Forenede Kongerige. I henhold til forordningen om makroubalanceproceduren (forordning (EU) nr. 1176/2011) skal Kommissionen tage hensyn til eventuelle varslinger eller henstillinger, som ESRB har rettet til lande, der er genstand for en dybdegående undersøgelse.

[12] De her anvendte opgørelser for betalingsbalancens løbende poster i euroområdet vedrører den "justerede" saldo på betalingsbalancens løbende poster i euroområdet i forhold til resten af verden (fra betalingsbalancestatistikken for euroområdet), som viser et overskud på de samlede løbende poster for euroområdet på 3,1 % af BNP i 2018,

betalingsbalanceoverskud i euroområdet er fortsat det største på verdensplan og anslås at ligge over det niveau, som de underliggende økonomiske forhold tilsiger (omkring 1,7 % af BNP for euroområdet)[13]. Det afspejler primært store overskud i Tyskland og Nederlandene, hvis eksterne balancer samlet set tegnede sig for 2,8 % af BNP for euroområdet i 2018. Hvis der tages udgangspunkt i en uændret politik, forventes det justerede overskud i euroområdet ifølge Kommissionens efterårsprognose 2019 at falde til 2,7 % af BNP for derefter at falde yderligere til 2,5 % af BNP i 2020.

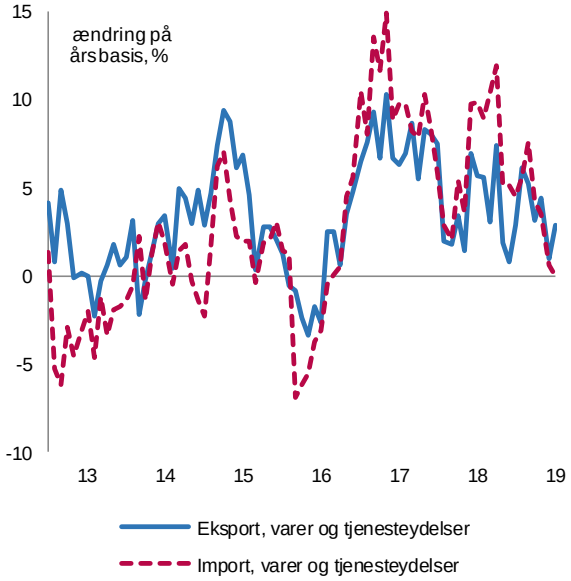
Den igangværende reduktion af overskuddet i euroområdet skyldes hovedsagelig en svækkelse af handelsbalancen. Energisamhandelen ydede det største bidrag til reduktionen af saldoen på de løbende poster mellem 2016 og 2018 som følge af stigende oliepriser. Energisamhandelen tegnede sig for et underskud på -1,7 % af BNP i 2017, hvilket steg til -2,1 % af BNP i 2018, mens handelsbalancen for øvrige varer har tegnet sig for en forholdsvis stabil andel (4,6 % af BNP). Som følge af en verdensomspændende opbremsning i væksten og samhandelen siden midten af 2018, fortsat stor handelspolitisk usikkerhed og en effektiv kursstigning på euro i 2018 er væksten i euroområdets import og eksport faldet. Ifølge månedlige data vil vareeksporten og -importen til og fra euroområdet over for resten af verden falde yderligere i 2019 (figur 2). Adskillige forhold risikerer at forringe stillingen på de løbende poster i euroområdet yderligere på kort sigt, bl.a. en relativ svækkelse af konjunkturforholdene i andre dele af verdensøkonomien, følgerne af restriktive handelspolitikker eller højere oliepriser som følge af geopolitiske spændinger.

Figur 1: Udvikling i de løbende poster i euroområdet: opdelt på lande



Kilde: Eurostat Balance of Payments, Europa-Kommissionens efterårsprognose 2019.

Figur 2: Udvikling i euroområdets samhandel med resten af verden



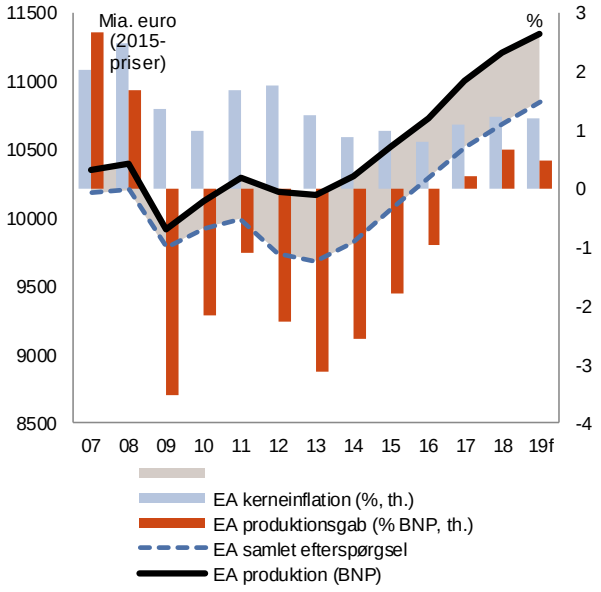
Kilde: Eurostat Foreign Trade Statistics
Anm.: Sæsonkorrigerede data, løbende priser.

hvilket stemmer overens med medlemsstaternes indberetninger vedrørende de løbende poster (efter det såkaldte "fællesskabsbegreb"). Den nominelle stilling på medlemsstaternes løbende poster udgør imidlertid samlet set 4 % af BNP for euroområdet (betalingsbalancestatistikken) og 3,8 % af BNP (nationale regnskabstal) som følge af uoverensstemmelser mellem de indberettede data fra de forskellige nationale statistiske myndigheder. De indberettede opgørelser for euroområdet fra såvel betalingsbalancestatistikkerne som de nationale regnskabstal blev revideret i oktober 2019, hvilket kun i mindre grad har påvirket opgørelserne for 2018, men generelt har medført en nedjustering af saldoen på de løbende poster i euroområdet for perioden 2009-2015.

[13] Ifølge IMF ("External Sector Report 2019") udgør normalstillingen for de løbende poster i euroområdet omkring 1,6 % af BNP.

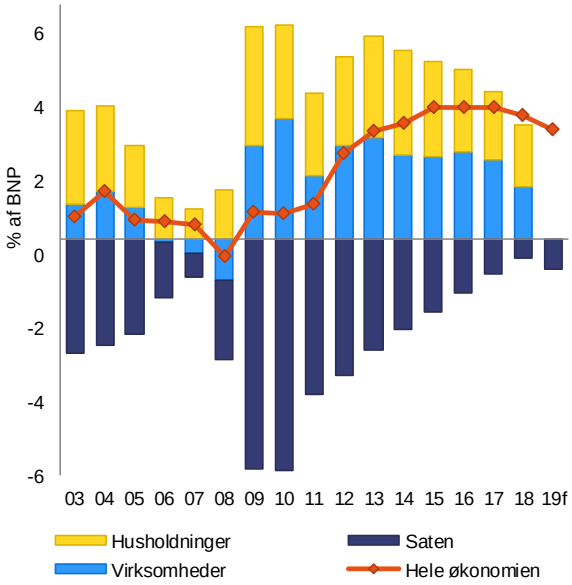
De faktorer, der ligger til grund for den seneste svage reduktion af overskuddet på de løbende poster i euroområdet, adskiller sig fra dem, der lå til grund for de tidligere stigninger. Stillingen på de løbende poster i euroområdet blev positiv efter finanskrisen i 2008 på grund af den kraftige afvikling af store underskud efter en omstilling af de grænseoverskridende finansielle strømme, og overskuddet steg derefter yderligere, da gældskrisen bredte sig til Spanien og Italien, hvilket førte til en nedgang i den indenlandske efterspørgsel i disse lande. Sideløbende hermed steg det store overskud på Tysklands løbende poster også gradvist, fordi den indenlandske efterspørgsel steg langsommere end produktionen og som følge af den generelle konsolidering i alle sektorer af økonomien. Overordnet set afspejlede det stigende overskud i euroområdet mellem finanskrisen og 2016 primært en udbredt nedgearingsproces, først i den private sektor, hvorefter den offentlige sektor efter forværringen af gældskrisen i 2011 fulgte trop. Siden 2017 er overskuddet i euroområdet faldet, hvilket primært skyldes, at Tysklands og i mindre grad Italiens og Spaniens overskud er faldet. Disse lande er forholdsvis store eksportører af industrivarer og er afhængige af importeret kulbrinteenergi. Den seneste udvikling i stillingen på de løbende poster i euroområdet synes ikke at være forbundet med en genoptaget gældsopbyggelse, men lader snarere til at skyldes faldende nettoeksport som følge af en nedgang i verdenshandelen og en større energiregning. Reduktionen af saldoen på de løbende poster i euroområdet mellem 2017 og 2018 afspejles primært i en faldende opsparingskvote hos ikkefinansielle selskaber, som ellers har haft et nettoopsparingsoverskud siden 2013. Den mindskede nettoopsparing i virksomhederne i den seneste tid har kompenseret for det forbedrede nettofinansieringsbehov i den offentlige sektor over samme periode (figur 4).

Figur 3: Produktion, indenlandsk efterspørgsel, nettoeksport og kerneinflation i euroområdet



Kilde: AMECO[14]

Figur 4: Opsparingskvote, netto, pr. sektor i euroområdet



Kilde: Eurostat

[14] Det bemærkes, at selv om differencen mellem BNP og indenlandsk efterspørgsel pr. definition bør være lig med handelsbalancen, stemmer dataene ikke fuldt overens som følge af uoverensstemmelser mellem indberetninger i euroområdet (se fodnote **Error! Bookmark not defined.**).

Det lave inflations- og rentemiljø giver adskillige udfordringer. De pengepolitiske myndigheder i såvel euroområdet som i andre større regioner i verden har truffet foranstaltninger til at imødegå den begyndende nedgang i produktionen og de nedjusterede forventninger til inflationen i 2019, og de har således ændret kurs i forhold til de tidligere meddelte opstramninger. Obligationsrenterne er blevet negative, hvilket fører til lavere afkast på navnlig den lange ende af rentekurven og et mindsket rentespænd på mere risikobetonede obligationer. Kerneinflationen ligger fortsat under de pengepolitiske myndigheders mål, mens produktionsgabet i euroområdet anslås at snævre ind efter at være blevet positivt i 2017 oven på en længerevarende periode med svag efterspørgsel og negative produktionsgab (figur 3). Skønt den lavere nominelle vækst fremover vil vanskeliggøre gældsnedbringelsen, vil det lave rentemiljø mindske gældsomkostningerne. Den historisk lave rente skaber dog også nogle mulige udfordringer i form af incitamenter til at omgå lovgivningsmæssige begrænsninger og jagt på udbytte gennem mere risikobetonede investeringer, undervurdering af kreditrisikoen og færre incitamenter til at nedbringe den store gæld som følge af snævre spænd, eller mindsket rentabilitet i de regulerede finansielle institutioner, navnlig inden for bank- og forsikringsvirksomhed, i lyset af de flade rentekurver[15].

Der er endnu ikke sket en fuld genskabelse af balancen inden for euroområdet, og udviklingen i konkurrenceevnen yder et stadig mindre bidrag hertil. De fleste store løbende underskud er blevet afviklet, hvorimod der stadig er store overskud på en række eurolandes løbende poster. Lande, som tidligere havde store underskud, kendetegnes fortsat ved en meget negativ nettostilling over for udlandet, som ofte er kombineret med stor gæld i den private eller den offentlige sektor, hvilket udgør sårbarheder. Efter finanskrisen skete der en tilpasning af de relative omkostninger og priser, som har bidraget til genskabelse af balancen. Enhedslønomkostningerne er steget hurtigere i nettokreditorlandene end i nettodebitorlandene, og udviklingstendensen fra før krisen er således blevet vendt. Denne tendens varer ved, men dog med mindre udtalte udsving mellem de berørte grupper af lande (figur 5)[16]. Det forhold, at der også sker en tilstramning på arbejdsmarkederne i nettodebitorlandene, indebærer kraftigere lønstigninger, og omkostningskonkurrenceevnen svækkes yderligere som følge af den nedsatte produktivitetsvækst, der er forbundet med en opbremsning eller nedgang i forholdet kapital/arbejdskraft. Konkurrenceevnen, målt ved BNP-deflatorer udtrykt i købekraftpariteter i forhold til konkurrenterne (figur 6), synes at udvise en vis sammenhæng med udlandsstillingen og behovet for at genskabe balancen.[17] De omsættelige varers andel af den samlede værditilvækst svarer til justeringen i relative priser: Deres andel er steget efter krisen i lande, som tidligere havde store underskud, men denne proces er ved at fortage sig eller vende[18].

I den aktuelle økonomiske situation er det desto vigtigere at genoprette balance med hensyn til løbende underskud og overskud i euroområdet, hvilket vil være gavnligt for alle medlemsstaterne. I nettodebitorlandene er det for at nedbringe de store beholdninger af både udenlandsk og indenlandsk gæld nødvendigt at opretholde en forsvarlig position på betalingsbalancens løbende poster og sikre, at gælden nedbringes i et passende tempo, samtidig med at der arbejdes på at øge vækstpotentialet. Generelt for euroområdet, men særligt i nettodebitorlandene, er der behov for at øge produktiviteten via

[15] F.eks. ECB, Financial Stability Review, maj 2018, maj 2019.

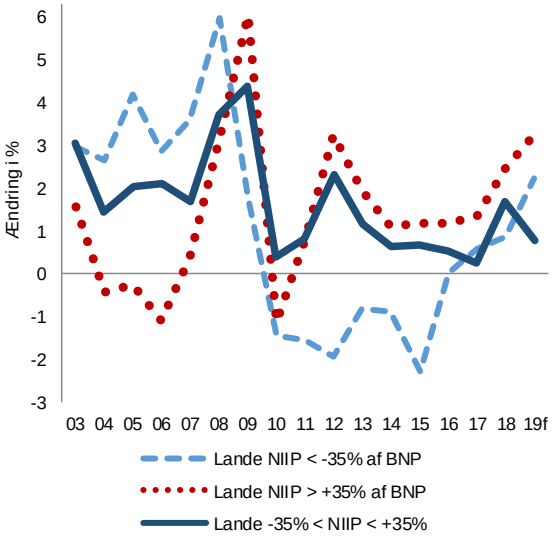
[16] I 2019 blev det franske skattefradrag for beskæftigelse og konkurrenceevne ("CICE") erstattet af en permanent nedsættelse af arbejdsgivernes socialsikringsbidrag i første kvartal, hvilket har medført et betydeligt fald i arbejdsomkostningerne. Det forklarer ændringen i enhedslønomkostninger for gruppen af lande med mellemliggende NIIP'er i figur 5.

[17] I figur 6 er landene opdelt efter stillingen på deres løbende poster.

[18] Der tages udgangspunkt i andelen af landbrug, fremstillingsvirksomhed og handel, transport og kommunikationstjenester i den samlede værditilvækst. Indikatoren tager ikke hensyn til, at tjenesteydelser bliver en stadig mere handelsbar vare og tegner sig for en stigende andel af den samlede værditilvækst.

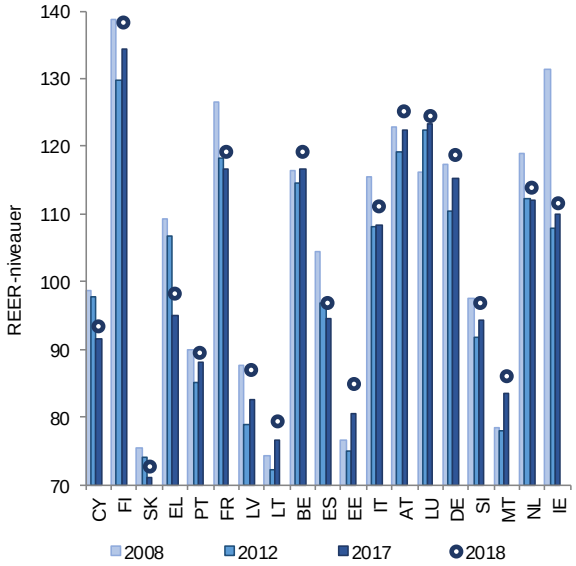
navnlig målrettede investeringer og reformer, der understøtter totalfaktorproduktiviteten. Dette er afgørende for såvel en holdbar gældsbeholdning som for at sikre, at udviklingen i den relative konkurrenceevne i højere grad støtter en genskabelse af balancen. Omvendt ville en yderligere stigning i de offentlige og private investeringer i nettokreditorlandene øge den potentielle vækst, gøre væksten i disse lande mindre afhængig af den udenlandske efterspørgsel og støtte den indenlandske efterspørgsel, hvilket også ville understøtte en genskabelse af balancen i euroområdet. I den aktuelle økonomiske situation ville finanspolitiske stimuli i lande med store overskud og gunstige finanspolitiske stillinger også hjælpe til at imødegå det lave rente- og inflationsmiljø og støtte den nominelle vækst, hvilket ville fremme konsolideringen og en genoprettelse af balancen i nettodebitorstillingerne.

Figur 5: Vækst i enhedslønomkostninger i euroområdet



Kilde: AMECO
Anm.: DE, LU, NL, BE, MT har en NIIP > +35 % af BNP. FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT har en NIIP mellem 35 % og -35 % af BNP. De resterende lande har en NIIP < -35 % af BNP. Landegrupperingen bygger på gennemsnitsværdier for NIIP i perioden 2016-2018. Nettokreditorlandene har i samme periode gennemsnitligt haft overskud på de løbende poster. Tallene udgør BNP-vægtede gennemsnit for tre grupper af lande.

Figur 6: Real effektiv valutakurs, baseret på BNP-deflatorer



Kilde: Beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene på grundlag af data fra Eurostat og IMF.
Anm.: REER er beregnet på grundlag af BNP-deflatoren i forhold til konkurrenterne, udtrykt i købekraftspariteter (hvor USA=100). Landevægtningerne er de samme som for REER-indekserne (42 handelspartnere).

3. UBALANCER, RISICI OG TILPASNING: HOVEDTENDENSER PÅ TVÆRS AF LANDE

Rapporten om varslingsmekanismen bygger på en økonomisk analyse af en resultattavle med indikatorer, som bruges til at filtrere dataene for at afsløre umiddelbare tegn på eventuelle risici og sårbarheder. Resultattavlen indeholder 14 indikatorer med vejledende grænseværdier for følgende områder: betalingsbalance over for udlandet, konkurrenceevne, gæld i den private sektor, boligmarkedet, banksektoren og beskæftigelse. Den bygger på ajourførte data af god statistisk kvalitet for at sikre dataenes stabilitet og sammenlignelighed på tværs af lande. Den resultattavle, der anvendes i denne rapport, afspejler således data frem til 2018. I overensstemmelse med makroubalanceforordningen (forordning (EU) nr. 1176/2011) aflæses værdierne i resultattavlen ved

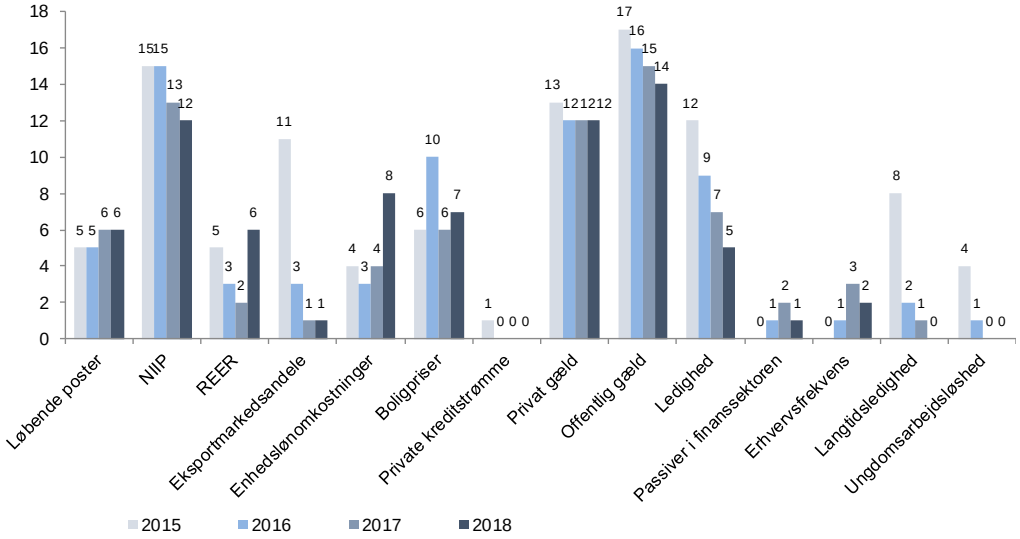
vurderingerne i rapporten ikke rent mekanisk, men er genstand for en økonomisk analyse, som giver større indblik i den overordnede økonomiske kontekst og tager landespecifikke hensyn med i betragtning[19]. Et sæt supplerede indikatorer understøtter aflæsningen af resultattavlen. Samtidig tages der ved vurderingen i rapporten også hensyn til nyere data og yderligere oplysninger, viden fra andre vurderingsrammer samt konklusioner fra eksisterede dybdegående undersøgelser og relevante analyser såvel som Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2019.

Dataene i resultattavlen peger i retning af eventuelle udfordringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen og boligprisdynamikken foruden de vedvarende høje gældsniveauer, der kun nedbringes gradvist. Der kan fortsat konstateres overskridelser af resultattavlens grænseværdier, især inden for offentlig gæld, nettostilling over for udlandet og gæld i den private sektor (Figur 7)[20]. Den økonomiske vækst og den forbedrede stilling på de løbende poster og budgetsaldoen har imidlertid bidraget til at nedbringe nettogælden over for udlandet samt den offentlige gæld, begge i forhold til BNP, og antallet af medlemsstater, der overskrider de relevante grænseværdier, er således faldet. Omvendt er antallet af overskridelser af grænseværdien for privat gæld uændret i lyset af den lavere nettoopsparing, som udligner vækstens indvirkning på gældskvoten. I nogle lande giver den økonomiske vækst sig udslag i hurtigt stigende arbejdsomkostninger og boligpriser. Antallet af lande, hvor stigningen i enhedslønomkostninger ligger over grænseværdien, er mere end fordoblet i forhold til tidligere år, og flere lande overskrider også grænseværdierne for den reale effektive valutakurs som følge af kursstigninger. De seneste års meget dynamiske boligpriser bevirker, at antallet af lande, der overskrider den relevante grænseværdi, er steget marginalt. Samtidig skyldes hovedparten af overskridelserne af grænseværdien for de løbende poster fortsat overskud. Den vedvarende jobskabende økonomiske vækst har bevirket, at færre EU-lande har en høj arbejdsløshed, og der er således færre udfordringer med hensyn til ungdomsarbejdsløshed og langtidsledighed samt erhvervsfrekvensen.

[19] Hvad angår rationalet bag sammensætningen af resultattavlen og analysen heraf henvises til "The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium", European Economy, Institutional Paper 039, Europa-Kommissionen (2016).

[20] De enkelte indikatorer og deres vejledende grænseværdier findes i Tabel 1.1 i bilaget, mens de supplerende indikatorer findes i Tabel 2.1. Som forklaret i anmærkningen til figur 9 aflæses udviklingen af resultattavlens data ud fra de data, der var tilgængelige på tidspunktet for offentliggørelsen af den enkelte rapport. Skæringsdatoen for dataene i dette års rapport var den 25. oktober 2019.

Figur 7: Antal lande med variabler uden for grænseværdierne



Kilde: Eurostat.

Anm.: Antallet af lande med variabler, der ligger uden for grænseværdierne, afspejler tidspunktet for offentliggørelsen af resultattavlen og den relevante rapport. Eventuelle efterfølgende datarevisioner kan indebære, at antallet af værdier, der på grundlag af beregninger af de seneste tal for variablerne ligger uden for grænseværdierne, afviger fra det antal, der er angivet ovenfor.

For de fleste EU-medlemsstater er stillingen på betalingsbalancens løbende poster blevet forringet en anelse i 2018. Den faldende handel, en robust indenlandsk efterspørgsel og stigende oliepriser forringer saldoen på de løbende poster for størstedelen af medlemsstaterne. I de fleste tilfælde ligger saldoen på de løbende poster over et niveau, der kan forventes ud fra de underliggende økonomiske forhold i de enkelte lande ("normaludviklingen"), og over det niveau, der er nødvendigt for at rette op på den store udlandsgæld (figur 8)[21]. Skønt den forværring af de løbende poster, der fandt sted mellem 2017 og 2018, i mange tilfælde var kraftigere, end hvad der alene kan tilskrives cykliske faktorer (figur 9), peger den konjunkturjusterede saldo på de løbende poster generelt i retning af en stærkere udlandsstilling, idet produktionsgabet er positivt i næsten alle lande[22].

- **For kun to medlemsstaters vedkommende ligger underskuddet på betalingsbalancens løbende poster under resultattavlens nedre grænseværdi.** Cypern er det land i EU, der har det største underskud på de løbende poster ifølge dataene for det treårige gennemsnit i resultattavlen. Underskuddet faldt i 2018, men dog ikke til et niveau, der kan sikre en forbedring af nettostillingen over for udlandet i et passende tempo[23]. Underskuddet på Det Forenede Kongeriges løbende poster overskrider også resultattavlens grænseværdi. For Rumæniens vedkommende er der kun registreret et underskud i 2018, på -4,6 % af BNP, hvilket er en markant forringelse i forhold til tidligere år.

[21] Den stilling på de løbende poster, som er i overensstemmelse med underliggende forhold ("normen"), udledes ved simpel lineær regression ved at se på de vigtigste determinanter for forholdet mellem opsparing og investeringer, inkl. underliggende økonomiske forhold, politikfaktorer og globale finansielle forhold. Se L. Coutinho m.fl. (2018), "Methodologies for the assessment of current account benchmarks", European Economy, Discussion Paper 86/2018, for en beskrivelse af metoden til beregning af udviklingen i betalingsbalancens løbende poster på grundlag af fundamentaler, som anvendes i denne rapport. Metoden svarer til metoden i S. Phillips m.fl., 2013, "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IMF Working Paper, 13/272.

[22] Den konjunkturjusterede saldo tager hensyn til konjunkturudviklingen, ved at der justeres for det indenlandske produktionsgab og produktionsgabet hos samhandelspartnere, jf. M. Salto og A. Turrini (2010), "Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment", European Economy, Discussion Paper 427/2010.

[23] Der er foretaget en revision i forhold til sidste år af dataene vedrørende Cyperns løbende poster, og underskuddet ligger nu inden for den nedre grænseværdi for de tre år frem til 2017, hvilket ikke var tilfældet sidste år.

En sådan udvikling er under normen, og en stor del af forringelsen kan ikke tilskrives de økonomiske konjunkturer.

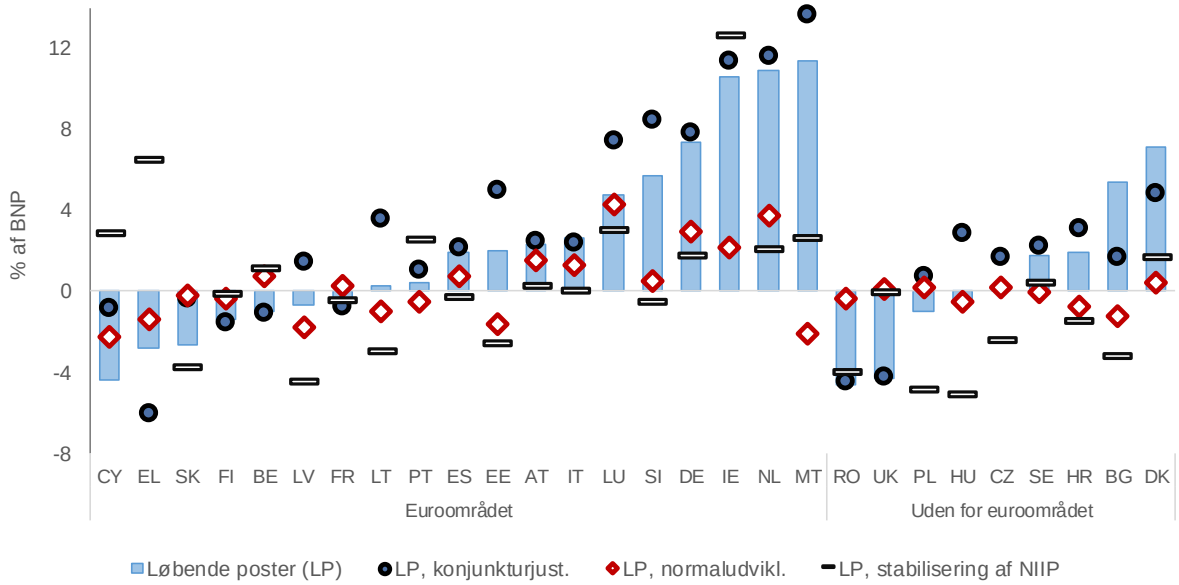
- **I mange store nettodebitorlande er stillingen på de løbende poster blevet forringet.** For Grækenlands, Portugals og Spaniens vedkommende er saldoen på de løbende poster svundet ind i 2018. Med hensyn til Grækenland ligger underskuddet over det niveau, de underliggende økonomiske forhold tilsiger, og det er ikke tilstrækkeligt til at bringe den yderst negative nettostilling over for udlandet op på et forsvarligt niveau over en tidshorisont på 10 år[24]. I Portugal peger de seneste data i retning af et niveau, der ligger under det, der skal til for at rette op på den negative nettostilling over for udlandet i et passende tempo. Til gengæld stemmer udviklingen af Spaniens løbende poster overens med en forbedring af nettostillingen over for udlandet i et passende tempo. For Irlands vedkommende kan der konstateres en kraftig forbedring af stillingen på de løbende poster i 2018, hvilket primært afspejler multinationale selskabers grænseoverskridende transaktioner.

- **For fire EU-landes vedkommende ligger overskuddet på de løbende poster fortsat over resultattavlens øvre grænseværdi.** Det har været tilfældet for Danmark, Tyskland og Nederlandene siden begyndelsen af dette årti, og for nylig også for Malta. I 2018 faldt overskuddet i Tyskland med 0,7 procentpoint af BNP og med lidt mindre i Danmark, mens det forblev stort set uændret for Malta og Nederlandene. Udviklingen på de løbende poster for de to sidstnævnte lande kan også tilskrives grænseoverskridende transaktioner, som knytter sig til aktiviteten blandt multinationale selskaber samt i de internationalt orienterede servicesektorer, som indvirker på både handels- og indkomstbalancen.

- **De store overskud medfører fortsat meget positive nettostillinger over for udlandet.** De overskud, der ligger over resultattavlens grænseværdier, ligger også over det niveau, der kan forklares ud fra de underliggende økonomiske forhold, bortset fra Malta (figur 8). For alle landene ligger disse overskud også over et niveau, der giver mulighed for at stabilisere den allerede meget positive stilling over for udlandet på det nuværende niveau inden for en tiårig periode.

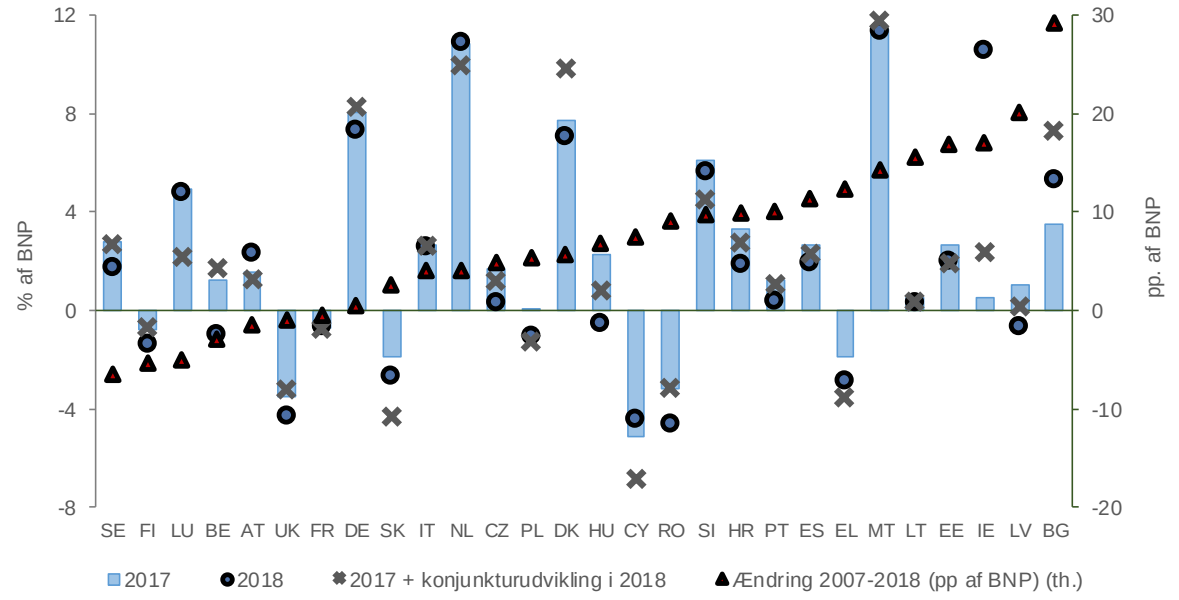
[24] For de metoder, der ligger til grund for de landespecifikke prudentielle tærskler for nettostillingen over for udlandet, henvises til fodnote **Error! Bookmark not defined.**. Differencen mellem den faktiske stilling på de løbende poster og den stilling, der kræves for at opnå en stabil NIIP, afhænger af, hvilken tidshorisont der tages udgangspunkt i. Eksempelvis kræves der for at opnå en stabil NIIP for Grækenland, som ligger over resultattavlens grænseværdi på -35 % af BNP inden for en 20-årig periode, et overskud på de løbende poster på tæt ved 1 % af BNP. Se Europa-Kommissionen (2019), "Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019", European Economy, Institutional Paper 116, november 2019.

Figur 8: Stilling på de løbende poster og benchmarks i 2018



Kilde: Eurostat (BPM6-data) og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet efter stillingen på de løbende poster i 2018. *Konjunkturjusteret LP*: se fodnote 22. *Normaludvikling LP*: se fodnote 21. Benchmarket for *Stabilisering af NIIP LP* er defineret som den saldo, der skal til for at stabilisere nettostillingen over for udlandet over de næste 10 år, eller, hvis den nuværende nettostilling over for udlandet ligger under den landespecifikke prudentielle tærskel, den saldo, der skal til for at nå denne prudentielle tærskel inden for de næste 10 år (se fodnote 26).

Figur 9: Udvikling i de løbende poster



Kilde: Eurostat og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra ændringen i de løbende poster i forhold til BNP mellem 2007 og 2018. Den *ændring, der kan tilskrives konjunkturudviklingen*, beregnes som den ændring af de løbende poster, som ikke kan tilregnes ændringen i den konjunkturjusterede saldo på de løbende poster.

For de fleste medlemsstater er der sket en hurtigere forbedring af nettostillingen over for udlandet (NIIP) i 2018, men en række lande har stadig stor udlandsgæld. Nettostillingen over for udlandet er fortsat blevet forbedret i 2018 takket være forsvarlige stillinger på de løbende poster, BNP-

vækst og betydelige positive værdireguleringer i flere lande (figur 10 og 11). Alligevel er nettostillingen over for udlandet generelt set yderst negativ for en række EU-lande. I 2018 lå værdien for nettostillingen over for udlandet for 12 medlemsstaters vedkommende under resultattavlens grænseværdi på -35 % af BNP, hvilket er et land mindre end i 2017. I de lande, hvor nettostillingen over for udlandet er meget negativ, ligger værdierne under det niveau, de underliggende økonomiske forhold tilsiger ("NIIP-normen"), og i nogle tilfælde under de prudentielle tærskler[25]. Nogle lande har en stor beholdning af nettopassiver over for udlandet, selv når der justeres for udenlandske direkte investeringer og andre ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI)[26].

- For nogle eurolande er **NIIP fortsat ekstremt negativ** og udgør under -100 % af BNP, bl.a. Cypern, Grækenland, Irland og Portugal. I disse lande ligger NIIP langt under benchmarks, både NIIP-normen og de prudentielle tærskler. I Cypern og Irland afspejler niveauet også betydningen af de multinationale selskabers balancer og de grænseoverskridende finansielle relationer mellem selskaberne. Disse fire lande er sammen med Spanien kendetegnet ved en stærk overrepræsentation af gæld over for udlandet, hvilket fremgår af den meget negative NIIP eksklusive ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI). I Grækenland tegner statens store udlandsgæld, som generelt er ydet på meget lempelige vilkår, sig for hovedparten af NIIP[27]. En stor andel af Cyperns NIIP er relateret til balancerne hos ikkefinansielle SPV'er i rederibranchen.
- I de lande, hvis **NIIP er lidt mindre negativ**, men dog stadig under -35 % af BNP, ligger den oftest også under det niveau, der kan forventes ud fra de underliggende økonomiske forhold i de enkelte lande. Det er tilfældet for Bulgarien, Kroatien, Letland, Polen, Rumænien, Slovakiet og Ungarn. I nogle få tilfælde ligger den også under de prudentielle tærskler. Eftersom mange af disse central- og østeuropæiske og baltiske lande er store modtagere af udenlandske direkte investeringer, kan der konstateres en klar forbedring af NIIP, når den korrigeres for ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI)[28]. Andre EU-lande har en negativ NIIP over -35 % af BNP, men under deres respektive normer (Estland, Litauen, Slovenien og Tjekkiet), og også i disse tilfælde kan det overvejende tilskrives indgående udenlandske direkte investeringer. Frankrig skiller sig ud i denne gruppe, fordi den negative NIIP primært kan tilskrives misligholdelige instrumenter.

[25] Der opnås en NIIP, der er i overensstemmelse med underliggende forhold, ved at de løbende poster i en længere periode følger normaludviklingen (se også fodnote **Error! Bookmark not defined.**). De prudentielle tærskler for NIIP bestemmes ud fra en maksimering af signalstyrken i forbindelse med forudsigelser af betalingsbalancekriser, idet der tages hensyn til landespecifikke oplysninger sammenfattet ved indkomst pr. indbygger. For metoden til beregning af en NIIP-beholdning i overensstemmelse med de underliggende forhold, se A. Turrini og S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

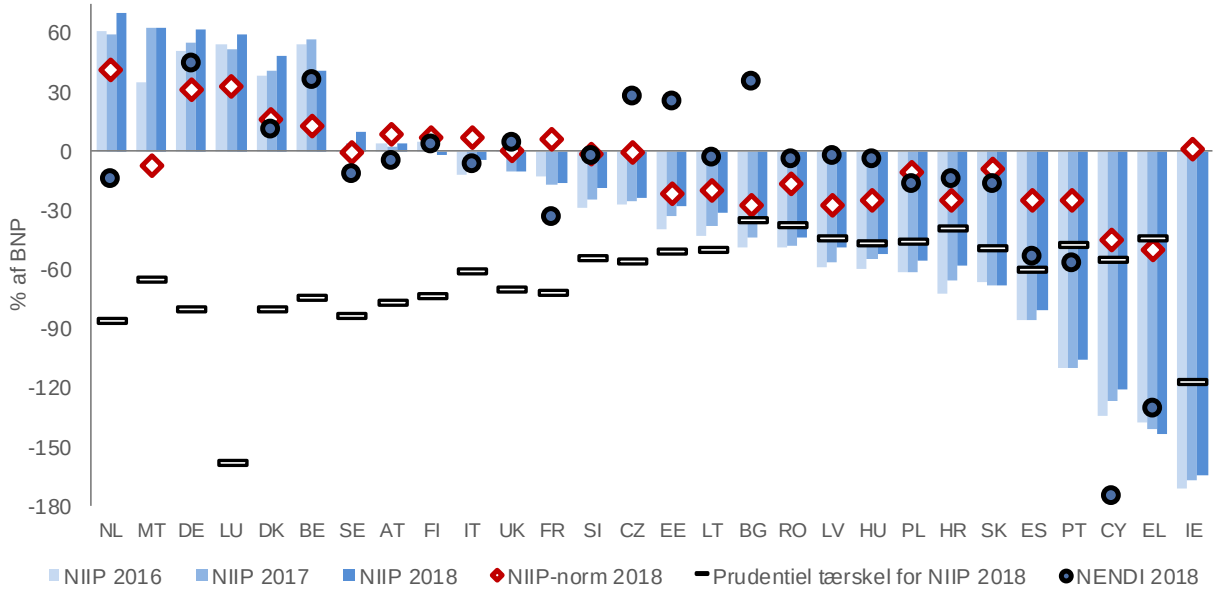
[26] NENDI er en undergruppe af NIIP, som udelukker rent egenkapitalrelaterede komponenter, dvs. kapital og kapitalandele relateret til udenlandske direkte investeringer, og selskabsintern grænseoverskridende gæld relateret til udenlandske direkte investeringer, og den repræsenterer således NIIP eksklusive instrumenter, der ikke kan misligholdes. Se også Europa-Kommissionen, "Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", teknisk note; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

[27] Hvis der ses på dataene fordelt på institutionelle sektorer, tegner staten sig for hovedparten af den yderst negative NIIP i Grækenland (eftersom den offentlige gæld overvejende besiddes af udlændinge, og navnlig officielle långivere), mens NIIP for resten af økonomien, dvs. husholdninger, ikkefinansielle og finansielle selskaber, inklusive monetære finansielle institutioner, er positiv. I Cypern, Portugal og Spanien tegner staten sig ganske vist for en stor del af landenes NIIP, men resten af økonomien udviser også en klart negativ NIIP.

[28] Udviklingen i saldoen på betalingsbalancens løbende poster stemmer for disse landes vedkommende overens med den stabile udlandsstilling, bortset fra Rumænien, hvor den forventede yderligere forringelse af stillingen på de løbende poster formodentlig også vil føre til en forringelse af NIIP.

- Hovedparten af de **meget positive NIIP** steg yderligere i 2018. For Luxembourgs, Maltas, Nederlandenes og Tysklands vedkommende lå den positive NIIP på over 60 % af BNP, mens den for Danmarks vedkommende udgjorde tæt ved 50 % af BNP[29]. Denne stilling har i mange år afspejlet vedvarende store overskud på de løbende poster, som har ført til en akkumulering af store nettoformuer over for udlandet. Til gengæld er Belgiens ellers meget positive NIIP faldet som følge af negative værdireguleringer. I alle disse tilfælde ligger NIIP tydeligt over de respektive normer, dvs. langt over det niveau, der kunne forventes på grundlag af de underliggende økonomiske forhold i de enkelte lande.

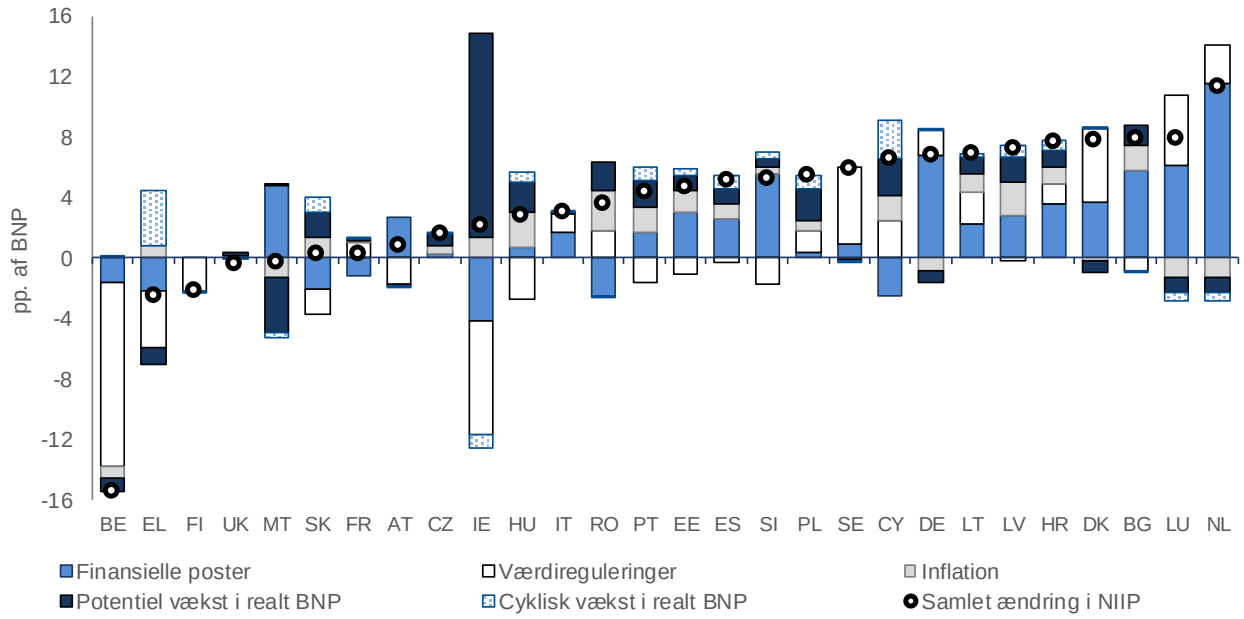
Figur 10: Nettostilling over for udlandet (NIIP) og benchmarks i 2018



Kilde: Eurostat (BPM6, ENS2010), beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: NENDI-værdierne for Irland, Luxembourg og Malta ligger uden for figurens område. Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra NIIP i forhold til BNP i 2018. NENDI er NIIP eksklusive ikkemisligholdelige instrumenter. For begreberne NIIP-norm og prudentielle tærskler for NIIP henvises til fodnote 26.

[29] Der er meget stor forskel på NENDI's betydning i disse lande, hvilket også afspejler betydningen af deres finansielle centre, f.eks. i Luxembourg og Malta, eller bankernes og de multinationale selskabers udenlandske gæld, f.eks. i Nederlandene.

Figur 11: Udvikling i nettostilling over for udlandet (NIIP) i 2018



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge ud fra udviklingen i NIIP i forhold til BNP i 2018. Figuren viser den årlige ændring af NIIP i forhold til BNP med udgangspunkt i fem komponenter: de finansielle poster, som bør være lig med summen af de løbende poster og kapitalposterne; potentiel og cyklisk vækst i det reale BNP; inflation; værdireguleringer. BNP-vækstens cykliske komponent beregnes som forskellen mellem den faktiske og den potentielle vækst.

Enhedslønomkostningerne stiger hurtigere i adskillige EU-medlemsstater. Ifølge resultattavlen for 2018 ligger væksten i enhedslønomkostninger over grænseværdien for otte lande, hvilket er dobbelt så mange som de foregående år. Enhedslønomkostningerne begyndte at stige omkring 2013, først i de baltiske lande og lidt senere i en række central- og østeuropæiske lande, og nu er der tegn på stigninger i hele euroområdet. Fremskrivningerne for 2019 peger i retning af, at væksten i enhedslønomkostninger vil aftage i de lande, der i de seneste år har registreret de største tab af konkurrenceevne, men der er også tilfælde, hvor enhedslønomkostningerne lader til at stige endnu mere (figur 12).

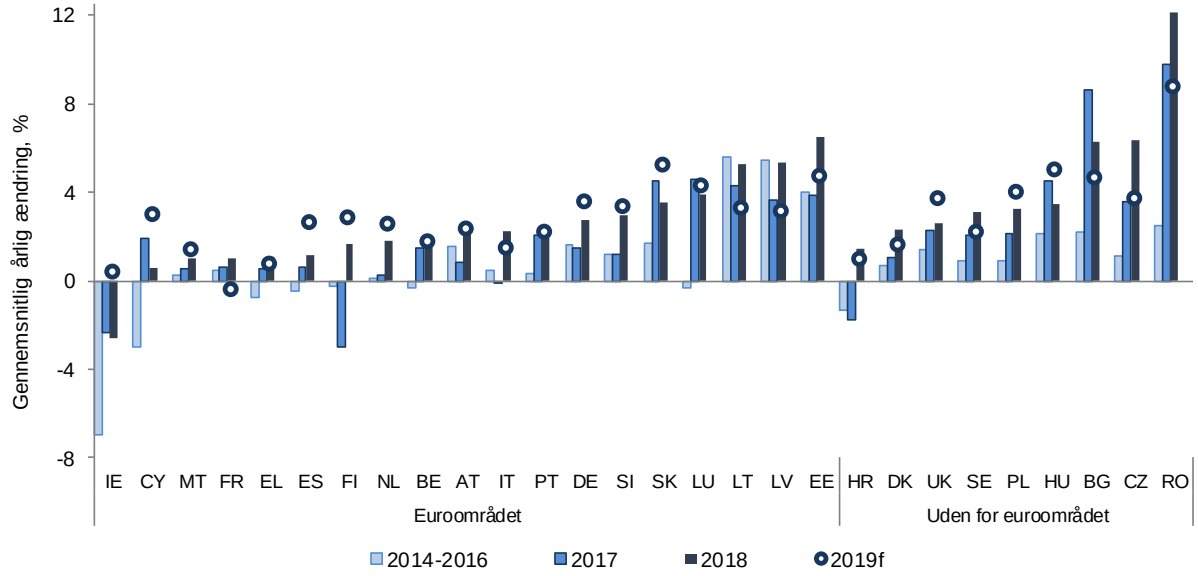
- **Enhedslønomkostningerne stiger hurtigere i flere og flere medlemsstater.** Enhedslønomkostningerne er især steget kraftigt i visse central- og østeuropæiske lande og i de baltiske lande, navnlig Rumænien samt Bulgarien, Estland, Letland, Litauen, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn. Værdierne for vækst i enhedslønomkostninger i resultattavlen ligger over grænseværdien for alle disse lande. Skønt væksten i enhedslønomkostninger for de fleste af landene ventes at aftage i 2019, forventes de at stige yderliere i Ungarn og Slovakiet i løbet af året. I nettodebitorlandene i euroområdet, og navnlig Cypern, Grækenland og Spanien, har udviklingen i enhedslønomkostninger været forholdsvis moderat, om end de stadig er steget hurtigere end de foregående år. I Portugal ligger væksten i enhedslønomkostninger over gennemsnittet for euroområdet. Endelig er enhedslønomkostningerne også steget en anelse i de større nettokreditorlande. Af de store økonomier i euroområdet er enhedslønomkostningerne steget mest i Tyskland.
- **Den kraftige vækst i enhedslønomkostninger skyldes hovedsagelig en genoptaget lønvækst i lyset af tilstramningen på arbejdsmarkederne.** I 2018 er nominallønsvæksten den største

drivkraft for væksten i enhedslønomkostninger (figur 13). Siden den økonomiske genopretning har beskæftigelsesvæksten og de faldende arbejdsløshedssatser været ledsaget af en stigende lønudvikling, hvilket stemmer overens med dynamikken i Philips-kurven. Efter genrejsningen steg reallønnen frem til 2017 imidlertid langsommere end arbejdsproduktivteten, og det er først i 2018, at denne tendens er vendt. Væksten i enhedslønomkostninger er typisk kraftigere i lande, der er kendetegnet ved lavest arbejdsløshed, mangel på kvalificeret arbejdskraft og flaskehalse på udbudssiden, mens "indhentningsdynamikken" også spiller en rolle i navnlig Central- og Østeuropa[30]. Udviklingen i enhedslønomkostninger lader også til at være knyttet til fremgangen på arbejdsmarkederne, idet de lande, der tidligt oplevede stigninger i enhedslønomkostningerne også er de lande, der blev mindre hårdt ramt af recession som følge af gældskrisen i euroområdet i 2011, og hvor arbejdsløsheden begyndte at falde på et tidligere tidspunkt.

- **Lav arbejdsproduktivitet har stigende betydning for udviklingen i enhedslønomkostninger.** Den faldende arbejdsproduktivitetsvækst er en af hovedårsagerne til stigningen i enhedslønomkostninger mellem 2017 og 2018. Efter en markant nedgang i årene omkring den dybe finanskrise satte en fornyet vækst i arbejdsproduktiviteten ind i de fleste EU-lande med den økonomiske genopretning (figur 14). Opsvinget i arbejdsproduktiviteten kan primært tilskrives vækst i totalfaktorproduktiviteten, mens den øgede kapitalintensitet har bidraget mindre til arbejdsproduktivitetsvæksten sammenlignet med perioden før krisen. Den øgede kapitalintensitet er tegn på, at den gennemsnitlige kapital pr. arbejdstager stiger langsommere eller falder som følge af en stærk beskæftigelsesvækst og færre investeringer. Arbejdsproduktiviteten er i de seneste år steget langsommere end i perioden før krisen, både på grund af den mere moderate vækst i totalfaktorproduktivitet og en lavere kapitalintensitet.
- **Vækstmønstret for enhedslønomkostningerne er i stigende grad afkoblet fra behovet for genskabelse af balancen.** I 2018 steg enhedslønomkostningerne svagt i alle eurolandene, idet der kun var en lille forskel mellem nettokreditor- og nettodebitorlande. Dette står i modsætning til årene før krisen, hvor der kunne observeres kraftigere stigninger i enhedslønomkostningerne i nettokreditorlandene. Eftersom der nu også sker en tilstramning på arbejdsmarkederne i de lande, der har fået vendt stillingen på betalingsbalancens løbende poster, er arbejdsomkostningerne også begyndt at stige i disse lande, og forskellen i forhold til nettokreditorlandene er begyndt at svinde ind (se også afsnit 2). Da der netop er større chance for en yderligere tilstramning på arbejdsmarkederne i nettodebitorlandene, risikerer udviklingen i konkurrenceevnen at yde et stadig mindre bidrag til genskabelsen af balancen. Dette skyldes både den relativt stærkere lønvækst og den mere begrænsede produktivitetsvækst som følge af den lavere kapitalintensitet.

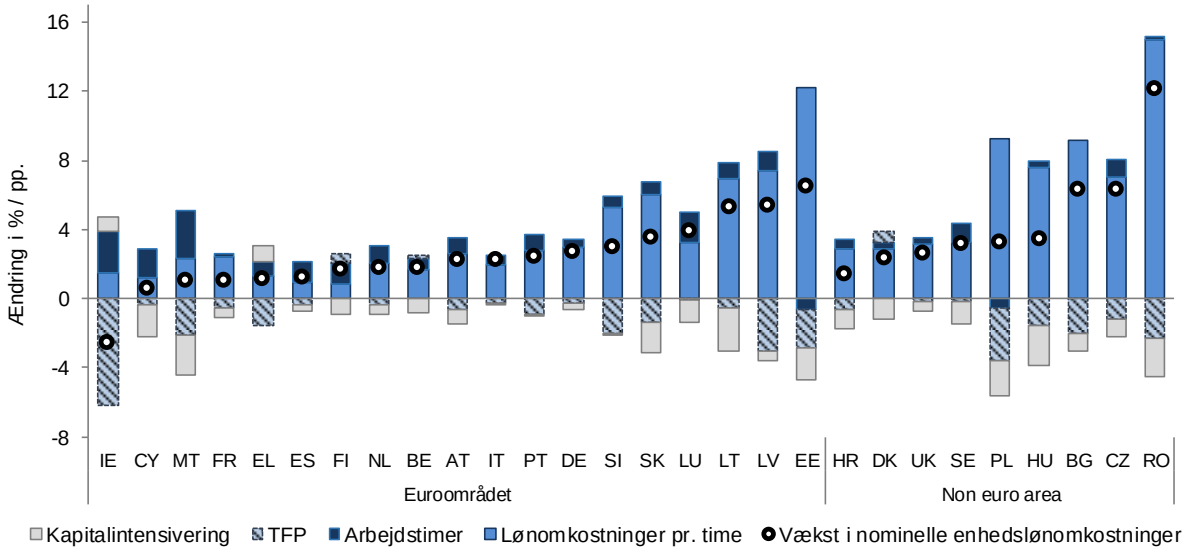
[30] F.eks. G. Brunello og P. Wruuck, "Skill mismatch in Europe: A survey of the literature", IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss og A. Vandeplas, "Measuring skills mismatch. DG EMPL Analytical webnote 7/2015, Europa-Kommissionen, 2015; Europa-Kommissionen (2018), "Labour Market and Wage Developments in Europe; Annual Reviews 2018 og 2019.

Figur 12: Vækst i enhedslønomkostninger i de senere år



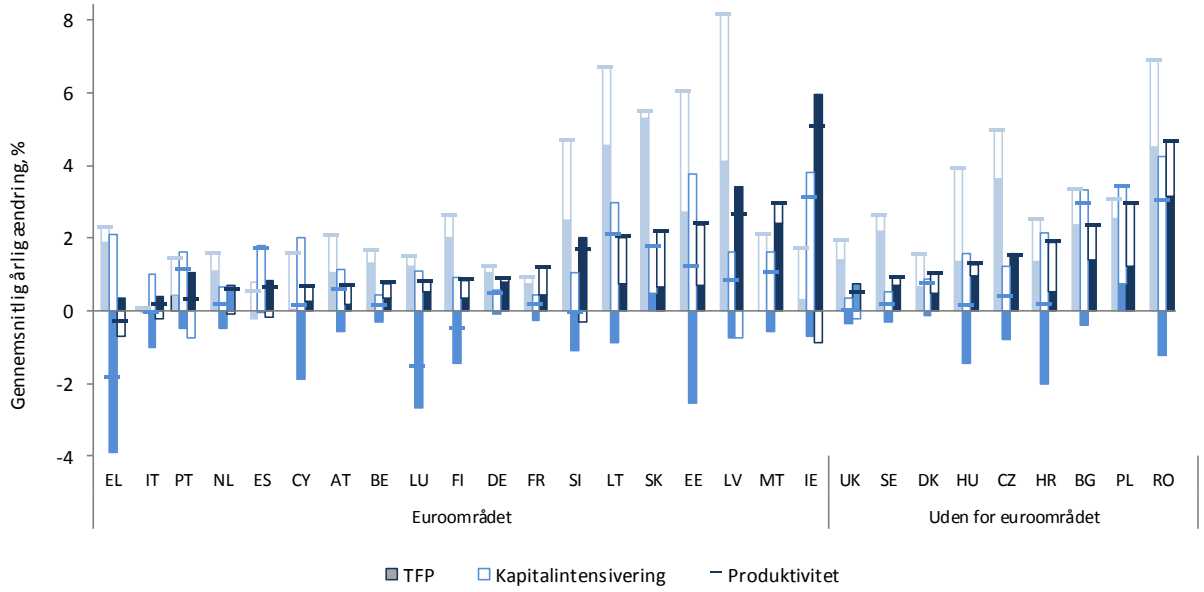
Kilde: AMECO, data vedrørende 2019 stammer fra Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2019.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra vækst i enhedslønomkostninger i 2018.

Figur 13: Vækst i enhedslønomkostninger, delkomponenter, 2018



Kilde: AMECO og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra vækst i enhedslønomkostninger i 2018. Dekomponeringen tager udgangspunkt i en standardopdeling af stigningen i enhedslønomkostninger på nominel timeløn og arbejdsproduktivitet — sidstnævnte opdeles yderligere i bidraget fra antal arbejdstimer og bidraget fra totalfaktorproduktivitet og kapitalintensitet på grundlag af almindelige vækstberegninger.

Figur 14: Produktivitetsvækst, delkomponenter, 2002-2018



Kilde: AMECO

Anm.: Arbejdsproduktivitet målt som BNP pr. beskæftiget. Dataene for produktiviteten og dens delkomponenter (totalfaktorproduktivitet og kapitalintensitet) er samlet i følgende tre perioder (venstre mod højre): 2002-2007 (lyseblå), 2007-2012 (mellemblå) og 2012-2018 (mørkeblå).

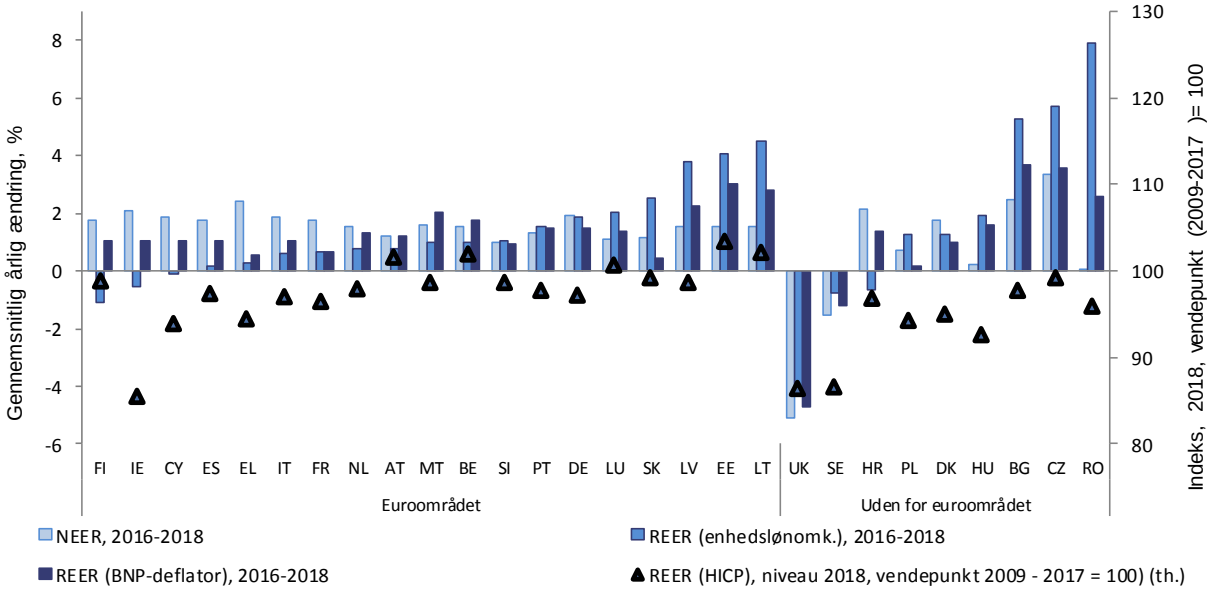
Tabene af omkostningskonkurrenceevne begynder også at vise sig i de reale effektive valutakurser, som til dels afspejler nominelle kursstigninger. På grund af den relativt stærke vækst i omkostninger og priser i ikke-EU-partnerlande og euroens kursfald i begyndelsen af dette årti og i 2015 gav væksten i enhedslønomkostninger sig indtil for nylig kun marginalt udslag i stigende reale effektive valutakurser baseret på enhedslønomkostninger. I den seneste tid er der imidlertid observeret en forringelse af de reale effektive valutakurser baseret på enhedslønomkostninger, som til dels også lader sig afspejle i andre mål (BNP eller forbrug), på grund af den vedvarende vækst i enhedslønomkostninger og euroens kursstigning mellem 2016 og 2018. I 2018 ligger værdierne for vækst i enhedslønomkostninger derfor over grænseværdien for flere medlemsstater. I øjeblikket ligger værdien kun under den nedre grænseværdi for én medlemsstat som følge af kursfald (Det Forenede Kongerige), mens den for fem medlemsstater overstiger den øvre grænseværdi (Belgien, Estland, Litauen, Tjekkiet og Tyskland).

- **De reale effektive valutakurser målt ud fra enhedslønomkostninger er steget i et flertal af medlemsstaterne, og de stiger hurtigere end i de foregående år.** Siden 2016 har stigningerne været størst i en række central- og østeuropæiske lande, navnlig dem uden for euroområdet, men der kan også observeres kraftige stigninger i flere eurolande, navnlig de baltiske lande samt Luxembourg, Portugal, Slovakiet og Tyskland (figur 15).
- **De reale kursstigninger mellem 2016 og 2018 skyldes delvist nominelle stigninger, navnlig af euroen.** Denne tendens er imidlertid ophørt og vendte en anelse i 2019. Uden for euroområdet har især Bulgarien og Tjekkiet oplevet de største stigninger i de nominelle effektive valutakurser mellem 2016 og 2018, mens Sverige og Det Forenede Kongerige registrerede fald.
- **Pris-omkostningsmarginen kan være indsnævret**, idet de reale effektive valutakurser målt på enhedslønomkostninger generelt er steget mere end målt på BNP- eller HICP-deflatoren. Der kunne navnlig observeres betydelige forskelle mellem de reale effektive valutakurser målt på

henholdsvis enhedslønomkostninger eller BNP i Bulgarien, Letland, Litauen, Rumænien, Slovakiet og Tjekkiet[31]. Til trods for en afdæmpet inflationsudvikling på grund af nominelle kursstigninger **har de fleste EU-lande registreret tab af konkurrenceevne målt ud fra de HICP-baserede reale effektive valutakurser**.

- Trods de seneste tab er **de fleste EU-landes konkurrenceevne i øjeblikket stadig bedre end i perioden før krisen,** idet den HICP-baserede reale effektive valutakurs generelt ligger under niveauet for de seneste toppunkter. I nogle lande, navnlig Belgien, Estland, Litauen og Østrig, ligger den aktuelle HICP-baserede reale effektive valutakurs imidlertid over de seneste toppunkter, hvilket afspejler længerevarende kursstigninger.
- Reale kursfald hører typisk sammen med et fald i de relative priser på ikke-omsættelige varer, samtidig med at **omsættelige varer udgør en større del af økonomien**, hvilket øger potentialet for eksportbaseret vækst. Dataene bekræfter generelt denne udvikling, som imidlertid lader til at **stilne af** eller selv at vende i en række EU-lande, især de baltiske lande (figur 16).

Figur 15: Udvikling i nominelle og reale effektive valutakurser (NEER og REER)

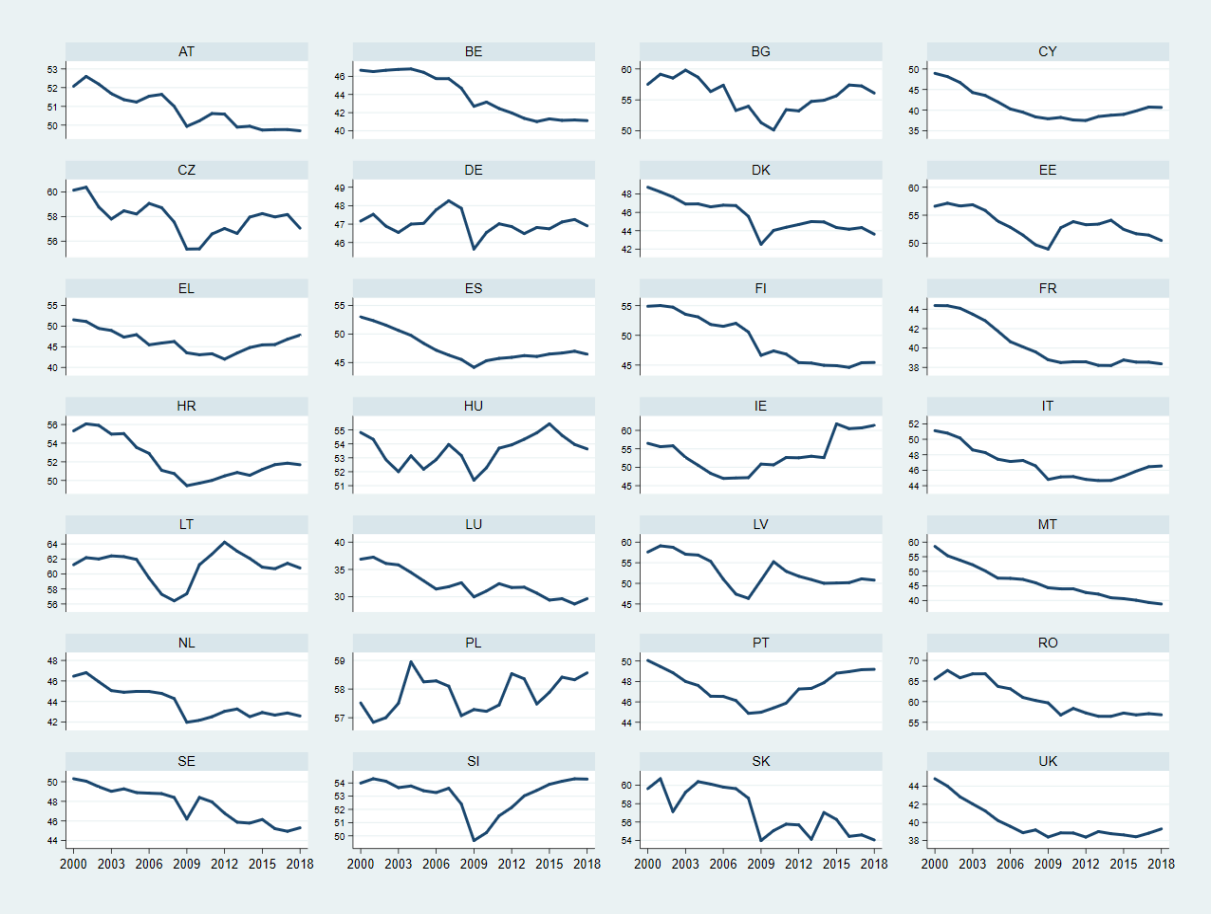


Kilde: AMECO

Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra gennemsnitlig årlig ændring i den reale effektive valutakurs (REER) baseret på vækst i enhedslønomkostninger mellem 2016 og 2018. REER baseret på henholdsvis enhedslønomkostninger og BNP-deflatoren og NEER beregnes i forhold til 37 handelspartnere, mens REER baseret på HICP er beregnet i forhold til 42 handelspartnere.

[31] Skønt en indsnævring af fortjenstmarginen forhindrer omkostningskonkurrenceevnen i at indvirke på byttеforholdet, hvilket på sin side mindsker virkningerne for handelsstrømmene i de brancher, der er kendetegnet ved produktdifferentiering og "pricing-to-market", vil en konstant nedsat produktivitet med tiden medføre en svækkelse af sektoren for omsættelige varer.

Figur 16: Omsættelige varers andel af økonomien



Kilde: AMECO

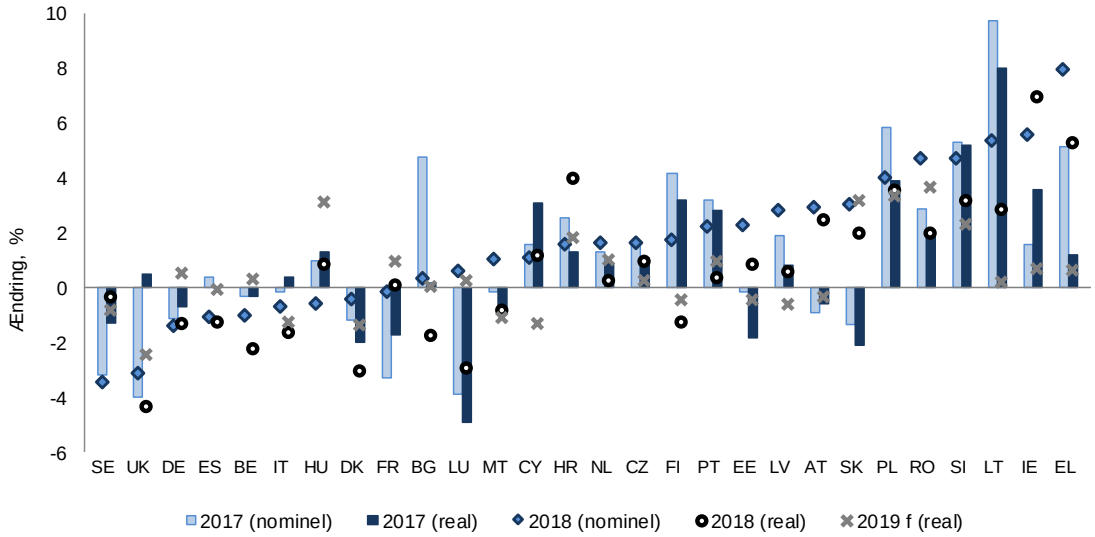
Anm.: De omsættelige varers andel af økonomien (landbrug, fremstilling og handel, transport og kommunikationstjenester) beregnes som den andel af værditilvæksten, de omsættelige varer tegner sig for af den samlede værditilvækst (%).

Eksportmarkedsandelene steg i de fleste medlemsstater i 2018. Resultattavleværdierne for den akkumulerede ændring i eksportmarkedsandele over 5 år er positive for de fleste EU-lande. Der er kun observeret tab over grænseværdien for ét land (Sverige). De seneste data for udviklingen på årsbasis peger i retning af en generel vækst i eksportmarkedsandele (figur 17).

- EU-medlemsstaternes seneste gevinster i markedsandele kan stadig delvist tilskrives en relativt stærk eksportefterspørgsel fra områder med tætte handelsforbindelser til EU-landene. De seneste fald i de reale effektive valutakurser kan også have spillet en rolle. EU-landenes markedsandele faldt i årene efter krisen og begyndte først at stige med den genoptagne EU-interne eksportefterspørgsel. De seneste års stigninger i eksportmarkedsandele i EU-landene skyldes sandsynligvis, at **handelen er faldet i flere vækstøkonomier** sammenlignet med den EU-interne handel. Dette bekræftes af den mere begrænsede stigning i eksportmarkedsandelene set i forhold til OECD-landene (tabel 2,1 i bilaget). Stigningen i eksportmarkedsandelene forekommer mere moderat målt i faste priser på grund af stigninger i de reale effektive valutakurser.

- **I 2018 tegnede de central- og østeuropæiske medlemsstater sig for den største stigning i eksportmarkedsandele, skønt udviklingen lader til at stilne af.** Nogle nettokreditorlande, herunder Tyskland, har registreret tab. Blandt nettodebitorlandene er eksportmarkedsandelene faldet i Spanien og Bulgarien, mens de stiger mindre kraftigt i Portugal. Til gengæld er der registreret fremgang i Grækenland (de største observerede gevinster i 2018), Rumænien og Cypern.

Figur 17: Ændring i eksportmarkedsandele



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra den årlige ændring i eksportmarkedsandele i 2018. De nominelle eksportmarkedsandele beregnes ved at dele et lands eksport i løbende priser med verdenseksporten i løbende priser. Realvæksten i eksportmarkedsandele beregnes ved at trække vækstraten for verdenseksporten i mængder fra landets egen vækstrate i mængder.

Gældskvoterne for den private sektor er fortsat høje i adskillige medlemsstater ifølge de tilgængelige data.

- **For 2018 ligger værdien for gæld i den private sektor over grænseværdien for 12 medlemsstater, hvilket er samme antal som i 2016 og 2017.** Gældskvoterne for den private sektor udgjorde over 200 % af BNP i Luxembourg, Cypern, Nederlandene og Irland. Gældstallene for disse lande påvirkes imidlertid af virksomhedsinterne grænseoverskridende transaktioner, som navnlig knytter sig til multinationale selskabers og SPV'ers aktiviteter. De private gældskvoter for Danmark og Sverige ligger på eller omkring 200 % af BNP, mens de for Belgien, Frankrig, Portugal og Det Forenede Kongerige ligger tæt på eller over 150 % af BNP.

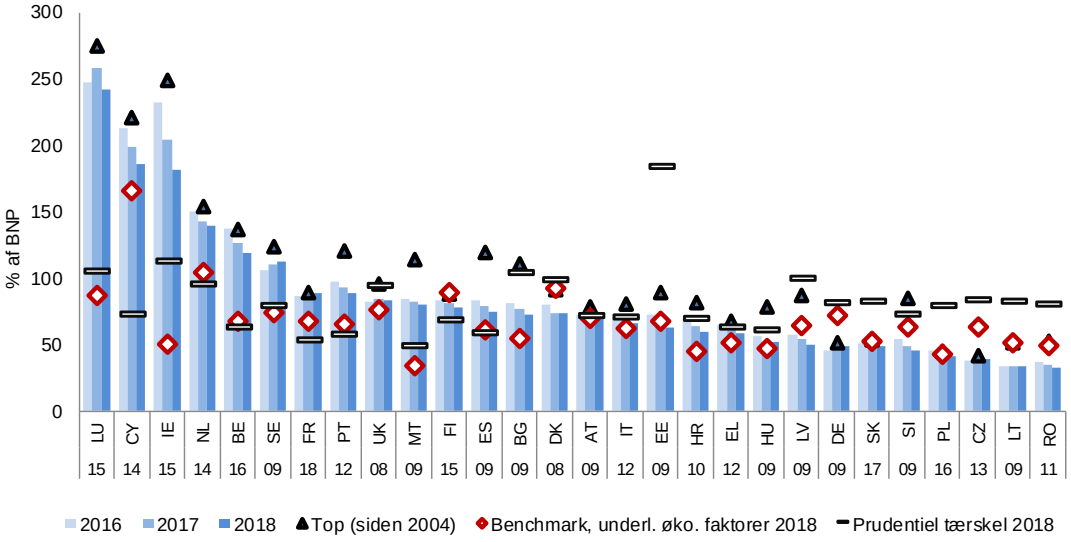
- I Cypern, Frankrig, Nederlandene, Portugal, Spanien og Sverige tegner **både husholdningerne og ikkefinansielle selskaber** sig for den store private gæld (figur 18 og 19). I Irland og Luxembourg er det **virksomhedernes** store gældsætning, der ligger til grund for den store private gældsbeholdning, mens det i Danmark, Finland og Det Forenede Kongerige snarere er **husholdningerne**, der tegner sig for gælden.

- **Forskellene i gældsbeholdningen i de forskellige lande** kan overvejende tilskrives forskellige underliggende økonomiske faktorer, som kan retfærdiggøre en ophobning af gæld, bl.a. udsigter til vækst og investeringer eller finansiel udvikling. Ved vurderingen af gældsniveauerne bør der derfor tages hensyn til disse faktorer ligesom til andre elementer, som indvirker på den risiko, den store gæld udgør på længere sigt[32]. I alle de lande, hvor den private gæld ligger over resultattavlens

[32] De landespecifikke benchmarks og efterfølgende ajourføringer, som Europa-Kommissionen har udviklet i samarbejde med EPC LIME Working Group (Europa-Kommissionen, "Benchmarks for the assessment of private debt", note til Udvalget for Økonomisk Politik, ARES (2017) 4970814), tager hensyn til disse faktorer. *Benchmarks baseret på fundamentaler* giver mulighed for at vurdere den private gæld i forhold til de værdier, som de underliggende økonomiske forhold tilsiger, og de udledes ved regression ved at se på de vigtigste determinanter for kreditvækst, idet der tages hensyn til en given gældsbeholdning. Den *prudentielle tærskel* repræsenterer det niveau, over hvilket der er forholdsvis stor sandsynlighed for en bankkrise. Disse to niveauer er baseret på en

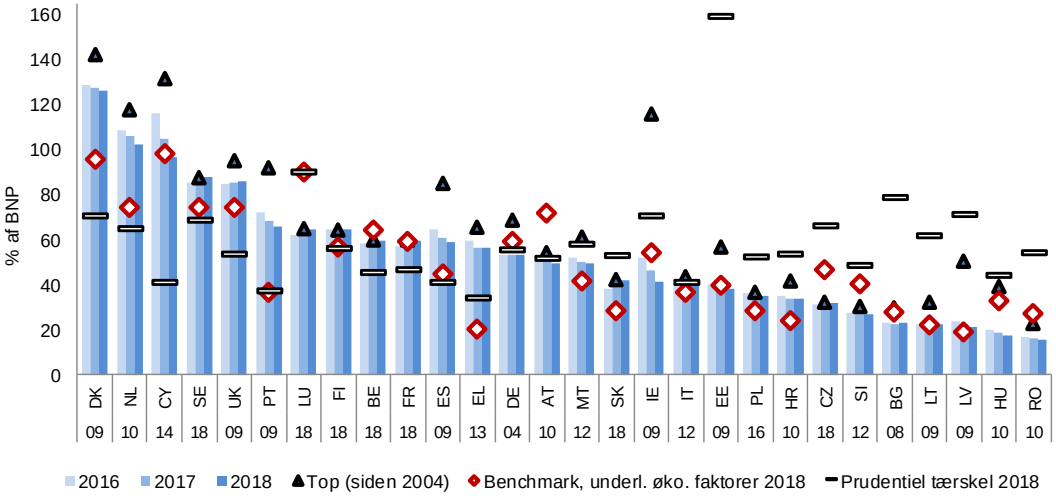
grænseværdi, ligger den ifølge dataene for 2018 også over de landespecifikke prudentielle benchmarks og benchmarks baseret på underliggende økonomiske faktorer.

Figur 18: Gæld i ikkefinansielle selskaber



Kilder: Eurostats ikke-konsoliderede kvartalsmæssige sektorregnskaber og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra ikkefinansielle selskabers gældskvote i 2018. Årstallet under landekoderne angiver der år, hvor gældskvoten toppede.

Figur 19: Gæld i husholdningerne



Kilder: Eurostats ikke-konsoliderede kvartalsmæssige sektorregnskaber og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra husholdningernes gældskvote i 2018. Årstallet under landekoderne angiver der år, hvor gældskvoten toppede.

maksimering af signalstyrken i forbindelse med forudsigelser af bankkriser gennem en minimering af sandsynligheden for at undgå kriser og for falske alarmer og under inddragelse af landespecifikke oplysninger om bankernes kapitalgrundlag, statsgæld og økonomisk udviklingsniveau.

Gældsnedbringelsen i den private sektor foregår hovedsagelig i et lavt tempo med udgangspunkt i den nominelle vækst i BNP, og i nogle tilfælde er den store gæld atter begyndt at vokse i stedet for at falde. Den store gæld i de ikkefinansielle selskaber og i husholdningerne i nettodebitorlande såsom Cypern, Irland, Portugal og Spanien faldt i de forgange år med mindst 25 procentpoint af BNP i forhold til toppunktet (figur 18 og 19). Der kan også observeres markante fald i Estland, Letland, Slovenien og Ungarn, navnlig i virksomhedernes gældskvote. I de seneste år er tempoet for gældsnedbringelsen dog aftaget. Dette er des mere tydeligt for husholdningsgælden. Skønt de fleste EU-lande fortsat kan registrere faldende gældskvoter, er navnlig husholdningerne i visse lande begyndt at genopbygge gæld.

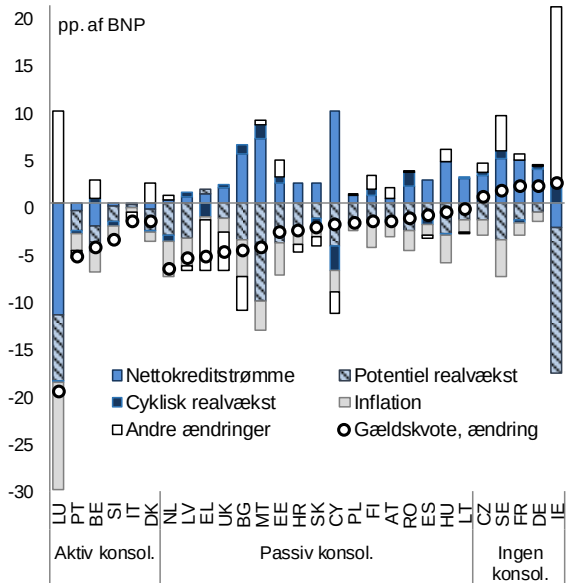
- **Konsolideringen beror i stigende grad på den nominelle vækst i BNP.** Kreditstrømmene i den private sektor er fortsat moderate, og ingen af medlemsstaternes variabler overstiger grænseværdien i 2018. Den nominelle BNP-vækst i de senere år har givet adskillige medlemsstater mulighed for at foretage en "passiv konsolidering", dvs. at gældskvoterne er faldet trods positive kreditstrømme. Den vedvarende vækst har lettet presset for at geare "aktivt" ned takket være fald i de nominelle gældsbeholdninger. Sammenlignet med 2017 har færre lande registreret negative kreditstrømme til enten selskaber eller husholdninger (figur 20 og 21). Eftersom vi har passeret toppen i konjunkturforløbet, yder den cykliske BNP-fremgang et mere begrænset eller slet intet bidrag til gældsnedbringelsen, og fremtidsudsigterne for yderligere passiv konsolidering vil således bero på den potentielle BNP-vækst.

- Hvad angår **gælden i virksomhederne** er der i de fleste EU-lande sket en fortsat konsolidering, som i stigende grad beror på væksten i BNP. Mellem første kvartal 2018 og første kvartal 2019 er der kun foretaget en aktiv konsolidering i ikkefinansielle selskaber i Belgien, Danmark, Italien, Luxembourg, Portugal og Slovenien (figur 20, ikke-konsoliderede data). I Cypern, Malta og Bulgarien overstiger nettokreditstrømmene til virksomhederne 5 % af BNP til trods for den allerede store virksomhedsgæld. Den stigende gæld blandt virksomhederne i Frankrig, Tyskland og Sverige kan tilskrives forholdsvis dynamiske kreditstrømme. I Frankrig og Sverige er der faktisk sket en yderligere gældsopbygning, til trods for at værdierne for ikkefinansielle selskaber ligger over benchmarks[33].

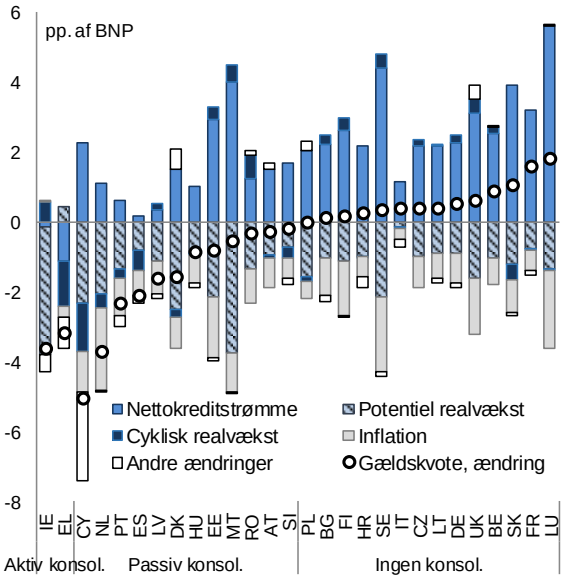
- Hvad angår **gælden i husholdningerne** er tempoet for konsolideringen faldet mere markant. I Det Forenede Kongerige, Sverige, Belgien og Frankrig steg husholdningsgældens andel af BNP i 2018, selv om den allerede var på et relativt højt niveau (tæt på eller over benchmarks). Kun få medlemsstater foretager en aktiv konsolidering (Grækenland og Irland) (figur 21). I de lande, hvor der skete en konsolidering, er denne forløbet i et langsommere tempo, navnlig i Cypern, Portugal og Spanien.

[33] I Irland var nettokreditstrømmene negative og den nominelle BNP-vækst positiv, men på grund af endnu stærkere positive værdireguleringer havde disse en ringe effekt på gældsnedbringelsen (ikke-konsolideret) i perioden 1. kvartal 2018 til 1. kvartal 2019, hvilket muligvis afspejler aktiviteten i multinationale selskaber.

Figur 20: Dekomponering af ændringerne i de ikkefinansielle selskabers gældskvote (1. kvartal 2018 - 1. kvartal 2019)



Figur 21: Dekomponering af ændringerne i husholdningernes gældskvote (1. kvartal 2018 - 1. kvartal 2019)



Kilder: Eurostats ikke-konsoliderede kvartalsmæssige sektorregnskaber og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Figurerne viser en opdeling af den årlige ændring i ikke-konsolideret gæld i forhold til BNP i fem komponenter: kreditstrømme, potentiel og cyklisk realvækst i BNP, inflation samt andre ændringer. BNP-vækstens cykliske komponent beregnes som forskellen mellem den faktiske og den potentielle vækst. "Aktiv konsolidering" består i en netto tilbagebetaling af gæld (negative nettokreditstrømme), hvilket typisk fører til en nominel nedgang i sektorens balance. "Passiv konsolidering" indebærer derimod, at positive nettokreditstrømme opvejes af højere nominel BNP-vækst, hvilket fører til en nedgang i gældskvoten.

Forholdene i EU's banksektor er blevet markant forbedret over de seneste år, og situationen er nogenlunde stabil. Banksektoren står stadig over for udfordringer med hensyn til især ringe rentabilitet og store beholdninger af misligholdte lån i adskillige medlemsstater. Kernekapitalprocenterne er ophørt med at stige efter at have nået et niveau, der ligger over de lovgivningsmæssige krav i alle medlemsstaterne, skønt der er væsentlige forskelle. Egenkapitalforrentningen i banksektoren er steget betydeligt i de seneste år, skønt forbedringerne er begyndt at blive mindre markante. I et fåtal af lande, navnlig Grækenland, Italien og Portugal (figur 22 og 23), vedrører udfordringerne en kombination af forholdsvis lav rentabilitet, kapitalprocenter under gennemsnittet og relativt høje andele af misligholdte lån.

- **Den finansielle sektors passiver stiger fortsat kun begrænset, og indikatorværdien ligger langt under resultattavlens grænseværdi**, undtagen for Finlands vedkommende. Den finansielle sektors passiver steg mindre i 2018 end i 2017 i de fleste medlemsstater[34]. Alligevel steg bankernes kreditstrømme i 2018 en anelse hurtigere end i 2017, navnlig til husholdningerne, mens udviklingen var forholdsvis stabil i 2019 i lyset af de kommende stramninger af lånevilkårene[35].

- **Kapitalprocenterne lå stabilt i de fleste medlemsstater, mens egenkapitalforrentningen i flere tilfælde blev en anelse forringet i 2018.** Egenkapitalforrentningen var negativ i Grækenland og Portugal i 2018, mens den blev positiv i Cypern. Værdien af bankernes egenkapital steg i løbet af

[34] Stigningen i Finland i 2018 fandt sted, samtidig med at en bank flyttede sit hovedsæde fra Sverige til Finland.
[35] Jf. undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet, ECB, Economic Bulletin, august 2019.

2017, mens den i de fleste tilfælde faldt i 2018 og det meste af 2019 til trods for, at de europæiske aktieindekser generelt har klaret sig godt, hvilket bl.a. afspejler nye markedsforventninger til sektorens rentabilitetsudsigter.

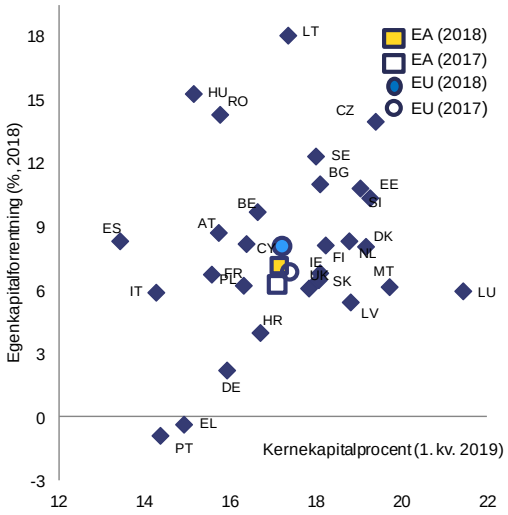
- **Nogle EU-medlemsstater skiller sig ud ved en kombination af relativt lav rentabilitet og lave kapitalprocenter samt høje andele af misligholdte lån**[36]**.** I Grækenland ligger andelen af misligholdte lån fortsat over 40 %. I Cypern er der konstateret betydelige forbedringer i andelen af misligholdte lån, hvilket primært skyldes salg af lån og afviklingen af en større bank i 2018, og rentabiliteten er nu positiv. Andelen af misligholdte lån er faldet markant i Portugal og Italien siden 2016, og ifølge de seneste data vil den falde yderligere i 2018, om end i mindre grad. Andelen af misligholdte lån er for begge landes vedkommende faldet til under 10 %. I Bulgarien, Irland, Kroatien, Rumænien, Slovenien og Ungarn ligger andelen af misligholdte lån over EU-gennemsnittet, skønt den også faldet i 2018.

- **De aktuelle økonomiske forhold, der er kendetegnet ved lave renter, som ser ud til at vare ved i et stykke tid, giver yderligere udfordringer.** De faldende renter mærkes især på lån med længere løbetider, som medfører en udfladning af rentekurverne og en yderligere komprimering af rentemarginerne. En sådan udfladning begrænser bankernes muligheder for at foretage løbetidsændringer, hvilket risikerer at hæmme deres rentabilitet. Eftersom de lave renter især vedrører finansielle aktiver med lav risiko, kan det navnlig hæmme rentabiliteten og balancerne hos finansieringsinstitutter, som ikke er banker, og som har aktivporteføljer, der primært indeholder lavrisikoaktiver, såsom forsikringsselskaber, navnlig inden for livsforsikring, og pensionsfonde[37].

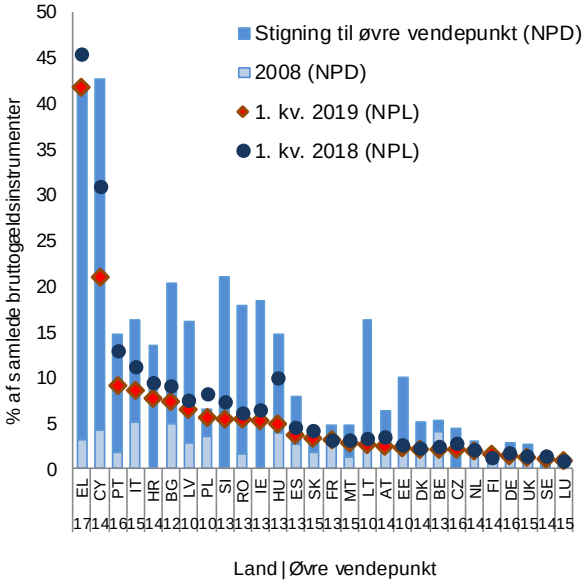
[36] Den supplerende indikator i resultattavlen for misligholdte lån er defineret som de samlede misligholdte lån og forskud (brutto) i procent af samlede lån og forskud (brutto) (regnskabsmæssig bruttoværdi) i sektoren "indenlandske bankkoncerner og enkeltstående banker, udenlandsk kontrollerede datterselskaber og udenlandsk kontrollerede filialer, alle institutter". Værdierne fremgår af Tabel 2.1 i bilaget. Der findes kun harmoniserede data for andelen af misligholdt lån siden 2014. For data vedrørende 2008 og det "øvre vendepunkt" viser figur 23 derfor data for andelen af misligholdte gældsinstrumenter (brutto) i forhold til alle gældsinstrumenter (brutto), som forefindes i længere tidsserier, og som ud over lån også omfatter andre gældsinstrumenter i banksektoren. Sidstnævnte er typisk lidt lavere end andelen af misligholdte lån, mest fordi nævneren er større, dvs. de samlede gældsinstrumenter (brutto) er større end den samlede lånemængde. Den største forskel mellem de to satser udgør i øjeblikket 4 procentpoint (Grækenland), mens den for de fleste lande er på under 1 procentpoint.

[37] ECB, Financial Stability Review, maj 2019.

Figur 22:
Rentabilitet og kapital i banksektoren



Figur 23: Misligholdte lån



Kilde: For Kroatien, Tjekkiet, Irland, Slovenien og Sverige findes der ingen bruttodata om misligholdte gældsinstrumenter for 2008.
Anm.: I figur 23 vedrører dataene for 2008 og "øvre vendepunkt" andelen af misligholdte låneinstrumenter (brutto) i forhold til alle gældsinstrumenter (brutto). Andelen af misligholdte lån indberettes for 1. kvartal 2018 og 1. kvartal 2019. Årstallet under landekoderne angiver der år, hvor andelen toppede.

Boligpriserne er fortsat steget kraftigt i 2018, men prisdynamikken er aftaget i de områder, hvor der er klare tegn på overvurdering. De tiltagende boligprisstigninger medfører, at flere og flere boligmarkeder er tæt på eller har overgået toppunktet før krisen (figur 26). I 2018 lå væksten i reale boligpriser over resultattavlens grænseværdi for syv medlemsstaters vedkommende (Irland, Letland, Nederlandene, Portugal, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn), hvilket er en mere end i 2017. Boligpriserne er steget særlig kraftigt i de EU-lande, der hidtil kun har vist begrænsede eller ingen tegn på overvurderinger, mens der i lande, der er kendetegnet ved solide tegn på overvurderinger, er sket en opbremsning. Ifølge dataene frem til 2. kvartal 2019 vil Kroatien, Polen, Portugal, Tjekkiet og Ungarn overskride grænseværdien i år, hvis denne udvikling fortsætter ind i anden halvdel af 2019. I årets første halvdel og sammenlignet med 2018 stiger boligpriserne især i Cypern, Kroatien og Sverige, mens de ser ud til at falde i Danmark, Irland, Letland, Rumænien og Slovenien.

- **En del af accelerationen i boligpriserne kan tilskrives de underliggende økonomiske forhold.** Boligpriserne begyndte igen at stige i takt med det økonomiske opsving i 2013 og faldende renter. I den henseende kan stigningerne forklares ud fra de økonomiske forhold[38]. Væksten i nye realkreditlån har til gengæld indtil videre ikke haft nogen større selvstændig betydning for

[38] Boligprisbenchmarks giver mulighed for at anslå omfanget af over- eller undervurdering af boligpriserne på grundlag af landespecifikke kendetegn. De syntetiske vurderingsgab bygger på forskellige benchmarks: i) forskel i forhold til det langsigtede gennemsnit af pris-/indkomstkvoten, ii) forskel i forhold til det langsigtede gennemsnit af pris-/lejekvoten, iii) afvigelse fra regressionsbaserede benchmarks under hensyntagen til økonomiske nøgletal på udbuds- og efterspørgselssiden (se N. Philiponnet og A. Turrini (2017), "Assessing House Price Developments in the EU", European Commission Discussion Paper 048, maj 2017). Ved beregningen af regressionsbaserede benchmarks foretages der en korrektion af de cykliske forklarende variabler med et HP-filter for at begrænse volatiliteten.

prisudviklingen i modsætning til perioden før krisen. De risikerer dog at have en forstærkende effekt på stigningen i boligpriserne.

- **Den stærke vækst i boligpriserne påvirker vurderingerne.** I Irland, Letland, Nederlandene, Portugal, Slovenien og Ungarn steg boligpriserne allerede kraftigt i 2017 og accelererede yderligere i 2018 (figur 24 og 25, øvre højre firkant). Den længerevarende store vækst i adskillige lande øger gradvist risikoen for overvurdering: Antallet af EU-lande, der anslås at være karakteriseret ved overvurderede boligpriser, er steget i de seneste år. For nylig er der endnu klarere tegn på overvurderinger (målt ved stigende vurderingsforskelle) i lande som Tyskland og Portugal. Boligpriserne ligger på eller over deres højdepunkt i midten af 2000'erne i en række lande (Belgien, Luxembourg, Malta, Portugal, Tjekkiet, Tyskland og Østrig; figur 26). Priserne er i flere lande begyndt at ligge på et overkommenligt niveau, hvilket fremgår af forholdet mellem boligpriser og disponibel indkomst pr. indbygger. Ifølge estimaterne kræves der i ca. halvdelen af EU-landene mere end 10 års indkomst for at købe en bolig på 100 m^2[39]. Tilsvarende levede en ud af ti europæere i en husholdning, der har brugt 40 % eller derover af sin indkomst på bolig, i 2017[40].

- **Boligprisudviklingen er stilnet lidt af i adskillige lande, hvor der er tegn på overvurdering og stor husholdningsgæld, og på det svenske marked sker der en nedadgående korrektion.** Stigningstakterne for de reale boligpriser har i den seneste tid været lavere i de lande, hvor der været stor tendens til overvurdering. Denne udvikling er ikke set hidtil, men var i 2018 meget synlig i de lande, hvor boligpriserne anslås at have været overvurderede. I 2018 skilte Belgien, Det Forenede Kongerige, Frankrig og Østrig sig ud ved at være kendetegnet ved en kombination af forskellige grader af overvurderede boligpriser og stor husholdningsgæld, men også fordi boligpriserne steg mindre i 2018 end i 2017 (figur 25). En sådan opbremsning i udviklingen kunne være tegn på begrænsninger vedrørende prisoverkommelighed, et stigende boligudbud og at de politiske foranstaltninger, der er truffet på landeniveau, herunder på makroprudentielt plan, er begyndt at virke[41]. Samtidig faldt boligpriserne i Sverige i 2018 på årsbasis både nominelt og i faste priser, men ifølge dataene for de første to kvartaler af 2019 lader de til at have nået et stabilt niveau. Derimod er der ikke sket nogen tilpasning i Luxembourg, hvor sårbarhederne og risiciene for overvurdering fortsat stiger.

- **I adskillige medlemsstater falder overvurderede boligpriser sammen med høje gældsniveauer i husholdningerne.** Det er især tilfældet i Danmark, Det Forenede Kongerige, Luxembourg og Sverige. Nederlandene er kendetegnet ved en meget stor husholdningsgæld og høje boligpriser i forhold til indkomsten. I 2018 steg realkreditgælden særlig hurtigt i Bulgarien, Rumænien og Slovakiet (med over 10 % i forhold til året før), og Belgien, Estland, Frankrig, Litauen, Luxembourg, Malta, Tjekkiet, Ungarn og Østrig (med over 5 % i forhold til året før). I nogle tilfælde tog den kraftige vækst afsæt i et allerede højt niveau, f.eks. i Belgien og Frankrig. Billedet ser dog lidt anderledes ud, hvis der kun ses på ændringen i gæld relateret til nye realkreditlån, dvs.

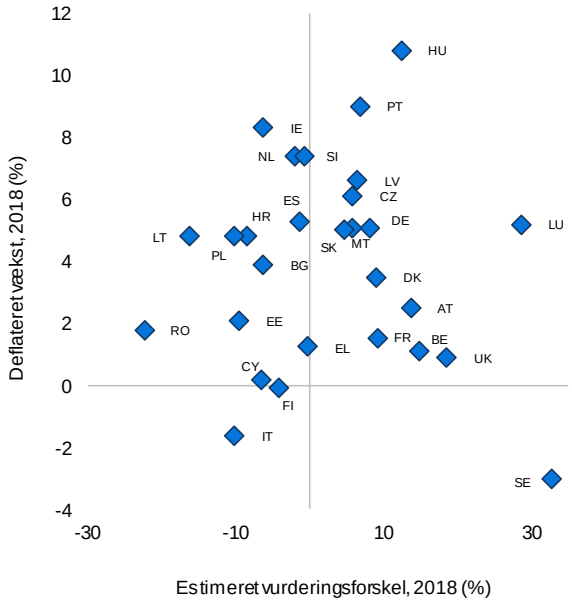
[39] Estimaterne af prisniveauet stammer fra nationale regnskabstal eller optællingsdata eller, når sådanne ikke foreligger, fra oplysninger offentliggjort på ejendomsmæglernes hjemmesider. Se J. C. Bricongne m.fl. (2019),” Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates”, European Economy, Discussion Paper No. 101, juli 2019.

[40] Europa-Kommissionen (2019), Employment and Social Developments in Europe, Annual Review 2019, kapitel 4.

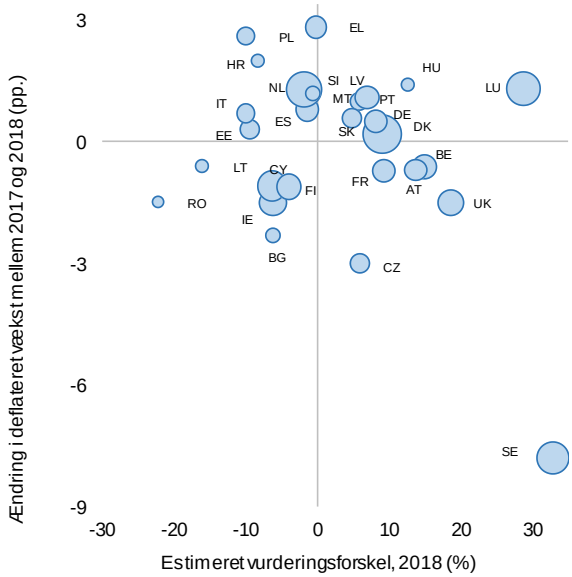
[41] Bygge- og anlægsinvesteringerne er steget hurtigere siden 2015 i hele EU, idet de højeste vækstrater er observeret i de lande, hvor boligpriserne stiger mest. Antallet af byggetilladelser stiger også i de fleste EU-lande. De makroprudentielle tiltag, der for nylig er blevet gennemført i hele EU, kan have haft betydning for den hastighed, hvormed boligpriserne er steget. Det gælder navnlig lofterne for belåningsgraden og størrelsen af gæld i forhold til indkomst. En række EU-medlemsstater har over de seneste år indført reformer af boligbeskatningen, navnlig med henblik på at begrænse skattefradragene for realkreditgæld.

hvor der ikke medregnes tilbagebetalinger (figur 27). Forholdet mellem boligpriser og strømmene i nye realkreditlån på tværs af landene forekommer begrænset, og der er ingen klare tegn på, at priserne stiger hurtigere i lande, hvor der udstedes flere nye realkreditlån. Det antyder, at långivningen indtil videre ikke har spillet nogen videre rolle for boligprisernes stigningstakt[42]. Alligevel har de kraftige boligprisstigninger i en række lande været ledsaget af en kraftig vækst i realkreditlån, navnlig i Slovakiet, Luxembourg, Tyskland og Nederlandene.

Figur 24: Ændring i boligpriser og vurderingsgab i 2018



Figur 25: Vurderingsgab, ændring i boligpriser mellem 2017 og 2018 og husholdningsgæld (% af husholdningernes indkomst)

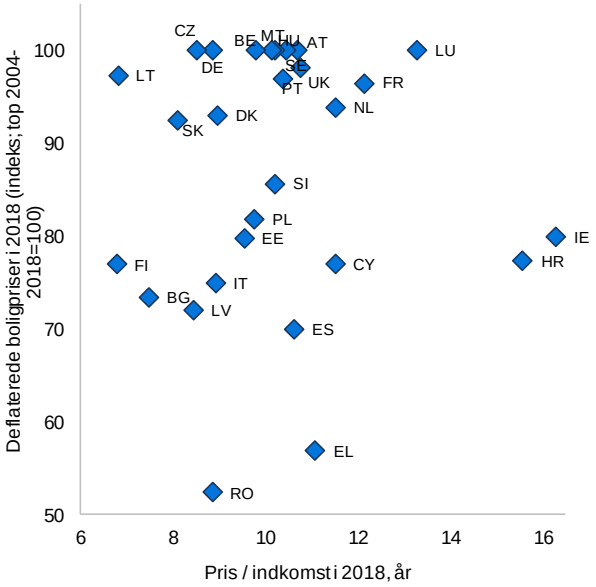


Kilde: Eurostat og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

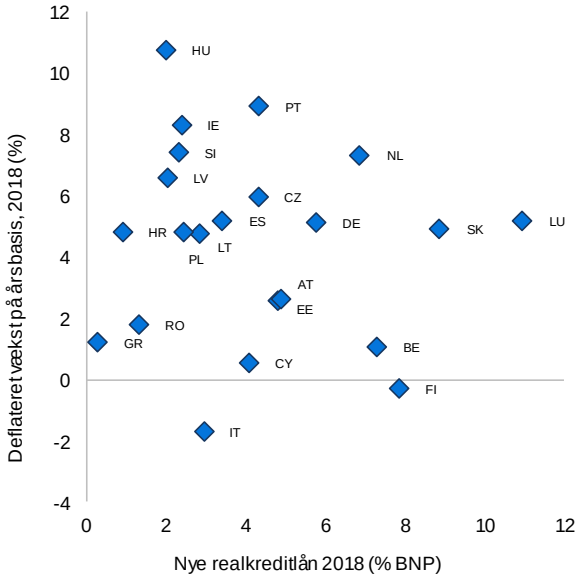
Anm.: Overvurderingsgabet er anslået på basis af et gennemsnit af tre enheder: afvigelser i pris-/indkomstkvoten og pris-/lejekvoten i forhold til deres langsigtede gennemsnit samt de grundlæggende modelværdier, se fodnote 39. Boblernes størrelse i figur 25 afspejler størrelsen af husholdningernes gæld i forhold til deres disponible bruttoindkomst. For Kroatien findes der ingen data for husholdningernes disponible bruttoindkomst efter 2012, og dataene er derfor ekstrapoleret ud fra væksten i den disponible bruttoindkomst. Der findes ingen data om husholdningernes disponible bruttoindkomst for Malta, og den er derfor anslået til 56 % af bruttonationalindkomsten.

[42] I de fleste eurolande begyndte accelerationen i boligprisstigningerne efter krisen, før det samme gjorde sig gældende for realkreditvæksten. Se f.eks. Europa-Kommissionen, "Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses", note til Udvalget for Økonomisk Politik - Euro Area, Ares(2019)922432, februar 2019; og Europa-Kommissionen, "Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses", teknisk note til Eurogruppen, februar 2019: https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Figur 26: Boligpriser i forhold til indkomst og boligprisindeks i forhold til toppunktet, 2018



Figur 27: Vækst i boligpriser og nye realkreditlån, 2018



Kilde: Eurostat og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Dataene for nye realkreditlån mangler for seks lande (Bulgarien, Danmark, Frankrig, Malta, Sverige og Det Forenede Kongerige). Forholdet pris/indkomst måles som forskellen mellem prisen på en bolig på 100 m² og den gennemsnitlige disponible husholdningsindkomst. Dataene for husholdningernes disponible bruttoindkomst pr. indbygger findes ikke for Kroatien og er derfor ekstrapoleret ud fra væksten i disponibel bruttoindkomst. Der findes ingen data om husholdningernes disponible bruttoindkomst for Malta, og den er derfor anslået til 56 % af bruttonationalindkomsten.

De offentlige gældskvoter er faldet yderligere i det meste af EU, men ikke i nogle få medlemsstater, hvor de tilmed er højest. Gældskvoterne ligger over grænseværdien for 14 medlemsstaters vedkommende i 2018 sammenlignet med 15 i 2017. For Belgien, Cypern, Grækenland, Italien og Portugal udgør gælden mere end 100 % af BNP, mens den for Frankrigs og Spaniens vedkommende ligger lige under. For syv lande (Belgien, Cypern, Frankrig, Irland, Portugal, Spanien og Det Forenede Kongerige) overstiger den offentlige gæld 60 % af BNP og er kombineret med en gæld i den private sektor, der ligeledes ligger over grænseværdien. De offentlige gældskvoter faldt yderligere i 2018, men ofte lidt mindre end i de foregående år, hvilket afspejler en vis svækkelse af budgetstillingerne og en mindre afmatning i den nominelle vækst. Der er dog ikke sket nogen forbedring af nogle af de største gældskvoter, og i nogle tilfælde er de oven i købet steget yderligere i 2018. I Frankrig var den offentlige gæld uændret, mens den steg i Cypern, Grækenland og Italien. Skønt dette i nogle tilfælde skyldes ekstraordinære gældsforøgende stock-flow-justeringer, afspejler det også en mangel på budgetkonsolidering i andre. Statsobligationsrenterne er imidlertid faldet og satserne yderligere indsnævret i 2019, selv for de mest forgældede lande, og der er løbende registreret nye lavpunkter. Gældskvoterne ventes at stige fra 2019 og helt frem til 2021, navnlig i Rumænien, men også i Italien og i mindre grad i Finland og Frankrig, mens de ventes at falde i et lidt langsommere tempo end hidtil i de øvrige EU-medlemsstater.

Tekstboks 1: Udvikling i beskæftigelsen og andre samfundsforhold

Fremgangen på arbejdsmarkederne i EU fortsatte i 2018 til trods for den faldende økonomiske aktivitet i årets anden halvdel. Beskæftigelsen er steget yderligere i EU og har slået ny rekord med hensyn til antal personer i beskæftigelse. Ledigheden er faldet i alle EU-medlemsstaterne, især i de lande, hvor den er meget høj, hvilket har hjulpet med at mindske uligheden mellem landene, selv om den skjulte ledighed fortsat er høj i flere lande. Der er dog konstateret mindre fremgang i første halvdel af 2019, hvilket muligvis også er tegn på, at arbejdskraftreserven svinder ind. Den økonomiske fremgang bidrog også til, at nogle af fattigdomsindikatorerne blev forbedret, men den sociale situation vækker fortsat bekymring i nogle medlemsstater. Siden 2008 er risikoen for fattigdom og social udstødelse faldet i det meste af EU (7 millioner færre sammenlignet med 2008, omkring 13 millioner færre sammenlignet med 2012). Dette gælder også antallet af personer, der lider alvorlige materielle afsavn, især i de central- og østeuropæiske lande, hvor niveauet oprindelig var højt. Den relative fattigdomsrisiko ligger imidlertid stadig over niveauet før krisen i mange medlemsstater. Afviklingen af de alvorlige makroøkonomiske sårbarheder har generelt sat sine sport på beskæftigelsen og de sociale forhold i de berørte lande. Navnlig er lande med uforholdsmæssigt store ubalancer stadig præget af lavere beskæftigelse og en mindre gunstig samfundsudvikling. Situationen i lande med ubalancer er lidt mere forskelligartet, hvilket i høj grad også afspejler ubalancernes art og alvor.

I 2018 faldt *ledigheden* yderligere i alle medlemsstaterne, skønt den fortsat er høj i nogle af dem. Den største fremgang ses i lande med høj ledighed (reduktion med mere end 2 procentpoint i Cypern, Kroatien og Grækenland). Alligevel lå værdierne for fem medlemsstater (Grækenland, Spanien, Kroatien, Cypern og Italien) fortsat over grænseværdien i 2018 med et gennemsnit på 10 % over de seneste tre år. I 2018 lå ledighedssatserne langt under toppunktet i 2013 (4 procentpoint), men for omkring halvdelen af medlemsstaternes vedkommende var satserne stadig højere end i 2008. Ledighedssatserne faldt fortsat i første halvdel af 2019 til 6,3 % og 7,5 % for henholdsvis EU og euroområdet i tredje kvartal 2019.

***Beskæftigelsesfrekvensen* er steget yderligere i alle medlemsstaterne.** Beskæftigelsesfrekvensen i EU (20-64-årige) nåede sit toppunkt i 2018 på 73,2 % (72,0 % i euroområdet) og fortsatte med at stige i andet kvartal 2019 til rekordhøje 73,9 %, hvilket er langt over det højeste niveau før krisen på 70,2 % i 2008. Den største stigning i antallet af beskæftigede i forhold til 2017 blev observeret i Malta (5,4 %) efterfulgt af Cypern (4,1 %), Luxembourg (3,7) og Irland (3,2 %), mens de mindste stigninger blev observeret i Polen (0,3 %), Rumænien (0,2 %) og Italien (0,9 %).

***Erhvervsfrekvensen* er fortsat steget næsten overalt i EU.** Kun to lande har registreret et fald i erhvervsfrekvensen (15-64-årige) over de seneste tre år: Kroatien og Spanien, og i begge tilfælde overskred indikatoren resultattavlens grænseværdi på -0,2 (-0,6 procentpoint i begge tilfælde). Samlet set nåede erhvervsfrekvensen i 2018 for EU og euroområdet rekordhøje niveauer på henholdsvis 73,7 % og 73,4 %, hvilket er omkring 3,5 og 2,5 procentpoint over niveauet før krisen. Dette skyldes primært en stigende arbejdsmarkedsdeltagelse blandt den ældre og den kvindelige befolkning.

Af alle arbejdsmarkedsindikatorerne kan den største fremgang ses i *langtidsledigheden* og *ungdomsarbejdsløsheden*, skønt disse begge ligger på et højt niveau i en række EU-lande. *Langtidsledigheden* faldt i alle medlemsstaterne i 2018, og for alle landene er niveauet lavere end for tre år siden. De højeste langtidsledighedssatser er observeret i Grækenland (13,6 %), Spanien (6,4 %), Italien (6,2 %) og Slovakiet (4 %), men i alle disse lande bortset fra Italien er den faldet markant siden 2015 (med ca. 5 procentpoint i Spanien, 4,6 procentpoint i Grækenland og 3,6 procentpoint i Slovakiet). *Ungdomsarbejdsløsheden* er faldet i alle EU-lande i de tre år op til 2018. I denne periode

er der iagttaget et fald på 10 procentpoint eller derover i Cypern, Kroatien, Portugal, Slovakiet og Spanien. Ungdomsarbejdsløsheden er imidlertid stadig på over 30 % i Grækenland, Italien og Spanien. Endvidere var 9,6 % af de unge (15-24-årige) i EU hverken i beskæftigelse eller under almen eller faglig uddannelse i 2018. For adskillige medlemsstater (Bulgarien, Cypern, Grækenland, Italien, Kroatien, Rumænien og Spanien) ligger satsen over 12 %.

Tallene for fattigdom og social udstødelse er faldet yderligere, men ligger fortsat på et højt niveau i en række medlemsstater. Andelen af personer, der er i risiko for fattigdom eller social udstødelse (AROPE), faldt yderlige i EU til 21,9 % i 2018. Det er omkring 3 procentpoint lavere end toppunktet i 2012[43]. Skønt der har været fremgang i de fleste lande i de tre år op til 2018, er tallene steget for Det Forenede Kongerige, Estland, Luxembourg og Nederlandene, om end det i nogle tilfælde (Nederlandene og Luxembourg) er fra et relativt lavt niveau. Trods et markant fald i AROPE-satsen fra knap 39 % til 32,8 % i Bulgarien er det stadig det højeste niveau i EU, efterfulgt af Rumænien og Grækenland, hvor den for begge landes vedkommende ligger over 30 %, og Letland og Litauen, hvor den ligger lige under. Den laveste AROPE-sats er observeret i Tjekkiet (12,2 %) efterfulgt af Slovenien (16,2 %), Slovakiet (16,3 %), Finland (16,5 %) og Nederlandene (16,8 %). Selv om der overordnet set har været fremgang inden for indikatorerne for fattigdom og social udstødelse, udvikler nogle af delkomponenterne sig lidt forskelligt, hvilket giver anledning til bekymring i visse EU-lande:

- Andelen af personer i risiko for fattigdom (AROP) er steget i en tredjedel af medlemsstaterne i de senere år: Den største stigning over en periode på tre år er observeret i Luxembourg (3 procentpoint), Det Forenede Kongerige (2,3 procentpoint), Nederlandene (1,7 procentpoint) og Belgien (1,5 procentpoint), mens de største fald er observeret i Grækenland, Polen, Portugal og Ungarn (mellem 2 og 3 procentpoint).
- Til gengæld er andelen af personer, som lider alvorlige materielle afsavn, faldet over de sidste tre år (og også i 2018) i de fleste EU-medlemsstater: Den faldt med mere end 13 procentpoint over en treårig periode i Bulgarien, mens der i Cypern, Grækenland, Kroatien, Letland, Malta, Rumænien og Ungarn er registreret fald på 5 procentpoint eller derover.
- Endelig medførte opsvinget et fald i andelen af personer (under 60 år), som lever i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet, bortsat fra i Luxembourg og i Sverige, hvor andelen er steget, og i Finland, hvor den har ligget stabilt i de tre år op til 2018. Sideløbende hermed er fattigdommen blandt personer i beskæftigelse steget en anelse til 9,5 % i 2018 for EU som helhed og ligger således tæt på toppunktet på 9,6 % i 2016.

[43] Indikatoren for *risiko for fattigdom og social udstødelse (AROPE)* angiver den andel af personer, der kan betegnes som sårbare på grundlag af mindst én ud af tre sociale indikatorer: 1) *risiko for fattigdom (AROP)* måler den økonomiske fattigdom i forhold til den nationale indkomstfordeling og beregnes som andelen af personer med en disponibel indkomst (justeret efter husholdningens sammensætning) på under 60 % af den nationale medianindkomst, 2) *alvorlige materielle afsavn (SMD)* omfatter indikatorer for manglende midler og angiver andelen af personer, der må klare sig uden 4 ud af 9 grundlæggende goder baseret på en manglende evne til at betale for nogle specifikke udgifter, 3) *personer, der lever i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet*, er personer i alderen 0-59 år, der lever i husholdninger, hvor de voksne (18-59 år) i det foregående år har udført arbejde svarende til under 20 % af deres samlede arbejdspotentiale. Indkomstreferenceperioden for dataene bag disse indikatorer er en fast 12-måneders periode såsom det foregående kalenderår eller skatteår, som der findes data for for alle medlemsstater undtagen for Det Forenede Kongerige, hvor indkomstperioden er det indeværende år, og Irland, hvor perioden er rullende og indkomsten indberettes for de seneste 12 måneder.

4. SAMMENFATNING AF DE STØRSTE UDFORDRINGER OG DERES BETYDNING FOR OVERVÅGNINGEN

Der er endnu ikke genskabt balance inden for euroområdet, selv om der er desto mere, der taler for at genoprette balance med hensyn til løbende underskud og overskud i lyset af den aktuelle økonomiske situation, hvilket vil være gavnligt for alle medlemsstaterne. De fleste store løbende underskud er blevet afviklet, hvorimod der stadig er store overskud på en række eurolandes løbende poster. Den samlede stilling for euroområdet er gradvist blevet positiv, men overskuddet er begyndt at falde en anelse som følge af en dalende udenlandsk efterspørgsel. Skønt nogle af ubalancerne vedrørende beholdninger er begyndt at blive afviklet, er de stadig betydelige, og for nogle eurolande er nettostillingen over for udlandet stadig yderst negativ, mens den for andre er meget positiv og fortsat stiger. Enhedslønomkostningerne er steget hurtigere i nettokreditorlandene end i nettodebitorlandene, og tendensen før finanskrisen er således blevet vendt. Denne udvikling varer ved, skønt den er aftaget lidt i forhold til første år efter krisen, idet tilstramningen på arbejdsmarkederne i nettodebitorlandene har ført til kraftigere lønstigninger set i forhold til en afdæmpet produktivitet, samtidig med at lønudviklingen i nettokreditorlandene har været begrænset selv efter flere år med lav ledighed. En symmetrisk genskabelse af balancen på de løbende poster ville hjælpe med at imødegå den aktuelle situation med lav inflation og lave renter og samtidig understøtte den nominelle vækst, hvilket vil understøtte konsolideringen og genskabelsen af balance i nettodebitorlandene.

Generelt står en række medlemsstater over for udfordringer, der har forskellige årsager og er af forskellige alvorsgrader. Der er betydelige forskelle mellem medlemsstaterne med hensyn til alvoren af udfordringerne for den makroøkonomisk stabilitet afhængigt af sårbarhedernes og de uholdbare tendensers karakter og omfang samt den måde, hvorpå de påvirker hinanden. De største kilder til potentielle ubalancer samler sig efter følgende kategorier:

- Flere medlemsstater er fortsat primært berørt af *mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder relateret til beholdninger*. Det er typisk tilfældet for de lande, der blev ramt af de kraftige kreditudsving og markante nedgange på betalingsbalancens løbende poster, som også påvirkede banksektoren og den offentlige gæld.

    - Hvad angår Cypern og Grækenland er store gældsbeholdninger og yderst negative nettostillinger over for udlandet forbundet med tilbageværende udfordringer i finanssektoren, selv om der er konstateret fremgang med hensyn til andelen af misligholdte lån og rentabiliteten i Cypern, og tempoet for nedbringelsen af andelen af misligholdte lån i Grækenland er taget til siden 2018, skønt niveauet stadig er højt. Hvad angår Grækenland vokser det potentielle produktion kun langsomt i en situation med høj (om end faldende) ledighed.

    - I Kroatien, Irland, Portugal og Spanien er der også betydelige, mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder, som knytter sig til eftervirkningerne af beholdningsproblemer. I Bulgarien er gælden i virksomhederne forbundet med tidligere vedholdende udfordringer i finanssektoren, som nu er ved at blive afhjulpet gennem politiske tiltag. I disse lande mindskes ubalancerne vedrørende beholdninger som følge af en genoptaget nominel vækst, der i nogle tilfælde har været ledsaget af nye kraftige stigninger i boligpriserne (i Irland og i den seneste tid også i Portugal). Samtidig er enhedslønomkostningerne for Portugals og Spaniens vedkommende atter begyndt at stige, mens udviklingen i konkurrenceevnen stilner af, og der kan observeres stærkt stigende enhedslønomkostninger i Bulgarien.

- I nogle få medlemsstater skyldes sårbarhederne hovedsageligt *stor gæld i den offentlige sektor* kombineret med betænkeligheder vedrørende *potentiel outputvækst* og *konkurrenceevne*. Det

gælder navnlig Italien, hvor sårbarhederne også er knyttet til banksektoren og den store om end hurtigt faldende beholdning af misligholdte lån, samtidig med at resultaterne på arbejdsmarkedet er blevet mindre positive. Belgien og Frankrig står hovedsageligt over for en stor offentlig gæld og potentielle problemer med hensyn til væksten og en faldende konkurrenceevne. I Frankrig stiger den relativt store private gæld. I Belgien er den relativt store og stigende husholdningsgæld kombineret med mulige overevalueringer af boligpriserne. Betalingsbalancen er fortsat solid, om end den er blevet svækket en anelse på det sidste.

- Nogle medlemsstater er kendetegnet ved *store og vedvarende overskud på de løbende poster*, som også i varierende grad afspejler et afdæmpet privat forbrug og lave investeringer, og som ligger over det niveau, de underliggende økonomiske forhold tilsiger. Det gælder navnlig Tyskland og Nederlandene. I Nederlandene er det store overskud forbundet med en stor gæld i husholdningerne og kraftige boligprisstigninger. Der er i den seneste tid også observeret et stigende pres på boligpriserne i Tyskland, men gældsniveauet i landet er forholdsvis lavt. De store og vedvarende overskud kan indebære tabte vækst- og investeringsmuligheder, hvilket har konsekvenser for resten af euroområdet i en situation med længerevarende inflationen under målet og en faldende udenlandsk efterspørgsel.

- I nogle medlemsstater udviser *udviklingen i pris- eller omkostningsvariablerne mulige tegn på overophedning, navnlig på bolig- eller arbejdsmarkedet*.

    - I Sverige, og i mindre grad i Danmark, Det Forenede Kongerige, Luxembourg og Østrig er boligpriserne i de seneste år blevet ved med at stige i en situation med mulige overvurderingsgab og betydelig gæld i husholdningerne. De seneste data peger i retning af en vis nedjustering af priserne og færre overvurderinger i Sverige, samtidig med at boligprisudviklingen lader til at stilne af i de øvrige lande (bortsat fra i Luxembourg). De kraftigere men nyere boligprisstigninger er kombineret med mere begrænsede tegn på overvurdering i Letland, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn, og i Tjekkiets og Slovakiets tilfælde falder dette sammen med en fortsat optagelse af realkreditlån og stigende gæld i husholdningerne. Finland lader ikke til at være præget af en stærk vækst i boligpriserne eller mulige overvurderinger, men snarere af en stor og stigende husholdningsgæld.

    - I Estland, Letland, Litauen, Slovakiet, Rumænien, Tjekkiet og Ungarn stiger enhedslønomkostningerne fortsat relativt kraftigt, mens priskonkurrenceevnen falder. I de seneste år har stigningerne i enhedslønomkostninger været ledsaget af et markant fald i overskuddet på de løbende poster i Ungarn og et begrænset men vedvarende underskud i Slovakiet. Hvad angår Rumænien kan der observeres længerevarende og kraftige stigninger i enhedslønomkostningerne, hvilket skal ses i lyset af en yderligere forringelse af underskuddet på de løbende poster og en ekspansiv finanspolitik.

Overordnet set er der anledning til at udarbejde dybdegående undersøgelser for 13 medlemsstater: Bulgarien, Cypern, Frankrig, Grækenland, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige og **Tyskland**. Alle disse medlemsstater var genstand for en dybdegående undersøgelse i den foregående runder af makroubalanceproceduren, hvor det blev konstateret, at der bestod ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. De kommende dybdegående undersøgelser vil bidrage med en mere indgående analyse af disse udfordringer og en vurdering af behovet for politiske tiltag. Navnlig vil de nye dybdegående undersøgelser blive udarbejdet med henblik på at undersøge, om disse ubalancer er under forværring eller er ved at blive korrigeret med henblik på at ajourføre den aktuelle vurdering. Ifølge nærværende rapport er der også tegn på en mulig opbygning af risici i adskillige andre medlemsstater, der ud fra de forhåndenværende oplysninger ikke

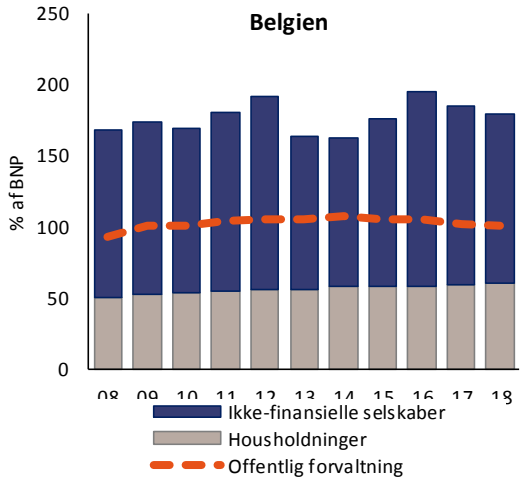
synes at give anledning til at foretage en dybdegående undersøgelse på nuværende tidspunkt. Situationen bør imidlertid overvåges nøje i de kommende landerapporter. Risiciene vedrører navnlig udviklingen i konkurrenceevnen (Estland, Letland, Litauen, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn) og i boligpriserne, boligmarkederne og husholdningsgælden (Belgien, Danmark, Det Forenede Kongerige, Finland, Luxembourg, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet, Ungarn og Østrig).

5. UBALANCER, RISICI OG TILPASNING: LANDESPECIFIKKE BEMÆRKNINGER

Belgien: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Belgien i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig ændring i den reale effektive valutakurs, gæld i den private sektor og offentlig gæld.

Der var et mindre underskud på de løbende poster i 2018, mens nettostillingen over for udlandet er yderst positiv. Skønt produktivitetsvæksten er lav, har udviklingen i enhedslønomkostninger været behersket, idet lønningerne kun er steget moderat. Den reale effektive valutakurs (ændring over tre år) er steget yderligere og overstiger grænseværdien, selv om indikatoren for ændringen over et år kun viser en mindre stigning. Andelen af eksportmarkedsandele har været stort set stabil. Den store gæld i virksomhederne, som bl.a. kan tilskrives en omfattende koncernintern finansiering på tværs af grænserne, falder. Gælden i husholdningerne, som primært er knyttet til realkreditlån, er forholdsvis stor og stiger fortsat, mens de reale boligpriser er steget i et moderat tempo i de seneste år, og der er tegn på mulig overvurdering. Den offentlige gæld er stor og falder kun langsomt. Der skabes fortsat mange jobs, og ledigheden er faldet til et rekordlavt niveau. Et stort antal personer befinder sig uden for arbejdsstyrken.

Figur A1: ***Gæld på tværs af sektorer i økonomien***

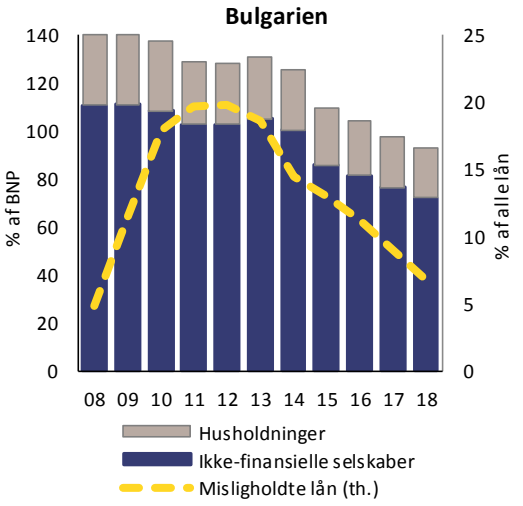


Kilde: Eurostat

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den offentlige såvel som den private gæld, skønt risiciene er begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Bulgarien: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Bulgarien befandt sig i en situation med *ubalancer*, der især er relateret til sårbarheder i finanssektoren kombineret med stor gæld og mange misligholdte lån i virksomhederne. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig

Figur A2: ***Privat gæld og misligholdte lån***



Kilde: Eurostat og ECB

nettostillingen over for udlandet og vækst i nominelle enhedslønomkostninger.

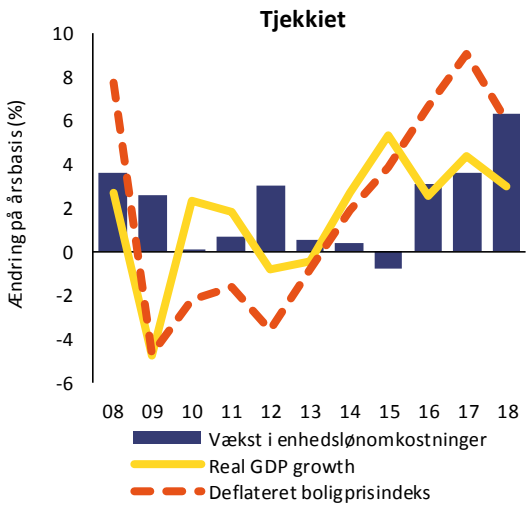
Betalingsbalancen er blevet styrket yderligere, idet overskuddet på de løbende poster er steget, og nettostillingen over for udlandet er blevet forbedret og nu nærmer sig grænseværdien. Skønt der kan iagttages akkumulerede gevinster af eksportmarkedsandele, har tilstramningen på arbejdsmarkedet og manglen på kvalificeret arbejdskraft presset lønningerne i vejret. Enhedslønomkostningerne er derfor steget til langt over grænseværdien, hvilket giver anledning til nærmere overvågning. I en situation med gunstige økonomiske og finansielle vilkår er kapital- og likviditetsgraderne i banksektoren generelt blevet styrket. Kreditvæksten er stærk og er fuldt finansieret af en øget indlånsbase. Andelen af misligholdte lån falder fortsat, men er dog stadig relativ høj blandt ikkefinansielle virksomheder og de nationalt ejede banker. Der er allerede truffet og træffes stadig adskillige foranstaltninger til at forbedre tilsynet med banker og ikke-banker. Manglen på kapital i nogle banker og de tilbageværende problemer i forsikringssektoren indebærer imidlertid stadig visse udfordringer og sårbarheder. Virksomhedernes gæld er stadig relativt stor, selv om den er faldet betragteligt. Samtidig er den offentlig gæld lav og falder støt. Boligpriserne er fortsat med at stige, om end i et lavere tempo, der stemmer overens med de underliggende økonomiske forhold. Der er observeret en kraftig stigning i udstedelsen af realkreditlån og byggetilladelser, og der bør holdes nøje øje med den videre udvikling. Ledigheden er faldet til et meget lavt niveau, og erhvervsfrekvensen er lav, men stiger løbende.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til tilbageværende sårbarheder i finanssektoren. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Tjekkiet: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Tjekkiet i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for den vejledende grænseværdi, nemlig den reale effektive valutakurs, vækst i nominelle enhedslønomkostninger og stigning i reale boligpriser.

Der er et lille, men faldende overskud på betalingsbalancens løbende poster, mens nettostillingen over for udlandet bliver stadig mindre negativ. Efter at fastkurspolitikken over for euroen blev ophævet i april 2017, er den reale effektive valutakurs steget, særligt i 2018. De nominelle enhedslønomkostninger er steget betragteligt som følge af kraftige lønstigninger og en akut mangel på arbejdskraft, men de ventes dog at falde på sigt. Der er indtil videre observeret en stigning i eksportmarkedsandele. Samtidig står landet over for risici relateret til de handelspolitiske forhold og mulige forstyrrelser i de globale værdikæder. De reale boligpriser er fortsat steget kraftigt, om end tempoet er aftaget i 2018 sammenlignet med 2017. Gælden i den private sektor, herunder husholdningsgælden, er forholdsvis lav. Banksektoren er meget robust, og andelen af misligholdte lån er lav. Den offentlige gæld falder støt, og der har været overskud på det offentlige budget siden 2016. Ledigheden er faldet yderligere, og arbejdsmarkedet er fortsat meget stramt.

Figur A3: ***BNP, enhedslønomkostinger og boligpriser***



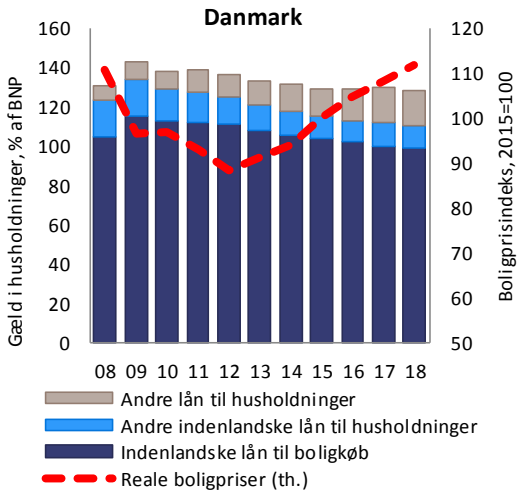
Kilde: Eurostat

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til konkurrenceevnen samt et pres på boligmarkedet, skønt risiciene lader til at være nogenlunde begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Danmark: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Danmark i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster og gæld i den private sektor.

Der er fortsat et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster, selv om det svinder ind. Overskuddet er for nylig begyndt at falde, idet virksomhederne har sparet mindre op og foretaget flere investeringer i landet. De vedvarende overskud har bidraget til en stærkt positiv nettostilling over for udlandet, idet der genereres primære nettoindtægter, som styrker stillingen på de løbende poster yderligere. Produktivitetsvæksten har været meget afdæmpet, hvilket har svækket indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen, og der er registreret mindre tab af eksportmarkedsandele. Opsparingen i husholdningerne er steget som følge af behovet for konsolidering og makroprudentielle foranstaltninger til at begrænse omfanget af risikabel låntagning. Samtidig bidrager de lave finansieringsomkostninger og en gunstig skattebehandling til opbygningen af gæld. Gælden i husholdningerne er overordnet set den største i EU i forhold til BNP, selv om der er en lille tendens til konsolidering. Virksomhedernes gæld er til gengæld moderat. De reale boligpriser stiger i et løbende, om end begrænset tempo, men ifølge indikatorerne er der tegn på en vis overvurdering. Der sker løbende fremgang på arbejdsmarkedet, og beskæftigelsen stiger fortsat stabilt. Der er en udbredt mangel på arbejdskraft, som dog er mindsket i den seneste tid, hvilket har lettet det opadgående pres på lønningerne.

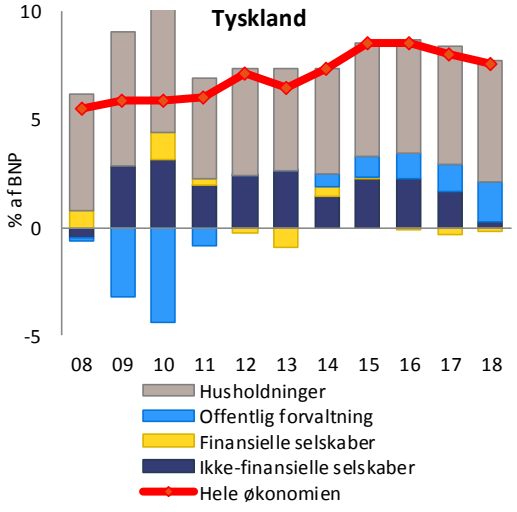
Figur A4: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til overskuddet over for udlandet og den store gæld i husholdningerne samt boligsektoren, skønt risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Figur A5: ***Opsparingskvote pr. sektor***



Kilde: Eurostat

Tyskland: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Tyskland befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til det store overskud på de løbende poster, hvilket afspejler et lavt investeringsniveau i forhold til opsparingen i både den private og den offentlige sektor. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig stillingen på de løbende poster, den reale effektive valutakurs og den offentlige gæld.

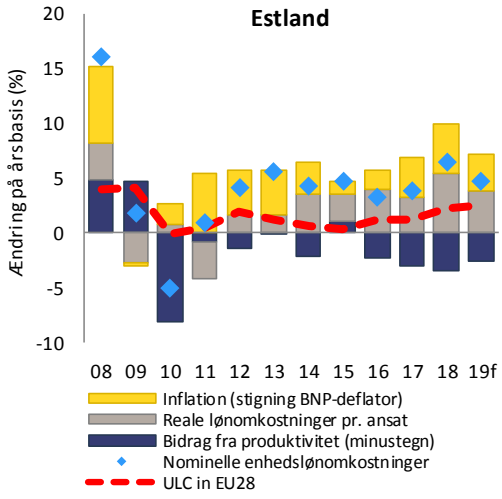
Der er fortsat et meget stort overskud på betalingsbalancens løbende poster, skønt det er snævret en anelse ind i 2018. Efterhånden som udlandshandelen

er faldet, drives væksten i stigende grad af den indenlandske efterspørgsel. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes derfor at falde yderligere, selv om det fortsat vil at ligge på et højt niveau og føre til en yderligere stigning i den allerede store nettoformue over for udlandet. Enhedslønomkostningerne er steget som følge af den svage produktivitetsvækst, og den reale effektive valutakurs er fortsat med at stige. Væksten i nominelle lønomkostninger er taget til, også som følge af engangseffekterne af politiske tiltag, idet arbejdsmarkedet er blevet strammere, men udviklingen ventes at aftage på kort sigt. Eksportvæksten er faldet markant i 2018 og er ledsaget af et begrænset tab af eksportmarkedsandele på årsbasis. Stigningstakten for de reale boligpriser og byggeomkostningerne er steget og kræver opmærksomhed, også med hensyn til regionale forskelle i priser og boligudbud. Boliginvesteringerne stiger fortsat, men halter stadig efter boligbehovet i storbyerne. Kreditvæksten stiger langsomt. Den offentlige gæld er fortsat med at falde og ventes at falde under grænseværdien på 60 % af BNP i 2019. Samtidig er der stadig et betydeligt offentligt investeringsefterslæb, skønt investeringerne er taget til i de seneste år. Den samlede ledighed, herunder ungdomsarbejdsløsheden og langtidsledigheden, ligger på et historisk lavet niveau, til trods for at der ikke er sket en yderligere forbedring af situationen på arbejdsmarkedet.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til vedvarende opsparingsoverskud i forhold til investeringer, som kommer til udtryk i et stort og kun gradvist faldende overskud på de løbende poster, hvilket understreger behovet for at genoprette balance. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Estland: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Estland i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig den reale effektive valutakurs og vækst i nominelle enhedslønomkostninger.

Figur A6: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***



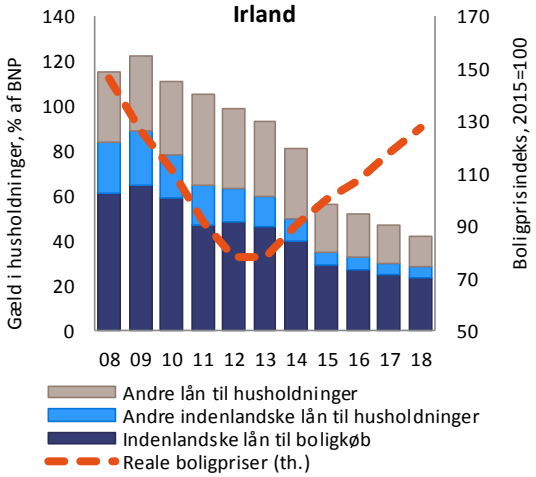
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Der var et stabilt overskud på betalingsbalancens løbende poster, mens nettostillingen over for udlandet er blevet forbedret. Stigningerne i den reale effektive valutakurs tog til i 2018, og indikatoren ligger nu over grænseværdien. Samtidig er enhedslønomkostningerne også steget yderligere som følge af et indenlandsk pris- og lønpres i navnlig den offentlige sektor, hvilket afspejler et stramt arbejdsmarked. Der er registreret få akkumulerede gevinster i eksportmarkedsandele. Låntagningen og gældsniveauet i såvel den offentlige som den private sektor er forholdsvis lave. Gælden i den private sektor er desuden fortsat med at falde, hvilket afspejler en vedvarende konsolideringsindsats. Væksten i boligpriserne er aftaget og ligger nu på et mere moderat niveau. Det stramme arbejdsmarked afspejles af en forholdsvis lav ledighed og meget høj erhvervsfrekvens sammenlignet med resten af EU.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til de nominelle enhedslønomkostninger og den reale effektive valutakurs, skønt risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Irland: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Irland befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til sårbarheder som følge af store gældsbeholdninger i den offentlige og den private sektor og nettogæld over for udlandet. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, gæld i den private sektor, offentlig gæld og stigning i reale boligpriser.

Figur A7: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



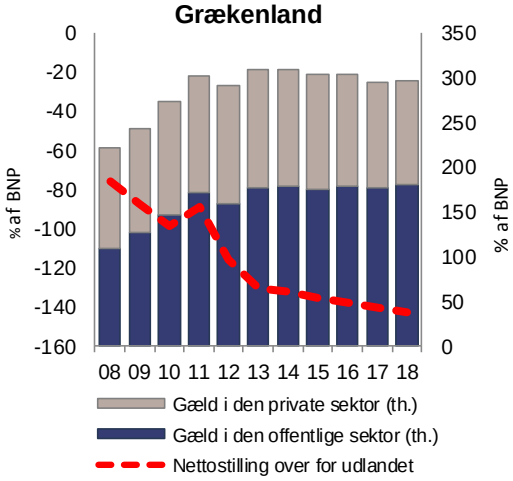
Kilde: Eurostat og ECB

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster er vendt fra stort set ligevægt i 2017 til et stort overskud i 2018. Denne markante ændring afspejler hovedsagelig multinationale selskabers aktiviteter. Hvis der tages udgangspunkt i et andet mål for stillingen på de løbende poster, som bedre afspejler den økonomiske aktivitet i landet, bliver overskuddet lidt mindre i 2018. Nettostillingen over for udlandet er fortsat meget negativ, hvilket igen skyldes multinationale selskabers aktiviteter og det forhold, at Irland er et stort offshorecenter, hvor der er begrænsede forbindelser til den indenlandske økonomi. Den offentlige gældskvote falder som følge af solid økonomisk vækst, skønt den stadig er høj. Den private gæld er fortsat meget stor, men falder støt. Husholdningerne er fortsat med at nedbringe deres gæld, og de irske banker har mindsket deres eksponeringer over for indenlandske selskaber, hvilket tyder på en fortsat konsolidering i virksomhederne. Skønt væksten i de reale boligpriser er fortsat i 2018, er tempoet aftaget betydeligt i løbet af året. Vanskelighederne ved at købe bolig til overkommelige priser giver stadig anledning til bekymring. Andelen af misligholdte lån er faldet støt over de seneste år, og bankerne har et solidt kapitalgrundlag, men niveauet for hensættelser er relativt lavt. Bankernes rentabilitet er fortsat begrænset, men forbedres gradvist. Ledigheden falder løbende og nærmer sig niveauet før krisen.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en svingende betalingsbalance og beholdningen af privat og offentlig gæld samt til boligmarkedet. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Grækenland: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Grækenland befandt sig i en situation med *uforholdsmæssigt store ubalancer*, som navnlig er relateret til en stor gældsætning i den offentlige sektor, en negativ betalingsbalance og en stor andel af misligholdte lån i en situation med stor om end faldende ledighed og lav potentiel vækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den offentlige bruttogæld og ledigheden.

Figur A8: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



Kilde: Eurostat

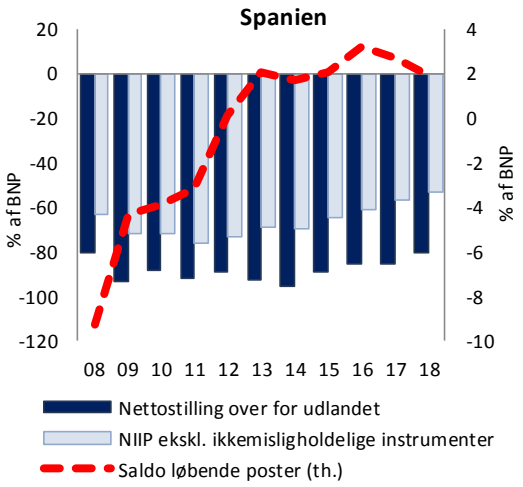
Grækenlands ekstremt negative nettostilling over for udlandet udgøres i stor udstrækning af nettogæld og navnlig en offentlig udlandsgæld, som overvejende er

stiftet af officielle kreditorer på meget lempelige vilkår. Den moderate nominelle BNP-vækst og den negative stilling på betalingsbalancens løbende poster, som blev yderligere forringet i 2018, gør det vanskeligt at nedbringe den store udlandsgæld i et hurtigere tempo. De nominelle enhedslønomkostninger er steget i 2018 som følge af flad vækst i arbejdsproduktiviteten. Den reale effektive valutakurs er steget yderligere som følge af lønstigninger, mens eksportmarkedsandelene er steget i 2018 for andet år i træk. Den offentlige gæld er meget stor og ventes gradvist at falde i de næste par år, mens gældsholdbarheden understøttes af de gældslettelsestiltag, der blev vedtaget af de europæiske partnere i 2018. De reale boligpriser begyndte at stige i 2018 efter et årti med prisfald. Kreditvæksten i den private sektor er negativ, idet konsolideringen skrider fremad, og den store andel af misligholdte lån afvikles langsomt. Ledigheden falder, men er fortsat meget høj, navnlig blandt de unge og de langtidsledige.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den store offentlige gæld, den negative nettostilling over for udlandet og den store beholdning af misligholdte lån, som alle forekommer i en situation med stor ledighed, lav produktivitetsvækst og en afdæmpet investeringsaktivitet. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Spanien: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Spanien befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som er relateret til en stor intern og ekstern gæld i såvel den private som den offentlige sektor i en situation med høj ledighed. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den offentlige gældskvote, den private gæld, ledigheden samt fald i erhvervsfrekvensen.

Figur A9: ***NIIP og løbende poster***



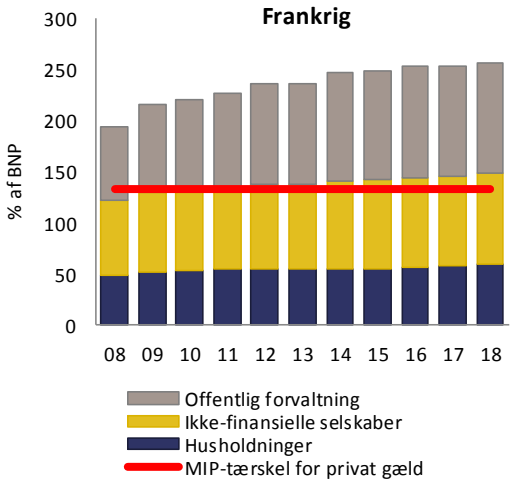
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Der har været et konstant overskud på betalingsbalancens løbende poster, skønt det er faldet en anelse i 2018. Nettostillingen over for udlandet er løbende blevet forbedret, men er fortsat meget negativ. De nominelle enhedslønomkostninger er steget marginalt i en situation med en produktivitetsvækst tæt på nul. De relative gevinster i omkostningskonkurrenceevne har været den største kilde til forbedringen af konkurrenceevnen siden krisen. Eksporten er steget moderat, skønt den faldt en anelse i 2018 som følge af midlertidige faktorer, og eksportmarkedsandelene ligger forholdsvis stabilt. I den private sektor er gælden faldet gennem hele 2018, men der er stadig behov for konsolidering. Virksomhederne har fortsat nedbragt deres gældskvote, men tempoet er faldet som følge af en lille stigning i ny låntagning. Hvad angår husholdningerne er gældskvoten fortsat med at falde, skønt kreditvæksten blev positiv i 2018. De reale boligpriser er fortsat opad, og situationen med undervurdering lader til at være bragt til ende. Den kraftige økonomiske vækst har i de seneste år været den primære drivkraft for nedbringelsen af det offentlige underskud, men underskuddets vedholdenhed indebærer, at den stadig meget store offentlige gældskvote kun falder langsomt. Ledigheden er faldet hurtigt, skønt den stadig ligger langt over niveauet før krisen, navnlig blandt de unge og de ufaglærte.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til holdbarhed over for udlandet, privat og offentlig gæld i en situation med stor ledighed og svag produktivitetsvækst. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Frankrig: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Frankrig befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til en stor offentlig gæld og en svag konkurrenceevne i en situation med lav produktivitetsvækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig offentlig gæld og gæld i den private sektor.

Figur A10: ***Gæld på tværs af sektorer i økonomimen***



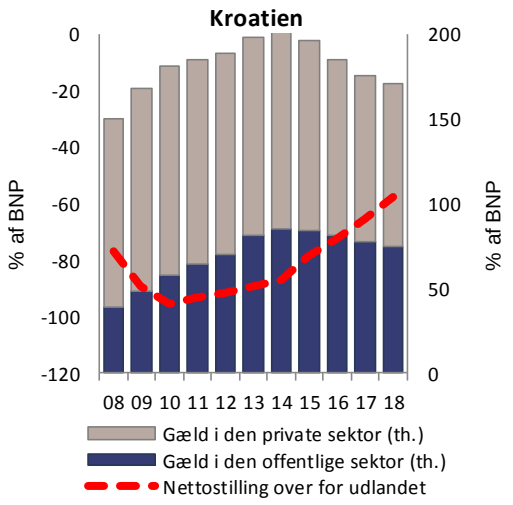
Kilde: Eurostat

Betalingsbalancens løbende poster udviser et kontrolleret og stabilt underskud, mens nettostillingen over for udlandet er svagt negativ. Omfanget af eksportmarkedsandele forblev stabilt i 2018, både på årsbasis og set ud fra indikatoren over fem år. Væksten i enhedslønomkostninger er holdt nede og ligger under gennemsnittet for euroområdet, selv om arbejdsproduktivitetsvæksten er lav. Den offentlige gæld fandt et stabilt, om end rekordhøjt leje i 2018, hvilket bekræfter, at der er begrænset finanspolitisk råderum til at imødegå fremtidige chok. Kreditstrømmene i den private sektor er forholdsvis dynamiske, og den store private gældskvote er således steget svagt. Gælden i ikkefinansielle selskaber ligger over et niveau, der kan forklares ud fra de underliggende forhold, mens gælden i husholdningerne er mere begrænset. De reale boligpriser er steget i et beskedent men støt tempo i de seneste år, og der er fortsat tegn på potentiel overvurdering. Banksektoren lader til at være robust, men kombinationen af høje offentlige og private gældskvoter kan medføre risici. De aktuelle lave rentesatser risikerer desuden at forringe bankernes rentabilitet. Ledigheden er faldet yderligere, og indikatoren ligger nu under grænseværdien. Der kan også konstateres fremgang i langtidsledigheden og ungdomsledigheden.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til stor gæld og svag om end stabiliseret konkurrenceevne i en situation med lav produktivitetsvækst. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Kroatien: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Kroatien befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer* relateret til en stor offentlig og privat gæld samt udlandsgæld i en situation med lav potentiel vækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, offentlig gæld, ledighed samt en fald i erhvervsfrekvensen.

Figur A11: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



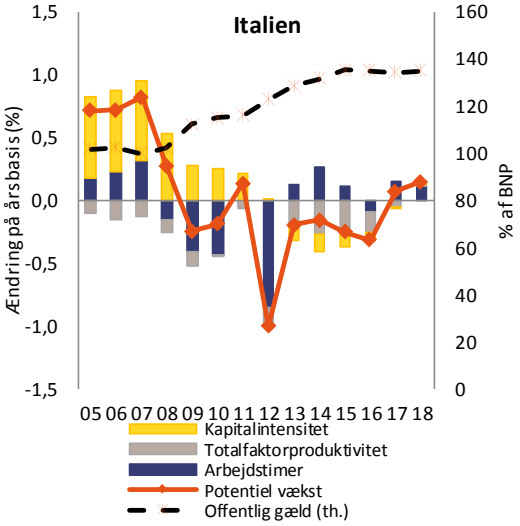
Kilde: Eurostat

Nettostillingen over for udlandet er blevet langt mindre negativ i takt med de vedvarende overskud på betalingsbalancens løbende poster, men den er dog stadig meget negativ. Udviklingen i enhedslønomkostninger blev positiv i 2018, idet arbejdsproduktivitetsvæksten var meget lav. Der er registreret løbende gevinster i eksportmarkedsandele siden 2013, men de er nu begyndt at falde. Der er en stor gæld i den offentlige sektor, men den følger en nedadgående tendens takket være små budgetoverskud. Husholdningernes og virksomhedernes gæld falder støt, men er stadig forholdsvis stor. En betydelig del af gælden er generelt stiftet i udenlandsk valuta, hvilket indebærer valutarisici. Skønt den svage kreditvækst hjælper med at nedbringe gælden i den private sektor, vækker den stigende anvendelse af forbrugslån i husholdningerne bekymring. Samtidig tynges finanssektoren af en høj, men dog faldende andel af misligholdte lån og en vis grad af valutaeksponeringer. Ledigheden er faldet hurtigt, men er fortsat relativt høj. Erhvervsfrekvensen ligger på et fast lavt niveau, samtidig med at andelen af befolkningen, der er i den erhvervsaktive alder, svinder ind. Dette er kombineret med en svag produktivitetsvækst, navnlig for et land i en indhentningsproces, med til at svække den potentielle vækst.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til beholdningen af passiver over for udlandet, privat og offentlig gæld og en stor andel af misligholdte lån i en situation med fortsat stor ledighed og svag produktivitetsvækst. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Italien: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Italien befandt sig i en situation med *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig involverer risici knyttet til en meget stor offentlig gæld og længerevarende svag produktivitetsvækst i en situation med stadig store misligholdte lån og høj ledighed. I den opdaterede resultattavle ligger indikatorerne for offentlig gæld og ledighed fortsat uden for den vejledende grænseværdi.

Figur A.12: ***Potentiel vækst og offentlig gæld***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

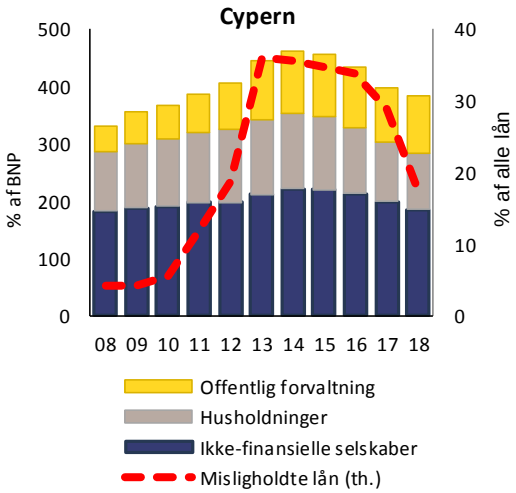
Betalingsbalancen er stabil, idet nettostillingen over for udlandet er tæt på balance, mens der er overskud på de løbende poster. En del af overskuddet på de løbende poster kan tilskrives en afdæmpet indenlandsk

efterspørgsel og en svag lønudvikling. Den stagnerende produktivitetsvækst hæmmer den ikkeomkostningsbaserede konkurrenceevne og den potentielle BNP-vækst, hvilket på sin side vanskeliggør gældsnedbringelsen i den offentlige sektor. Den lave produktivitetsvækst skyldes et lavt investerings- og innovationsniveau, et ugunstigt erhvervsklima, finansieringsvanskeligheder, mangel på højtkvalificerede personer samt sektorforskydninger. Enhedslønomkostningerne er i det store og hele under kontrol, og andelen af eksportmarkedsandele er generelt stabil. Den offentlige gældskvote steg i 2018, og der er risiko for yderligere stigninger i 2019 som følge af de svage økonomiske udsigter og en forringelse af den primære saldo. På den positive side er statsobligationsrenterne faldet betragteligt. Der er sket store fremskridt med bankernes balancesanering, idet den store beholdning af misligholdte lån er faldet, men långivningen til ikkefinansielle selskaber er stadig meget begrænset. Der kan stadig iagttages sårbarheder i finanssektoren, navnlig blandt små og mellemstore banker, som stadig ligger inde med store beholdninger af misligholdte lån og er mere eksponeret over for landerisici end de større banker. Ledigheden og beskæftigelsen har begge bevæget sig i positiv retning. Ledigheden, særligt blandt de unge og de langtidsledige, er imidlertid stadig høj, mens arbejdsmarkedsdeltagelsen, navnlig blandt kvinderne, fortsat er lav, hvilket med tiden kan hæmme beskæftigelsesegnetheden og væksten.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en stor offentlige gæld, svag produktivitetsvækst og ringe resultater på arbejdsmarkedet samt sårbarheder i banksektoren, som alle medfører lav potentiel vækst, som på sin side forringer mulighederne for gældsnedbringelse i den offentlige sektor. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Cypern: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Cypern befandt sig i en situation med *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til en meget stor andel af misligholdte lån, store beholdninger af privat og offentlig gæld samt udlandsgæld i en situation med stadig relativt høj ledighed og svag potentiel vækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger fortsat uden for de vejledende grænseværdier, nemlig stillingen på de løbende poster, nettostillingen over for udlandet, gæld i den private sektor, offentlig gæld og ledighed.

Figur A13: ***Gæld og misligholdte lån***



Kilde: Eurostat og ECB

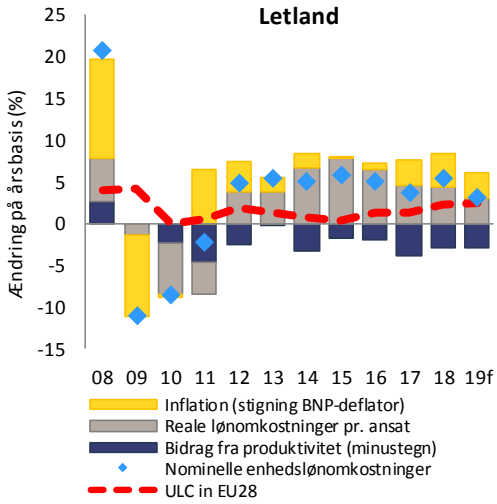
Der var fortsat et stort underskud på betalingsbalancens løbende poster i 2018, hvilket afspejler en solid indenlandsk efterspørgsel og en negativ opsparing i husholdningerne. Udviklingen i de løbende poster hjælper ikke til at sikre en forsvarlig nettostilling over for udlandet, selv når der tages hensyn til tilstedeværelsen af SPV-selskaber. Væksten i enhedslønomkostninger er i det store og hele kontrolleret, og andelen af eksportmarkedsandele lå stabilt i 2018. Den private gæld er blandt de højeste i EU for såvel husholdninger som virksomheder, og kreditstrømmene er fortsat positive. Andelen af misligholdte lån i banksektoren faldt betragteligt i 2018, men er stadig meget stor. Regeringsstøtten i forbindelse med salget af Cyprus Cooperative Bank bevirkede en enkeltstående forøgelse af den offentlige gæld i 2018. På længere sigt ventes denne dog

atter at falde som følge af de positive finanspolitiske resultater. Ledigheden falder støt, og denne tendens ventes at vare ved i lyset af den stærke økonomiske vækst.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til holdbarheden af udlandsgælden, offentlig og privat gæld samt sårbarheder i finanssektoren. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Letland: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Letland i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, vækst i enhedslønomkostninger og stigning i reale boligpriser.

Figur A14: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

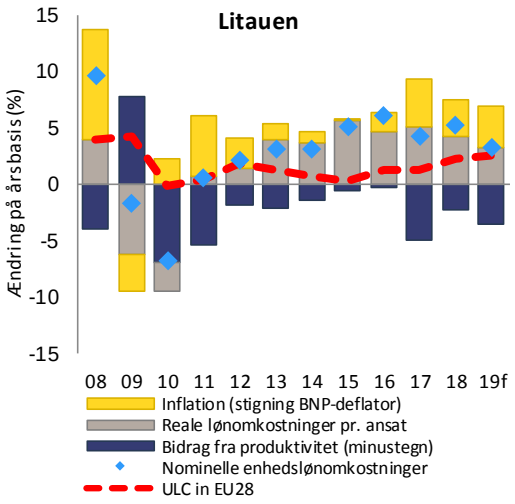
Stillingen på betalingsbalancens løbende poster blev atter svagt negativ i 2018, hvorimod der sker en relativt hurtig forbedring af den negative nettostilling over for udlandet, som primært udgøres af offentlig gæld og udenlandske direkte investeringer. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevne lader til at være blevet forringet, idet den reale effektive valutakurs er steget, og enhedslønomkostningerne er fortsat med at stige forholdsvis kraftigt som følge af støt lønvækst. Lønpresset ventes at vare ved i lyset af den faldende arbejdsstyrke. Samtidig er stigningerne i eksportmarkedsandele aftaget, skønt der stadig kan registreres akkumulerede gevinster. Væksten i de reale boligpriser er meget dynamisk og steg svagt i 2018, og der bør derfor holdes et vågent øje med eventuelle pres på boligmarkedet, selv om der endnu ikke er klare tegn på overvurdering. Den private sektor fortsætter konsolideringen, idet kreditvæksten er afdæmpet, mens den offentlige gæld er lille og falder moderat. Hvad angår arbejdsmarkedet falder ledigheden fortsat, mens erhvervsfrekvensen stiger støt.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til arbejdsudbuddet og omkostningskonkurrenceevnen, skønt risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Litauen: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Litauen i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig den reale effektive valutakurs og vækst i nominelle enhedslønomkostninger.

Der er stort set ligevægt på betalingsbalancens løbende poster, mens nettostillingen over for udlandet, som primært afspejler offentlig gæld og udenlandske direkte investeringer, er blevet forbedret, og indikatoren ligger nu inden for grænseværdien. Enhedslønomkostningerne er fortsat med at stige relativt hurtigt som følge af en kraftig lønvækst, som afspejler et stramt arbejdsmarked og visse lovændringer, bl.a. en relativt hurtig stigning i mindstelønnen siden 2016. Derudover er den reale effektive valutakurs steget forholdsvis kraftigt i 2018, og indikatoren ligger nu uden for grænseværdien. På sigt lader risiciene dog til at være begrænsede, idet den nominelle lønvækst ventes at aftage, og produktivitetsvæksten fortsat er solid. Der hentes fortsat eksportmarkedsandele. Niveauet for den offentlige og den private gæld er fortsat relativt lavt og stabilt, mens kreditvæksten er blevet positiv. Der kan observeres markante stigninger i de reale boligpriser, men indikatoren ligger fortsat inden for grænseværdien. Ledigheden er fortsat lav.

Figur A15: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***



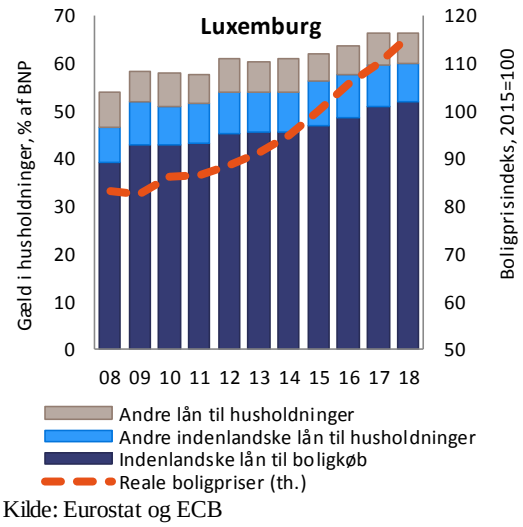
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til omkostningskonkurrenceevnen, skønt risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Luxembourg: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Luxembourg i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligger indikatoren for gæld i den private sektor uden for den vejledende grænseværdi.

Betalingsbalancen er kendetegnet ved et forholdsvis stabilt overskud på de løbende poster og en positiv nettostilling over for udlandet. Omfanget af akkumulerede gevinster af eksportmarkedsandele er svundet ind, mens enhedslønomkostningerne er steget relativt kraftigt. De reale boligpriser er steget forholdsvis hurtigt i flere på hinanden følgende år og kræver derfor nærmere opmærksomhed. Væksten i boligpriserne understøttes af et dynamisk arbejdsmarked kombineret med en betragtelig migration og gunstige finansieringsforhold, mens udbuddet har været forholdsvis begrænset. Den store gæld i virksomhederne vedrører primært koncerninterne lån på tværs af grænserne. Gælden i husholdningerne, som primært består af realkreditgæld, har nået et forholdsvis højt niveau og afspejler stigningen i boligpriserne. Risiciene for den finansielle stabilitet er begrænsede som følge af banksektorens soliditet. Arbejdsmarkedet er

Figur A16: ***Gæld i husholdningerne og boligprisindeks***



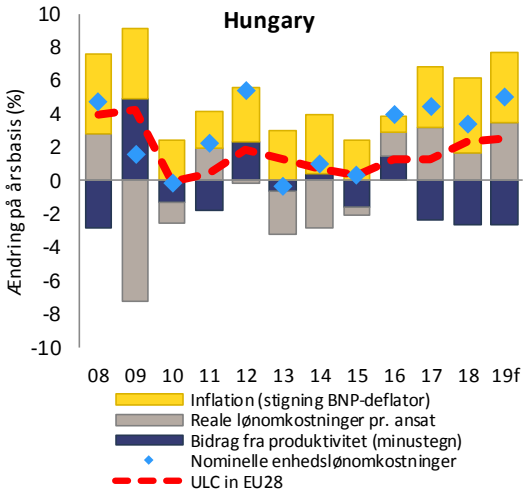
Kilde: Eurostat og ECB

desuden robust med en solid jobskabelse, og ledigheden har stabiliseret sig på et forholdsvis lavt niveau. Den offentlige gæld er fortsat meget lav.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres primært to udfordringer relateret til stigende boligpriser og husholdningsgæld, skønt risiciene lader til at være begrænsede på nuværende tidspunkt. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Ungarn: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Ungarn i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, vækst i enhedslønomkostninger, stigning i reale boligpriser og offentlig gæld.

Figur A17: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

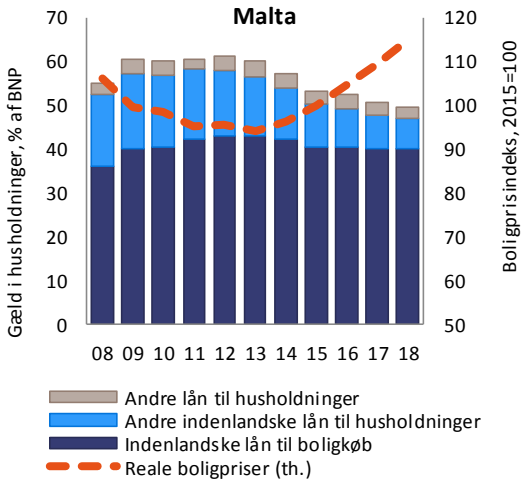
Der kan observeres en markant forbedring af den negative nettostilling over for udlandet, hvorimod overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er ved at blive udhulet som følge af en stærk vækst i importen. Risiciene som følge af det indenlandske efterspørgselspres kræver øget opmærksomhed. Der har været en dynamisk udvikling i enhedslønomkostningerne, idet produktivitetsvæksten ikke er fulgt med de betydelige lønstigninger, der kan tilskrives et stramt arbejdsmarked og administrative foranstaltninger. Den reale effektive valutakurs er indtil videre kun steget svagt på grund af et gradvist nominelt kursfald. De midlertidige forstyrrelser i bilindustrien og dens værdikæde har imidlertid bremset væksten i eksportmarkedsandele i de seneste år, og denne sektors store betydning kan vise sig at udgøre en risiko på længere sigt. De reale boligpriser er fortsat steget kraftigt. Der ydes flere og flere nye lån, men den private gældskvote falder fortsat som følge af den gradvise amortisering af tidligere akkumuleret gæld. Den offentlige gæld falder kun langsomt som følge af de seneste års procykliske finanspolitiske kurs. Ledigheden faldt yderligere i 2018, og arbejdsmarkedet er fortsat stramt.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til enhedslønomkostningerne, boligmarkedet og mulige risici som følge af eksponeringen for bilindustrien. Risiciene lade dog til at være begrænsede på kort sigt. Kommissionen vil derfor fortsat overvåge situationen, men finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Malta: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Malta i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligge indikatoren for overskuddet på de løbende poster over den vejledende grænseværdi.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster var fortsat meget stort i 2018 svarende til det observerede niveau i 2017. Nettostillingen over for udlandet faldt svagt, men er fortsat meget positiv og afspejler tilstedeværelsen af internationalt orienterede finansielle selskaber og online gaming-aktivitet. Den begrænsede lønudvikling er hovedårsagen til, at de nominelle enhedslønomkostninger kun vokser langsomt. Den reale effektive valutakurs steg en anelse. Gælden i den private sektor fortsatte med at falde i 2018, hovedsagelig understøttet af nominel vækst i BNP. Skønt kreditstrømmene til den ikkefinansielle sektor er taget til, lå långivningen til husholdningerne på et stort set stabilt niveau frem til 2018. Den offentlige gældskvote er fortsat med at falde. De støtte stigninger i boligpriserne tog en anelse til i 2018, men der er endnu ingen konkrete tegn på overvurdering. Den finansielle sektors passiver faldt i 2018, og der er ingen klare tegn på sårbarheder i banksektoren i lyset af de eksisterende kapitalbuffere. Der kan fortsat observeres positive resultater på arbejdsmarkedet, idet ledigheden falder, herunder langtidsledigheden, og erhvervsfrekvensen stiger.

Figur A18: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



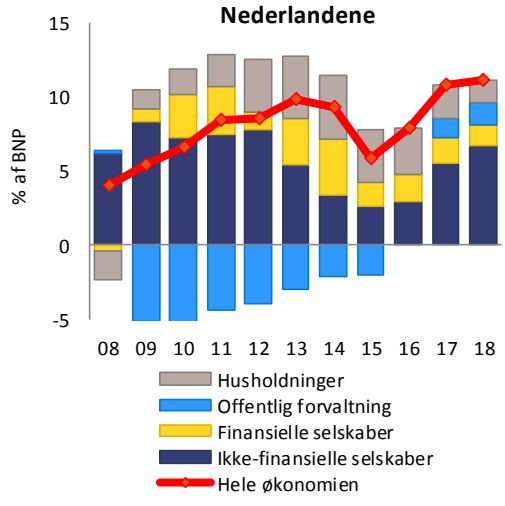
Kilde: Eurostat og ECB

Overordnet set peger den økonomiske analyse i retning af et meget stort overskud på betalingsbalancens løbende poster og en relativt stærk vækst i boligpriserne, skønt risiciene lader til at være begrænsede på nuværende tidspunkt. Kommissionen finder det derfor på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Nederlandene: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Nederlandene befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til en stor gæld i den private sektor og et stort overskud på de løbende poster. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig stillingen på de løbende poster, gæld i den private sektor og stigning i reale boligpriser.

Der er et meget stort overskud på betalingsbalancens løbende poster, som ligger langt over resultattavlens grænseværdi. Alle sektorer af økonomien — husholdningerne, den offentlige forvaltning og virksomhederne — bidrager til overskuddet. De seneste års stigninger har primært været drevet af ikkefinansielle selskaber, hvis opsparingsoverskud er knyttet til en relativt høj rentabilitet og en tilsvarende lav national investeringskvote. Væksten i enhedslønomkostninger har været begrænset, idet lønningerne er begyndt at stige, om end kun moderat, og produktivitetsvæksten er gået i stå. Den private gældskvote falder gradvist, men indikatoren ligger stadig langt over resultattavlens grænseværdi. Den store gæld i virksomhederne er primært knyttet til

Figur A19: ***Opsparingskvote pr. sektor***



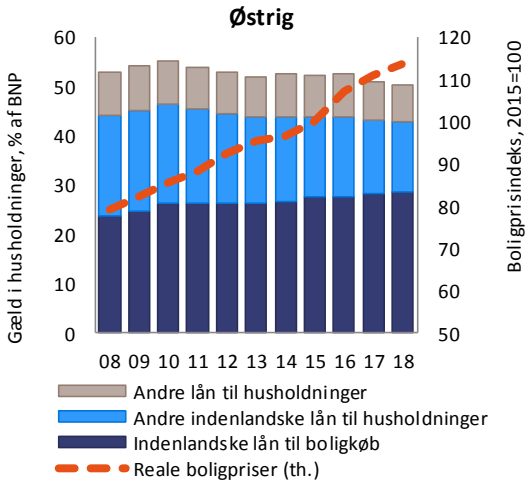
Kilde: Eurostat

koncernintern gæld i multinationale selskaber. Husholdningsgælden er navnlig meget stor og kan hovedsagelig tilskrives en gunstig skattebehandling af realkreditlån til ejerboliger og et suboptimalt lejemarked. Selv om husholdningernes gæld som andel af BNP følger en nedadgående tendens, er den nominelle gæld fortsat med at stige i 2018, idet den solide genopretning af situationen på boligmarkedet tog til i styrke. De reale boligpriser steg derfor yderligere i 2018, og udviklingen har nået et niveau, der ligger over resultattavlens grænseværdi. Den offentlige gældskvote er forholdsvis lav og faldende. Ledigheden er også faldet i takt med en stærk beskæftigelsesvækst.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en stor gæld i husholdningerne, der knytter sig til boligmarkedet, og et stort indenlandsk opsparingsoverskud. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Østrig: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Østrig i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligger indikatoren for gæld i den offentlige sektor uden for den vejledende grænseværdi.

Figur A20: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



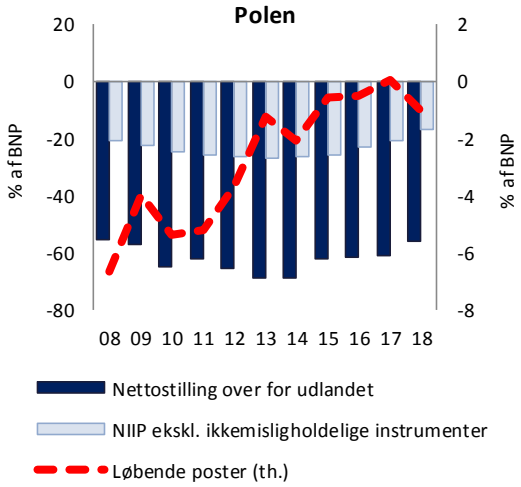
Kilde: Eurostat og ECB

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forblev moderat og stort set stabilt i 2018, mens nettostillingen over for udlandet forblev svagt positiv. Eksportmarkedsandelene er steget svagt. Enhedslønomkostningerne er steget, idet lønningerne er steget kraftigere end arbejdsproduktiviteten, men udviklingen har overordnet set været begrænset. De reale boligpriser har fortsat deres opadgående tendens, skønt dette foregår i et langsommere tempo. Selv om dette kræver nøjere overvågning, lader prisstigningerne ikke til at skyldes en øget kreditgivning. Til gengæld falder både virksomhedernes og husholdningernes gældskvoter fortsat. Den offentlige gæld har også fortsat sin nedadgående kurs som følge af solid økonomisk vækst og den igangværende afvikling af aktiver i nationaliserede finansieringsinstitutter. Situationen i banksektoren er forbedret yderligere, bl.a. som følge af genrejsningen i nabolandene. Takket være de gunstige økonomiske forhold og en solid beskæftigelsesvækst er ledigheden faldet markant.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til boligsektoren, skønt risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen finder det derfor på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Polen: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Polen i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligger indikatoren for nettostillingen over for udlandet uden for den vejledende grænseværdi.

Figur A21: ***NIIP og løbende poster***



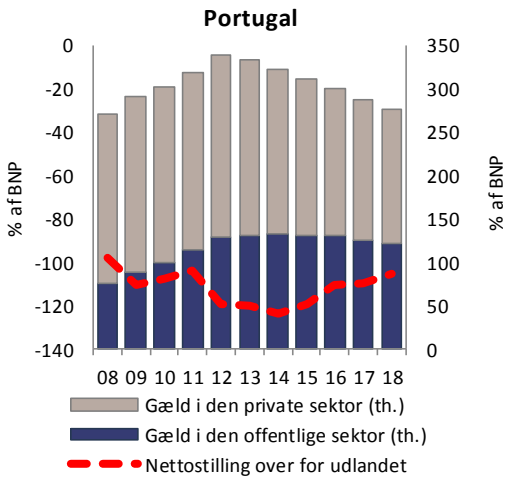
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Stillingen på betalingsbalancens løbende poster blev vendt fra et mindre overskud i 2017 til et mindre underskud i 2018, mens nettostillingen over for udlandet er blevet synligt mindre negativ, om end indikatoren fortsat ligger uden for grænseværdien. De eksterne sårbarheder er fortsat begrænsede, eftersom hovedparten af passiverne over for udlandet udgøres af udenlandske direkte investeringer. Der blev registreret yderligere gevinster i eksportmarkedsandele i 2018. De nominelle enhedslønomkostninger steg i et beskedent tempo, idet kraftige lønstigninger blev opvejet af en solid produktivitetsvækst. Væksten i boligpriserne tog til i 2018, men indikatoren ligger fortsat under, om end tæt på grænseværdien. Den private gældskvote var forholdsvis stabil i 2018. Den offentlige gæld i forhold til BNP er faldet yderligere fra et allerede forholdsvis lavt niveau som følge af kraftig nominel BNP-vækst og et lavere nominelt underskud. Banksektoren er forholdsvis velkapitaliseret, likvid og rentabel, skønt den faldende, men stadig store beholdning af misligholdte lån i udenlandsk valuta fortsat udgør en sårbarhed. De gunstige forhold på arbejdsmarkedet varer ved, og ledigheden er således faldet yderligere til et meget lavt niveau.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til nettostillingen over for udlandet, skønt risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen finder det derfor på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Portugal: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Portugal befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til en stor beholdning af nettopassiver over for udlandet, gæld i den offentlige såvel som i den private sektor og en stor andel af misligholdte lån i en situation med lav produktivitetsvækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, offentlig gæld, gæld i den private sektor og stigning i reale boligpriser.

Figur A22: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



Kilde: Eurostat

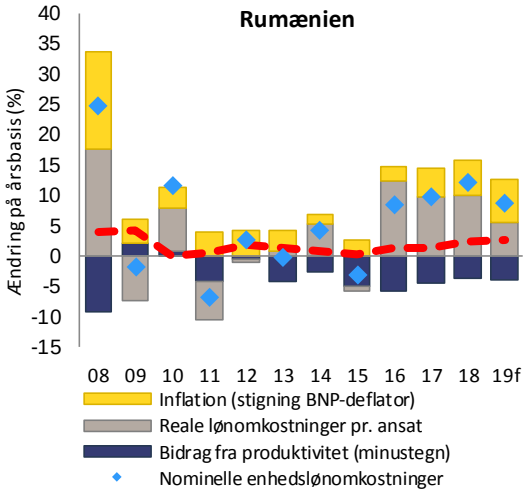
Betalingsbalancen er sårbar, idet nettostillingen over for udlandet er yderst negativ, og tilpasningen kun skrider langsomt fremad, samtidig med at stillingen på de løbende poster er blevet forringet. Priskonkurrenceevnen er faldet en anelse i de seneste år som følge af stigende enhedslønomkostninger, men eksportørerne vinder fortsat markedsandele, om end i et nedsat tempo. Arbejdsproduktiviteten er

fortsat lav og forventes kun at stige marginalt i de kommende år, hvilket gør det vanskeligere at indhente de mere velstående økonomier i euroområdet. Konsolideringen skrider fremad i den private sektor, men gældsniveauet er imidlertid forholdsvis højt i både virksomheder og husholdninger. Den offentlige gæld, som stadig er relativt stor, forventes at følge sin nedadgående kurs. Banksektoren bliver mere robust, skønt beholdningen af misligholdte lån fortsat vækker bekymring til trods for betydelige fald i 2017 og 2018. Boligpriserne stiger fortsat betragteligt, og stigningstakten er taget til, navnlig i de markedssegmenter, der er berørt af turismerelaterede aktiviteter. Realkreditgælden ligger dog på et forholdsvis stabilt niveau, og bygge- og anlægsaktiviteterne er ved at indhente efterspørgslen. Der er fortsat fremgang på arbejdsmarkedet, og ledighedsindikatoren ligger nu inden for grænseværdien.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til beholdningsubalancer, navnlig hvad angår udlandsgæld samt gæld i den offentlige og i den private sektor, sårbarheder i banksektoren og en svag produktivitetsvækst. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Rumænien: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Rumænien befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig indebærer en risiko for tab af omkostningskonkurrenceevne, en yderligere forringelse af betalingsbalancen og risici for den finansielle stabilitet. To indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet og nominel vækst i enhedslønomkostninger.

Figur A23: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

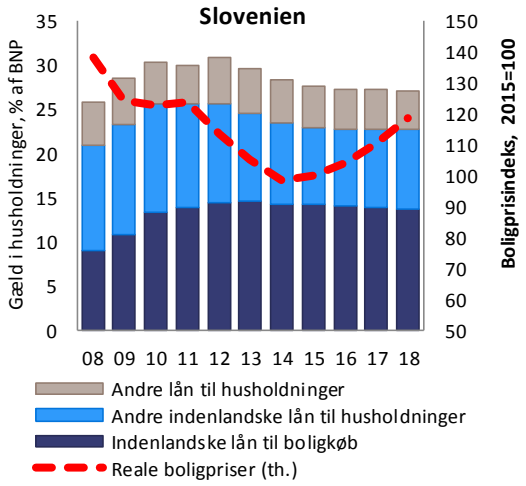
Det store underskud på betalingsbalancens løbende poster fortsatte med at vokse i 2018 som følge af stor import og aftagende eksportvækst. Den negative nettostilling over for udlandet, som hovedsagelig udgøres af udenlandske direkte investeringer, blev forbedret i 2018 med udgangspunkt i en stærk nominel BNP-vækst. Eksportresultaterne var fortsat positive i 2018, idet der er vundet yderligere eksportmarkedsandele. Væksten i enhedslønomkostninger tog kraftigt til i 2018 som følge af en stærk lønvækst i navnlig den offentlige sektor. Tidligere erfaringer viser, at lønstigninger i den offentlige sektor kan formodes at smitte af på den private sektor, hvilket risikerer at forringe omkostningskonkurrenceevnen. Den private gæld er lav og faldt yderligere, mens kreditvæksten til den private sektor er afdæmpet. Erhvervsklimaet hæmmes af hyppige og uforudsigelige lovændringer, som ofte vedtages uden forudgående konsekvensanalyser eller interessenthøringer. Den offentlige gælds andel af BNP er forholdsvis lav, men er ophørt med at falde. Hvad angår boligmarkedet er stigningstakten for de reale boligpriser aftaget i 2018 og er fortsat moderat. Bankerne har et solidt kapital- og likviditetsgrundlag. De risici for den finansielle stabilitet, som fulgte af tidligere lovgivning, lader til at være aftaget, men den politiske og lovmæssige usikkerhed vækker stadig bekymring. Faldet i ledighedssatserne i 2018 afspejler en fortsat tilstramning på arbejdsmarkedet, mens erhvervsfrekvensen fortsat stiger, om end fra et meget lavt niveau.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til stærkt stigende enhedslønomkostninger og en forringelse af udlandsstillingen. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Slovenien: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Slovenien i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig den offentlige gæld og stigning i boligpriser.

Der er fortsat et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster, hvilket bidrager til en yderligere forbedring af den negative nettostilling over for udlandet. Lønudviklingen har været forholdsvis beskeden, og arbejdsproduktiviteten er steget, hvilket har begrænset væksten i enhedslønomkostninger, samtidig med at der fortsat registreres gevinster i eksportmarkedsandele. Den private sektors gæld er forholdsvis lav og faldende. Kreditvæksten i den private sektor blev positiv i 2017, men er stadig afdæmpet. Investeringerne ligger under gennemsnittet for EU, særlig inden for boligbyggeri. Der observeres fortsat en stærk vækst i boligpriserne i lyset af et faldende udbud, som fortjener opmærksomhed. Selv om den offentlige gældskvote er høj, følger den en klart nedadgående tendens. De forventede aldringsomkostninger udgør en risiko for den finanspolitiske holdbarhed på mellemlang og lang sigt. Banksektoren er stabil, og andelen af misligholdte lån er fortsat med at falde. Hvad angår forholdene på arbejdsmarkedet er ledigheden fortsat nedad, men erhvervsfrekvensen har nået et hidtil uset højdepunkt.

Figur A24: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



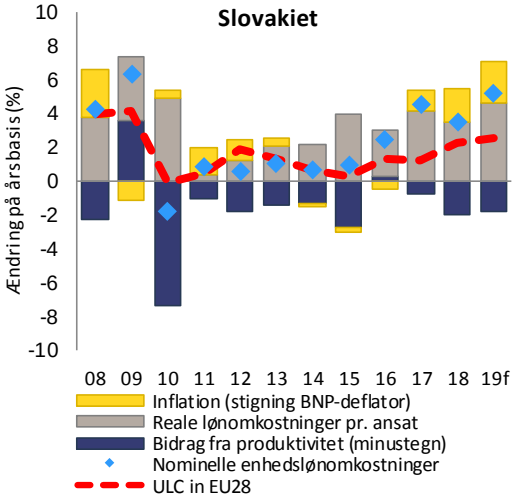
Kilde: Eurostat og ECB

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret primært den finanspolitiske holdbarhed og stigende boligpriser, skønt risiciene lader til at være begrænsede på nuværende tidspunkt. Kommissionen finder det derfor på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Slovakiet: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Slovakiet i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet og nominelle enhedslønomkostninger.

Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster steg en anelse i 2018, men er fortsat beskedent. Nettostillingen over for udlandet er meget negativ, men stabil, og risiciene er begrænsede på grund af

Figur A25: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***

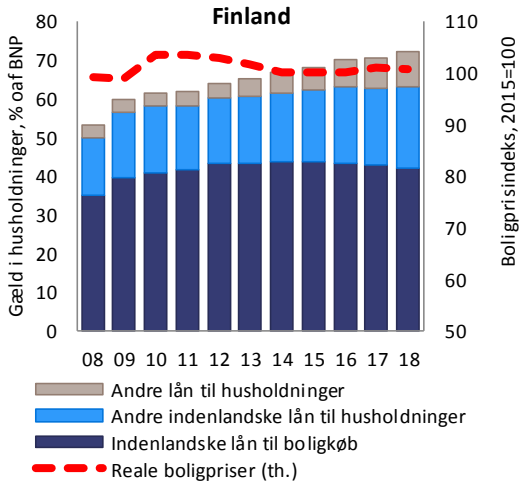


Kilde: Kommissionens tjenestegrene

den store beholdning af indgående udenlandske direkte investeringer, som knytter sig til den voksende bilindustri og finanssektoren. De midlertidige forstyrrelser i bilindustrien og sektorens store betydning kan dog udgøre en risiko på længere sigt. Der er registreret enkelte gevinster i eksportmarkedsandele, og den reale effektive valutakurs er steget en anelse efter flere års stilstand. Den nominelle vækst i enhedslønomkostninger er tiltaget markant som følge af en stærk lønvækst lyset af det meget stramme arbejdsmarked og en betydelig mangel på arbejdskraft, og indikatoren ligger nu uden for grænseværdien. Boligpriserne steg betragteligt i 2018, men der er endnu ikke tegn på overvurdering. Det dynamiske boligmarked har bidraget til, at husholdningernes gæld er steget løbende, om end fra et forholdsvis lavt niveau. Bankesektoren, som i vid udstrækning er udenlandsk ejet, har et solidt kapitalgrundlag. Yderligere fald i den samlede ledighed samt i langtidsledigheden er ledsaget af stigninger i erhvervsfrekvensen.
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres potentielle udfordringer relateret til holdbarheden over for udlandet, et indenlandsk lønpres og mulige risici som følge af eksponeringen for bilindustrien. Risiciene lade dog til at være begrænsede på kort sigt. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Finland: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Finland i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig gæld i den private sektor og udvikling i finanssektorens samlede passiver.

Figur A26: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

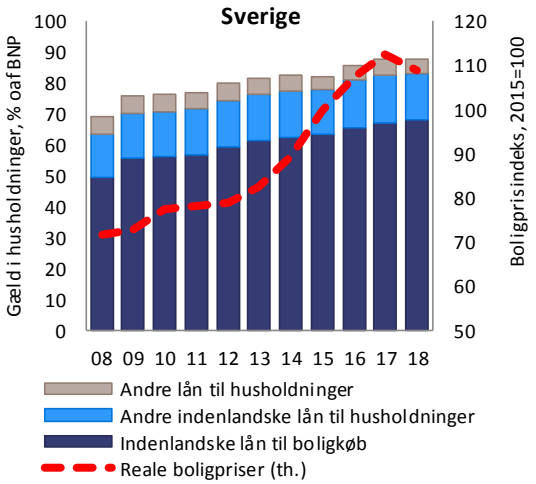
Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster steg i 2018, idet handelsbalancen atter blev negativ, mens nettostillingen over for udlandet er ligevægtig. For tredje år i træk er eksportmarkedsandelene steget, og det akkumulerede tab er således blevet mindre. Enhedslønomkostningerne steg i 2018 samtidig med en mindre stigning i den reale effektive valutakurs, men udviklingen er generelt begrænset. Den offentlige gæld er faldet yderligere, idet BNP steg kraftigere end gælden, og indikatoren ligger nu inden for grænseværdien. Den private gæld er fortsat stor, men falder langsomt. Gunstige kreditvilkår og lave rentesatser understøtter fortsat kreditvæksten i den private sektor, selv om den faldt i 2018. Husholdningerne tegner sig for en forholdsvis høj gældskvote, som fortsat stiger svagt. De reale boligpriser var stabile i 2018. Den afdæmpede realkreditvækst og det faldende antal nye byggetilladelser mindsker risiciene for husholdningsgældens holdbarhed. Finanssektoren er velkapitaliseret, hvilket begrænser risiciene for den finansielle stabilitet. Den kraftige stigning i banksektorens aktiver og passiver i 2018 skyldes, at en bank har flyttet sit hovedsæde fra Sverige til Finland. Der var stor fremgang i både beskæftigelses- og ledighedstallene i 2018, men den videre udvikling forventes at blive langsommere. Både langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden faldt i 2018.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres fortsatte udfordringer relateret til gælden i den private sektor, skønt risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen finder det

derfor på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Sverige: I februar 2019 konkluderede Kommissionen, at Sverige befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til overvurderede boligpriser kombineret med fortsatte stigninger i husholdningernes gæld. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig gæld i den private sektor og eksportmarkedsandele.

Figur A27: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***

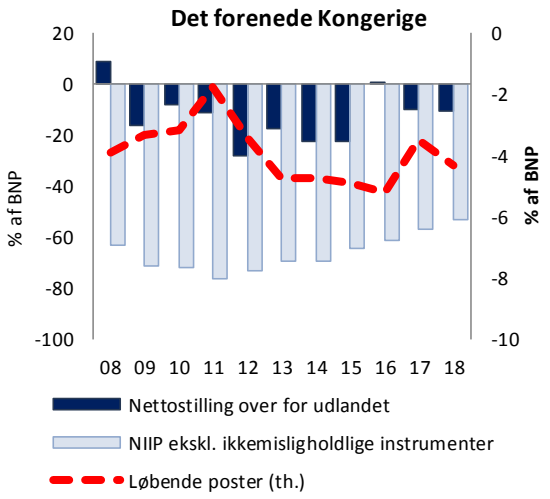


Kilde: Eurostat og ECB

Tendensen med et faldende overskud på betalingsbalancens løbende poster fortsatte i 2018, mens nettostillingen over for udlandet er blevet forbedret og nu er klart positiv. Andelen af tabte eksportmarkedsandele steg i 2018, og indikatoren ligger nu uden for grænseværdien. Væksten i nominelle enhedslønomkostninger er taget til, mens den reale effektive valutakurs er faldet som følge af den svenske krones fald. Der er en stor gæld i den private sektor, som primært kan tilskrives realkreditgælden i husholdningerne. I 2018 steg husholdningernes gæld svagt. Boligpriserne faldt i slutningen af 2017, men udviklingen forblev flad i 2018, hvilket generelt indebærer negativ vækst i 2018 på årsbasis. Priserne ligger generelt på et meget højt niveau med tegn på overvurdering. Boligpriser og gældsætning i husholdningerne indebærer risici for den makroøkonomiske stabilitet, og da disse presses yderligere i vejret af den gunstige skattebehandling af boligejerskab, de ekstremt lave realkreditrenter og særlige kendetegn ved realkreditmarkedet samt begrænsninger på udbudssiden, medfører de risici for den makroøkonomiske stabilitet. Risiciene i banksystemet lader til at være begrænsede, idet aktivkvaliteten og rentabiliteten er høje, og husholdningerne generelt har en god økonomi, samtidig med at der er vedtaget strammere makroprudentielle foranstaltninger. Der var yderligere fremgang på arbejdsmarkedet i 2018, og ledigheden er faldet, men den seneste udvikling peger i retning af en svækkelse.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en stor gæld i den private sektor og i husholdningerne. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Figur A28: ***NIIP og løbende poster***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Det Forenede Kongerige: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Det Forenede Kongerige i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig underskuddet på de løbende poster, den reale effektive valutakurs, gæld i den private sektor og offentlig gæld.

Det allerede store underskud på betalingsbalancens løbende poster steg yderligere i 2018, hvilket indebærer et betydeligt behov for ekstern finansiering. Et stort

underskud inden for varehandelen og mindre underskud inden for overførsler og investeringsindtægter blev kun delvist opvejet af et overskud i handelen med tjenesteydelser. Trods et vedvarende betalingsbalanceunderskud er nettostillingen over for udlandet tæt på ligevægt, hvilket bl.a. kan tilskrives pundets fald i 2016. Faldet i den reale effektive valutakurs og den dermed forbundne forbedring af priskonkurrenceevnen har imidlertid haft skuffende virkning på nettohandelen, og der er for nylig registreret tab af eksportmarkedsandele. Den private sektors gældskvote har nået et nedre vendepunkt på et højt niveau efter en periode med moderat konsolidering efter krisen. Særligt er husholdningernes gæld fortsat stor og kræver nøje overvågning. De reale boligpriser er blevet stabiliseret på et højt niveau. Den offentlige gæld er stor og forholdsvis stabil. Den stærke vækst i beskæftigelsen ledsages fortsat af lav ledighed, men investeringerne og arbejdsproduktiviteten er lave.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til økonomiens stilling over for udlandet og den private gæld. Udfordringerne lader til at udgøre en begrænset risiko for stabiliteten på kort sigt. Kommissionen finder det derfor på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Tabel 1.1: Resultattavle for makroubalanceproceduren 2018

	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer						Beskæftigelsesindikatorer[1]		
År 2018	**Løbende poster - % af BNP** (3-årigt gennemsnit)	**Nettostilling over for udlandet** (% af BNP)	**Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator** (procentvis ændring over 3 år)	**Eksport-markedsandele - % af verdens-eksporten** (procentvis ændring over 5 år)	**Nominelle enhedsløn-omkostninger, indeks (2010=100)** (procentvis ændring over 3 år)	**Boligpris-indeks (2015=100), deflateret** (procentvis årlig ændring)	**Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret** (% af BNP)	**Gæld i den private sektor, konsolideret** (% af BNP)	**Bruttogæld i den offentlige sektor** (% af BNP)	**Ledighed** (3-årigt gennemsnit)	**Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret** (procentvis årlig ændring)	**Erhvervsfrekvens - % af den samlede befolkning i alderen 15-64** (ændring i pp. over 3 år)	**Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74** (ændring i pp. over 3 år)	**Ungdoms-arbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24** (ændring i pp. over 3 år)
Grænseværd	-4/6%	-35%	±5% (EA) ±11% (ikke-EA)	-6%	9% (EA) 12% (ikke-EA)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0.3	41.3	6.9	-1.5	3.7	1.0	0.8	178.5	100.0	7.0b	-2.9	1.0	-1.5	-6.3
BG	4.0	-35.2	3.9	13.4	18.3p	4.5	3.9	95.0	22.3	6.3	6.8	2.2	-2.6	-8.9
CZ	1.2	-23.5	11.0	11.9	13.5	6.1p	5.3	70.7	32.6	3.0	7.4	2.6	-1.7	-5.9
DK	7.5	48.5	2.6	-1.5	4.0	3.5	2.4	199.4	34.2	5.6	-4.7	0.9	-0.6	-1.6
DE	8.0	62.0	5.3	3.1	5.6	5.1	6.6	102.4	61.9	3.8	2.0	1.0	-0.6	-1.0
EE	2.1	-27.7	7.7	0.8	14.3	2.1	3.7	101.5	8.4	6.0	6.9	2.4	-1.1	-1.2
IE	2.3	-165.0	2.3	77.4	-2.8	8.3	-7.8	223.2	63.6	7.0	5.1	0.8	-3.2	-6.4
EL	-2.2	-143.3	3.6	6.9	1.4p	1.3e	-1.1p	115.3p	181.2	21.5	-5.0	0.4	-4.6	-9.9
ES	2.6	-80.4	4.1	4.6	0.7p	5.3	0.4p	133.5p	97.6	17.4	-2.2	-0.6	-5.0	-14.0
FR	-0.6	-16.4	4.5	-0.2	2.4p	1.5	7.9p	148.9p	98.4	9.5	1.6	0.6	-0.8	-4.0
HR	2.4	-57.9	4.2	22.9	-2.4d	4.6	2.3p	94.0p	74.8	10.9	4.6	-0.6	-6.8	-18.9
IT	2.6	-4.7	3.3	0.3	2.7	-1.6	1.6	107.0	134.8	11.2	-0.1	1.6	-0.7	-8.1
CY	-4.6	-120.8	1.8	16.6	-0.4p	0.2	8.4p	282.6p	100.6	10.8	0.3	1.1	-4.1	-12.6
LV	0.6	-49.0	4.9	8.6	14.7	6.6	-0.2	70.3	36.4	8.6	-3.0	2.0	-1.4	-4.1
LT	-0.1	-31.0	6.4	3.5	16.5	4.6	4.3	56.4	34.1	7.1	8.2	3.2	-1.9	-5.2
LU	4.9	59.8	3.3	10.7	7.9	4.9	-0.5	306.5	21.0	5.8	-2.0	0.2b	-0.5	-2.5
HU	2.1	-52.0	2.0	8.4	12.4	10.9	4.3	69.3	70.2	4.3	-9.2	3.3	-1.7	-7.1
MT	8.9	62.7	4.9	24.0	3.2	5.1p	7.5	129.8	45.8	4.1	2.3	5.9	-1.3	-2.5
NL	9.9	70.7	3.2	1.7	3.0p	7.4	4.5p	241.6p	52.4	4.9	-3.3p	0.7	-1.6	-4.1
AT	2.2	3.7	4.8	3.9	4.7	2.5	3.9	121.0	74.0	5.5	1.7	1.3	-0.3	-1.2
PL	-0.5	-55.8	0.1	25.8	8.1p	4.9	3.4	76.1	48.9	5.0	3.0	2.0	-2.0	-9.1
PT	0.9	-105.6	3.1	9.4	5.3p	8.9	-0.1p	154.3p	122.2	9.1	0.7	1.7	-4.1	-11.7
RO	-3.3	-44.1	-0.7	23.7	33.6p	1.8	1.9p	47.8p	35.0	5.0	3.3	1.7	-1.2	-5.5
SI	5.5	-18.9	2.0	20.4	6.1	7.4	1.3	72.8	70.4	6.6	4.1	3.2	-2.5	-7.5
SK	-2.4	-68.1	2.5	3.2	10.9	5.0	2.0	90.9	49.4	8.1	8.9e	1.5	-3.6	-11.6
FI	-1.4	-2.0	3.0	-3.0	-2.6	-0.2	1.6	142.1	59.0	8.3	19.9	2.1	-0.7	-5.4
SE	2.8	10.3	-4.0	-6.3	7.4	-3.0	9.0	200.0	38.8	6.6	-2.9	1.2	-0.3	-3.6
UK	-4.3	-10.5	-13.0	-3.8	7.8	0.7	5.3	169.1	85.9	4.4	-0.6	1.0	-0.5	-3.3

De markerede felter indeholder værdier, der ligger på eller uden for grænseværdien. Forkl.: b: ophold i tidsserien, d: forskellige definitioner, e: estimeret, p: foreløbig.

1) For beskæftigelsesindikatorerne henvises til side 2 i rapporten om varslingsmekanismen fra 2016. 2) Boligprisindeks e = anslået af EL's centralbank. 3) Nominelle enhedslønomkostninger HR, d: beskæftigelsesdata baseret på nationalbegreb i stedet på indenlandsbegreb. 4) Ledighed for BE: revideret undersøgelsesmetode. 5) Samlede finansielle passiver i finanssektoren for SK, overslag over derivater.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender (real effektiv valutakurs) om Den Internationale Valutafond, WEO (verdenseksporten i varer og tjenesteydelser)

Tabel 2.1: Supplerende indikatorer, 2018

År 2018	Realt BNP (procentvis årlig ændring)	Faste bruttoinvesteringer (% af BNP)	Nationale bruttoudgifter til FoU (% af BNP)	Løbende poster plus kapitalposter (fordringserhvervelse) (% af BNP)	Nettostilling over for udlandet ekskl. ikkemisligholdelige instrumenter (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - strømme (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - beholdninger (% af BNP)	Handelsbalance (netto) for energiprodukter (% af BNP)	Real effektiv valutakurs - euroområdets handelspartnere (procentvis ændring over 3 år)	Eksportresultater ift. udviklede økonomier (procentvis ændring over 5 år)	Byttеforhold (procentvis ændring over 5 år)	Eksportmarkedsandele målt i mængder (procentvis årlig ændring)	Arbejdsproduktivitet (procentvis årlig ændring)	Misligholdte bruttolån i indenlandske og udenlandske enheder (% af bruttolån)	Enhedslønomkostninger ift. EA (procentvis ændring over 10 år)	Boligprisindeks (2015=100) - nominelt (procentvis ændring over 3 år)	Boligbyggeri (% af BNP)	Husholdningsgæld, konsolideret (inkl. NPISH, % af BNP)	Gearing i bankerne, konsolideret, indenlandske og udenlandske enheder (aktiver i alt / egenkapital i alt)
BE	1.5	23.8	na	-1.0	36.6	-11.8	170.1	-3.5	2.8	-3.4	0.3	-2.2	0.1	2.3p	0.7	9.4p	5.8	60.9	13.1p
BG	3.1	18.8	0.8p	6.4	35.4	1.9	82.3	-3.4	-1.1	11.1	7.5	-1.7	3.2p	7.7p	43.3	24.0	2.7	23.4	7.5p
CZ	3.0	25.5	1.9p	0.6	28.3	3.5	77.5	-2.9	7.6	9.7	1.9	1.0	1.6	2.1p	5.0	30.0p	4.0	32.3	12.5p
DK	1.5	22.4	3.1p	7.1	11.0	0.3	55.5	-0.2	-1.8	-3.5	1.6	-3.0	-0.3	2.3p	-2.2	14.8	4.8	126.4	16.4p
DE	1.5	21.2	3.1e	7.4	44.7	2.7	44.7	-2.0	0.4	1.1	3.5	-1.3	0.2	1.4p	11.4	21.7	6.3	53.6	13.9p
EE	4.8	23.9	1.4p	3.4	25.7	3.8	92.7	-1.0	4.1	-1.3	4.3	0.9	3.5	1.3p	16.2	17.1	4.6	38.9	6.9p
IE	8.2	23.4	1.2	-5.8	-251.7	16.8	466.2	-1.4	-3.0	73.8	-0.5	7.0	4.8	5.5p	-42.0	31.4	2.4	41.7	6.7p
EL	1.9p	11.1p	1.2p	-2.6	-130.6	1.8	18.5	-2.4p	-1.5	4.7	3.6p	5.3p	0.2p	41.6p	-15.1	-1.9e	0.7p	56.5	11.5p
ES	2.4p	19.4p	na	2.4	-53.6	3.4	65.4	-2.1p	-0.2	2.5	-2.3p	-1.2p	0.1p	3.7p	-14.5	18.6	5.3p	59.0	13.6p
FR	1.7p	22.9p	na	-0.6	-33.0	2.2	45.8	-1.9p	-0.1	-2.2	2.8p	0.1p	0.7p	2.7p	-0.3	7.2	6.4p	60.0	15.3p
HR	2.6p	20.1p	na	3.3	-13.7	1.9	48.1	-3.2p	1.2	20.5	1.8p	4.0p	0.8d	7.3p	-15.5	11.1	na	34.2	7.5p
IT	0.8	17.7	na	2.6	-6.2	1.9	27.3	-2.3	-1.3	-1.7	6.0	-1.6	-0.1	8.4p	-1.2	-1.4	4.2	41.0	13.1p
CY	4.1p	19.1p	na	-3.8	-175.0	22.2	1890.1	-4.2p	-3.2	14.2	1.4p	1.2p	0.0p	20.2p	-9.7	4.4	5.8p	97.0	14.1p
LV	4.6	22.5	0.6p	1.1	-2.4	1.3	55.5	-3.4	1.3	6.5	5.0	0.6	3.0	5.3p	-4.4	29.3	2.2	20.8	7.8p
LT	3.6	20.5	0.9p	1.8	-2.7	2.7	43.4	-4.0	3.0	1.4	4.5	2.9	2.2	2.6p	7.9	23.2	2.7	22.9	10.4p
LU	3.1	16.8	na	6.1	-3523.8	-722.2	7466.2	-3.3	0.4	8.5	-0.2	-2.9	-0.6	0.8p	13.4	19.9	3.8	66.3	14.6p
HU	5.1	25.2	1.5	2.1	-4.2	-43.8	163.1	-3.8	-1.0	6.3	0.3	0.9	2.7	5.3p	9.1	45.5	3.0	18.0	9.4p
MT	6.8	19.0	0.6	12.3	248.0	32.2	1568.6	-8.5	0.3	21.5	2.0	-0.8	1.3	3.1p	4.5	17.5p	5.2	49.4	12.1p
NL	2.6p	20.3p	na	10.8	-14.0	-27.3	581.8	-1.5p	-0.8	-0.4	1.1p	0.3p	0.1p	1.9p	-1.8	23.6	4.8p	102.4p	16.1p
AT	2.4	23.9	3.2p	2.3	-5.0	0.9	67.4	-2.5	1.7	1.8	1.5	2.5	0.7	2.6p	4.7	19.6	4.5	49.6	11.4p
PL	5.1	18.2	1.2p	1.1	-16.9	2.8	47.8	-2.8	-3.0	23.2	3.8	3.6	4.8p	6.2p	-0.1	12.7	2.0	35.1	9.3p
PT	2.4p	17.6p	1.4p	1.4	-57.1	2.7	79.0	-2.5p	-0.3	7.2	4.8p	0.4p	0.1p	9.4p	-6.6	29.0	3.0p	66.9	11.0p
RO	4.0p	21.2p	na	-3.4	-3.9	3.1	44.0	-1.6p	-4.1	21.2	5.3p	2.0p	3.7p	5.3p	25.9	18.6	3.5p	16.0	9.3p
SI	4.1	19.2	2.0p	5.2	-1.9	2.8	39.1	-2.9	-0.4	18.0	2.6	3.2	0.9	6.0p	-0.3	22.5	2.1	27.0	8.2p
SK	4.0	21.2	0.8	-1.3	-16.5	2.4	69.2	-4.1	-0.4	1.1	-1.7	2.0	2.0	3.2p	3.9	21.3	3.4	42.1	9.5p
FI	1.7	23.7	2.8	-1.3	3.9	-1.9	48.9	-2.0	-1.4	-5.0	3.4	-1.2	-0.9	1.5p	1.9	2.9	7.3	65.4	16.1p
SE	2.3	25.9	3.3	1.7	-11.4	1.6	81.1	-1.3	-7.6	-8.2	-1.1	-0.3	0.4	1.0p	6.2	14.4	5.4	87.9	18.8p
UK	1.4	17.0	na	-4.5	4.9	1.3	83.9	-0.7	-16.2	-5.7	3.3	-4.3	0.2	1.2p	7.8	15.4	3.8	87.2	15.3p

Forkl.: d: Forskellige definitioner, e: Estimeret, p: Foreløbig.

1) Den officielle frist for indberetning af 2018-data vedrørende bruttoudgifter til FoU var den 31. oktober 2019, og dataene blev udtrukket den 25. oktober 2019. 2) Boligprisindeks e = anslået af EL's centralbank 3) Arbejdsproduktivitet for HR d: beskæftigelsesdata på basis af nationalbegreb i stedet for indenlandsbegreb.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender (real effektiv valutakurs), Den Europæiske Centralbank (konsolideret gearing i bankerne og misligholdte bruttolån, indelandske og udenlandske enheder) og Den Internationale Valutafond, WEO (verdenseksport af varer og tjenester)

Tabel 2.1 (fortsat): Supplerende indikatorer, 2018

År 2018	Beskæftigel-sesfrekvens (procentvis årlig ændring)	Erhvervsfrekvens % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (%)	Langtidsledighed % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (%)	Ungdomsar-bejdsløshed % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (%)	Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under almen eller faglig uddannelse % af den samlede befolkning i alderen 15-24		Personer i risiko for fattigdom eller social udstødelse % af den samlede befolkning		Personer i risiko for fattigdom efter sociale overførsler % af den samlede befolkning		Personer, der lider alvorlige materielle afsvan % af den samlede befolkning		Personer i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet % af den samlede befolkning i alderen 0-59	
					%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år
BE	1.4	68.6	2.9	15.8	9.2	-3.0	19.8	-1.3	16.4	1.5	4.9	-0.9	12.1	-2.8
BG	-0.1p	71.5	3.0	12.7	15.0	-4.3	32.8	-8.5	22.0	0.0	20.9	-13.3	9.0	-2.6
CZ	1.3	76.6	0.7	6.7	5.6	-1.9	12.2	-1.8	9.6	-0.1	2.8	-2.8	4.5	-2.3
DK	1.8	79.4	1.1	10.5	6.8	0.6	17.4	-0.3	12.7	0.5	3.4	-0.3	11.1	-0.5
DE	1.4	78.6	1.4	6.2	5.9	-0.3	18.7	-1.3	16.0	-0.7	3.1	-1.3	8.1	-1.7
EE	1.2	79.1	1.3	11.9	9.8	-1.0	24.4	0.2	21.9	0.3	3.8	-0.7	5.2	-1.4
IE	3.2	72.9	2.1	13.8	10.1	-4.2	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.7p	68.2	13.6	39.9	14.1	-3.1	31.8	-3.9	18.5	-2.9	16.7	-5.5	14.6	-2.2
ES	2.2p	73.7	6.4	34.3	12.4	-3.2	26.1	-2.5	21.5	-0.6	5.4	-1.0	10.7	-4.7
FR	1.0p	71.9	3.8	20.7	11.1	-0.9	17.4	-0.3	13.4	-0.2	4.7	0.2	8.0	-0.6
HR	1.8d	66.3	3.4	23.4	13.6	-4.5	24.8	-4.3	19.3	-0.7	8.6	-5.1	11.2	-3.2
IT	0.9	65.6	6.2	32.2	19.2	-2.2	27.3	-1.4	20.3	0.4	8.5	-3.0	11.3	-0.4
CY	4.1p	75.0	2.7	20.2	13.2	-2.1	23.9	-5.0	15.4	-0.8	10.2	-5.2	8.6	-2.3
LV	1.6	77.7	3.1	12.2	7.8	-2.7	28.4	-2.5	23.3	0.8	9.5	-6.9	7.6	-0.2
LT	1.4	77.3	2.0	11.1	8.0	-1.2	28.3	-1.0	22.9	0.7	11.1	-2.8	9.0	-0.2
LU	3.7	71.1	1.4	14.1	5.3	-0.9b	21.9	3.4	18.3	3.0	1.3	-0.7	8.3	2.6
HU	2.4	71.9	1.4	10.2	10.7	-0.9b	19.6	-8.6	12.8	-2.1	10.1	-9.3	5.7	-3.7
MT	5.4	74.7	1.1	9.1	7.3	-3.2	19.0	-4.0	16.8	0.2	3.0	-5.5	5.5	-3.7
NL	2.5p	80.3	1.4	7.2	4.2	-0.5	16.7	0.3	13.3	1.7	2.4	-0.2	8.6	-1.6
AT	1.7	76.8	1.4	9.4	6.8	-0.7	17.5	-0.8	14.3	0.4	2.8	-0.8	7.3	-0.9
PL	0.3p	70.1	1.0	11.7	8.7b	-2.3b	18.9	-4.5	14.8	-2.8	4.7	-3.4	5.6	-1.3
PT	2.3p	75.1	3.1	20.3	8.4	-2.9	21.6	-5.0	17.3	-2.2	6.0	-3.6	7.2	-3.7
RO	0.2p	67.8	1.8	16.2	14.5	-3.6	32.5	-4.9	23.5	-1.9	16.8	-5.9	7.4	-0.5
SI	3.2	75.0	2.2	8.8	6.6	-2.9	16.2	-3.0	13.3	-1.0	3.7	-2.1	5.4	-2.0
SK	2.0	72.4	4.0	14.9	10.2	-3.5	na	na	na	na	na	na	na	na
FI	2.6	77.9	1.6	17.0	8.5	-2.1	16.5	-0.3	12.0	-0.4	2.8	0.6	10.8	0.0
SE	1.9	82.9	1.2	16.8	6.1	-0.6	18.0	-0.6	16.4	0.1	1.6	0.5	9.1	0.4
UK	1.2	77.9	1.1	11.3	10.4	-0.7	na	na	na	na	4.6p	-1.5p	na	na

Forkl.: b: Ophold i tidsserien, d: Forskellige definitioner, p: Foreløbig.

1) Erhvervsfrekvensen for HR, d: beskæftigelsesdata på basis af nationalbegreb i stedet for indenlandsbegreb. 2) Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under almen eller faglig uddannelse for PL: ændringer i vægtning. 3) Den officielle frist for indberetning af 2018-data vedrørende indikatorerne for indkomstforhold og levevilkår (EU-SILC) var den 30. november 2019, og dataene er udtrukket den 25. oktober 2019.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat