EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Strasbourg den 17.12.2019
COM(2019) 651 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN

TILL EUROPAPARLAMENTET, RÅDET, EUROPEISKA CENTRALBANKEN OCH EUROPEISKA EKONOMISKA OCH SOCIALA KOMMITTÉN

Rapport om förvarningsmekanismen 2020

(utarbetad i enlighet med artiklarna 3 och 4 i förordning (EU) nr 1176/2011 om förebyggande och korrigering av makroekonomiska obalanser)

{SWD(2019) 630 final}

Rapporten om förvarningsmekanismen inleder den årliga cykeln för förfarandet vid makroekonomiska obalanser (obalansförfarandet). Syftet med obalansförfarandet är att upptäcka och rätta till obalanser som inverkar negativt på ekonomin "i en medlemsstat eller i den ekonomiska och monetära unionen, eller i unionen som helhet" (artikel 2.1 i förordning (EU) nr 1176/2011)[1].

Rapporten baseras på en ekonomisk avläsning av en resultattavla med utvalda indikatorer, kompletterade med ett större antal hjälpindikatorer, bedömningsverktyg och annan relevant information, för att upptäcka potentiella ekonomiska obalanser i medlemsstaterna som kan kräva politiska åtgärder. I rapporten fastställs vilka medlemsstater som måste omfattas av en fördjupad granskning för att bedöma om de makroekonomiska riskerna ökar eller minskar och för att slå fast om det föreligger obalanser eller alltför stora obalanser. Därefter genomför kommissionen fördjupade granskningar av de berörda medlemsstaterna med hänsyn till de diskussioner som har förts med Europaparlamentet och i rådet och Eurogruppen om rapporten. Enligt vedertagen praxis genomförs under alla omständigheter en fördjupad granskning för de medlemsstater där obalanser konstaterades i den förra omgången fördjupade granskningar. De fördjupade granskningarna inkluderas i landrapporterna och resultaten av dem beaktas i de landspecifika rekommendationerna inom den europeiska planeringsterminen för samordning av den ekonomiska politiken.

1. SAMMANFATTNING

Med denna rapport inleds den nionde årliga omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser (obalansförfarandet).[2] Syftet med förfarandet är att upptäcka obalanser som inverkar negativt på ekonomin i medlemsstaterna, den ekonomiska och monetära unionen eller unionen som helhet, och att driva på lämpliga politiska åtgärder. För att säkerställa överenstämmelse med analyser och rekommendationer som utfärdas med hjälp av andra verktyg för övervakning av ekonomin är genomförandet av obalansförfarandet en integrerad del av den europeiska planeringsterminen. Den årliga strategin för hållbar tillväxt, som antas samtidigt som denna rapport, ger en överblick över det ekonomiska och sociala läget i Europa och fastställer övergripande politiska prioriteringar för EU.

I denna rapport fastställs vilka medlemsstater som måste omfattas av fördjupade granskningar för att bedöma om de har obalanser som kräver politiska åtgärder.[3] Rapporten är ett verktyg för att kartlägga ekonomiska obalanser och offentliggörs i början av den årliga cykeln för samordning av den ekonomiska politiken. Rapporten baseras framför allt på en ekonomisk avläsning av en resultattavla med indikatorer och vägledande tröskelvärden samt ett antal hjälpindikatorer. I avsnitt 2 analyseras vad medlemsstaternas obalanser får för konsekvenser för euroområdet som helhet och om det krävs ett samordnat politiskt agerande med tanke på de inbördes beroendeförhållandena inom euroområdet.[4] I

[1] [Om Förenade kungariket lämnar Europeiska unionen i enlighet med avtalet om Förenade konungariket Storbritannien och Nordirlands utträde ur Europeiska unionen och Europeiska atomenergigemenskapen (nedan kallat *utträdesavtalet*, EUT C 384 I, 12.11.2019, s. 1) kommer unionsrätten att fortsätta att vara tillämplig på och i Förenade kungariket under den övergångsperiod som fastställs i utträdesavtalet.]

[2] Till rapporten hör en *statistikbilaga* som innehåller en stor mängd statistik som utgör underlag för rapporten.

[3] Se artikel 5 i förordning (EU) nr 1176/2011.

[4] I rapporten om färdigställandet av EMU från den 22 juni 2015 föreslog Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi och Martin Schulz att obalansers följder för euroområdet som helhet skulle ägnas större uppmärksamhet. Inbördes beroendeförhållanden och systemomfattande konsekvenser av obalanser tas upp i förordning nr 1176/2011, i vilken obalanser definieras som "alla trender som leder till en

just detta avseende kompletterar analysen i denna rapport bedömningen i Europeiska kommissionens arbetsdokument ”Analysis of the Euro Area economy”, som åtföljer kommissionens rekommendation till rådets rekommendation om den ekonomiska politiken i euroområdet.

Analysen i denna rapport görs mot en bakgrund av förändrade ekonomiska utsikter, där den ekonomiska expansionen håller på att försvagas och inflationsförväntningarna har reviderats ned. Enligt Europeiska kommissionens ekonomiska höstprognos 2019 kommer tillväxten i BNP i fasta priser att uppgå till 1,4 % i EU och 1,1 % i euroområdet 2019, vilket är en avmattning jämfört med motsvarande siffror på 2 % respektive 1,9 % 2018. År 2020 förväntas BNP öka med 1,4 % i EU och 1,2 % i euroområdet. Sedan slutet av 2018 har uppgifter pekat på en inbromsning, framför allt när det gäller nettoexport och tillverkningsindustrins produktion. Till följd av ett alltmer osäkert handelspolitiskt klimat har nedgången har varit särskilt tydlig i stora euromedlemsstater som är mer exponerade för handel[5]. Inflationsförväntningarna har sjunkit avsevärt, vilket fick penningpolitiska myndigheter att andra halvåret 2019 vidta åtgärder för att motverka en begynnande nedgång i produktion och priser. Obligationsräntorna vände nedåt, i synnerhet på längre löptider. Trots att den samlade inflationen och produktivitetstillväxten gått ned på senare tid har löneutvecklingen accelererat något sedan 2018 i takt med att arbetsmarknaderna blivit stramare.

Ett gynnsamt ekonomiskt läge har gjort att befintliga makroekonomiska obalanser gradvis har korrigerats. Efter en omfattande skuldnedväxlingsprocess efter krisen har flera ”flödesobalanser” och ohållbara trender korrigerats (framför allt stora bytesbalansunderskott, en alltför snabb kredittillväxt som eldar på bostadspriserna och en snabb enhetsarbetskostnadsutveckling som leder till försämrad kostnadskonkurrenskraft). Korrigeringen av sårbarheter knutna till ”stockobalanser” (hög skuldsättning inom den privata och den offentliga sektorn, samt gentemot utlandet) har kommit igång senare och gått långsammare, men skuldkvoterna har följt en stadigare nedgång i takt med den ekonomiska expansionen och de senaste årens tilltagande prisökningstakt. Den tilltagande ekonomiska aktiviteten har på senare tid samtidigt följts av en stadig uppgång i enhetsarbetskostnader och bostadspriser i flera medlemsstater.

De förändrade utsikterna kan leda till att befintliga obalanser korrigeras långsammare eller till att nya risker uppstår i ett läge med krympande utrymme att hantera störningar med hjälp av politiska åtgärder. Nedåtriskerna för de ekonomiska utsikterna handlar framför allt om handelsspänningar och störningar i globala värdekedjor, att nedgången på tillväxtmarknader blir större än väntat och att de geopolitiska spänningarna förvärras.[6] Den nominella tillväxten förväntas avta och därmed inte stötta skuldminskningen i lika hög grad. Den kraftiga räntenedgången innebär lägre räntekostnader men medför samtidigt utmaningar i form av svagare incitament att skuldnedväxla, eventuellt ett alltför stort risktagande till följd av jakten på avkastning och minskad lönsamhet för finansinstitut i ett läge med flackare avkastningskurvor[7]. Utrymmet för penningpolitiken att hantera policystörningar krymper och möjligheten att dämpa störningar via privat och offentligt sparande varierar betydligt inom EU och begränsas av höga skuldkvoter i ett ganska stort antal medlemsstater.

---

makroekonomisk utveckling som inverkar negativt på, eller skulle kunna inverka negativt på, ekonomin i en medlemsstat eller i den ekonomiska och monetära unionen, eller i unionen som helhet”.

[5] World Trade Uncertainty Index visar en betydande ökning i stora europeiska ekonomier och även i andra större ekonomiska områden. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

[6] Se även Internationella valutafonden, *World Economic Outlook*, oktober 2019. Europeiska kommissionen (2019), europeisk ekonomisk prognos, hösten 2019, *Institutional paper 115*, november 2019.

[7] Se även Bank of International Settlements, *Annual Economic Report*, juni 2019, och, Internationella valutafonden, *Global Financial Stability Report*, april 2019.

Den övergripande analysen i denna rapport leder till följande slutsatser:

- **Bytesbalanssaldona har skiftat något nedåt inom hela EU 2018. Underskott fortsätter att utgöra undantag medan stora överskott kvarstår.** Länder som tidigare haft stora bytesbalansöverskott har för närvarande i stort sett balanserade bytesbalanser, medan vissa medlemsstater fortfarande har stora och ihållande överskott som är större än vad som kan motiveras av fundamenta. En inbromsning av handeln, en motståndskraftig inhemsk efterfrågan och stigande oljepriser har påverkat bytesbalanserna över hela linjen.

- **Finansiella nettoutlandsställningar har förbättrats snabbare, men flera medlemsstater har fortfarande stora skulder gentemot utlandet** Sunda bytesbalanspositioner och fortsatt nominell tillväxt har på senare år bidragit till att skulderna gentemot utlandet i förhållande till BNP har minskat. Tack vare positiva värderingseffekter har nettolåntagares finansiella nettoutlandsställning även förbättrats snabbare än tidigare , men det är möjligt att dessa förbättringar inte blir långvariga. I flera EU-länder är den finansiella nettoutlandsställningen fortfarande till övervägande delen negativ och det finns en risk att de senaste bytesbalansresultaten inte är tillräckliga för att förbättra dessa skuldstockar gentemot utlandet i lämplig takt. Parallellt med detta har stora nettolångivare uppvisat alltmer positiva finansiella nettoutlandsställningar till följd av stora bytesbalansöverskott.

- **Enhetsarbetskostnaderna har stigit snabbare i många medlemsstater till följd av både en accelererande löneutveckling och lägre produktivitetstillväxt.** En starkare lönetillväxt noteras i hela EU i ett läge där arbetsmarknaderna har blivit stramare. Den snabbare enhetsarbetskostnadsutvecklingen är dessutom i allt högre grad kopplad till en lägre produktivitetstillväxt. I några få fall – framför allt i central- och östeuropeiska samt baltiska länder – är den markanta ökningen i enhetsarbetskostnader en fortsättning på den trend som inleddes för några år sedan. Den beror på en stigande efterfrågan på arbetskraft i kombination med kompetensgap och flaskhalsar i arbetskraftsutbudet i ekonomier med längre lönenivåer än genomsnittet. På senare tid har enhetsarbetskostnadsutvecklingen i mindre grad börjat accelerera även i euroländer. Även om enhetsarbetskostnaderna har ökat snabbare i långivarländer än i låntagarländer krymper denna skillnad, vilket leder till att kostnadskonkurrenskraften inte bidrar lika mycket till en mer symmetrisk ombalansering.

- **Reala effektiva växelkurser har apprecierat.** Reala effektiva växelkurser har sedan 2016 apprecierat i flera länder mot bakgrund av accelererande enhetsarbetskostnader och nominella apprecieringar. Detta följer på flera år av sjunkande relativa kostnader och priser i många medlemsstater till följd av de nominella växelkursernas depreciering och en dämpad kostnads- och prisökningstakt jämfört med konkurrenterna. Den förskjutning från den inhemska sektorn till den exporterande sektorn som ägde rum i låntagarländerna under flera år efter krisen håller på att bromsa in, upphöra eller vända.

- **Skuldnedväxlingen inom den privata sektorn drivs främst av tillväxten i BNP i löpande priser, men har avtagit i fråga om hushållens skulder.** Nettosparandet inom den privata sektorn har minskat och sjunkande skuldkvoter beror i allt högre grad på tillväxten i BNP i löpande priser. Takten i skuldnedväxlingen har avtagit till följd av både minskat sparande och en långsammare BNP-tillväxt. Särskilt hushållen har i allt fler medlemsstater ökat sin upplåning. Även om skuldnedväxling har ägt rum i de flesta av de länder som har höga skuldkvoter har de privata skuldkvoterna ändå ökat i ett fåtal högt skuldsatta länder. Den offentliga skuldsättningen har fortsatt att minska i de flesta medlemsstater, men i ett fåtal högt skuldsatta länder har någon minskning antingen inte skett eller varit begränsad. Statsobligationsräntorna sjönk dock markant under 2019, även för de mest skuldsatta statliga låntagarna.

- **Motståndskraften hos EU:s banksektor har stärkts, men vissa utmaningar kvarstår.** Kapitaliseringskvoterna har upphört att öka från nivåer som legat över de lagstadgade kraven. Avkastningen på eget kapital har också stabiliserats efter förbättringar de senaste åren. Andelen nödlidande lån har sjunkit avsevärt de senaste åren och stora minskningar av mängden skräplån sker numera bara i länder som har höga andelar nödlidande lån. Utmaningar kvarstår dock i flera EU-länder som fortfarande dras med relativt låga kapitaliserings- och lönsamhetskvoter och höga andelar nödlidande lån. De förändrade utsikterna, som kännetecknas av ett långvarigt lågränteläge och svagare ekonomisk tillväxt, spär på dessa utmaningar.

- **Bostadspriserna fortsatte att stiga snabbt under 2018, men prisutvecklingen svalnade i områden där det finns tydligare tecken på övervärdering.** Bostadspriserna fortsatte att stiga under 2018 och är i allt fler länder högre än toppnivåerna i mitten av 2000-talet och sannolikt övervärderade. Bostadspriserna steg emellertid mest i EU-länder där det hittills funnits begränsade tecken på övervärdering. I länder där det har funnits en större oro för övervärdering och hushållen har en hög skuldsättning har prisutvecklingen däremot i många fall bromsat in. I vissa länder verkar nya bolån öka, vilket kan leda till att bostadsprisutvecklingen accelererar ytterligare framöver.

- **Arbetsmarknadsläget fortsatte att förbättras och arbetslösheten har minskat i samtliga medlemsstater.** Arbetslösheten har minskat ytterligare i hela EU, i synnerhet bland unga människor och långtidsarbetslösa. Det stramare arbetsmarknadsläget märktes i viss grad i en starkare löneutveckling även i euroländerna. Efter återhämtningen var reallöneutvecklingen dock långsammare än produktivitetsutvecklingen fram till 2017 och en vändning inträffade först 2018. Även om arbetskraftens stigande inkomster tack vare ökad sysselsättning och löneutveckling har lett till en ökad inhemsk efterfrågan, finns det få tecken på att löneökningarna har lett till prisinflation[8].

En ombalansering av både under- och överskott i bytesbalanserna i euroområdet är ytterst angelägen i det nuvarande ekonomiska läget och skulle gynna alla medlemsstater. Euroområdets bytesbalansöverskott beräknas minska gradvis i en situation med vikande exportefterfrågan, även om det kommer att ligga nära sin toppnivå och vara högre än vad som stämmer överens med ekonomiska fundamenta. Euroområdets överskott har växt på grund av den starka exportutvecklingen och den omfattande skuldnedväxlingen inom flera sektorer av ekonomin, även i länder med små och inga behov av skuldnedväxling. Minskningen på senare tid beror främst på en svagare världshandel och ett högre underskott i energibalansen. Argumenten för en symmetrisk ombalansering inom hela euroområdet är desto starkare i det nuvarande ekonomiska läget, eftersom det skulle göra det lättare att få bukt med låginflations- och lågränteläget och minska beroendet av efterfrågan från utlandet. Mot denna bakgrund krävs att euroländernas politik kombineras på lämpligt sätt för att ta hänsyn till inbördes beroenden och spridningseffekter. Även om många låntagarländer tidigare har korrigerat sina stora bytesbalansunderskott, håller deras bytesbalanspositioner nu på att försvagas och de stora stockarna av utländska och inhemska skulder kräver fortsatt sunda bytesbalanssaldon och en lämplig skuldminskningstakt, samtidigt som det krävs reformer som ökar potentialen för BNP-tillväxt. Låntagarländer bör ta chansen att skaffa finansiering till låg ränta och fortsätta att öka sina offentliga och privata investeringar. Om den gynnsamma offentligfinansiella ställningen används för att stödja investeringar och andra produktiva utgifter i dessa länder, skulle detta även göra tillväxtutsikterna mindre beroende av utländsk efterfrågan och främja en ombalansering inom euroområdet.

[8] I ruta 1 sammanfattas den senaste sysselsättningsutvecklingen och sociala utvecklingen inom EU.

Källorna till potentiella obalanser är i stort sett desamma som i rapporten om förvarningsmekanismen 2019, men utsikterna tycks i flera avseenden ha försämrats. Stockpositioner gentemot utlandet har förbättrats i snabbare takt i ett läge med gynnsamma ekonomiska förhållanden, men ytterligare förbättringar försvåras av svagare bytesbalanser och lägre tillväxt i BNP i löpande priser. De stora bytesbalansöverskotten kvarstår, samtidigt som konkurrenskraftsutvecklingen inte ger samma draghjälp åt ombalansering och reala effektiva apprecieringar blir allt vanligare. Skuldnedväxlingen inom den privata sektorn går långsammare, även i vissa fall där skuldsättningen redan är hög, och har blivit alltmer beroende av tillväxten i BNP i löpande priser. Svagare utsikter för den nominella tillväxten väcker frågan om skuldnedväxlingen kan fortsätta i högt skuldsatta länder utan ökat privat eller offentligt sparande eller bättre BNP-tillväxtpotential. Efter stora förbättringar under flera år har situationen inom finanssektorn stabiliserats, men nya utmaningar kan uppstå framöver till följd av lågränteläget. Bostadsprisutvecklingen är fortsatt stark och bostadspriserna ligger i allt fler EU-länder på rekordhöga nivåer. Även om prisutvecklingen bromsar in på övervärderade marknader kan uppgången i bostadskrediter i vissa länder leda till att den starka bostadsprisutvecklingen blir självbärande.

Potentiella källor till obalanser samverkar enligt flera typologier. Flera medlemsstater påverkas av många olika och inbördes sammankopplade sårbarheter på skuldsidan, vilket i viss grad kan bero på läget inom finanssektorn. I ett fåtal medlemsstater beror sårbarheterna huvudsakligen på en stor och ihållande offentlig skuldsättning i kombination med svag produktivitet och konkurrenskraft, vilket tynger ned tillväxtpotentialen. Vissa medlemsstater har stora och långvariga bytesbalansöverskott. För en del medlemsstater finns det en oro kopplad till utvecklingstendenserna för kostnadskonkurrenskraften som eventuellt kan leda till sämre utrikesbalans. I ett fåtal medlemsstater är de största utmaningarna kopplade till utvecklingstendenserna när det gäller bostadspriser, i vissa fall i kombination med en hög skuldsättning inom hushållssektorn.

Kommande utmaningar kräver att övervakningen inom obalansförfarandet har en långsiktig inriktning. Med tanke på att de flesta flödesobalanser har korrigerats och att stockobalanserna successivt minskar börjar övervakningen inom ramen för obalansförfarandet mer och mer inriktas på eventuellt ohållbara trender som kan utkristallisera sig på medellång sikt. Samtidigt innebär det förändrade ekonomiska läget, inklusive de risker som mestadels beror på det ekonomiska läget utanför euroområdet och EU, att det blir desto viktigare att även bedöma obalanser ur ett euroområdes- och EU-perspektiv.

För flera medlemsstater som identifieras i denna rapport kommer mer detaljerade och ingående analyser att ingå i de fördjupade granskningarna. De fördjupade granskningarna kommer på samma sätt som i de senaste årscyklerna att ingå i de landspecifika rapporterna. För de fördjupade granskningarna kommer kommissionen att basera sina analyser på en stor samling data och relevant information och bedömningsramar som kommissionen har utvecklat tillsammans med rådets kommittéer och arbetsgrupper. Analyserna i de fördjupade granskningarna kommer att utgöra underlag för fastställandet av om medlemsstaterna har obalanser eller alltför stora obalanser, samt för eventuella uppdateringar i de landspecifika rekommendationerna.[9] Länder som konstateras ha obalanser eller alltför stora obalanser omfattas, och kommer även framöver att omfattas, av särskild övervakning för att säkerställa att de åtgärder som vidtas enligt obalansförfarandet fortlöpande följs upp.

Fördjupade granskningar kommer att genomföras av de medlemsstater som redan har konstaterats ha obalanser eller alltför stora obalanser. Enligt vedertagen praxis kommer fördjupade

[9] Artikel 6 i förordning (EU) nr 1176/2011.

granskningar att göras för att bedöma om de befintliga obalanserna håller på att minska, kvarstår eller förvärras, samt även undersöka vilka korrigerande åtgärder som har vidtagits. Fördjupade granskningar planeras därför för de 13 medlemsstater som har konstaterats ha obalanser och alltför stora obalanser mot bakgrund av slutsatserna i de fördjupade granskningarna i februari 2019.[10] Tio medlemsstater har för närvarande konstaterats ha obalanser (**Bulgarien, Frankrike, Irland, Kroatien, Nederländerna, Portugal, Rumänien, Spanien, Sverige** och **Tyskland**), medan **Cypern, Grekland** och **Italien** har konstaterats ha alltför stora obalanser.

På grundval av analysen i denna rapport anser kommissionen inte att det är nödvändigt att göra fördjupade granskningar för andra medlemsstater. Rapporten pekar inte på några betydande ytterligare risker som skulle motivera en ny fördjupad granskning för någon av de medlemsstater som inte konstaterats ha obalanser eller alltför stora obalanser under den senaste årscykeln av obalansförfarandet. Rapporten pekar däremot på att det behövs en **noggrann övervakning i de kommande landspecifika rapporterna** av flera utvecklingstendenser som kan innebära makroekonomiska risker om de blir långvariga. Det handlar om enhetsarbetskostnader och konsekvenserna för konkurrenskraften i förhållande till omvärlden i flera medlemsstater (Estland, Lettland, Litauen, Slovakien, Tjeckien och Ungern) och för bostadsmarknader och hushållens skuldsättning (Belgien, Danmark, Finland, Förenade kungariket, Luxemburg, Slovakien, Slovenien, Tjeckien, Ungern och Österrike)[11].

2. EUROOMRÅDESDIMENSIONEN AV MAKROEKONOMISKA OBALANSER

Saldot i euroområdets bytesbalans har slutat stiga men ligger fortfarande på mycket höga nivåer. Från att före krisen i stort sett ha uppvisat balans steg saldot i euroområdets bytesbalans till som högst 3,2 % av BNP år 2016. Sedan dess har värdet sjunkit obetydligt till 3,1 % av BNP 2018 (diagram 1).[12] Euroområdets bytesbalansöverskott är fortfarande världens största och uppskattas vara större än vad som kan förväntas sett till ekonomiska fundamenta (omkring 1,7 % av euroområdets BNP 2018).[13] Det är framför allt ett resultat av de stora överskotten i Tyskland och Nederländerna, vars kombinerade utrikesbalanser stod för 2,8 % av euroområdets BNP 2018. Med oförändrad politik förväntas

[10] Se Europeiska planeringsterminen 2019: Bedömning av framstegen med strukturreformer, förebyggande och korrigering av makroekonomiska obalanser samt resultatet av de fördjupade granskningarna enligt förordning (EU) nr 1176/2011 – COM(2019) 150 final, 27.2.2019.

[11] I september 2019 utfärdade Europeiska systemrisknämnden (ESRB) landspecifika varningar och rekommendationer om sårbarheter på medellång sikt i bostadsfastighetssektorn till nio medlemsstater: rekommendationer till Belgien, Danmark, Finland, Luxemburg, Nederländerna och Sverige, samt varningar till Frankrike, Tjeckien och Tyskland. När det gäller det förstnämnda gruppen länder, hade alla redan fått varningar av ESRB i november 2016, vilket även gällde Österrike och Förenade kungariket. Enligt förordningen om obalansförfarandet (förordning (EU) nr 1176/2011) ska kommissionen ta hänsyn till varningar och rekommendationer som ESRB riktar till medlemsstater som är föremål för fördjupade granskningar.

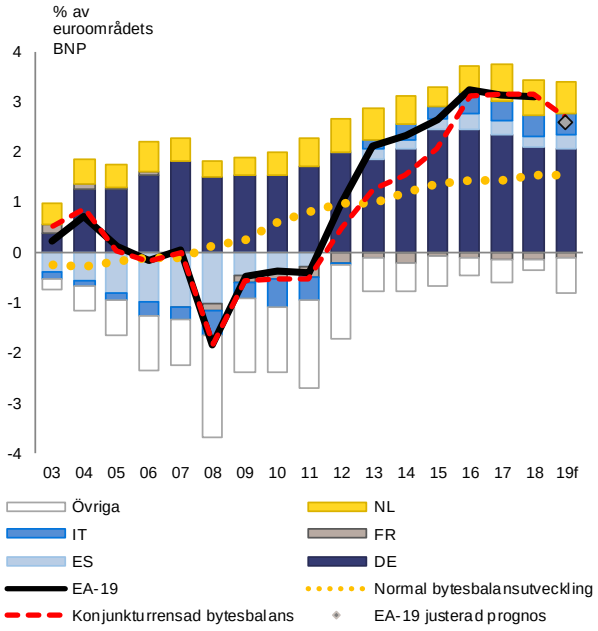
[12] De siffror avseende euroområdets bytesbalans som nämns och används här avser euroområdets ”justerade” bytesbalans i förhållande till resten av världen (baserat på euroområdets betalningsbalansstatistik), som visar en aggregerad bytesbalans för euroområdet på 3,1 % av BNP 2018 och överensstämmer med de bytesbalanser som rapporteras av medlemsstaterna (i enlighet med det ”gemensamma konceptet”). Summan av medlemsstaternas samlade bytesbalanser uppgår dock till 4 % av euroområdets BNP (betalningsbalanssiffror) och 3,8 % av BNP (nationalräkenskapsstatistik) på grund av asymmetrier i de saldon inom euroområdet som rapporteras av olika nationella statistikmyndigheter. Siffror för euroområdet som rapporterats på grundval av både betalningsbalans- och nationalräkenskapsstatistik reviderades i oktober 2019. Detta påverkade i stort sett inte resultatet för 2018 men innebar att euroområdets bytesbalans för åren 2009–2015 i huvudsak reviderades ned.

[13] IMF (*External Sector Report 2019*) menar också att ”normalutvecklingen” för euroområdets bytesbalans bör vara omkring 1,6 % av BNP.

euroområdets justerade bytesbalansöverskott enligt Europeiska kommissionens höstprognos 2019 minska till 2,7 % av BNP 2019 och ytterligare till 2,5 % av BNP 2020.

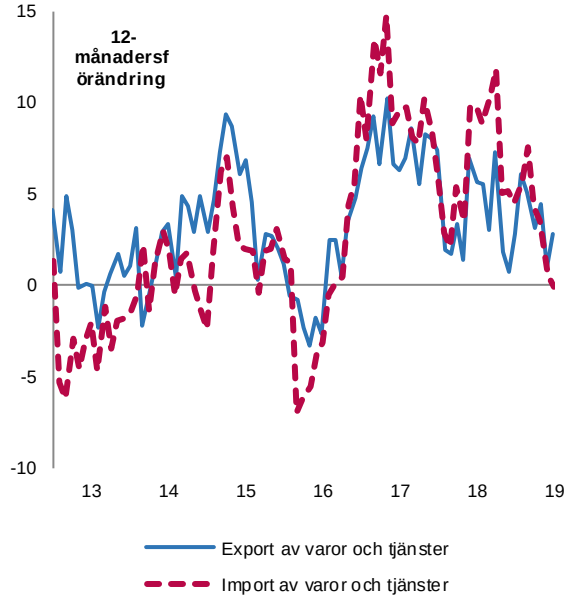
Den fortsatta minskningen av euroområdets överskott beror främst på en svagare handelsbalans. Det var främst energibalansen som bidrog till att minska saldot i bytesbalansen mellan 2016 och 2018 till följd av stigande oljepriser. Energibalansen uppvisade ett underskott på -1,7 % av BNP 2017, som ökade till -2,1 % av BNP 2018, medan resterande varubalans varit i stort sett stabil i förhållande till BNP på 4,6 %. En global nedgång i tillväxt och handel sedan mitten av 2018, ökad osäkerhet om det handelspolitiska klimatet under en längre tid och eurons appreciering i effektiva termer 2018 är orsakerna till den lägre ökningstakten i både euroområdets import och dess export. Månadsuppgifter visar att euroområdets export och import av varor i förhållande till resten av världen minskade ytterligare under 2019 (diagram 2). Flera faktorer kan komma att bidra till en ytterligare försämring av euroområdets bytesbalans framöver, bland annat en relativ försvagning av konjunkturen i andra delar av världsekonomin, ökande effekter av en restriktiv handelspolitik eller att oljepriserna stiger till följd av geopolitiska spänningar.

Diagram 1: Euroområdets bytesbalans: fördelning på länder



Källa: Eurostat Balance of Payments, Europeiska kommissionens ekonomiska höstprognos 2019.

Diagram 2: Euroområdets handel med resten av världen

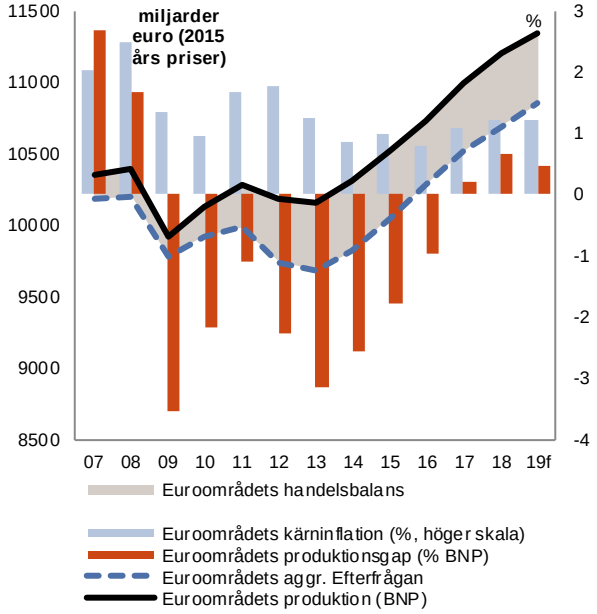


Källa: Eurostats statistik över utlandshandel.
Anm. Säsongrensade uppgifter, löpande priser.

Orsakerna till att euroområdets bytesbalansöverskott har minskat något på senare tid är inte samma orsaker som tidigare fick det att växa. Euroområdets bytesbalansposition utvecklades till ett överskott efter finanskrisen 2008 på grund av den kraftiga korrigeringen av stora underskott till följd av vändningen av gränsöverskridande finansiella flöden, och växte ytterligare när skuldkrisen spred sig till Spanien och Italien och därmed pressade den inhemska efterfrågan i dessa länder. Parallellt med detta växte Tysklands stora bytesbalansöverskott successivt i ett läge där den inhemska efterfrågan ökade långsammare än produktionen och en skuldnedväxling pågick inom alla sektorer av ekonomin. Att euroområdets överskott har vuxit mellan finanskrisen och 2016 beror sammantaget främst på den utbredda skuldnedväxlingsprocess som satte igång inom den privata sektorn och sedan spred sig till den

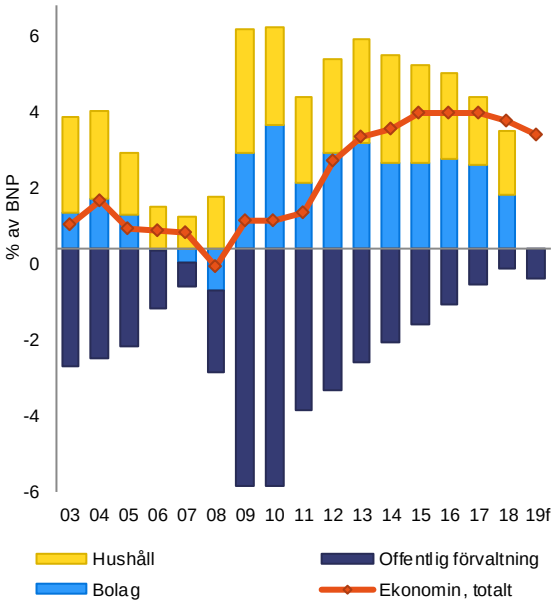
offentliga sektorn när skuldkrisen förvärrades 2011. Sedan 2017 har euroområdets överskott minskat, vilket huvudsakligen beror på minskade överskott i Tyskland och, i mindre utsträckning, Italien och Spanien – länder som är förhållandevis stora exportörer av industrivaror och beroende av importerad kolvätebaserad energi. Den senaste utvecklingen av euroområdets bytesbalans verkar inte bero på någon större ”skulduppväxling”, utan snarare på en minskad nettoexport till följd av nedgången i världshandeln och en ökade energikostnader. Minskningen av euroområdets överskott mellan 2017 och 2018 syns främst i icke-finansiella bolags minskade finansiella sparande, som sedan 2013 varit positivt. Den senaste nedgången i bolagens nettosparande uppvägde att den offentliga sektorns nettoupplåningsposition förbättrades under samma period (diagram 4).

Diagram 3: Euroområdets produktion, inhemska efterfrågan, nettoexport och kärninflation



Källa: Ameco[14].

Diagram 4: Euroområdets finansiella sparande fördelat på sektor



Källa: Eurostat

Låginflations- och lågränteläget medför flera utmaningar. Penningpolitiska myndigheter i både euroområdet och andra viktiga ekonomiska områden i världen har vidtagit åtgärder för att motverka den begynnande nedgången i produktion och det skifte nedåt i inflationsförväntningarna som ägde rum 2019, vilket är en helomvändning från den politik mot stramare villkor som tidigare kommunicerats. Obligationsräntorna har skiftat till negativa nivåer, med sjunkande avkastningar särskilt på avkastningskurvornas långa ände och krympande räntespreadar för mer riskfyllda obligationer. Kärninflationen ligger fortfarande under penningpolitiska myndigheters mål. Euroområdets produktionsgap beräknas krympa långsamt efter att ha blivit positivt 2017 efter en utdragen period med dämpad efterfrågan och negativa produktionsgap (diagram 3). Även om den lägre nominella tillväxten gör det svårare att skuldnedväxla framöver innebär lågränteläget att kostnaden för lånat kapital blir lägre. De långa räntorna är emellertid historiskt låga, vilket även det medför flera potentiella utmaningar: incitament att kringgå regleringsbegränsningar och jaga avkastning i riskfyllda investeringar, underskattning av kreditrisk och svagare incitament att minska en hög skuldsättning till

[14] Observera att även om skillnaden mellan BNP och inhemsk efterfrågan per definition bör motsvara handelsbalansen är uppgifterna inte helt överensstämmande på grund av rapporteringsskillnader inom euroområdet (se fotnot **Error! Bookmark not defined.**).

följd av pressade spreadar, och minskad lönsamhet i reglerade finansinstitut, framför allt banker och försäkringsbolag till följd av flacka avkastningskurvor.[15]

Ombalanseringen inom euroområdet är fortfarande ofullständig och får inte lika mycket draghjälp från konkurrenskraftsutvecklingen. Medan merparten av de stora bytesbalansunderskotten har korrigerats kvarstår stora överskott i ett antal euroländer. Länder som har haft stora underskott kännetecknas fortfarande av en mycket negativ finansiell nettoutlandsställning som i regel kombineras med stora privata eller offentliga skuldstockar, vilket innebär sårbarheter. Efter finanskrisen har en anpassning av relativa kostnader och priser främjat en ombalanseringsprocess. Enhetsarbetskostnader har ökat i snabbare takt i långivarländerna än i låntagarländerna och därmed vänt den utveckling som ägde rum före finanskrisen. Denna trend kvarstår men skillnaderna mellan relevanta ländergrupper tycks inte vara lika markanta (diagram 5)[16]. Att arbetsmarknaderna blivit stramare även i låntagarländer medför en snabbare löneutveckling och med en kostnadskonkurrenskraft som minskat ytterligare till följd av den långsammare produktivitetsutvecklingen även lägre kapital-arbetskraftskvoter. Konkurrensförmågan, mätt genom BNP-deflatorer uttryckta i köpkraftspariteter i förhållande till konkurrenterna (diagram 6), har ett löst förhållande till externa balanser och ombalanseringsbehov.[17] Andelen exportvaror av det totala förädlingsvärdet har motsvarat anpassningen av relativa priser: andelen har vuxit efter krisen i länder som tidigare hade stora underskott, men denna process håller på att bromsa in eller vända.[18]

En ombalansering av både under- och överskott i bytesbalanserna i euroområdet är ytterst angelägen i det nuvarande ekonomiska läget och skulle gynna alla medlemsstater. Om låntagarländerna ska kunna minska sina stora stockar av utländska och inhemska skulder måste de ha sunda bytesbalanssaldon och säkerställa en lämplig takt i skuldminskningen men samtidigt behålla målet att stärka tillväxtpotentialen. En förbättring av produktivitetsutsikterna, särskilt genom riktade investeringar och reformer som främjar total faktorproduktivitet, behövs inom hela euroområdet men framför allt i låntagarländer eftersom detta är avgörande både för hållbara skuldstockar och för att se till att den relativa konkurrenskraftsutvecklingen bidrar till mer ombalansering. Omvänt gäller att en ytterligare ökning av offentliga och privata investeringar skulle öka den potentiella tillväxten, göra tillväxtutsikterna i dessa länder mindre beroende av utländsk efterfrågan och stödja inhemsk efterfrågan och därmed en ombalansering inom euroområdet. I det nuvarande ekonomiska läget skulle även finanspolitiska impulser i länder med stora överskott och en gynnsam offentligfinansiell ställning göra det lättare att få bukt med låginflations- och lågräntеläget och stötta nominell tillväxt, samt på så sätt främja skuldnedväxling och ombalansering av låntagarländernas positioner.

Diagram 5: Enhetsarbetskostnadsutveckling i euroområdet

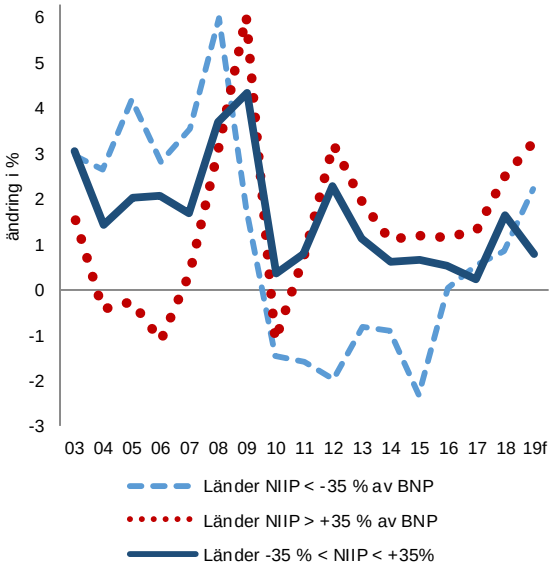
Diagram 6: Reala effektiva växelkurser, baserat på BNP-deflatorer

[15] Till exempel ECB, Financial Stability Review, maj 2018, maj 2019.

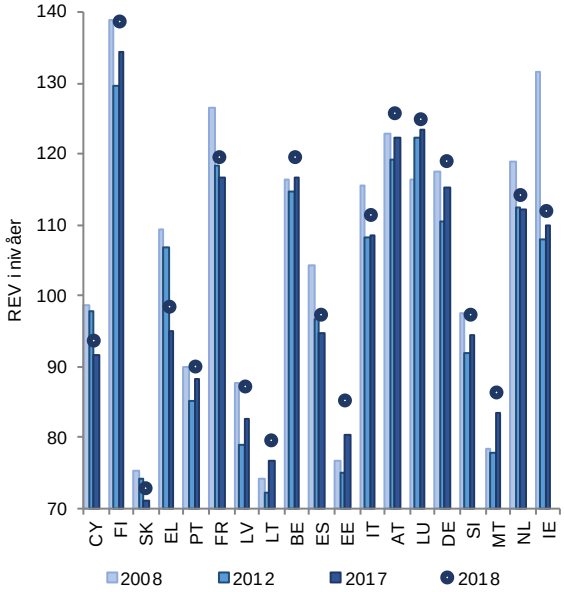
[16] År 2019 ersattes det franska skatteavdraget för sysselsättning och konkurrenskraft (”CICE”) med en permanent sänkning av arbetsgivarnas socialförsäkringsavgifter första kvartalet, vilket innebär en betydande minskning av arbetskraftskostnaderna i Frankrike som syns i förändringen i enhetsarbetskostnader för gruppen länder vars utländska nettoutlandsställning ingår i ”mellangruppen” i diagram 5.

[17] Diagram 6 visar länder ordnade efter bytesbalans.

[18] Uppgifterna baseras på andelen för jordbruk, tillverkningsindustri samt handels-, transport- och kommunikationstjänster i förhållande av det totala förädlingsvärdet. Indikatorn tar inte hänsyn till att tjänster i allt högre grad kan exporteras och att deras andel av det totala förädlingsvärdet ökar.



Källa: Ameco
Anm. Länder med en finansiell nettoutlandsställning (NIIP) > +35 % av BNP är DE, LU, NL, BE, MT. Länder med NIIP mellan 35 % och -35 % av BNP är FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Övriga länder ingår i gruppen NIIP < -35 % av BNP. Indelningen av länder baseras på genomsnittlig NIIP under perioden 2016–2018. Långivarländerna hade i genomsnitt ett bytesbalansöverskott under samma period. Siffrorna gäller BNP-viktade genomsnitt för de tre ländergrupperna.



Källa: Kommissionens beräkningar på grundval av uppgifter från Eurostat och IMF.
Anm. Reala effektiva växelkurser (REV) beräknas på grundval av BNP-deflatorkvoten gentemot konkurrenter, uttryckt i köpkraftspariteter (och utifrån antagandet US=100). Ländervikterna är desamma som vid beräkningen av REV-index (42 konkurrenter).

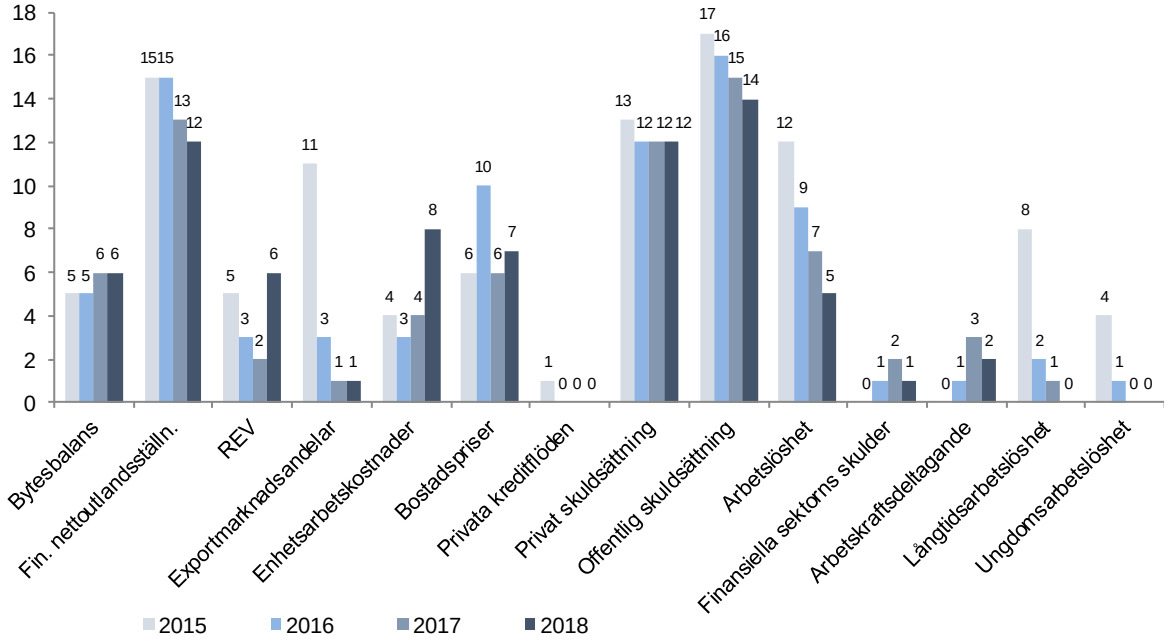
3. OBALANSER, RISKER OCH ANPASSNING: DEN VIKTIGASTE HÄNDELSEUTVECKLINGEN I LÄNDERNA

Rapporten om förvarningsmekanismen bygger på en ekonomisk avläsning av resultattavlan med indikatorer, **som fungerar som ett filter för att upptäcka de första tecknen på möjliga risker och sårbarheter**. Resultattavlan omfattar 14 indikatorer med vägledande tröskelvärden på följande områden: utlandsställning, konkurrenskraft, privat skuldsättning, bostadsmarknader, banksektor och sysselsättning. Den bygger på faktiska värden av god statistisk kvalitet för att säkerställa statistisk stabilitet och jämförbarhet mellan länderna. Resultattavlan som denna rapport bygger på gäller statistik fram till 2018. I enlighet med förordningen om obalansförfarandet (förordning (EU) nr 1176/2011) ska resultattavlan inte avläsas mekaniskt i de bedömningar som ingår i rapporten om förvarningsmekanismen, utan i stället bli föremål för en ekonomisk avläsning som möjliggör en djupare förståelse av det samlade ekonomiska läget som även tar landspecifika hänsyn.[19] En uppsättning hjälpindikatorer kompletterar avläsningen av resultattavlan. Bedömningen i denna rapport tar även hänsyn till nyare uppgifter och tillkommande information, slutsatser av fördjupade granskningar och relevanta analyser, samt kommissionens höstprognos 2019.

[19] När det gäller logiken bakom resultattavlan och hur den ska avläsas, se Europeiska kommissionens (2016) *The Macroeconomic Imbalance Procedure – Rationale, process, application: A Compendium*, European Economy, Institutional Paper 039, november 2016.

Resultattavlan pekar på eventuella problem som har att göra med kostnadskonkurrenskraften och bostadsprisutvecklingen, utöver de ihållande höga skuldnivåerna som endast korrigeras gradvis. De värden som oftast överstiger resultattavlans tröskelvärden är fortfarande den offentliga skuldsättningen, den finansiella nettoutlandsställningen och den privata skuldsättningen (diagram 7)[20]. Den ekonomiska expansionen och förbättringen av bytesbalanser och offentliga finanser har dock bidragit till att minska nettoskulderna gentemot utlandet och den offentliga skuldsättningen i förhållande till BNP, vilket innebär att färre medlemsstater ligger över dessa tröskelvärden i resultattavlan. Omvänt är antalet medlemsstater som ligger under tröskelvärdet oförändrat när det gäller privat skuldsättning, vilket beror på att ett minskat nettosparande uppvägt tillväxteffekter på skuldkvoterna. Den ekonomiska expansionen i vissa länder märks även i snabbt stigande arbetskraftskostnader och bostadspriser. Antalet medlemsstater med en enhetsarbetskostnadsökning som ligger över tröskelvärdet mer än fördubblades jämfört med tidigare årgångar av resultattavlan och flera länder ligger över tröskelvärdena för den reala effektiva växelkursen på grund av apprecieringar. De senaste årens bostadsprisutveckling märks i en marginell ökning på senare tid av antalet länder som ligger över det relevanta tröskelvärdet. När det gäller bytesbalanssaldon som ligger över tröskelvärdena handlar det fortfarande främst om överskott. Den fortsatta, jobbrika ekonomiska expansionen märks i att färre EU-länder har hög arbetslöshet och i minskade problem när det gäller ungdoms- och långtidsarbetslöshet samt arbetskraftsdeltagande.

Diagram 7: Antal länder vars variabler ligger över resultattavlans tröskelvärden



Källa: Eurostat.

Anm. Antalet länder vars variabler ligger över resultattavlans tröskelvärden bygger på de resultattavlor som publicerats i respektive rapport om förvarningsmekanismen tidigare år. Möjliga efterhandsrevideringar av värdena kan leda till att antalet värden över tröskelvärdena skiljer sig åt om man använder de senaste siffrorna jämfört med vad som anges i diagrammet ovan.

[20] Resultattavlan med indikatorerna och deras respektive tröskelvärden finns i bilagans tabell 1.1. hjälpindikatorerna redovisas i tabell 2.1. I noten till diagram 9 förklaras att avläsningen av utvecklingen i resultattavlan bygger på de data som finns tillgängliga vid tiden för varje rapport om förvarningsmekanismen. Stoppdatum för rapportering av uppgifter till denna rapport var den 25 oktober 2019.

Bytesbalanspositionerna skiftade något nedåt 2018 i de flesta medlemsstater. En inbromsning av handeln, en motståndskraftig inhemsk efterfrågan och stigande oljepriser har i de flesta medlemsstater påverkat bytesbalanserna negativt. I de flesta fall är saldot i bytesbalansen fortfarande högre än vad som kan förväntas med tanke på landspecifika ekonomiska fundamenta (”normal bytesbalansutveckling”) och högre än vad som behövs för att korrigera stora utländska skulder (diagram 8).[21] Även om de försämringar av bytesbalansen som ägde rum mellan 2017 och 2018 ofta var större än vad som kan hänföras till rent konjunkturella faktorer (diagram 9) tyder konjunkturrensade bytesbalanspositioner i allmänhet på att ställningarna gentemot utlandet är starkare än vad som framgår av totalsiffrorna eftersom produktionsgapen är positiva nästan överallt[22].

- **Bara två medlemsstater har bytesbalansunderskott som ligger över resultattavlans lägre tröskelvärde.** Cypern har det största bytesbalansunderskottet i EU enligt genomsnittet av uppgifter i resultattavlan över tre år som, även om det förbättrades 2018, inte uppnådde en nivå som skulle säkerställa att den finansiella utlandsställningen förbättras i lämplig takt[23]. Även Förenade kungarikets bytesbalansunderskott ligger över resultattavlans tröskelvärde. Rumänien hade ett synligt bytesbalansunderskott bara 2018, på -4,6 % av BNP, vilket var en markant försämring jämfört med tidigare år. Detta resultat ligger under en normal utveckling och en stor del av försämringen kan inte förklaras av konjunkturella faktorer.
- **Bytesbalanserna skiftade nedåt i flera stora låntagarländer.** Bytesbalansutfallen krympte i Grekland, Portugal och Spanien 2018. Greklands bytesbalansunderskott går utöver vad som kan förklaras av fundamenta och är inte tillräckligt för att korrigera den mycket negativa finansiell nettoutlandsställningen till sunda nivåer under en 10-årsperiod[24]. I Portugal ligger de senaste avläsningarna under den nivå som skulle säkerställa en korrigering av den negativa finansiella nettoutlandsställningen i lämplig takt. I Spanien överensstämmer däremot bytesbalansutvecklingen fortfarande med en förbättring av den finansiella nettoutlandsställningen i lämplig takt. Irlands bytesbalans förbättrades markant 2018, främst till följd av multinationella bolags gränsöverskridande transaktioner.
- **Fyra EU-länder fortsatte att ha bytesbalansöverskott som ligger över resultattavlans övre tröskelvärde**. Detta har varit fallet med Danmark, Tyskland och Nederländerna sedan början av detta årtionde, och för Malta mer nyligen. Under 2018 minskade överskotten i Tyskland med 0,7

[21] En bytesbalans i linje med fundamenta (”normal bytesbalansutveckling”) beräknas med hjälp av förenklade regressioner som fångar de viktigaste bestämningsfaktorerna för sparande/investeringsbalansen, däribland fundamenta, politiska faktorer och globala finansiella förhållanden. Se L. Coutinho m.fl. (2018), *Methodologies for the assessment of current account benchmarks*, European Economy, Discussion Paper 86/2018, för en beskrivning av metoden för att beräkna den fundamentabaserade bytesbalans som används i denna rapport. Metoden liknar den i Phillips, S. m.fl., 2013, *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper, 13/272).

[22] En konjunkturrensad bytesbalans tar hänsyn till konjunktureffekter genom att justera för det inhemska produktionsgapet och handelspartnernas produktionsgap, se M. Salto och A. Turrini (2010), *Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment*, European Economy, Discussion Paper 427/2010.

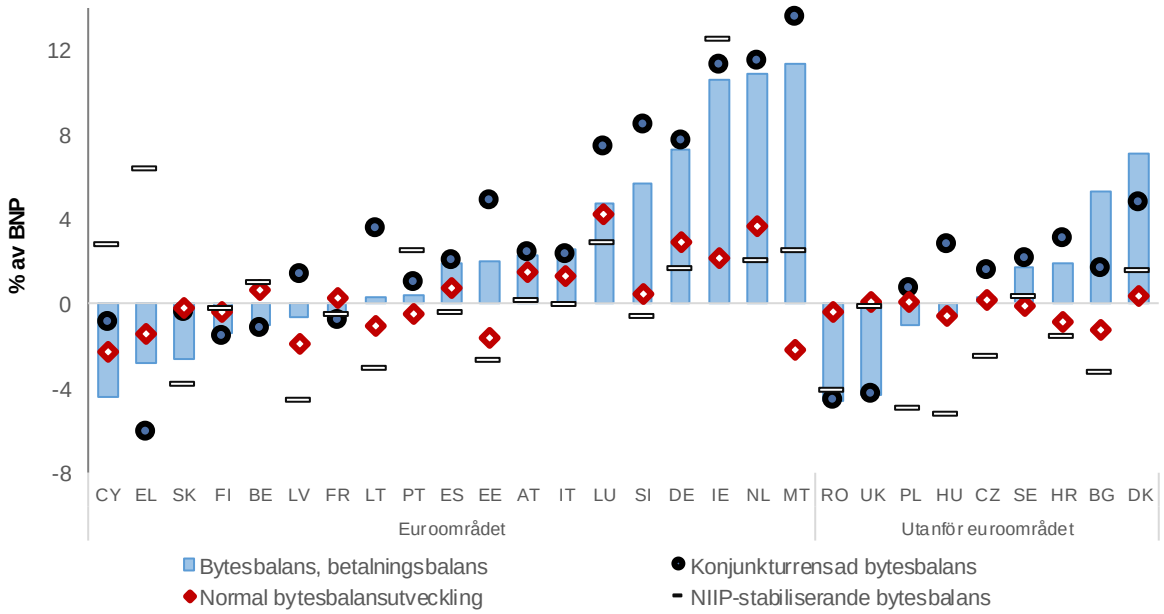
[23] Uppgifterna om Cyperns bytesbalans har reviderats sedan förra årets rapport och visar nu ett bytesbalansunderskott inom ramen för det lägre tröskelvärdet under de tre åren fram till 2017, vilket inte var fallet förra året.

[24] När det gäller metoderna bakom sundhetsvärdena för landspecifika finansiella nettoutlandsställningar, se fotnot **Error! Bookmark not defined.**. Skillnaden mellan nuvarande bytesbalanssaldon och de som krävs för att stabilisera den finansiella utlandsställning beror på vilken tidsrymd det handlar om. Det bytesbalanssaldo som krävs för att stabilisera Greklands finansiella utlandsställning över resultattavlans tröskelvärde på -35 % av BNP inom en 20-årsperiod skulle till exempel vara ett överskott på nästan 1 % av BNP. Se Europeiska kommissionens rapport om förstärkt övervakning av Grekland, november 2019, European Economy, Institutional Paper 116, november 2019.

procentenhet av BNP och något mindre i Danmark, medan de var i stort sett oförändrade i Malta och Nederländerna. I de två sistnämnda länderna beror bytesbalansutvecklingen även på gränsöverskridande transaktioner som är knutna till multinationella bolags verksamhet och till den internationellt inriktade tjänstesektorn som påverkar såväl handels- som inkomstbalanserna.

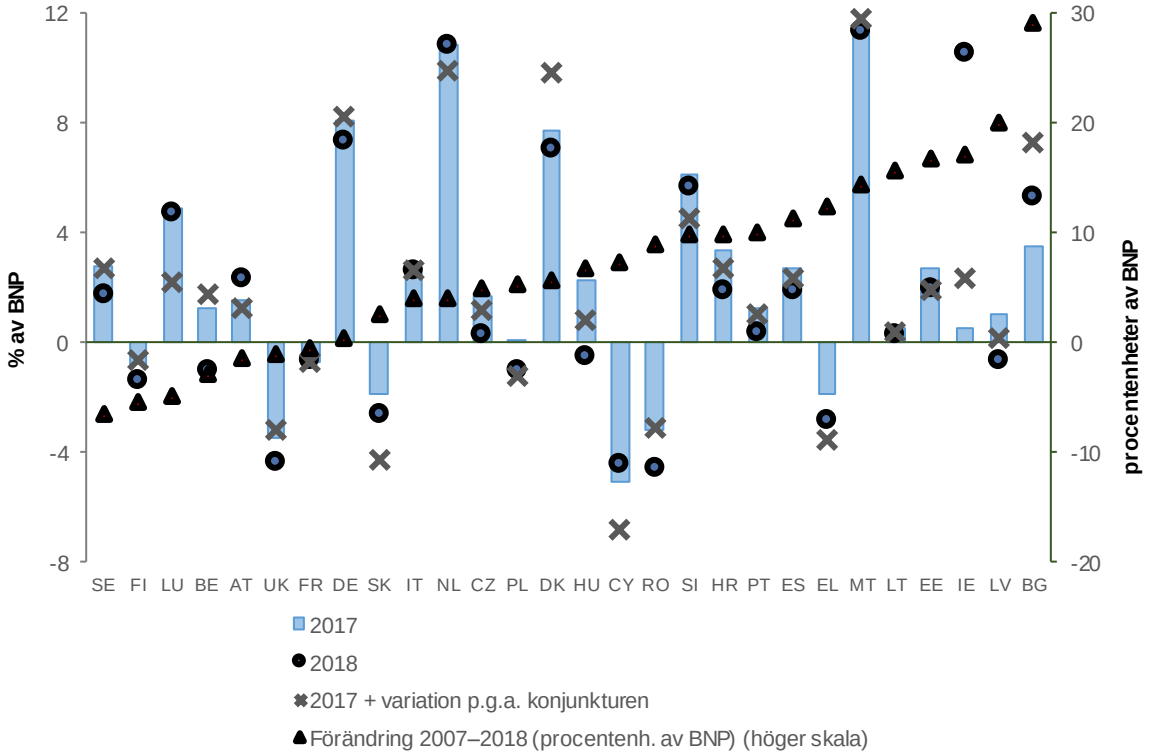
- **Stora överskott fortsätter att bidra till stora positiva finansiella nettoutlandsställningar.** Med undantag för Malta är de bytesbalansöverskott som ligger över resultattavlans tröskelvärde även högre än vad som kan motiveras av fundamenta (diagram 8). I samtliga fall är överskott som ligger över resultattavlans tröskelvärde också högre än vad som skulle möjliggöra en stabilisering av en redan stor finansiell nettoutlandsställning på nuvarande nivå över en 10-årsperiod.

Diagram 8: Bytesbalanssaldon och riktvärden 2018



Källa: Eurostat (data enligt BPM6) och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anm. Länderna rangordnas efter bytesbalansen 2018. *Konjunkturrensad bytesbalans*: se fotnot 22. *Normal bytesbalansutveckling*: se fotnot 21. Riktvärdet för en *bytesbalans som stabiliserar den finansiella nettoutlandsställningen* definieras som den bytesbalans som krävs för att stabilisera den finansiella nettoutlandställningen på nuvarande nivå de kommande tio åren, eller om den nuvarande finansiella nettoutlandställningen är sämre än sitt landspecifika sundhetsvärde, den bytesbalans som krävs för att den finansiella utlandsställningen ska nå sundhetsvärdet de kommande tio åren (se fotnot 26).

Diagram 9: Bytesbalansutveckling



Källa: Eurostat och kommissionens beräkningar

Anm. Länder rankas i stigande ordning efter variationen i bytesbalansen i relation till BNP mellan 2007 och 2018. Variationen på grund av konjunkturcykeln beräknas som den variation i bytesbalansen som inte kan förklaras av variationen i den konjunkturrensade bytesbalansen.

Under 2018 förbättrades de finansiella nettoutlandsställningarna snabbare i de flesta medlemsstater, men i några av dem kvarstår stora skuldstockar gentemot utlandet. Förbättringarna av finansiella nettoutlandsställningar fortsatte 2018 tack vare sunda bytesbalanspositioner, BNP-tillväxt och stora, positiva värderingseffekter i flera länder (diagram 10 och 11). De finansiella nettoutlandsställningarna är i flera EU-länder fortfarande mestadels negativa. Under 2018 hade tolv medlemsstater finansiella nettoutlandsställningar som var sämre än resultattavlans tröskelvärde på -35 % av BNP, vilket var en färre än 2017. I länder med mestadels negativa finansiella nettoutlandsställningar är värdena lägre än vad som kan motiveras av fundamenta (”normal bytesbalansutveckling”) och i vissa fall lägre än sundhetsvärdena[25]. I vissa länder är stocken av utländska skulder stor också när man räknar bort mindre riskfyllda finansiella instrument (NENDI).[26]

[25] En finansiell nettoutlandsställning i linje med fundamenta uppnås om bytesbalansen under en längre tid följer en normal bytesbalansutveckling (se även fotnot **Error! Bookmark not defined.**). Den finansiella nettoutlandsställningens sundhetsvärden bestäms av maximeringen av signalkraften att förutse en betalningsbalanskris, med beaktande av den landspecifika information som sammanfattas i inkomster per capita. För en beskrivning av metoden för att beräkna stockuppgifter i den finansiella nettoutlandsställningen som överensstämmer med fundamenta, se A. Turrini och S. Zeugner, *Benchmarks for Net International Investment Positions*, European Economy, Discussion Paper 097/2019.

[26] NENDI är en undergrupp till NIIP som exkluderar egetkapitalrelaterade komponenter, dvs. kapital och kapitalandelar relaterade till utländska direktinvesteringar och koncernintern gränsöverskridande skuld relaterat till direktinvesteringar, och utgör därmed NIIP exklusive instrument utan risk för betalningsinställelse. Se även Europeiska kommissionen, *Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard*, teknisk anmärkning: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

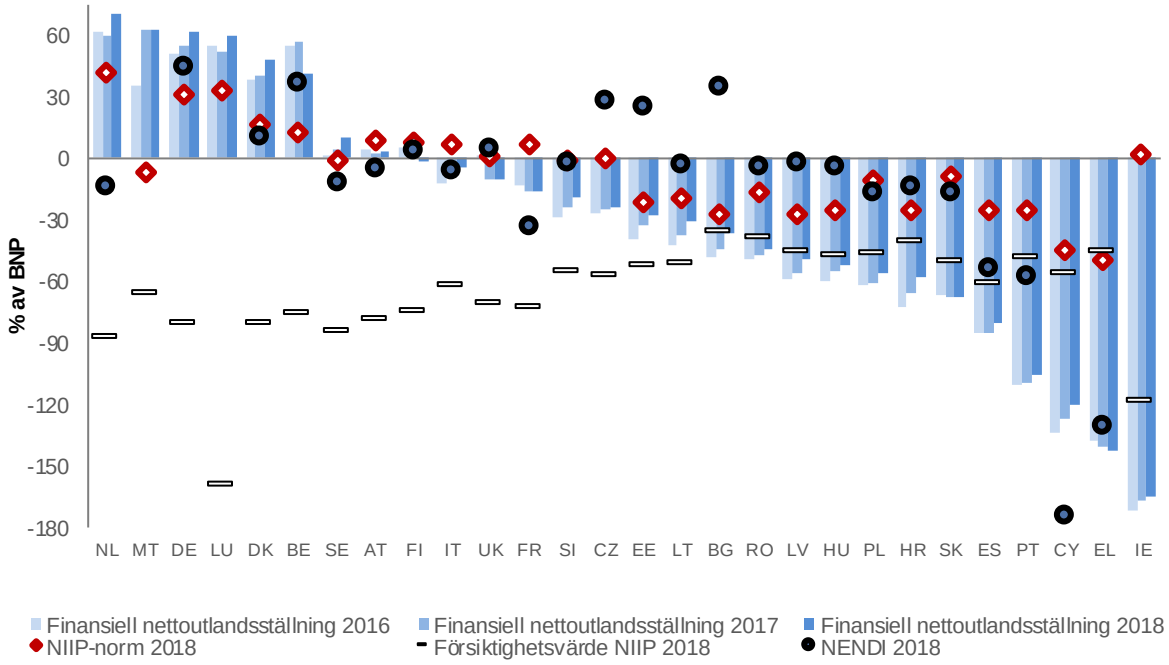
- Vissa euroländer har fortfarande **mestadels negativa finansiella nettoutlandsställningar**, under -100 % av BNP, däribland Cypern, Grekland, Irland och Portugal. I dessa länder ligger de finansiella nettoutlandsställningarna långt under riktmärkena, dvs. både den finansiella nettoutlandsställningens normalnivåer och sundhetsvärden. I Cypern och Irland beror de finansiella nettoutlandsställningarna även på den betydelse multinationella bolags balansräkningar och bolags gränsöverskridande finansiella relationer har. Dessa fyra länder visar, tillsammans med Spanien, en markant förekomst av skulder i sina finansiella nettoutlandsställningar, vilket framgår av den mycket negativa finansiella nettoutlandsställningen som exkluderar instrument utan risk för betalningsinställelse (NENDI). I Grekland utgörs merparten av den finansiella nettoutlandsställningen av den stora offentliga skulden gentemot utlandet, vilken ofta omfattas av ytterst förmånliga villkor[27]. En stor andel av Cyperns finansiella nettoutlandsställning är kopplad till icke-finansiella fartygsägande specialbolags balansräkningspositioner.
- I länder med mer **måttligt negativa finansiella nettoutlandsställningar**, även om de fortfarande är sämre än -35 % av BNP, tenderar de även vara lägre än vad som kan förväntas sett till landets fundamenta. Det är fallet för Bulgarien, Kroatien, Ungern, Lettland, Polen, Rumänien och Slovakien. I ett fåtal fall är de även sämre än sundhetsvärdena. Eftersom många av dessa central- och östeuropeiska och baltiska länder är stora mottagare av utländska direktinvesteringar blir den finansiella nettoutlandsställningen avsevärt bättre om den beräknas exklusive instrument utan risk för betalningsinställelse (NENDI)[28]. Andra EU-länder har negativa finansiella nettoutlandsställningar på mer än -35 % av BNP men under respektive normalutveckling (Tjeckien, Estland, Litauen och Slovenien) och även i detta fall beror det till största delen på stockar av ingående utländska direktinvesteringar. Inom denna grupp utmärker sig Frankrike på grund av den stora betydelse som instrument med risk för betalningsinställelse har för dess negativa finansiella nettoutlandsställning.
- De flesta av de **stora positiva finansiella nettoutlandsställningarna** fortsatte att långsamt röra sig uppåt 2018. Tyskland, Luxemburg, Malta och Nederländerna har positiva finansiella nettoutlandsställningar på eller över 60 % av BNP, medan Danmark ligger nära 50 % av BNP[29]. Detta har berott på de ihållande stora bytesbalansöverskott som har funnits i flera år och som har lett till uppbyggnaden av en stor nettotillgångsställning gentemot omvärlden. Belgiens mycket positiva finansiella nettoutlandsställning har däremot försämrats till följd av negativa värderingseffekter. I alla dessa fall ligger den finansiella nettoutlandsställningen tydligt över respektive normalutveckling, dvs. långt över vad som är motiverat eller att förvänta sett till landspecifika fundamenta.

[27] Fördelat på institutionella sektorer svarar statens finansiella nettoutlandsställning för hela Greklands mycket negativa finansiella nettoutlandsställning – eftersom den offentliga skulden mestadels är till utländska långivare, bland annat, vilket är mycket viktigt, officiella långivare – medan resten av ekonomin, dvs. hushåll, icke-finansiella och finansiella bolag, inklusive monetära finansinstitut, har positiva finansiella nettoutlandsställningar. I Cypern, Portugal och Spanien svarar statens finansiella nettoutlandsställning för en stor del av ekonomins finansiella nettoutlandsställning, men resten av ekonomin uppvisar fortfarande en klart negativ finansiell nettoutlandsställning.

[28] Bytebalansutvecklingen överensstämmer med dessa länders stabila utlandsställning, med undantag för Rumänien där den förväntade ytterligare försämringen av bytesbalansen förmodligen även kommer att leda till en försämrad finansiell nettoutlandsställning.

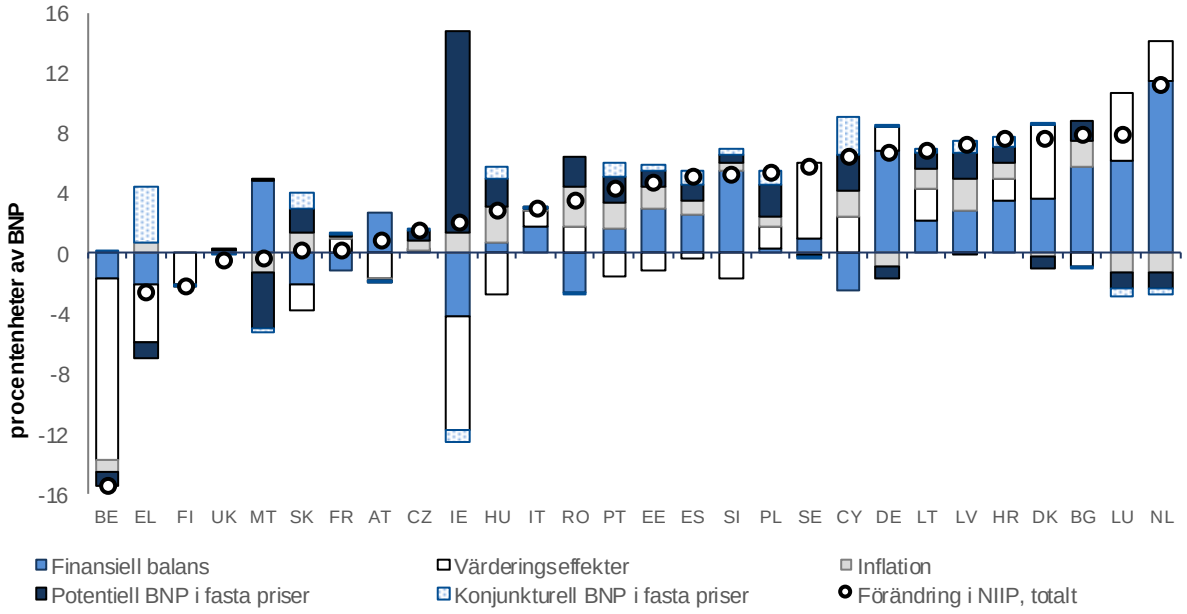
[29] Hur relevant NENDI är varierar avsevärt inom den här gruppen länder och beror även på hur viktiga deras finanscentrum är, vilket är fallet med Luxemburg och Malta, eller skulder gentemot utlandet hos banker och multinationella företags huvudkontor, som i Nederländerna

Diagram 10: Finansiell nettoutlandsställning och riktvärden 2018



Källa: Eurostat (BPM6, ESA10) och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anm. NENDI-värden för Irland, Luxemburg och Malta ligger utanför skalan. Länderna presenteras i avtagande ordning efter kvoten mellan finansiell nettoutlandsställning och BNP 2018. NENDI motsvarar finansiell nettoutlandsställning exklusive instrument utan risk för betalningsinställelse. När det gäller den finansiella nettoutlandsställningens normalutveckling och sundhetsvärden, se fotnot 26.

Diagram 11: Finansiell nettoutlandsställning – utveckling under 2018



Källa: Eurostat och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anm. Länderna presenteras i stigande ordning efter variationen i kvoten mellan finansiell nettoutlandsställning och BNP 2018. Diagrammet visar 12-månadersförändringen i den finansiella nettoutlandsställning i förhållande till BNP, fördelat på fem komponenter: finansiell balans, som bör motsvara summan av bytes- och kapitalbalanserna, potentiell och konjunkturell tillväxt i BNP i fasta priser, inflation och värderingsförändringar. BNP:s konjunkturella komponent beräknas som skillnaden mellan faktisk och potentiell tillväxt.

Enhetsarbetskostnaderna stiger i allt högre takt i flera medlemsstater. Resultattavlan visar att enhetsarbetskostnaderna steg i en takt över tröskelvärdet i åtta länder under 2018, vilket är dubbelt så många som tidigare år. Den snabbare enhetsarbetskostnadsutvecklingen började omkring 2013, först i de baltiska ekonomierna och något senare i flera central- och östeuropeiska länder. Vissa tecken på en snabbare takt börjar nu även bli synliga i hela euroområdet. Prognosuppgifter för 2019 tyder på att enhetsarbetskostnadsutvecklingen har avtagit något i länder där förlusterna av kostnadskonkurrenskraft de senaste åren varit mer markanta, men det finns även fall där utvecklingen tycks accelerera ytterligare (diagram 12).

- **Stigande enhetsarbetskostnader har observerats i allt fler medlemsstater.** Enhetskostnadsutvecklingen har varit särskilt snabb i vissa central- och östeuropeiska samt baltiska länder, framför allt Rumänien men även Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Slovakien, Tjeckien och Ungern. I alla dessa länder visar resultattavlan en enhetsarbetskostnadsutveckling som ligger över tröskelvärdet. Medan enhetsarbetskostnaderna förväntas bromsa in något i de flesta av dem 2019 förväntas de å andra sidan accelerera ytterligare i Ungern och Slovakien innevarande år. I euroområdets låntagarländer, särskilt Cypern, Grekland och Spanien, steg enhetsarbetskostnaderna i relativt måttlig takt, även om den var högre än tidigare år. Portugal hade en snabbare utveckling i enhetsarbetskostnaderna än genomsnittet i euroområdet. Enhetsarbetskostnaderna ökade så småningom även något i stora långivarländer. Bland de stora ekonomierna i euroområdet ökade enhetsarbetskostnaderna mest i Tyskland.

- **Den starka ökningen i enhetsarbetskostnader beror mestadels på en snabbare löneökningstakt i ett läge där arbetsmarknaden blir stramare**. År 2018 är den nominella löneutvecklingen den viktigaste orsaken till ökningen i enhetsarbetskostnader (diagram 13). Efter ekonomins återhämtning har sysselsättningstillväxt och sjunkande arbetslöshet åtföljts av en accelererande löneutveckling i enlighet med Phillipskurvan. Efter återhämtningen var reallöneutvecklingen dock långsammare än produktivitetsutvecklingen fram till 2017 och en vändning inträffade först 2018. Enhetsarbetskostnaderna tenderar att öka snabbare i länder med lägst arbetslöshet, kompetensbrist och flaskhalsar i arbetskraftsutbudet, medan en ”komma ikapp”-dynamik också spelar en roll, i synnerhet i Central- och Östeuropa[30]. Tidpunkten för den snabbare ökningstakten i enhetsarbetskostnader beror även på förbättringar på arbetsmarknaden, där enhetsarbetskostnaderna började stiga tidigare i länder som inte var lika berörda av konjunkturnedgångarna i samband med skuldkrisen i euroområdet 2011 och där arbetslösheten började sjunka tidigare.

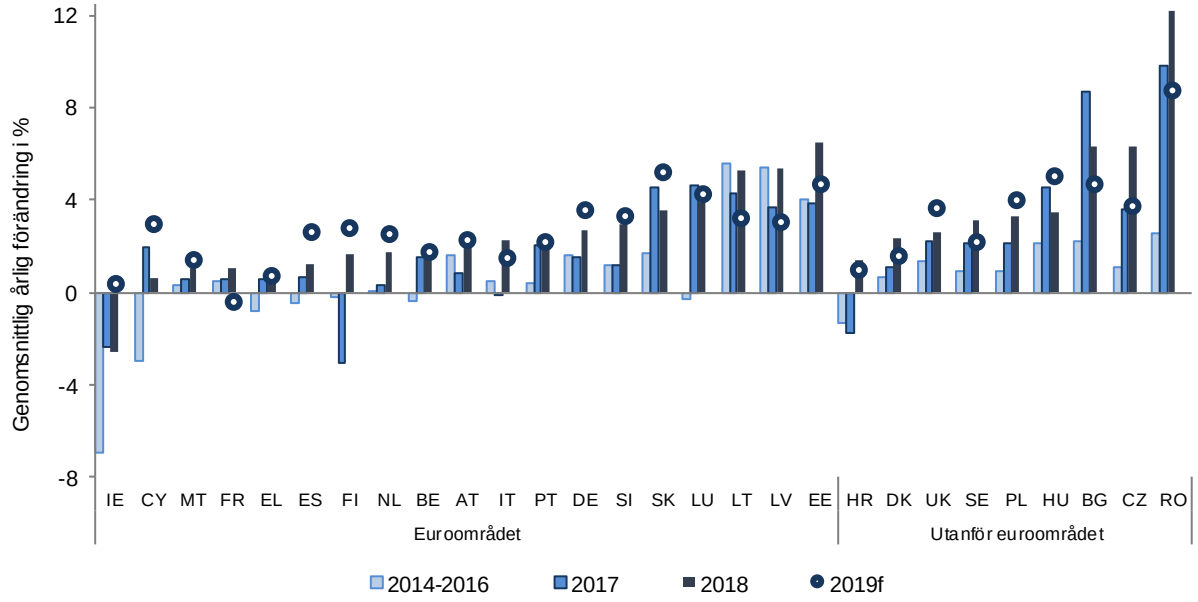
- **Trög arbetsproduktivitet spelar en allt viktigare roll för den snabbare ökningstakten i enhetsarbetskostnader**. Den långsammare arbetsproduktivitetsutveckling är en viktig orsak till att enhetsarbetskostnaderna steg mellan 2017 och 2018. I takt med den ekonomiska återhämtningen började arbetsproduktivitetsutvecklingen återigen att öka i de flesta EU-länder, efter den markanta nedgången under de värsta krisåren (diagram 14). Arbetsproduktivitetens återhämtning berodde främst på ökningen i total faktorproduktivitet (TFP), medan kapitalfördjupningen bidragit mindre jämfört med tiden före krisen. Det sistnämnda beror på att det genomsnittliga kapitalet per arbetstagare växer långsamt eller sjunker på grund av den starka sysselsättningstillväxten och de

[30] T.ex. G. Brunello and P. Wruuck, *Skill mismatch in Europe: A survey of the literature*, IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss and A. Vandeplas, *Measuring skills mismatch.* DG EMPL Analytical webnote 7/2015, Europeiska kommissionen, 2015, Europeiska kommissionen (2018), *Labour Market and Wage Developments in Europe*, Annual Reviews 2018 och 2019.

svaga investeringarna. På senare år har arbetsproduktivitetsutvecklingen varit långsammare än före krisen på grund av både måttligare TFP-tillväxt och svagare kapitalfördjupning.

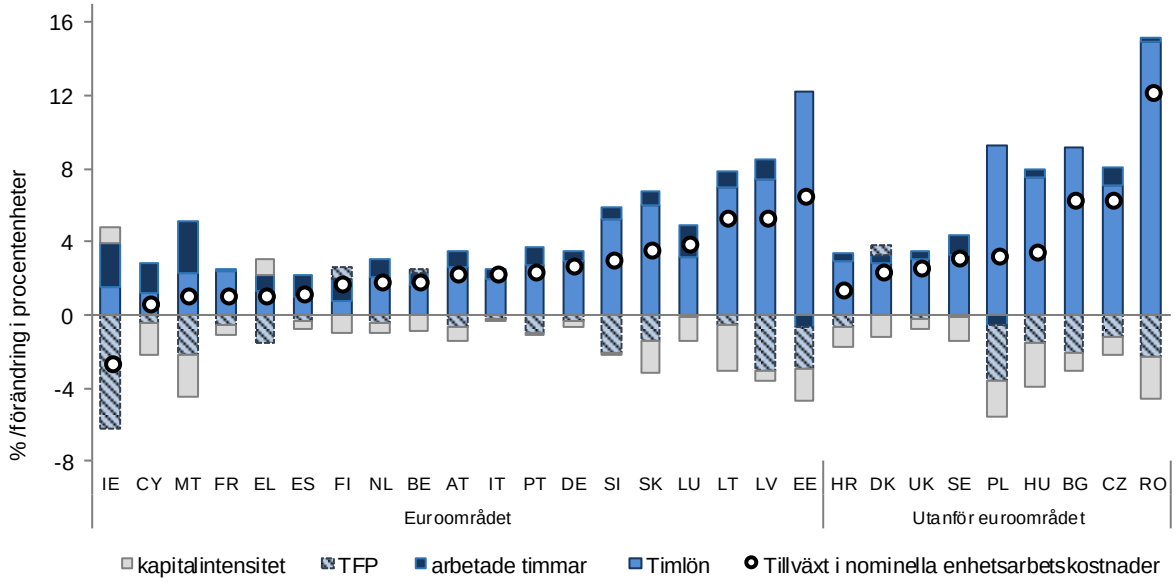
- **Enhetsarbetskostnadernas ökningstakt blir alltmer frikopplad från behoven av ombalansering.** Under 2018 ökade enhetsarbetskostnaderna långsamt i euroländer, med endast små skillnader mellan långivar- och låntagarländer. Detta skiljer sig från åren efter krisen, då enhetsarbetskostnaderna accelererade mer markant i långivarländer. I takt med att arbetsmarknaderna efterhand blev stramare även i länder där bytesbalansen förändrades började arbetskostnaderna stiga även i dessa länder och klyftan i förhållande till långivarländer krympa (se även avsnitt 2). Eftersom det är i låntagarländerna som arbetsmarknaden kan stramas åt ytterligare, kan konkurrenskraftsutvecklingen komma att bidra mindre till ombalansering på grund av både en relativt sett starkare löneutveckling och mer återhållen produktivitetsutveckling till följd av ett svagare bidrag från kapitalfördjupning.

Diagram 12: Enhetsarbetskostnadsutveckling de senaste åren



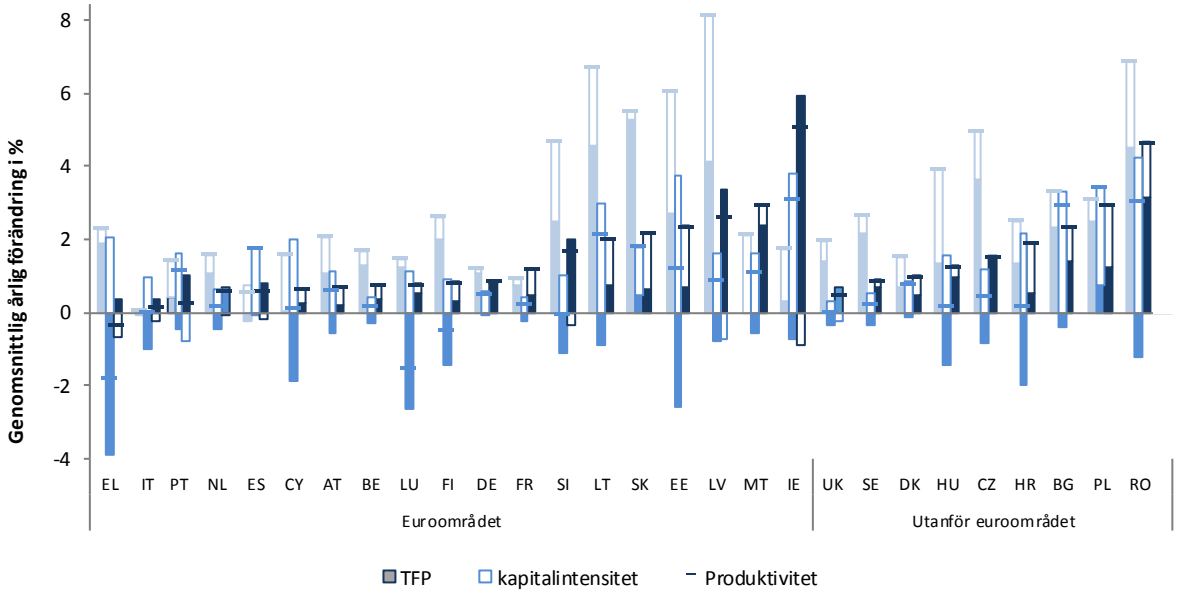
Källa: Ameco. Uppgifter för 2019 kommer från Europeiska kommissionens ekonomiska höstprognos 2019.
Anm. Länderna presenteras i stigande ordning efter tillväxten i enhetsarbetskostnader 2018.

Diagram 13: Tillväxt i enhetsarbetskostnader, 2018



Källa: Ameco och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anm. Länderna presenteras i stigande ordning efter tillväxten i enhetsarbetskostnader 2018. Nedbrytningen bygger på en standardfördelning av ökningen av enhetsarbetskostnaden på nominell timersättning och arbetsproduktiviteten. Den senare indelas vidare i bidrag från arbetade timmar, total faktorproduktivitet och kapitalackumulation med tillämpning av en standardram för tillväxtredovisning.

Diagram 14: Analys av produktivitetsutveckling, 2002–2018



Källa: Ameco
Anm. Med produktivitet avses arbetsproduktivitet mätt på grundval av BNP per sysselsatt. Uppgifterna om produktivitet och dess delkomponenter (total faktorproduktivitet (TFP) och kapitalfördjupning) avser följande tre perioder från vänster till höger: 2002–2007 (ljusblå staplar och markör), 2007–2012 (mellanblå) och 2012–2018 (mörkblå).

Förluster av kostnadskonkurrenskraft började synas även i måtten på reala effektiva växelkurser, delvis till följd av nominella apprecieringar. Fram till nyligen avspeglades tillväxten i

enhetsarbetskostnader bara marginellt i apprecierande reala effektiva växelkurser som baseras på dessa kostnader. Skälet till detta var främst den relativt starka kostnads- och prisutvecklingen i partnerländer utanför EU och den depreciering av euron som ägde rum runt decennieskiftet och 2015. På senare tid har reala effektiva växelkurser baserade på enhetsarbetskostnader börjat uppvisa en försämring, vilket delvis även syns i mått på reala effektiva växelkurser som konstrueras med hjälp av andra deflatorer (BNP eller konsumtion) på grund av den ihållande ökningen i enhetsarbetskostnader och eurons appreciering mellan 2016 och 2018. Detta ledde 2018 till att resultattavlan visar att ett större antal medlemsstater haft en uppgång i reala effektiva växelkurser som ligger över tröskelvärdet. För närvarande ligger bara en medlemsstat under det lägre tröskelvärdet på grund av depreciering (Förenade kungariket), medan fem andra låg över tröskelvärdet för appreciering (Belgien, Estland, Litauen, Tjeckien och Tyskland).

- **Reala effektiva växelkurser baserade på enhetsarbetskostnader stiger i de flesta medlemsstater och takten ökar jämfört med de senaste åren**. Flera central- och östeuropeiska länder uppvisar den starkaste tillväxten sedan 2016, i synnerhet de som ligger utanför euroområdet, men en betydande tillväxt kan även observeras i flera euroländer, särskilt de baltiska staterna men även Tyskland, Luxemburg, Portugal och Slovakien (diagram 15).

- **Nominella apprecieringar, i synnerhet av euron, svarade för en del av de reala apprecieringarna mellan 2016 och 2018.** Denna tendens har emellertid upphört och i viss mån vänt 2019. Utanför euroområdet hade Bulgarien och Tjeckien de starkaste apprecieringarna av nominella effektiva växelkurser (NEER) mellan 2016 och 2018, medan deprecieringar ägde rum i Sverige och Förenade kungariket.

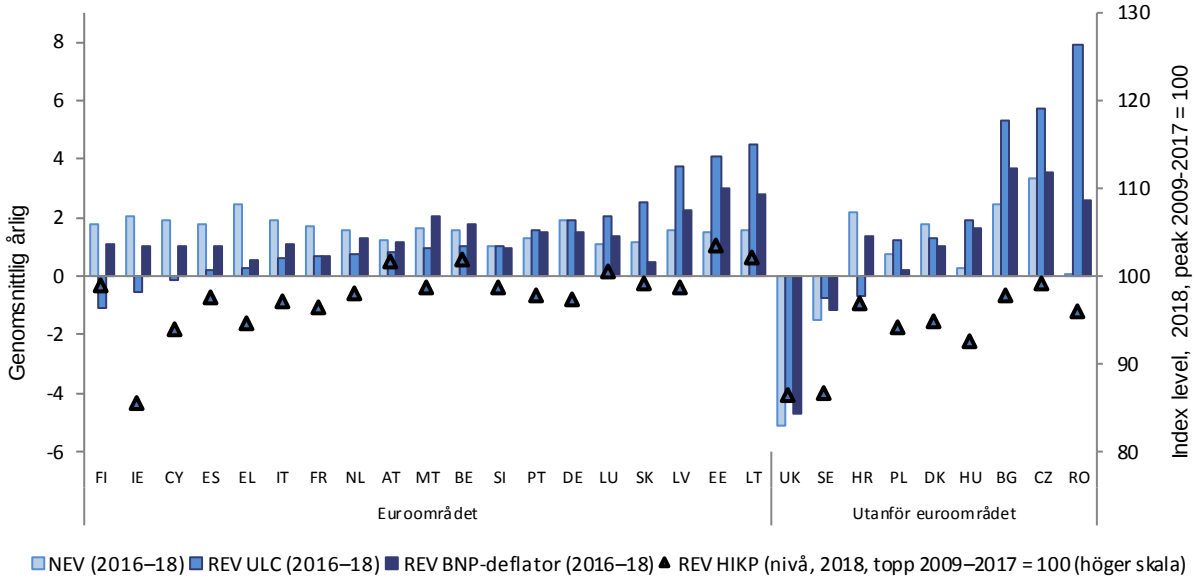
- **Pris-kostnadsmarginalen kan ha pressats något**, eftersom reala effektiva växelkurser baserade på enhetsarbetskostnader i regel apprecierade mer än de som baseras på BNP- eller HIKP-deflatorn. Det finns betydande skillnader mellan reala effektiva växelkurser baserade på enhetsarbetskostnader respektive BNP-deflatorer, särskilt i Bulgarien, Tjeckien, Lettland, Litauen, Rumänien och Slovakien[31]. Trots att inflationsutvecklingen på grund av nominella apprecieringar är dämpad har **de flesta EU-länder upplevt förluster av konkurrenskraft mätt genom den reala effektiva växelkurs som baseras på HIKP**.

- Trots dessa förluster på senare tid är **konkurrensförmågan i de flesta EU-länder för närvarande fortfarande bättre än före krisen**, eftersom den HIKP-baserade reala effektiva växelkursen ofta ligger lägre än vid toppar på senare tid. I vissa länder, särskilt Belgien, Estland, Litauen och Österrike, ligger de nuvarande HIKP-baserade reala effektiva växelkurserna högre än vid tidigare högkonjunkturer till följd av långvariga apprecieringar.

- Den reala deprecieringen sammanföll i de flesta fall med en sänkning av relativpriset på icke-handelsvaror, och **en ökande andel handelsvaror i ekonomin**, vilket stärkte potentialen för en exportledd tillväxt. Uppgifterna bekräftar ofta detta mönster, som dock förefaller **avta** eller till och med vända i flera EU-länder, särskilt de baltiska staterna (diagram 16).

[31] Pressade marginaler förhindrar visserligen kostnadskonkurrenskraften från att påverka bytesförhållandet (*terms of trade*), vilket begränsar effekten på handelsflödena i branscher som kännetecknas av produktdifferentiering och prissättning efter marknad, men en ihållande lägre lönsamhet skulle med tiden innebära att sektorn exponerad för internationell handel krymper.

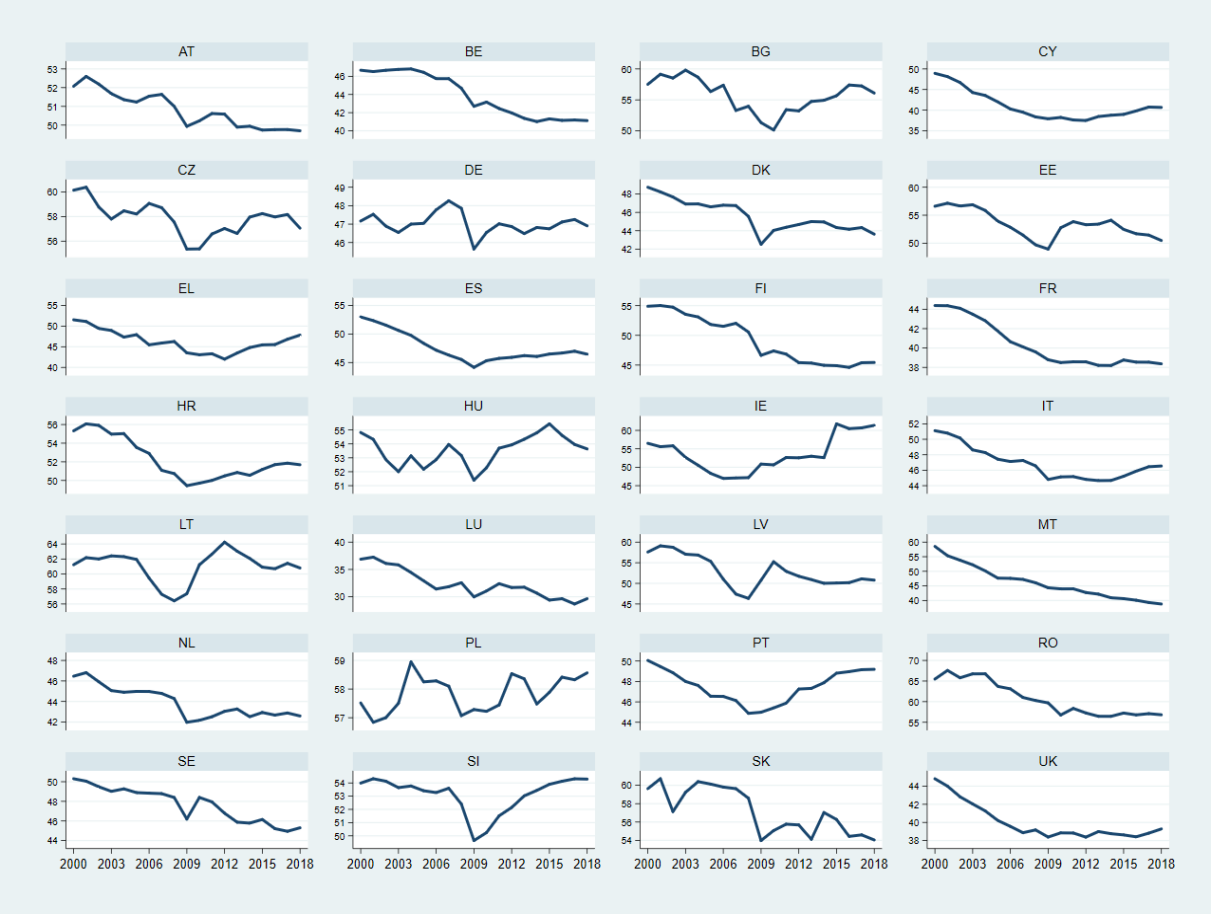
Diagram 15: Nominella och reala effektiva växelkurser (NEV och REV)



Källa: Ameco

Anm. Länder presenteras i stigande ordning efter genomsnittlig årlig variation i den reala effektiva växelkursen baserat på enhetsarbetskostnadens tillväxt mellan 2016 och 2018. Real effektiv växelkurs baserat på enhetsarbetskostnader och på BNP-deflatorn samt nominell effektiv växelkurs beräknas i förhållande till 37 handelspartner, medan den som baseras på HIKP beräknas i förhållande till 42 handelspartner.

Diagram 16: Exportvarors andel av ekonomin



Källa: Ameco

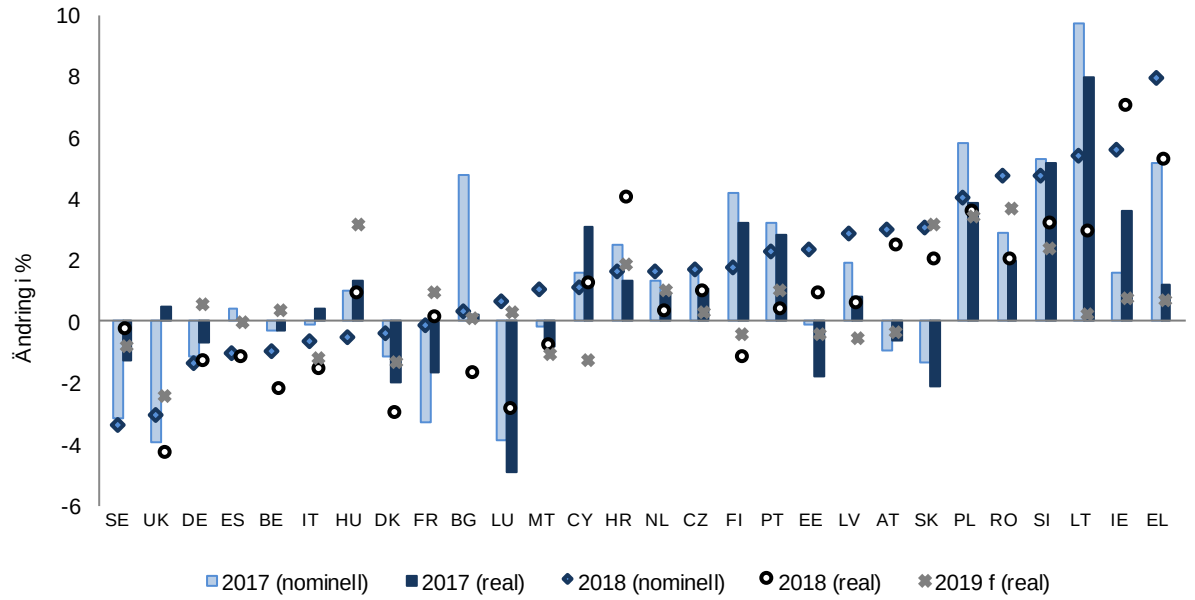
Anm. Andelen exportvaror i ekonomin (jordbruk, tillverkningsindustri och handels-, transport- och kommunikationstjänster) beräknas som exportvarornas andel av det totala förädlingsvärdet i ekonomin (%).

Exportmarknadsandelen växte i de flesta medlemsstater 2018. De samlade förändringarna av exportmarknadsandelen under fem år som rapporteras i resultattavlan uppvisar positiva värden i de flesta EU-länder. Bara i en medlemsstat (Sverige) var förlusterna större än resultattavlans tröskelvärde. Nya uppgifter på årsbasis pekar på generellt positiva ökningstakter när det gäller exportmarknadsandelen (diagram 17).

- Ökningar av marknadsandelarna för medlemsstater mer nyligen beror fortfarande delvis på en relativ stark exportefterfrågan från områden med nära handelsförbindelser med EU-länderna. Deprecieringar av reala effektiva växelkurser på senare tid kan också ha spelat en roll. Marknadsandelarna för EU-länderna minskade under åren efter krisen och började förbättras när exportefterfrågan inom EU återhämtade sig. Mer nyligen svarar **nedgången i handeln i flera tillväxtekonomier** jämfört med handeln inom EU sannolikt för den ökning av exportmarknadsandelarna i EU-länder som har ägt rum de allra senaste åren. Detta bekräftas av mer begränsade ökningar av exportmarknadsandelarna jämfört med OECD-länder (tabell 2.1 i bilagan). Eftersom de reala effektiva växelkurserna har apprecierat förefaller ökningen av exportmarknadsandelarna mer måttlig mätt i reala termer.
- **År 2018 växte exportmarknadsandelarna mest i medlemsstaterna i Central- och Östeuropa men ofta med betydande retardationer**. Bland dem som uppvisar förluster finns vissa långivarländer, däribland Tyskland. Bland låntagarländerna har exportmarknadsandelarna minskat i

Spanien och Bulgarien och bromsar in i Portugal, medan förbättringar noteras i Grekland (med den största ökningen 2018), Rumänien och Cypern.

Diagram 17: Förändringar i exportmarknadsandelar på senare år



Källa: Eurostat och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anm. Länderna presenteras i stigande ordning efter årlig variation i exportmarknadsandelen 2018. Nominella exportmarknadsandelar beräknas genom att ett lands export till löpande priser divideras med världens export till löpande priser. Reala exportmarknadsandelar beräknas genom att ökningstakten i världens export i volymer dras av från landets ökningstakt i volymer.

Den privata sektorns skuldkvoter är fortfarande höga i flera medlemsstater enligt tillgängliga riktmärken.

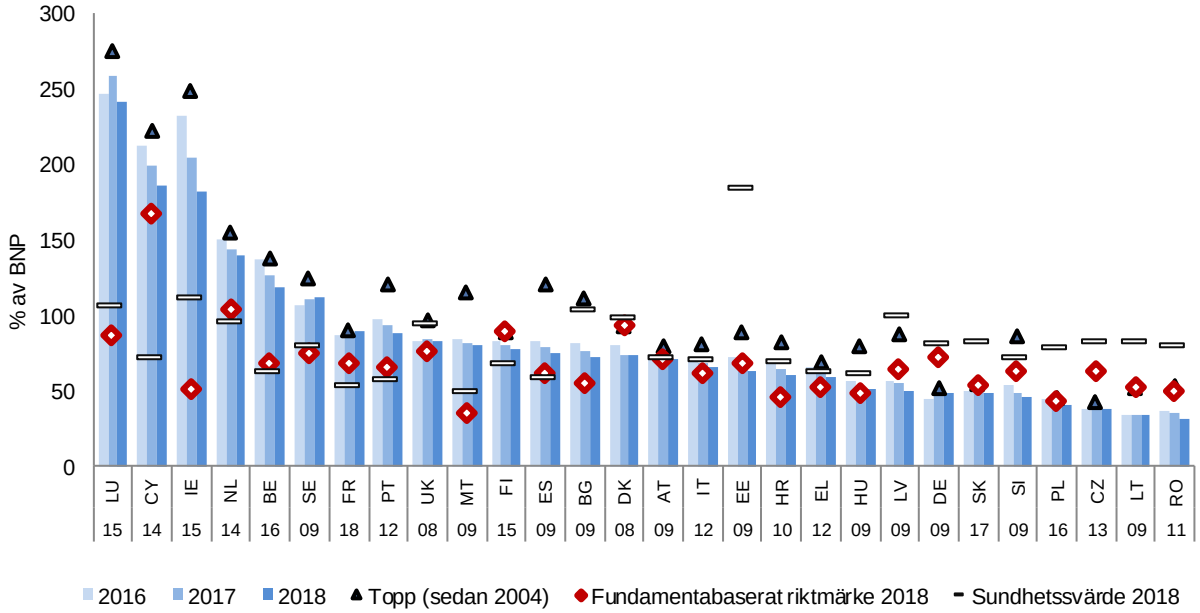
- **Tolv länder låg över resultattavlans tröskelvärde för skuldsättning i den privata sektorn för 2018 och det var samma länder som i förra årets rapport.** Privata skuldkvoter översteg 200 % av BNP i Luxemburg, Cypern, Nederländerna och Irland. I dessa länder påverkas skuldsiffrorna av företagsinterna gränsöverskridande transaktioner i samband med framför allt multinationella bolags och specialföretags verksamheter. Privata skuldkvoter i Danmark och Sverige ligger på eller omkring 200 % av BNP. I Belgien, Frankrike, Portugal och Förenade kungariket ligger de nära eller över 150 % av BNP.

- I Cypern, Frankrike, Nederländerna, Portugal, Spanien och Sverige **bidrar både hushåll och icke-finansiella bolag** till den privata sektorns stora skuldkvoter (diagram 18 och 19). I Irland och Luxemburg är det **bolagens** höga skuldsättning som är huvudorsaken till de stora privata skuldstockarna. I Danmark, Finland och Förenade kungariket är det snarare **hushållens** skuldsättning.

- **Skillnader i de privata skuldstockarna mellan länderna** kan i hög grad förklaras av skillnader i fundamentala faktorer som motiverar ackumuleringen av skulder, t.ex. utsikterna för tillväxt och investeringar och den finansiella utvecklingen. Vid en bedömning av skuldnivåerna bör därför hänsyn tas till dessa faktorer liksom till andra beståndsdelar som påverkar de risker som de stora

skulderna utgör med tanke på framtiden.[32] På grundval av uppgifter från 2018 ligger alla länder där den privata skuldsättningen ligger över resultattavlans tröskelvärde även över sina landspecifika sundhetsvärden och fundamentabaserade riktmärken.

Diagram 18: Icke-finansiella bolags skuldsättning

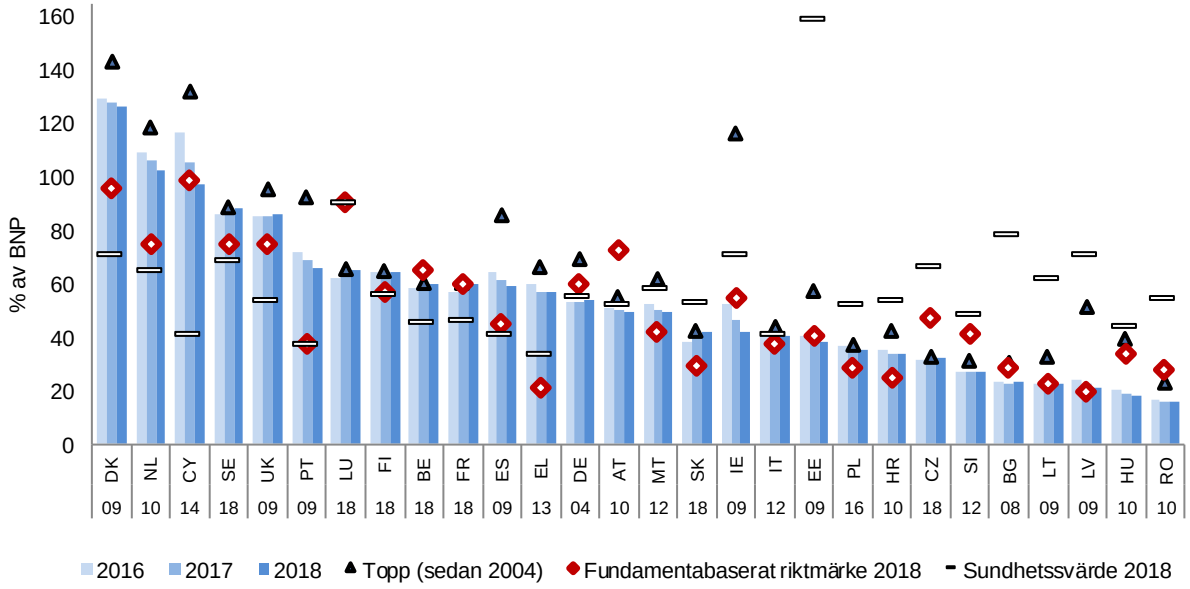


Källor: Eurostats icke-konsoliderade kvartalsvisa sektorsräkenskaper och beräkningar av kommissionens avdelningar.

Anmärkning: Länder presenteras i avtagande ordning efter skuldkvot för 2018. Siffrorna under landskoderna anger vilket år skuldkvoten var som störst.

[32] Dessa faktorer beaktas i de landspecifika riktvärden som Europeiska kommissionen har tagit fram i samarbete med arbetsgruppen Lime inom kommittén för ekonomisk politik (Europeiska kommissionen, *Benchmarks for the assessment of private debt*, not till kommittén för ekonomisk politik, ARES(2017) 4970814 och senare uppdateringar. *Fundamentabaserade riktmärken* gör det möjligt att bedöma den privata skuldsättningen i förhållande till värden som kan förklaras av ekonomiska fundamenta och som beräknas med hjälp av regressioner som fångar de viktigaste bestämningsfaktorerna för kredittillväxten och med hänsyn till en given initial skuldstock. *Sundhetsvärden* motsvarar den skuldnivå över vilken risken för en bankkris är relativt hög. Dessa nivåer baseras på maximeringen av signalstyrkan att förutse bankkriser genom att minimera sannolikheten för att kriser missas och för falska larm och integrera landspecifik information om bankkapitalisering, offentlig skuldsättning och grad av ekonomisk utveckling.

Diagram 19: Hushållens skuldsättning



Källor: Eurostats icke-konsoliderade kvartalsvisa sektorsräkenskaper och beräkningar av kommissionens avdelningar.

Anmärkning: Länder presenteras i avtagande ordning efter skuldkvot för 2018. Siffrorna under landskoderna anger vilket år skuldkvoten var som störst.

Skuldnedväxlingen inom den privata sektorn sker främst till följd av tillväxten i BNP i löpande priser och i långsammare takt, medan skulden i vissa fall återigen ökar i stället för att falla. Under tidigare år har skuldsättningen hos icke-finansiella bolag och hushåll i högt skuldsatta länder som Cypern, Irland, Portugal och Spanien sjunkit med minst 25 procentenheter av BNP från sina högsta nivåer (diagram 18 och 19). Estland, Ungern, Lettland och Slovenien uppvisade också markanta minskningar, särskilt av bolagens skuldkvoter. De senaste åren har skuldkvoterna minskat i långsammare takt. Detta märks särskilt i fråga om hushållens skulder. Även om skuldkvoterna har minskat i de flesta EU-ekonomier har det även skett en viss ”skulduppväxling”, framför allt inom hushållssektorn.

- **Skuldnedväxlingen bygger i allt högre grad på en högre tillväxt i BNP i löpande priser.** Kreditflödena i den privata sektorn återhämtar sig men är fortfarande blygsamma och inget medlemsland låg över resultattavlans tröskelvärde 2018. Tillväxten i BNP i löpande priser de senaste åren har inneburit att flera länder har hamnat i ett läge av ”passiv skuldnedväxling”, dvs. sjunkande skuldkvoter trots positiva kreditflöden. Fortsatt BNP-tillväxt har minskat pressen att skuldnedväxla ”aktivt”, dvs. tack vare minskade nominella skuldnivåer. I själva verket är det så att färre länder uppvisar negativa kreditflöden till antingen bolag eller hushåll jämfört med 2017 (diagram 20 och 21). Eftersom konjunkturen har nått sin topp börjar bidraget från den konjunkturella ökningen i BNP dock bli mer begränsat eller till och med vända, vilket innebär att utsikterna för fortsatt passiv skuldnedväxling framöver kommer att vara beroende av den potentiella BNP-tillväxten.
- När det gäller **bolagens skuldsättning** har skuldnedväxlingen fortsatt i de flesta EU-länder och i allt högre grad varit beroende av BNP-tillväxten. Mellan första kvartalet 2018 och första kvartalet 2019 skuldnedväxlade icke-finansiella bolag aktivt bara i Belgien, Danmark, Italien, Luxemburg, Portugal och Slovenien (diagram 20, som baseras på icke-konsoliderade uppgifter). I Cypern, Malta och Bulgarien översteg nettokreditflödena till bolagssektorn 5 % av BNP, trots de icke-finansiella bolagens redan höga skulder. Tämligen dynamiska kreditflöden låg bakom stigande skuldnivåer för icke-finansiella bolag i Frankrike, Tyskland och Sverige. I Frankrike och Sverige har skuldsättningsgraden i själva verket ökat trots att de icke-finansiella bolagens skuldsättning ligger över tröskelvärdena[33].
- När det gäller **hushållens skuldsättning** har skuldnedväxlingen minskat mer markant. I Förenade kungariket, Sverige, Belgien och Frankrike ökade hushållens skuldsättning i förhållande till BNP under 2018, trots att den låg på relativt höga nivåer (nära eller över riktmärkena). Bara i ett fåtal medlemsstater (Grekland och Irland) kan aktiv skuldnedväxling noteras (diagram 21). Där skuldnedväxling förekom ägde den rum i långsammare takt, särskilt i Cypern, Portugal och Spanien.

[33] I Irland var nettokreditflödena negativa och tillväxten i BNP i löpande priser gynnsam, men dessa effekter neutraliserades av positiva värderingsförändringar som gjorde skuldnedväxlingen under perioden 1 kv 2018–1 kv 2019 resultatlös, vilket möjligen kan bero på multinationella företags verksamhet.

Diagram 20: Nedbrytning av förändringen i icke-finansiella bolags skuldkvot (1 kv. 2018–1 kv. 2019)

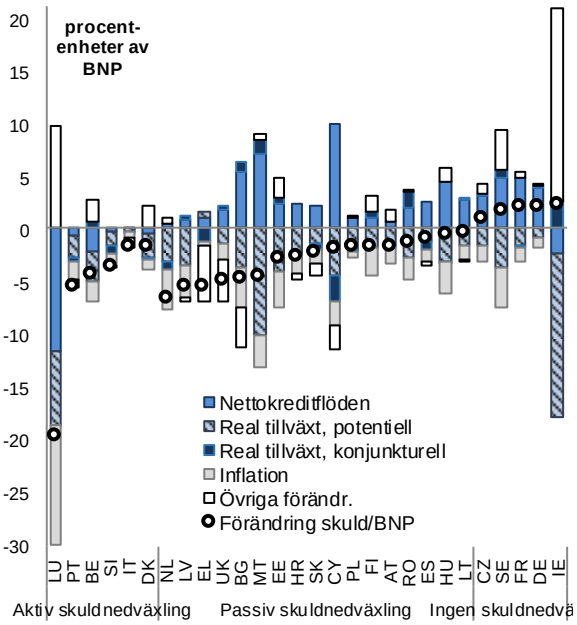
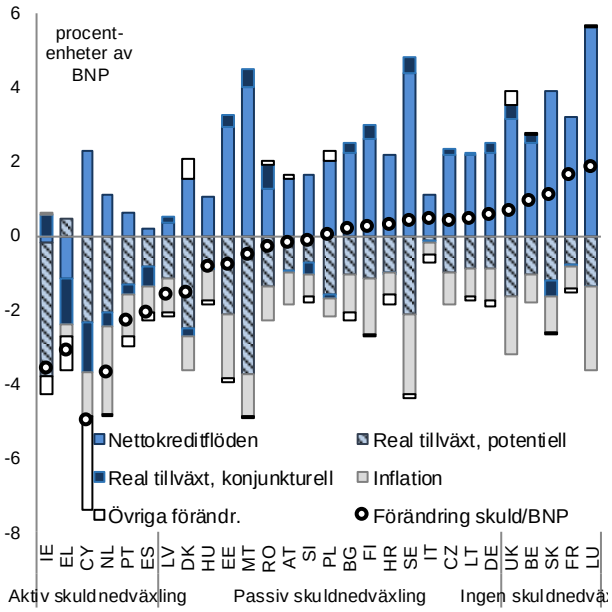


Diagram 21: Nedbrytning av förändringen i hushållens skuldkvot (1 kv. 2018–1 kv. 2019)



Källor: Eurostats icke-konsoliderade kvartalsvisa sektorsräkenskaper och beräkningar av kommissionens avdelningar.

Anm. Diagrammen visar hur 12-månadersförändringen i icke-konsoliderade skuldkvoter fördelar sig på fem komponenter: kreditflöden, potentiell och konjunkturell tillväxt i BNP i fasta priser, inflation och övriga förändringar. BNP:s konjunkturella komponent beräknas som skillnaden mellan faktisk och potentiell tillväxt. ”Aktiv skuldnedväxling” innebär nettoåterbetalning av skulder (negativa nettokreditflöden), vilket vanligtvis leder till en nominell minskning av sektorns balansräkning. ”Passiv skuldnedväxling” innebär å andra sidan att positiva nettokreditflöden neutraliseras av en högre tillväxt i BNP i löpande priser, vilket leder till en minskad skuldkvot.

Läget inom EU:s banksektor har förbättrats avsevärt under de senaste åren och i stort sett stabiliserats. Banksektorn har fortsatta problem, särskilt med låga lönsamhetstal och stora stockar nödlidande lån i flera medlemsstater. Primärkapitalrelationerna har slutat stiga efter att ha nått nivåer som överstiger de lagstadgade kraven i alla medlemsstater, dock med stora variationer mellan länderna. Avkastningen på eget kapital har de senaste åren återhämtat sig betydligt inom banksektorn, men förbättringarna har på senare tid avtagit. Ett fåtal länder, särskilt Grekland, Italien och Portugal (diagrammen 22 och 23), har problem med en kombination av relativt låg lönsamhet, kapitaliseringsgrader som ligger under genomsnittet och en relativt hög andel nödlidande lån.

- **Ökningstakten när det gäller den finansiella sektorns skulder är fortfarande begränsad och ligger långt under resultattavlans tröskelvärde**, utom för Finland. I de flesta medlemsstater minskade den finansiella sektorns skulder något under 2018 jämfört med 2017.[34] Trots detta ökade bankernas kreditflöden 2018 i en något högre takt än 2017, särskilt kreditgivningen till hushåll, och stabiliserades under de första månaderna 2019 till följd av en begynnande skärpning av lånevillkoren.[35].

[34]Ökningen i Finland under 2018 sammanföll med att en bank flyttade sitt huvudkontor från Sverige till Finland.
[35] Vilket framgått av enkätundersökningen om bankernas utlåning i euroområdet, se ECB, Economic Bulletin, augusti 2019.

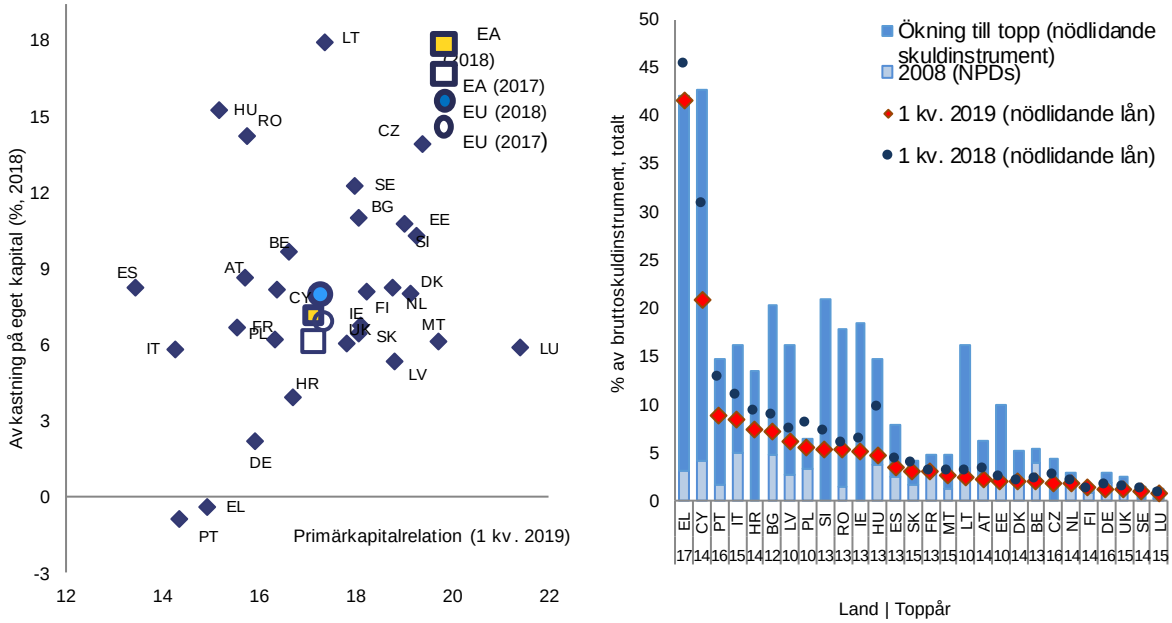
- **Kapitaliseringsgraderna stabiliserades i de flesta medlemsstater, medan avkastningen på eget kapital i flera fall försämrades under 2018.** Avkastningen på eget kapital var fortsatt negativ i Grekland och Portugal 2018, men blev positiv i Cypern. Värderingarna av bankaktier steg under 2017, men under 2018 och större delen av 2019 har värderingarna sjunkit, trots att europeiska börsindex haft en positiv utveckling delvis på grund av marknadens ändrade syn på sektorns lönsamhetsutsikter.
- **Vissa medlemsstater utmärker sig genom en relativt låg lönsamhet och kapitaliseringsgrad samt en hög andel nödlidande lån** .[36] I Grekland uppgår andelen nödlidande lån fortfarande till mer än 40 %. I Cypern har andelen nödlidande lån förbättrats avsevärt, främst till följd av låneförsäljningar och avvecklingen av en stor bank 2018, och lönsamhetstalen har blivit positiva. I Portugal och Italien har andelen nödlidande lån minskat markant sedan 2016 och de senaste uppgifterna tyder på ytterligare, men mer måttliga, minskningar under 2018. Andelen nödlidande lån har sjunkit till under 10 % i båda länderna. Andelen nödlidande lån ligger över genomsnittet i Bulgarien, Irland, Kroatien, Rumänien, Slovenien och Ungern, men minskade under 2018.
- **De nuvarande ekonomiska utsikterna, som kännetecknas av ett långvarigt lågräntеläge, medför ytterligare problem**. Räntenedgången märks främst på längre löptider, vilket leder till att avkastningskurvorna blir flackare och pressar räntemarginalerna ytterligare. Att kurvan blir flackare försvårar bankernas löptidsomvandling och drar eventuellt ned deras lönsamhet. Eftersom lågräntеläget framför allt rör finansiella tillgångar med låg risk kan det framför allt ha en negativ inverkan på lönsamheten och balansräkningen för finansinstitut som inte är banker och vars tillgångsportföljer till stor del består av lågrisktillgångar, t.ex. försäkringsbolag, särskilt inom livförsäkringssektorn, och pensionsinstitut.[37].

Diagram 22:
Banksektorns lönsamhet och kapital

Diagram 23: Nödlidande lån

[36] Andelen nödlidande lån i resultattavlans hjälpindikatorer definieras som nödlidande lån, och förskott, brutto, i procent av totala bruttofordringar (bokfört bruttovärde) för den rapporterande sektorn ”inhemska bankgrupper och självständiga banker, utlandskontrollerade dotterbolag och filialer, alla institut”. Värdena redovisas i tabell 2.1 i bilagan. Harmoniserade uppgifter om andelen nödlidande lån finns bara tillgängliga från 2014. För de uppgifter som gäller 2008 och ”ökningen till toppnoteringen” visar diagram 23 nödlidande bruttoskuldinstrument som andel av samtliga bruttoskuldinstrument, där uppgifter finns tillgängliga i längre tidsserier och som vid sidan av lån också gäller andra skuldinstrument i banksektorns innehav. Det senare är vanligtvis något lägre än andelen nödlidande lån, eftersom nämnaren är större, dvs. de totala bruttoskuldinstrumenten är större än de totala lånen. Den största skillnaden mellan de två andelarna uppgår för närvarande till 4 procentenheter (i Grekland), medan den i de flesta länder understiger en procentenhet.

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



Källa: Det finns inga uppgifter om nödlidande skuldinstrument, brutto, för 2008 för Kroatien, Tjeckien, Irland, Slovenien och Sverige.
Anm. I diagram 23 avser data rörande 2008 och ”ökningen till toppnivå” till andelen nödlidande skuldinstrument brutto i förhållande till de totala bruttoskuldinstrumenten. Andelen nödlidande lån rapporteras för kvartal 1 2018 och kvartal 1 2019. Numren under landskoderna avser det år då antalet nödlidande skuldinstrument var som högst.

Bostadspriserna fortsatte att stiga kraftigt under 2018, men prisutvecklingen svalnade i områden där det finns tydligare tecken på övervärdering. De stigande bostadspriserna gör att allt fler bostadsmarknader ligger nära eller över sina toppnivåer före krisen (diagram 26). Under 2018 uppvisade sju medlemsstater en ökningstakt i de reala bostadspriserna som ligger över resultattavlans tröskelvärde (Irland, Lettland, Nederländerna, Portugal, Slovenien, Tjeckien och Ungern), vilket är en medlemsstat mer än 2017. Bostadsprisökningarna var särskilt stora i EU-länder där det hittills bara funnits begränsade eller inga tecken alls på övervärderade bostäder, medan en avmattning konstateras i länder där tecknen på övervärdering varit tydligare. Uppgifter som även omfattar andra kvartalet 2019 tyder på att resultattavlans tröskelvärde i år kan komma att överskridas av Kroatien, Tjeckien, Ungern, Polen och Portugal, om detta mönster håller i sig under andra halvåret. Under det första halvåret i år, och jämfört med 2018, steg bostadspriserna i Kroatien, Cypern och Sverige, medan takten avtog i Danmark, Irland, Lettland, Rumänien och Slovenien.

- **En del av de stigande bostadspriserna kan koppas till ekonomiska fundamenta** Bostadspriserna började stiga igen till följd av den ekonomiska återhämtning som inleddes 2013 och räntenedgången. I detta avseende kan det förklaras av ekonomiska fundamenta.[38] Trots prisuppgången har ökningen i nya bolån hittills inte i sig drivit upp priserna, till skillnad från vad som var fallet under perioden före krisen. Den kan däremot bidra till att den accelererande bostadsprisutvecklingen fortsätter.

Riktmärken för bostadspriserna gör det möjligt att mäta graden av övervärdering eller undervärdering av bostadspriser utifrån landspecifika egenskaper. Syntetiska värderingsgap baseras på det gap som räknats fram utifrån olika referensvärden: i) pris–inkomstkvotens avvikelse från sitt långsiktiga medelvärde, ii) pris–hyrakvotens avvikelse från sitt långsiktiga medelvärde, iii) avvikelse från riktmärken baserade på regressionsanalys med beaktande av ekonomiska fundamenta för tillgång och efterfrågan (se N. Phliponnet och A. Turrini (2017), ”Assessing House Price Developments in the EU”, Europeiska kommissionens diskussionsunderlag 048, maj 2017). Vid beräkningen av riktmärkena baserade på regressionsanalys viktas bostadspriserna för att ta hänsyn till deras volatilitet.

- **De starka bostadsprisutvecklingen får implikationer för värderingsnivåerna.** I Irland, Lettland, Nederländerna, Portugal, Slovenien och Ungern var de reala bostadspriserna höga redan 2017 och steg ytterligare 2018 (diagrammen 24 och 25, övre högra kvadranten). En långvarig hög ökningstakt i flera länder leder till att riskerna för övervärdering gradvis ökar: antalet EU-länder som bedöms ha övervärderade bostadspriser har de senaste åren ökat. Tecknen på övervärdering (mätt som ett växande värderingsgap) har på senare tid blivit tydligare i exempelvis Tyskland och Portugal. Sedan mitten av 2000-talet ligger bostadspriserna i flera länder (Belgien, Luxemburg, Malta, Portugal, Tjeckien, Tyskland och Österrike; diagram 26) på eller över toppnivåerna. Bostadspriserna i flera länder börjar nå gränsen för vad människor har råd med, vilket framgår av förhållandet mellan bostadspriserna och den disponibla inkomsten per capita. Uppskattningar visar att det i omkring hälften av EU-länderna krävs mer än tio årsinkomster för att köpa en bostad på 100 kvadratmeter.[39]. En av tio européer lever dessutom i hushåll där minst 40 % av inkomsterna går till boendet 2017[40].

- **Bostadspriserna sjönk något i flera länder där det finns tecken på övervärdering och hushållen har en hög skuldsättning, och den svenska bostadsmarknaden har börjat korrigera nedåt**. Ju större övervärdering, desto lägre har takten tenderat vara i bostadsprisutvecklingen på senare tid. Ett sådant mönster, som inte kunnat observeras tidigare år, kan klart urskiljas under 2018 för länder där bostäder bedöms vara övervärderade. Under 2018 utmärkte sig Belgien, Frankrike, Förenade kungariket och Österrike när det gäller kombinationen (i olika grader) av övervärderade bostäder, hög skuldsättning bland hushållen, men även en långsammare prisökningstakt på bostäder 2018 än 2017 (diagram 25). En sådan inbromsning kan tyda på att en gräns har nåtts för vad människor har råd med, att bostadsutbudet har ökat och att politiska åtgärder har vidtagits på nationell nivå, bland annat i fråga om stabilitetstillsyn[41]. I Sverige sjönk dessutom bostadspriserna på årsbasis, både nominellt och realt, under 2018, men uppgifter för de första två kvartalen 2019 tyder på en viss stabilisering. Däremot har ingen justering ägt rum i Luxemburg, där sårbarheter och risker för övervärdering fortsätter att öka.

- **I flera medlemsstater förekommer övervärderade bostäder parallellt med höga skuldnivåer bland hushållen**. Detta gäller särskilt i Danmark, Luxemburg, Sverige och Förenade kungariket. Nederländerna har högt skuldsatta hushåll och höga prisnivåer i förhållande till inkomsterna. Bolånestockens tillväxt under 2018 var särskilt snabb i Bulgarien, Rumänien och Slovakien (över 10 % jämfört med året innan) och Österrike, Belgien, Tjeckien, Estland, Frankrike, Ungern, Litauen, Luxemburg och Malta (över 5 % jämfört med året innan). I vissa fall förekom en stark tillväxt från redan relativt höga nivåer, t.ex. i Belgien och Frankrike. Bilden förändras något om förändringen av skulder enbart kopplade till nya bolån beaktas, dvs. exklusive effekten av återbetalningar (diagram 27). Förhållandet mellan bostadspriserna och de nya bolåneflödena förefaller svagt, utan tydliga tecken på att priserna stiger snabbare där nya bolån är vanligare. Detta antyder att krediter hittills inte har spelat någon avgörande roll när det gäller att driva upp

[39] Uppskattningar om prisnivåerna sammanställs utifrån uppgifter om nationalräkenskaperna och folkmängd eller, om sådana inte finns tillgängliga, information som offentliggörs på fastighetsmäklarnas webbplatser. Se J. C. Bricongne et al. (2019),"Assessing House Prices: Insights from 'Houselev', a Dataset of Price Level Estimates", European Economy, diskussionsunderlag nr 101, juli 2019.

[40] Europeiska kommissionen (2019), Employment and Social Developments in Europe, Annual Review 2019, kapitel 4.

[41] Bygginvesteringarna har ökat i snabbare takt sedan 2015 i hela EU, med de högsta tillväxttalen där bostadsprisökningarna är starkare. Antalet bygglov ökar också i de flesta EU-länder. Flera stabilitetstillsynsåtgärder som nyligen införts i EU skulle ha kunnat påverka bostadsprisernas ökningstakt. Detta gäller särskilt taken för belåningsgrad och skuldbetalningskvoten. På senare år har bostadsbeskattningen reformerats i ett antal medlemsstater, inte minst för att begränsa omfattningen av skattelättnader för bostadslån.

bostadspriserna.[42]. I flera länder har dock starka bostadsprisökningar varit förknippade med kraftiga bolåneökningar, särskilt i Slovakien, Luxemburg, Tyskland och Nederländerna.

Diagram 24: Bostadsprisförändringar och värderingsgap, 2018

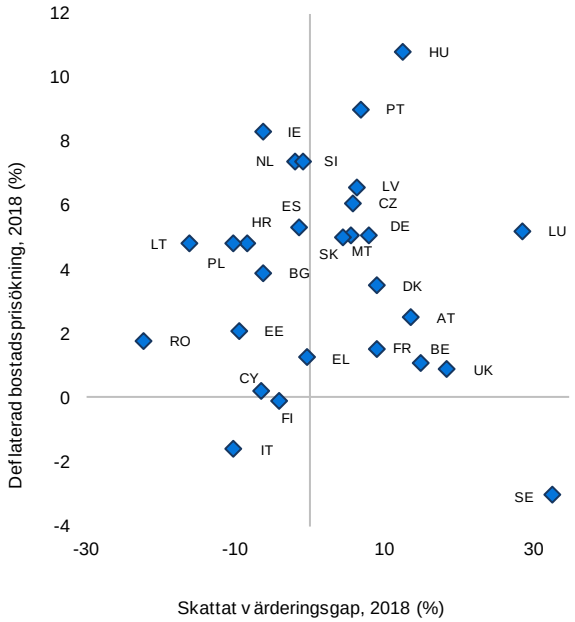
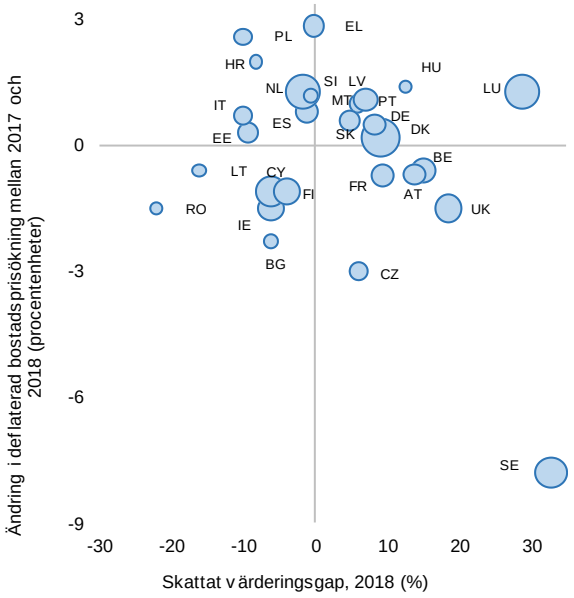


Diagram 25: Värderingsgap, förändringar i prisökningarna mellan 2017 och 2018 och hushållens skuldsättning (% av hushållens inkomster)



Källa: Eurostat och beräkningar av kommissionens avdelningar.

Anm. Övervärderingsgapet beräknas som genomsnittet av tre mått: avvikelserna i pris-inkomst- och pris-hyreskvoterna i förhållande till deras långsiktiga genomsnitt, och resultatet av en modell med fundamenta för värderingsgapen. se fotnot 39. Storleken på bubblorna i diagram 25 motsvarar hushållens skuldsättning i fråga om hushållens disponibla bruttoinkomst. För Kroatiens del är uppgifterna om hushållens BNI efter 2012 inte tillgängliga och extrapoleras därför på grundval av ekonomins BNI-tillväxt. Hushållens BNI-uppgifter för Malta saknas och uppskattas till 56 % av bruttonationalinkomsten.

[42] I de flesta länder i euroområdet föregicks den ökade bolånetillväxten av de bostadsprishöjningar som ägde rum efter krisen. Se t.ex. Europeiska kommission, ”Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses”, not till kommittén för ekonomisk politik – euroområdet, Ares (2019) 922432, februari 2019; Europeiska kommissionen, ”Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses”, teknisk not till Eurogruppen, februari 2019:
https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Diagram 26: Bostadsprisnivåer jämfört med inkomster och index för reala bostadspriser jämfört med toppar, 2018

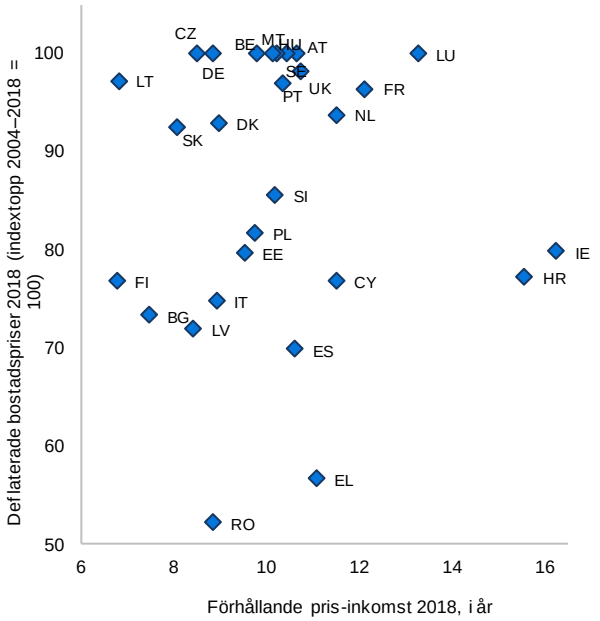
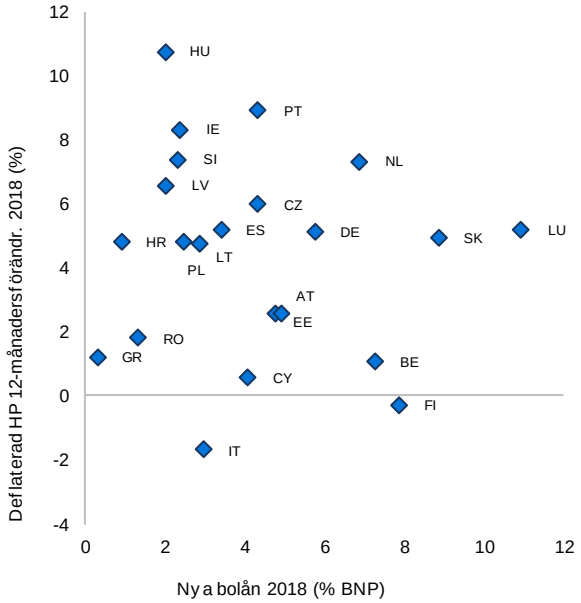


Diagram 27: Bostadsprisutveckling och nya bolån 2018



Källa: Eurostat och beräkningar av kommissionens avdelningar.

Anm. Uppgifter om nya bolån saknas avseende sex länder (Bulgarien, Danmark, Frankrike, Förenade kungariket, Malta och Sverige). Relationen mellan prisnivå och inkomstnivå mäts som förhållandet mellan priset för en bostad på 100 kvadratmeter och den genomsnittliga disponibla inkomsten i hushållet. Uppgifter om hushållens BNI per capita efter 2012 är inte tillgängliga för Kroatien och extrapoleras på grundval av ekonomins BNI-tillväxt. För Malta saknas BNI-uppgifter om hushållen och 56 % av bruttonationalinkomsten används som närmevärde.

De offentliga skuldkvoterna har minskat ytterligare i de flesta EU-länder, men i ett fåtal medlemsstater är de högre än någonsin. Skuldkvoterna hamnade över resultattavlans tröskelvärde i 14 medlemsstater under 2018, jämfört med 15 under 2017. Belgien, Cypern, Grekland, Italien och Portugal har en skuld på eller över 100 % av BNP, och Frankrike och Spanien ligger precis under denna nivå. I sju länder (Belgien, Cypern, Frankrike, Förenade kungariket, Irland, Portugal, och Spanien) överskrider den offentliga skuldsättningen på över 60 % av BNP i kombination med en privat skuldsättning respektive tröskelvärden i resultattavlan. Under 2018 minskade de offentliga skuldkvoterna ytterligare, men i många fall något mindre än året innan, till följd av vissa lättnader i de offentliga finanserna och en viss nedgång i den nominella BNP-tillväxten. Några av de högsta offentliga skuldkvoterna förbättrades dock inte eller ökade till och med ytterligare under 2018: den offentliga skuldsättningen var oförändrad i Frankrike och ökade i Cypern, Grekland och Italien. Medan detta i vissa fall berodde på exceptionellt stora skuldökande stock-/flödesjusteringar, återspeglar det i andra brist på konsolidering av de offentliga finanserna. Statsobligationsräntorna har dock gått ned och pressats ytterligare under 2019, även för de mest skuldsatta statliga låntagarna, till ständigt nya lägstanivåer. Framöver beräknas skuldkvoterna växa under 2019–2021, särskilt i Rumänien, men även i Italien, och i mindre utsträckning i Finland och Frankrike, samtidigt som de kommer att minska något långsammare än på senare tid i de flesta andra EU-länder.

Ruta 1: Sysselsättningsutveckling och social utveckling

Under 2018 fortsatte förbättringarna på EU:s arbetsmarknader trots avmattningen i den ekonomiska aktiviteten under andra halvåret. Sysselsättningen har ökat ytterligare i EU och antalet sysselsatta ligger på en ny rekordnivå. Arbetslösheten har minskat i alla medlemsstater, särskilt där den är hög, vilket bidrar till mindre skillnader mellan länderna, även om arbetslösheten fortfarande är hög i flera medlemsstater. Förbättringarna avtog under första halvåret 2019, vilket eventuellt även beror på mindre kvarvarande arbetskraftsreserver. Återhämtningen har också bidragit till förbättringar av de flesta indikatorer för fattigdom, men den sociala situationen är ett orosmoment i vissa medlemsstater. Sedan 2008 har risken för fattigdom och social utestängning minskat i större delen av EU (7 miljoner individer färre jämfört med 2008, omkring 13 miljoner jämfört med 2012) samt allvarlig materiell fattigdom, särskilt i länder i Central- och Östeuropa som hade en hög utgångsnivå. Den relativa fattigdomsrisken är dock fortfarande högre än före krisen i många medlemsstater. På det hela taget har de allvarliga makroekonomiska svagheterna påverkat de berörda ländernas sysselsättning och sociala situation negativt. Särskilt medlemsstater med alltför stora obalanser har fortsatt att kännetecknas av en sämre sysselsättningssituation och social utveckling. Situationen i länderna med obalanser är något mer varierande, vilket i hög grad även beror på obalansernas olika karaktär och allvar.

Under 2018 sjönk *arbetslösheten* ytterligare i alla medlemsstater, men den är fortfarande hög i vissa medlemsstater. Förbättringarna var störst i länder med hög arbetslöshet (minskningar med över 2 procentenheter i Kroatien, Cypern och Grekland). Ändå överskred under 2018 fem länder (Grekland, Spanien, Kroatien, Cypern och Italien) fortfarande tröskelvärdet i obalansförfarandets resultattavla på 10 % som ett genomsnittsvärde för de senaste tre åren. År 2018 var arbetslösheten betydligt lägre än 2013, med cirka 4 procentenheter, men fortfarande högre än 2008 i ungefär hälften av medlemsstaterna. Arbetslösheten har fortsatt att sjunka under första halvåret 2019 och sjönk till 6,3 % och 7,5 % tredje kvartalet 2019 i EU respektive euroområdet.

***Sysselsättningsgraden steg* ytterligare i alla medlemsstater.** Sysselsättningsgraden i EU (personer i åldern 20–64 år) nådde 2018 sin högsta nivå på 73,2 % (72,0 % i euroområdet) och fortsatte att öka under andra kvartalet 2019, upp till en rekordnivå på 73,9 %, rejält över toppnivån före krisen (70,2 %) 2008. Den största ökningen av antalet sysselsatta jämfört med 2017 registrerades i Malta (5,4 %), följt av Cypern (4,1 %), Luxemburg (3,7 %) och Irland (3,2 %), medan de lägsta ökningarna observerades i Polen (0,3 %), Rumänien (0,2 %) och Italien (0,9 %).

***Arbetskraftsdeltagandet* har fortsatt att öka i nästan hela EU.** I bara två länder har arbetskraftsdeltagandet (personer i åldern 15–64 år) sjunkit de senaste tre åren: Kroatien och Spanien, och i båda fallen överskred det resultattavlans tröskelvärde på -0,2 (-0,6 procentenheter i båda fallen). Sammantaget var sysselsättningsnivåerna rekordhöga för EU och för euroområdet år 2018, på 73,7 % respektive 73,4 %, omkring 3,5 respektive 2,5 procentenheter över de nivåer som rådde före krisen, främst till följd av ett ökat arbetsmarknadsdeltagande bland äldre arbetstagare och kvinnor.

***Långtids-* och *ungdomsarbetslösheten* förbättrades betydligt mer än resten av arbetsmarknaden, men den är fortfarande hög i flera EU-länder.** *Långtidsarbetslösheten* minskade i alla medlemsstater under 2018 och var i alla länder lägre än tre år tidigare. Den högsta andelen långtidsarbetslösa kunde observeras i Grekland (13,6 %), Spanien (6,4 %), Italien (6,2 %) och Slovakien (4 %), men alla utom Italien, uppvisade stora minskningar jämfört med 2015 (omkring 5 procentenheter i Spanien, 4,6 procentenheter i Grekland och 3,6 procentenheter i Slovakien). *Ungdomsarbetslösheten* sjönk i alla EU-länder under de tre åren fram till 2018. Nedgångar på 10

procentenheter eller mer under denna period ägde rum i Cypern, Kroatien, Portugal, Slovakien och Spanien. Ungdomsarbetslösheten är fortfarande över 30 % i Grekland, Italien och Spanien. Samtidigt var 9,6 % av unga människor (personer i åldern 15–24 år) i EU varken arbetande eller studerande under 2018. Flera medlemsstater (Bulgarien, Cypern, Grekland, Italien, Kroatien, Rumänien och Spanien) har dessutom rekordnivåer på över 12 %.

Fattigdomen och den sociala utestängningen minskade ytterligare, men är fortfarande hög i flera medlemsstater. När det gäller fattigdomsrisken eller risken för social utestängning i EU sjönk andelen ytterligare till 21,9 % under 2018. Detta är ungefär 3 procentenheter under den topp som noterades 2012[43]. Även om de flesta länder upplevde minskningar under de tre åren före 2018 skedde ökningar i Estland, Luxemburg, Förenade kungariket och Nederländerna, men i två av fallen (Nederländerna och Luxemburg) var det från jämförelsevis låga nivåer. Trots att fattigdomsrisken eller risken för social utestängning i Bulgarien minskade kraftigt från nästan 39 % till 32,8 % är denna nivå fortfarande högst i EU, följt av Rumänien och Grekland, som båda ligger över 30 %, och Lettland och Litauen, som ligger strax under detta tal. När det gäller fattigdomsrisken eller risken för social utestängning är andelen lägst i Tjeckien (12,2 %), följt av Slovenien (16,2 %), Slovakien (16,3 %), Finland (16,5 %) och Nederländerna (16,8 %). Trots dessa överlag positiva utvecklingstendenser när det gäller fattigdom och social utestängning uppvisar vissa av komponenterna olika utveckling, vilket är en källa till oro i vissa EU-länder, särskilt i fråga om följande företeelser:

- Andelen människor som riskerar fattigdom har på senare år ökat i en tredjedel av medlemsstaterna: de största ökningarna under en treårsperiod ägde rum i Luxemburg (3 procentenheter), Förenade kungariket (2,3 procentenheter), Nederländerna (1,7 procentenheter) och Belgien (1,5 procentenheter), medan en betydande minskning ägde rum i Grekland, Ungern, Polen och Portugal (mellan 2 och 3 procentenheter i samtliga fall).
- Den allvarliga materiella fattigdomen har däremot sjunkit under treårsperioden (också under 2018) i nästan alla medlemsstater: Under en treårsperiod minskade den med över 13 procentenheter i Bulgarien, medan Kroatien, Cypern, Grekland, Ungern, Lettland, Malta och Rumänien sjönk med 5 procentenheter eller mer.
- Återhämtningen har slutligen gjort att andelen personer (under 60 år) i hushåll med mycket låg arbetsintensitet har sjunkit i nästan alla EU-länder, förutom i Luxemburg och Sverige där andelen ökade, och i Finland där den förblev stabil de tre åren före 2018. Samtidigt ökade fattigdomen bland förvärvsarbetande något till 9,5 % under 2018 för EU som helhet och ligger nära toppnivån på 9,6 % under 2016.

[43] Indikatorn *Fattigdomsrisk eller risk för social utestängning* anger andelen personer som är i en utsatt situation enligt minst en av följande tre sociala indikatorer: 1) *Fattigdomsrisken* mäter inkomstfattigdom i förhållande till den nationella inkomstfördelningen och beräknas som den andel personer som har disponibla inkomster (justerad för hushållets sammansättning) som är lägre än 60 % av det nationella medianvärdet, 2) *Allvarlig materiell fattigdom* omfattar indikatorer som gäller brist på resurser, och motsvarar den andel människor som uppfyller minst 4 av 9 fattigdomskriterier därför att de inte har råd med viss specifika utgifter. 3) *Människor som bor i hushåll med mycket låg arbetsintensitet* är personer i åldern 0–59 som bor i hushåll där de vuxna (18–59 år) arbetade mindre än 20 % av sin totala arbetspotential under det gångna året. Inkomstreferensperioden för uppgifterna för de här måtten är en fast tolvmånadersperiod, t.ex. närmast föregående kalenderår eller beskattningsår för vilket det finns data för alla länder, förutom Förenade kungariket, där inkomstreferensperioden är det innevarande året och Irland, där undersökningen är löpande och inkomsterna samlas in för de senaste tolv månaderna.

4. SAMMANFATTNING AV HUVUDPROBLEMEN OCH KONSEKVENSERNA FÖR ÖVERVAKNINGEN

Ombalanseringen i euroområdet är fortfarande ofullständig samtidigt som en ombalansering av både underskott och överskott i bytesbalanser är ytterst angelägen i det nuvarande ekonomiska läget och skulle gynna alla medlemsstater. De flesta av de stora bytesbalansunderskotten har korrigerats, men stora överskott kvarstår i flera euroländer. Euroområdet som helhet har gradvis övergått till ett överskott, som dock har börjat minska något, främst mot bakgrund av lägre exportefterfrågan. Stockobalanser har börjat justeras men är fortfarande stora. Medan vissa euroländer fortfarande har en mycket negativ finansiell nettoutlandsställning har andra en mycket positiv och växande finansiell nettoutlandsställning. Enhetsarbetskostnader har ökat i snabbare takt i långivarländerna än i låntagarländerna, vilket är en omsvängning jämfört med situationen före finanskrisen. Denna trend fortgår, men har försvagats jämfört med de första åren efter krisen, eftersom stramare arbetsmarknader i låntagarländerna har lett till högre löneökningar i ett läge med trög produktivitetsutveckling, samtidigt som löneökningarna i långivarländerna har varit begränsade även efter flera år av låg arbetslöshet. En symmetrisk ombalansering av bytesbalanspositionerna skulle bidra till att få bukt med det nuvarande låginflations- och lågränteläget, samtidigt som det skulle stödja nominell tillväxt och på så sätt främja skuldnedväxling och ombalansering av låntagarländernas positioner.

Sammantaget finns problem i flera medlemsstater som varierar i fråga om omfattning och orsaker. Hur allvarliga problemen är för den makroekonomiska stabiliteten varierar betydligt mellan medlemsstaterna. Det beror på typen och graden av sårbarheter och ohållbara trender, samt på hur dessa faktorer samverkar. Huvudorsakerna till potentiella obalanser kan grupperas in i ett antal typfall som kan sammanfattas på följande sätt:

- Ett antal medlemsstater fortsätter att främst brottas med *flera och inbördes beroende sårbarheter avseende stockbalanser*. Det är vanligtvis fallet för de länder som haft en kreditutveckling karakteriserad av kraftig uppgång och därefter häftig inbromsning (s.k. boom-bust-cykel), i kombination med en försämring av bytesbalansen som också fått följder för banksektorn och den offentliga skuldsättningen.

    - Cypern och Grekland har stora skuldstockar och mycket stora negativa finansiella nettoutlandsställningar samt kvardröjande problem i den finansiella sektorn, samtidigt som förbättringar i fråga om nödlidande lån och lönsamhet kan observeras i Cypern och minskningen av nödlidande lån har accelererat i Grekland sedan 2018, även om nivåerna fortfarande är höga. I Grekland är den potentiella produktionstillväxten låg i ett läge med hög (om än sjunkande) arbetslöshet.

    - Irland, Kroatien, Portugal och Spanien har sårbarheter som härrör från historiska stockproblem och de är omfattande, mångahanda och sammankopplade. I Bulgarien är skuldsättningen i företagssektorn kopplad till en historia med kvardröjande problem i den finansiella sektorn, men politiska åtgärder håller på att vidtas. I dessa länder har de stockrelaterade obalanserna minskat efter återgången till nominell tillväxt, i vissa fall i samband med en förnyad kraftig uppgång i bostadspriserna (i Irland och på senare tid i Portugal), en ökning i enhetsarbetskostnader och stagnerande konkurrenskraftsförbättringar (i Portugal och Spanien) och starkt stigande enhetsarbetskostnader (i Bulgarien).

- I ett fåtal medlemsstater beror sårbarheterna främst på *stora offentliga skuldstockar* i kombination med problem rörande *potentiell produktionstillväxt* och *konkurrenskraft*. Det gäller framför allt Italien, där sårbarheterna också är kopplade till banksektorn och den stora (om än snabbt

minskande) stocken nödlidande lån i ett läge med en svag arbetsmarknad. Belgien och Frankrike har framför allt en hög offentlig skuldsättning och potentiella tillväxtproblem i ett läge med pressad konkurrenskraft. I Frankrike ökar den redan relativt höga privata skuldsättningen. I Belgien är hushållens relativt stora och växande skuldstock knuten till eventuellt övervärderade bostäder, och utlandsställningen är fortfarande stabil, även om den försvagats något på senare tid.

- Vissa medlemsstater kännetecknas av *stora och ihållande bytesbalansöverskott* som i varierande utsträckning även beror på en dämpad privat konsumtion och investeringstakt, i högre grad än vad som kan motiveras av ekonomiska fundamenta. Detta är i synnerhet fallet i Nederländerna och Tyskland. I Nederländerna är ett stort överskott kopplat till en hög skuldstock hos hushållen och starka bostadsprisökningar. Även i Tyskland har ett tryck på bostadspriserna noterats på sistone, men skuldnivåerna är relativt låga. De stora och ihållande överskotten kan tyda på att man inte har tagit chansen att främja tillväxt och göra inhemska investeringar, vilket får konsekvenser för resten av euroområdet i ett läge där inflationen länge legat under målet och med en vikande utländsk efterfrågan.

- I vissa medlemsstater *kan utvecklingen av pris- eller kostnadsvariabler tyda på överhettning, särskilt på bostads- eller arbetsmarknaderna*.

    - I Sverige, och i mindre utsträckning Danmark, Förenade kungariket, Luxemburg och Österrike, har en stadig prisökningstakt på bostäder observerats de senaste åren i ett läge med potentiella övervärderingsgap och höga skuldnivåer bland hushållen. Nyare uppgifter tyder på en viss korrigering nedåt i fråga om priser och övervärderingar i Sverige, och i övriga fall på en nedgång i prisökningstakten på bostäder (utom i Luxemburg). En uppgång i prisökningstakten på bostäder mer nyligen är kopplad till mer begränsade tecken på övervärdering i Lettland, Slovakien, Slovenien, Tjeckien och Ungern, och har i fråga om Tjeckien och Slovakien observerats tillsammans med ett fortsatt upptagande av bolån och ökande skulder hos hushållen. Finland verkar inte kännetecknas av en stark bostadsprisökning eller potentiell övervärdering, men däremot höga och stigande skuldnivåer bland hushållen.

    - I Estland, Lettland, Litauen, Rumänien, Slovakien, Tjeckien och Ungern fortsätter arbetskraftskostnaderna att stiga i relativt snabb takt medan priskonkurrenskraften försämras något. Under de senaste åren har en stark ökning av enhetsarbetskostnaderna varit kopplad till en markant minskning av bytesbalansöverskottet i Ungern och till ett begränsat men ihållande bytesbalansunderskott i Slovakien. I Rumänien noteras en utdragen och mycket kraftig ökning av enhetsarbetskostnaderna mot bakgrund av ytterligare försämringar av bytesbalansunderskottet och en expansiv finanspolitik.

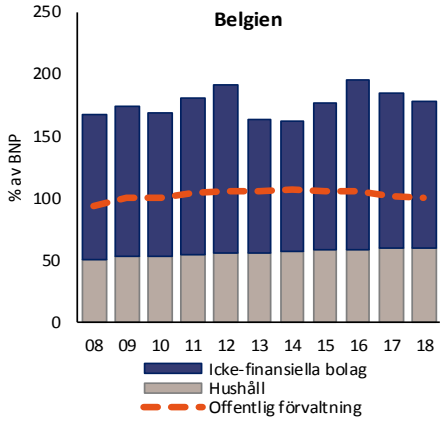
Det är sammantaget motiverat att genomföra fördjupade granskningar i fråga om 13 medlemsstater: Bulgarien, Cypern, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Kroatien, Nederländerna, Portugal, Rumänien, Spanien, Sverige och Tyskland. Alla dessa medlemsstater omfattades av en fördjupad granskning i obalansförfarandets övervakningscykel förra året och ansågs då ha obalanser eller alltför stora obalanser. De nya fördjupade granskningarna kommer att bidra till en djupare analys av dessa problem och en bedömning av vilka politiska åtgärder som behövs. De kommande fördjupade granskningarna ska framför allt undersöka om dessa obalanser håller på att förvärras eller korrigeras i syfte att uppdatera nuvarande bedömningar. I denna rapport påpekas också att risker kan byggas upp i flera andra medlemsstater som utifrån nuvarande information i nuläget inte verkar motivera en fördjupad granskning, men som likväl motiverar en noggrann övervakning, särskilt i de kommande landrapporterna. Dessa risker gäller särskilt utvecklingen när det gäller konkurrenskraft (Estland, Lettland, Litauen, Slovakien, Tjeckien och Ungern) och utvecklingen av bostadspriser,

bostadsmarknader och hushållens skuldsättning (Belgien, Danmark, Finland, Förenade kungariket, Luxemburg, Slovakien, Slovenien, Tjeckien, Ungern och Österrike).

5. OBALANSER, RISKER OCH JUSTERINGAR: LANDSPECIFIKA KOMMENTARER

Belgien: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Belgien. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt förändringen av den reala effektiva växelkursen, den privata skuldsättningen och den offentliga skuldsättningen – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A1: ***Skuldsättning i olika sektorer av ekonomin***



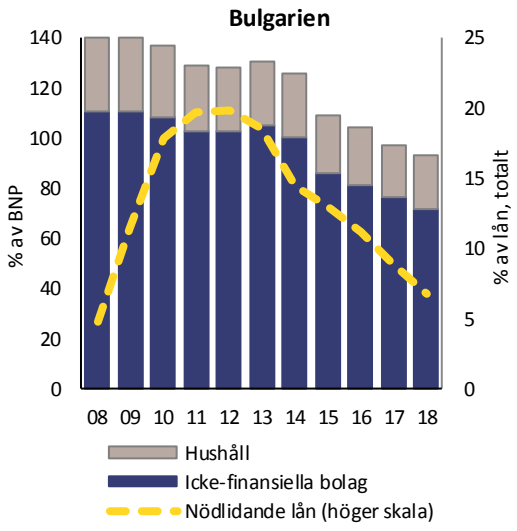
Källa: Eurostat.

Bytesbalansen uppvisade ett begränsat underskott 2018, medan den finansiella nettoutlandsställningen är starkt positiv. Produktivitetstillväxten var låg, men ökningen av enhetsarbetskostnaderna kunde begränsas genom måttliga löneökningar. Den reala effektiva växelkursen har över tre år apprecierat ytterligare och låg över tröskelvärdet, även om den årliga förändringen endast visade en måttlig ökning. Exportmarknadsandelarna har på det hela taget varit stabila. Omfattande koncernintern utlåning över gränserna blåser upp siffrorna när det gäller företagens höga skuldkvot, men denna håller på att minska. Hushållens skuldsättning, som främst gäller bolån, är relativt hög och växande, medan de reala bostadspriserna har ökat i måttlig takt under de senaste åren och tecken finns på potentiell övervärdering. Den offentliga skuldsättningen är hög och minskar bara långsamt. Nya arbetstillfällen har fortsatt att skapas och arbetslösheten har sjunkit till rekordlåga nivåer. Andelen utanför arbetskraften är hög.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med offentlig, men även privat, skuldsättning, även om riskerna fortfarande är begränsade. Kommissionen kommer i nuläget därför inte göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Bulgarien: I februari 2019 slog kommissionen fast att Bulgarien hade *obalanser* som särskilt var relaterade till sårbarheter i den finansiella sektorn i kombination med hög skuldsättning och nödlidande lån i företagssektorn. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen och ökningen av nominella enhetsarbetskostnader – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A2: ***Privat skuldsättning och nödlidande lån***



Källa: Eurostat och ECB.

Ekonomins position gentemot omvärlden stärktes ytterligare med ett växande bytesbalansöverskott och en snabbt förbättrad negativ finansiell nettoutlandsställning som närmar sig tröskelvärdet. Det har skett ackumulerade ökningar av exportmarknadsandelarna, men en stram arbetsmarknad och kompetensbrist har drivit upp löneökningarna. Till följd av detta ligger ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna betydligt över tröskelvärdet, vilket bör bevakas. I ett läge med

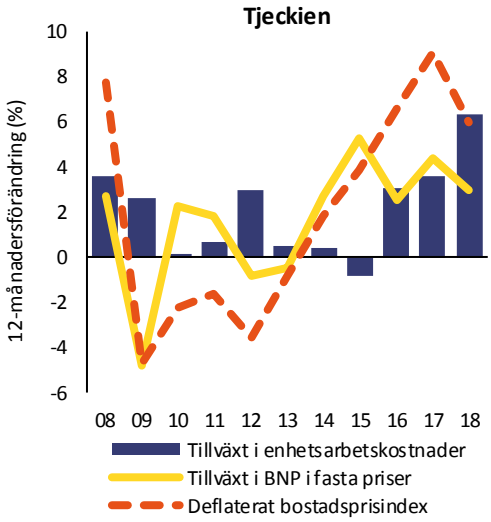
gynnsamma ekonomiska förutsättningar och finansieringsvillkor har banksektorn totalt sett förbättrat sina kapital- och likviditetskvoter. Kredittillväxten är stark och finansieras helt genom en större insättningsbas. De nödlidande lånen fortsätter att minska, men är fortfarande relativt höga för icke-finansiella bolag och inhemskt ägda banker. flera åtgärder har vidtagits och håller på att införas för att stärka tillsynen över banker och aktörer utanför banksektorn. Vissa utmaningar och sårbarheter kvarstår dock när det gäller kapitalbrist i vissa bankinstitut och kvarstående problem inom försäkringssektorn. Företagens skuldsättning är fortfarande relativt hög, även om den har minskat avsevärt. Den offentliga skuldsättningen är låg och sjunker. Bostadspriserna fortsatte att stiga, men i långsammare takt och i linje med fundamenta. Bolån och byggnadslov har ökat kraftigt och den framtida utvecklingen måste bevakas noga framöver. Arbetslösheten har sjunkit till mycket låga nivåer och även om arbetskraftsdeltagandet är relativt lågt fortsätter det att öka.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med kvarvarande sårbarheter i den finansiella sektorn. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

Tjeckien: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Tjeckien. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den reala effektiva växelkursen, ökningen av de nominella enhetsarbetskostnaderna och ökningen av de reala bostadspriserna – över vägledande tröskelvärden.

Bytesbalansen uppvisar ett litet men minskande överskott, medan den negativa finansiella nettoutlandsställningen har fortsatt att minska. Slopandet av växelkursåtagandet i april 2017 ledde till en appreciering av den reala effektiva växelkursen, särskilt under 2018. De nominella enhetsarbetskostnaderna har ökat betydligt, till följd av kraftiga löneökningar och en akut arbetskraftsbrist, även om en avmattning förväntas i framtiden. Hittills har exportmarknadsandelarna ökat. Samtidigt står landet inför risker som har att göra med det handelspolitiska klimatet och potentiella störningar i de globala värdekedjorna. De reala bostadspriserna fortsatte att stiga kraftigt 2018 men i långsammare takt än 2017. Vidare är den privata sektorns skuldsättning, inklusive hushållens skuldsättning, relativt låg. Banksektorn är mycket stabil och har en mycket låg andel nödlidande lån. Den offentliga skuldsättningen fortsätter att minska eftersom den offentliga budgeten har uppvisat ett överskott sedan 2016. Arbetslösheten har sjunkit ytterligare och arbetsmarknadsläget är fortfarande mycket stramt.

Diagram A3: ***BNP, enhetsarbetskostnader och bostadspriser***

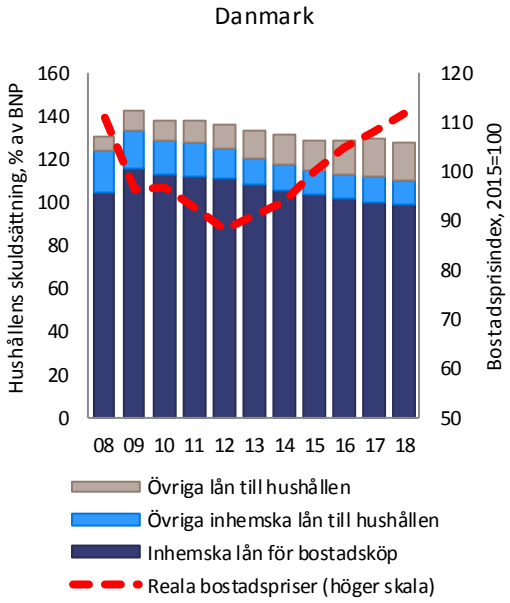


Källa: Eurostat.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med konkurrenskraften och trycket på bostadsmarknaden, men riskerna verkar till stor del vara begränsade. Kommissionen kommer i nuläget därför inte göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Danmark: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Danmark. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt bytesbalanssaldot och den privata sektorns skuldsättning – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A4: ***Hushållens skuldsättning och bostadsprisindex***



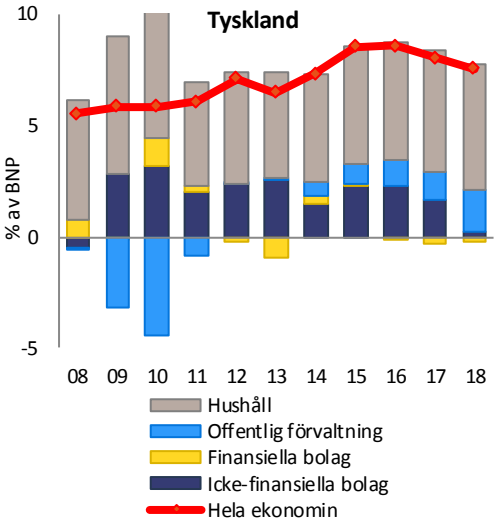
Källa: Eurostat och ECB.

Bytesbalansen fortsätter att uppvisa stora, om än minskande, överskott. Bytesbalansöverskottet har på senare tid minskat i takt med företagen dragit ner på sitt sparande och ökat sina investeringar inom landet. Överskott flera år i rad har lett till en starkt positiv finansiell nettoutlandsställning, vilket skapar positiva nettoprimärinkomster som in sin tur stärker den positiva bytesbalansen. Produktivitetstillväxten har dämpats, vilket har varit negativt för indikatorerna för kostnadskonkurrenskraft, och vissa begränsade förluster av exportmarknadsandelar har förekommit. Hushållens sparande har ökat till följd av behovet av skuldnedväxling och de stabilitetstillsynsåtgärder som vidtagits för att begränsa riskabelt låntagande. Samtidigt främjas ett fortsatt låntagande av låga finansieringskostnader och gynnsam skattebehandling. Sammantaget är hushållens skuldsättning mätt som andel av BNP fortfarande den högsta i EU, trots vissa långsamma skuldnedväxlingstendenser. Skuldsättningen i företagssektorn är däremot måttlig. De reala bostadspriserna ökar i stadig men måttlig takt, medan värderingsindikatorer tyder på vissa övervärderingar. Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och sysselsättningstillväxten är fortfarande stabil. Bristen på arbetskraft är utbredd men har nyligen mildrats, vilket dämpar trycket uppåt på lönerna.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med bytesbalansöverskottet och hushållens höga skuldsättning, vilket innefattar bostadssektorn, men riskerna verkar vara begränsade. Kommissionen kommer i nuläget därför inte göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Tyskland: I februari 2019 slog kommissionen fast att Tyskland hade *makroekonomiska obalanser*, främst i form av ett stort bytesbalansöverskott beroende på dämpade investeringar i förhållande till sparandet i både den privata och den offentliga sektorn. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt bytesbalanssaldot, den reala effektiva växelkursen och den offentliga skuldsättningen – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A5: ***Finansiellt sparande per sektor***



Källa: Eurostat.

Bytesbalansen fortsätter att uppvisa ett mycket stort överskott, även om det krympte något under 2018. I takt med att utrikeshandeln försvagats har det skett en förskjutning till en mer inhemskt efterfrågestyrd tillväxt. Bytesbalansöverskottet förväntas därför fortsätta att

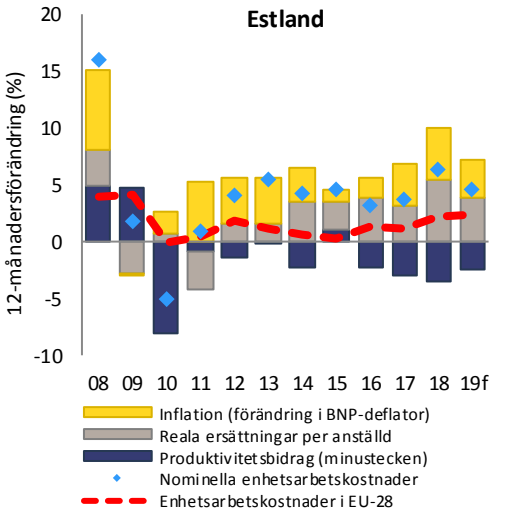
krympa, men ligga kvar på en hög nivå och medföra ytterligare förstärkningar av den redan stora finansiella nettoutlandsställningen. Den svaga produktivitetstillväxten bidrog till ökade enhetsarbetskostnader och den reala effektiva växelkursen fortsatte att appreciera. I ett läge med en stram arbetsmarknad har ökningstakten i nominella ersättningar gått upp, vilket även beror på effekterna av politiska engångsåtgärder, men den förväntas avta i närtid. Exporttillväxten avtog markant under 2018, med begränsade förluster i exportmarknadsandelar räknat på årsbasis. De reala bostadspriserna och byggkostnaderna har ökat och bör bevakas, även med hänsyn till de regionala skillnaderna när det gäller priser och tillgång till boende. Investeringarna i bostäder fortsätter att öka men släpar fortfarande efter bostadsbehoven i storstadsområdena. Kredittillväxten stärks gradvis. Den offentliga skuldsättningen har fortsatt att sjunka och förväntas 2019 hamna under tröskelvärdet på 60 % av BNP. Samtidigt kvarstår den stora eftersläpningen i offentliga investeringar, även om investeringarna har ökat under några år. Den totala arbetslösheten, liksom ungdoms- och långtidsarbetslösheten, ligger på historiskt mycket låga nivåer, även om förbättringarna av situationen på arbetsmarknaden har upphört.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med att sparandet fortfarande är större än investeringarna, vilket märks i det stora men gradvis minskande bytesbalansöverskottet och understryker behovet av fortsatt ombalansering. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att vidare undersöka om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

Estland: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Estland. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den reala effektiva växelkursen och ökningen av nominella enhetsarbetskostnader – över vägledande tröskelvärden.

Bytesbalansen uppvisar ett stabilt överskott samtidigt som den negativa finansiella nettoutlandsställningen har förbättrats. Den reala effektiva växelkursen apprecierade ytterligare under 2018, vilket ledde till att denna indikator hamnade över tröskelvärdet. Ökningen av enhetsarbetskostnader har också accelererat ytterligare, pådriven av ett inhemskt pris- och lönetryck, särskilt inom den offentliga sektorn, som var en följd av den strama arbetsmarknaden. Det har skett små ackumulerade ökningar av exportmarknadsandelar. Den offentliga och den privata sektorns upplåning och skuldnivåer ligger på relativt låga nivåer. Dessutom har den privata sektorns skuldsättning fortsatt att minska till följd av fortsatt skuldnedväxling. Tillväxten i de reala bostadspriserna har avtagit till måttliga nivåer. Det strama arbetsmarknadsläget märks i en relativt låg arbetslöshet och ett mycket högt arbetskraftsdeltagande jämfört med EU som helhet.

Diagram A6: ***Nedbrytning av enhetsarbetskostnader***



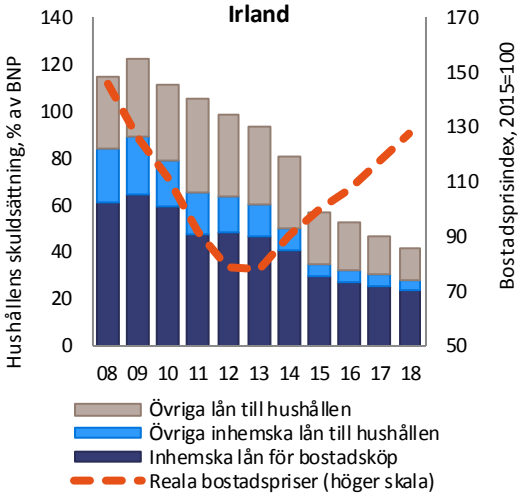
Källa: Kommissionens avdelningar

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med de nominella enhetsarbetskostnaderna och den reala effektiva växelkursen, men riskerna verkar vara begränsade. Kommissionen kommer i nuläget därför inte göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Irland: I februari 2019 slog kommissionen fast att Irland hade *makroekonomiska obalanser*, särskilt relaterade till sårbarheter till följd av stora offentliga och privata skuldstockar och höga nettoutlandsskulder. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen, den privata och den offentliga skuldsättningen och ökningen av de reala bostadspriserna – över vägledande tröskelvärden.

Bytesbalansen utvecklades från att i stort sett ha varit i jämvikt 2017 till ett stort överskott 2018. Denna stora förändring beror huvudsakligen på multinationella företags verksamhet. Ett ändrat mått för att beräkna bytesbalanssaldot, som bättre återspeglar inhemsk ekonomisk verksamhet, tyder på ett mindre överskott 2018. Den finansiella nettoutlandsställningen är fortfarande mycket negativ, vilket bland annat beror på multinationella företags verksamhet och ett stort finansiellt offshorecentrum med begränsade kopplingar till den inhemska ekonomin. En stark ekonomisk tillväxt bidrar till att den offentliga skuldkvoten sjunker, även om skuldnivån fortfarande är fortsatt hög. Den privata skuldsättningen är fortfarande mycket hög, men har fortsatt att minska. Hushållen har fortsatt att minska sina skulder och de irländska bankerna har minskat sin exponering mot inhemska företag, vilket tyder på en fortsatt skuldnedväxling i näringslivet. Även om tillväxten i reala bostadspriser fortsatte under 2018 avtog den kraftigt under detta år. Bostäder till överkomliga priser är dock fortfarande ett problem. Andelen nödlidande lån har minskat stadigt under de senaste åren och bankerna är välkapitaliserade, men avsättningsnivåerna är relativt låga. Bankernas lönsamhet förbättras successivt, även om den fortfarande är låg. Arbetslösheten fortsätter att minska och närmar sig nivåerna före krisen.

Diagram A7: ***Hushållens skuldsättning och bostadsprisindex***



Källa: Eurostat och ECB.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen av resultattavlan på problem med utlandsställningens volatilitet, den privata och den offentliga skuldstocken och bostadsmarknaden. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

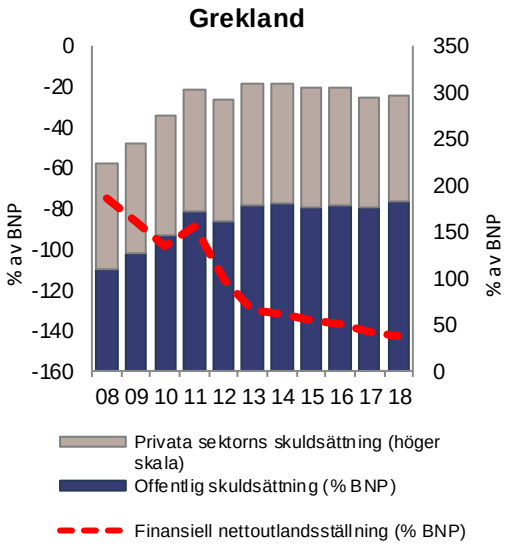
Grekland: I februari 2019 slog kommissionen fast att Grekland hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, i synnerhet hög offentlig skuldsättning, en negativ utlandsställning och en hög andel nödlidande lån i ett läge med hög, om än minskande, arbetslöshet och låg potentiell tillväxt. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen, den offentliga bruttoskulden och arbetslösheten – över vägledande tröskelvärden.

Greklands mycket negativa ställning gentemot omvärlden består till stor del av nettoskulder, framför allt den offentliga sektorns utlandsskuld, som till största delen är till offentliga långivare och avser lån på mycket förmånliga villkor. En måttlig BNP-tillväxt i löpande priser och ett negativt bytesbalanssaldo som ökade 2018 hindrar den stora stocken av nettoutlandsskulder från att justeras snabbare. De nominella enhetsarbetskostnaderna ökade under 2018 i samband med en trög uppgång i arbetsproduktiviteten. Löneökningar ledde till en ytterligare förstärkning av den reala effektiva växelkursen, medan exportmarknadsandelarna ökade under 2018 för andra året i rad. Den offentliga

skulden är mycket hög men förväntas minska gradvis under de kommande åren, samtidigt som dess hållbarhet stöds av de skuldlättnadsåtgärder som överenskoms med landets europeiska partner 2018. De reala bostadspriserna började öka 2018 efter ett årtionde av sjunkande priser. Den privata sektorns kredittillväxt är negativ, eftersom skuldnedväxlingen fortsätter och den stora stocken nödlidande lån långsamt håller på att avvecklas. Arbetslösheten sjunker men är fortfarande mycket hög, särskilt långtids- och ungdomsarbetslösheten.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med hög offentlig skuldsättning, en negativ finansiell utlandsställning och en stor stock nödlidande lån i ett läge med hög arbetslöshet, svag produktivitetsutveckling och trög investeringstakt. Med tanke på att alltför stora obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om makroekonomiska risker kvarstår och att övervaka framstegen i avveckling av de alltför stora obalanserna.

Diagram A8: ***Finansiell nettoutlandsställning, privat och offentlig skuldsättning***

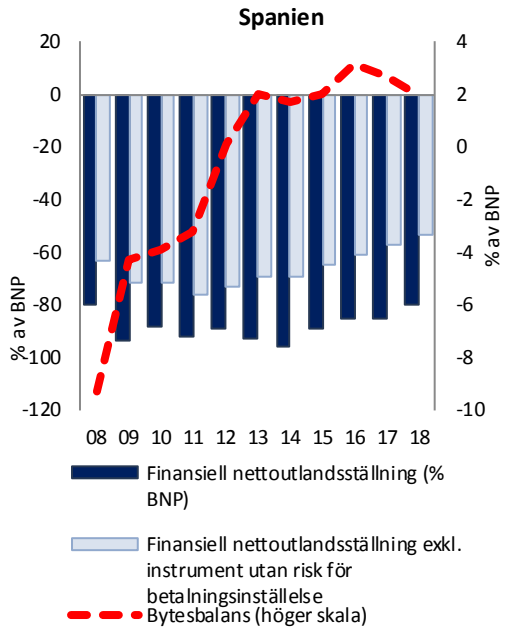


Källa: Eurostat.

Spanien: I februari 2019 slog kommissionen fast att Spanien hade *makroekonomiska obalanser* som har att göra med hög extern och intern skuldsättning inom både den privata och den offentliga sektorn i ett läge med hög arbetslöshet. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen, den offentliga skuldkvoten, den privata skuldsättningen, arbetslösheten och nedgången i arbetskraftsdeltagandet – över vägledande tröskelvärden.

Bytesbalansen har kontinuerligt uppvisat överskott, även om saldot försämrades under 2018. Den negativa finansiella nettoutlandsställningen har fortsatt att förbättras, men är fortfarande mycket stor. De nominella enhetsarbetskostnaderna har ökat marginellt i ett läge med en produktivitetstillväxt nära noll. Den främsta orsaken till förbättringar av konkurrenskraften sedan krisen har varit relativa förbättringar av kostnadskonkurrenskraften. Trots en viss försvagning under 2018, delvis på grund av övergående faktorer, har exporten ökat måttligt och exportmarknadsandelarna i stort sett varit stabila. Skuldsättningen i den privata sektorn fortsatte att minska under hela 2018, men behoven av skuldnedväxling finns kvar. Företagens skuldkvot har fortsatt att minska, men i långsammare takt till följd av en viss ökning av nya krediter. Hushållens skuldkvot har fortsatt att minska trots att kredittillväxten blev positiv 2018. De reala bostadspriserna har fortsatt att

Diagram A9: ***Finansiell nettoutlandsställning och bytesbalans***



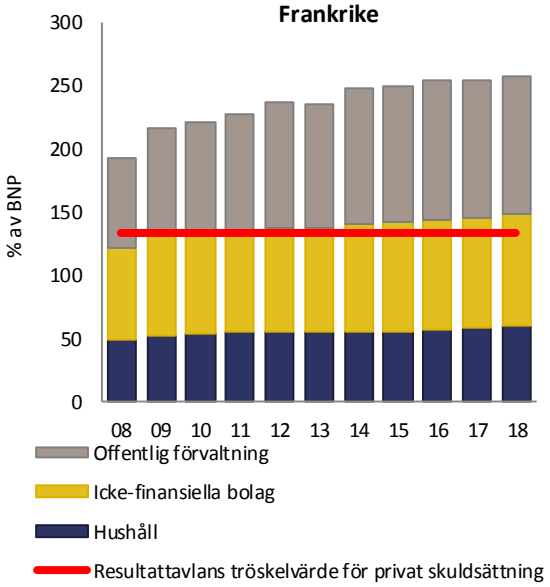
Källa: Kommissionens avdelningar

stiga och problemen med undervärdering tycks vara på väg att upphöra. På senare år har den starka ekonomiska tillväxten varit den främsta orsaken till att underskottet i de offentliga finanserna har minskat, men de ihållande underskotten innebär att den alltjämt höga offentliga skuldkvoten bara sjunker långsamt. Arbetslösheten har minskat snabbt, men är mycket hög och högre än före krisen, särskilt bland unga och icke yrkesutbildade arbetstagare.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med hållbarheten i balanserna mot omvärlden och den privata och offentliga skuldsättningen i ett läge med hög arbetslöshet och svag produktivitetsutveckling. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen därför det vara lämpligt att undersöka vidare om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

Frankrike: I februari 2019 slog kommissionen fast att Frankrike hade *makroekonomiska obalanser*, särskilt relaterade till hög offentlig skuldsättning och svag konkurrenskraftsutveckling i ett läge med en svag produktivitetsutveckling. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt offentlig och privat skuldsättning – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A10: ***Skuldsättning i olika sektorer av ekonomin***



Källa: Eurostat

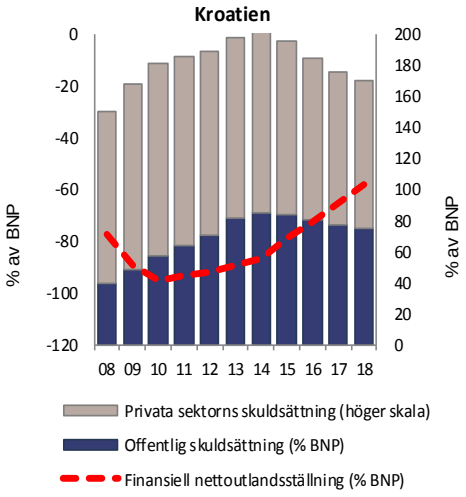
Bytesbalansen uppvisar ett begränsat och stabilt underskott, medan den finansiella nettoutlandsställningen är svagt negativ. Exportmarknadsandelarna var stabila under 2018, både på årsbasis och sett till femårsindikatorn. Ökningen av enhetsarbetskostnader har varit begränsad och legat under genomsnittet i euroområdet, även om arbetsproduktivitetens tillväxt är låg. Den offentliga skuldsättningen stabiliserades på en rekordhög nivå 2018, vilket bekräftar att det offentligfinansiella utrymmet för att hantera framtida chocker är begränsat. De privata kreditflödena förblev relativt dynamiska, vilket innebar att den privata sektorns höga skuld som andel av BNP ökade något. De icke-finansiella bolagens skuld låg över den nivå som skulle följa av fundamenta, medan hushållens skuldsättning var mer begränsad. De reala bostadspriserna har ökat i måttlig men stadig takt under de senaste åren och tecken på potentiell övervärdering kvarstår. Banksektorn framstår som motståndskraftig, men kombinationen av höga offentliga och privata skuldkvoter kan innebära risker. Det rådande lågränteläget kan dessutom påverka bankernas lönsamhet. Arbetslösheten har sjunkit ytterligare och ligger nu under tröskelvärdet. Långtids- och ungdomsarbetslösheten har fortsatt att förbättras.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med hög skuldsättning och svag, om än stabiliserad, konkurrenskraft i ett läge med svag produktivitetsutveckling. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

Kroatien: I februari 2019 slog kommissionen fast att Kroatien hade *makroekonomiska obalanser* som har att göra med höga skulder i den offentliga och den privata sektorn och hög utlandsskuld i ett läge med låg potentiell tillväxt. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen, den offentliga skuldsättningen, arbetslösheten och nedgången i arbetskraftsdeltagandet – över vägledande tröskelvärden.

Den negativa finansiella nettoutlandsställningen har minskat betydligt i linje med de kontinuerliga bytesbalansöverskotten, men är fortfarande betydande. Enhetsarbetskostnaderna började stiga 2018 eftersom arbetsproduktiviteten ökade mycket långsamt. Exportmarknadsandelarna har ökat kontinuerligt sedan 2013, men ökningen mattas av. Den offentliga skuldsättningen är hög, men följer en nedåtgående trend med stöd av små överskott i de offentliga finanserna. Hushållens och företagens skulder fortsätter att sjunka, men är fortfarande relativt höga. Generellt är en betydande del av skulden noterad i utländsk valuta, vilket genererar valutarisk. Den dämpade kredittillväxten bidrar visserligen till att minska den privata skuldsättningen, men hushållens ökade användning av kontantlån väcker oro. Samtidigt belastas den finansiella sektorn av stora, om än minskande, andelar nödlidande lån och viss exponering mot utländsk valuta. Arbetslösheten har sjunkit snabbt men är fortfarande relativt hög. Arbetskraftsdeltagandet är ihållande lågt, medan befolkningen i arbetsför ålder minskar. Detta, förvärrat av en låg produktivitetstillväxt, särskilt för en ekonomi i en upphämtningsfas, hämmar den potentiella tillväxten.

Diagram A11: ***Finansiell nettoutlandsställning, privat skuldsättning och offentlig skuldsättning***

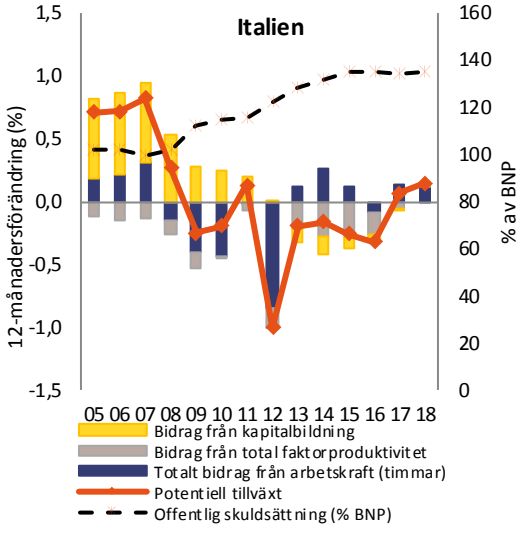


Källa: Eurostat.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med skuldstocken gentemot omvärlden, den privata och den offentliga skuldsättningen och en betydande andel nödlidande lån i ett läge med fortsatt hög arbetslöshet och svag produktivitetsutveckling. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

Italien: I februari 2019 slog kommissionen fast att Italien hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, särskilt relaterade till risker med en mycket hög offentlig skuldsättning och långvarig svag produktivitetsutveckling i ett läge där det fortfarande finns en stor andel nödlidande lån och hög arbetslöshet. I den uppdaterade resultattavlan överskrider den

Diagram A.12: ***Potentiell tillväxt och offentlig skuldsättning***



Källa: Kommissionens avdelningar

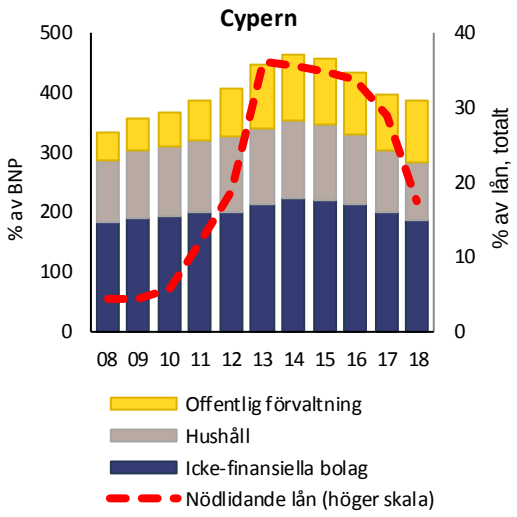
offentliga skuldsättningen och arbetslösheten fortfarande det vägledande tröskelvärdet.

Utlandsställningen är stabil, med en finansiell nettoutlandsställning nära jämvikt och ett överskott i bytesbalansen. Överskottet i bytesbalansen är delvis relaterat till dämpad inhemsk efterfrågan och låga löneökningar. En stagnerande produktivitetsutveckling tynger ner den icke-kostnadsrelaterade konkurrenskraften och den potentiella BNP-tillväxten, vilket i sin tur hämmar skuldnedväxlingen inom den offentliga sektorn. Låg produktivitetstillväxt beror på en låg investerings- och innovationstakt, ett ogynnsamt företagsklimat, finansieringsbegränsningar, brist på högutbildad arbetskraft samt sektoriella förändringar. Ökningen av enhetsarbetskostnaderna är begränsad och exportmarknadsandelarna är överlag stabila. Den offentliga skuldkvoten ökade under 2018 och riskerar att öka ytterligare under 2019 på grund av de svaga ekonomiska utsikterna och ett försämrat primärt saldo. På den positiva sidan har avkastningen på statspapper minskat avsevärt. Saneringen av bankernas balansräkningar har gått framåt avsevärt i takt med att stocken nödlidande lån har minskat, men utlåningen till icke-finansiella bolag är fortfarande svag. Den finansiella sektorn har fortfarande sårbarheter, särskilt de små och medelstora banker som har kvar stora historiska stockar av nödlidande lån och i högre grad är exponerade för statsrisken än stora banker. Arbetslösheten och sysselsättningen har utvecklats i positiv riktning. Arbetslösheten är dock fortfarande hög, särskilt för ungdomar och långtidsarbetslösa, medan arbetsmarknadsdeltagandet, särskilt bland kvinnor, fortfarande är lågt, vilket innebär risker för framtida anställbarhet och tillväxt.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med hög offentlig skuldsättning, svag produktivitetsutveckling, arbetsmarknadsläget och sårbarheter i banksektorn, vilket bidrar till låg potentiell tillväxt som i sin tur hämmar skuldnedväxlingen inom den offentliga sektorn. Med tanke på att alltför stora obalanser konstaterades i februari finner kommissionen därför det vara lämpligt att undersöka vidare om makroekonomiska risker kvarstår och att övervaka framstegen i avvecklingen av alltför stora obalanser.

Cypern: I februari 2019 slog kommissionen fast att Cypern hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, särskilt relaterade till en mycket hög andel nödlidande lån, stora privata och offentliga skuldstockar och en hög utlandsskuld i ett läge med en fortfarande relativt hög arbetslöshet och svag potentiell tillväxt. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt bytesbalansen, den finansiella nettoutlandsställningen, den privata och den offentliga skuldsättningen och arbetslösheten – fortfarande över vägledande tröskelvärden.

Diagram A13: ***Skuldsättning och nödlidande lån***



Källa: Eurostat och ECB.

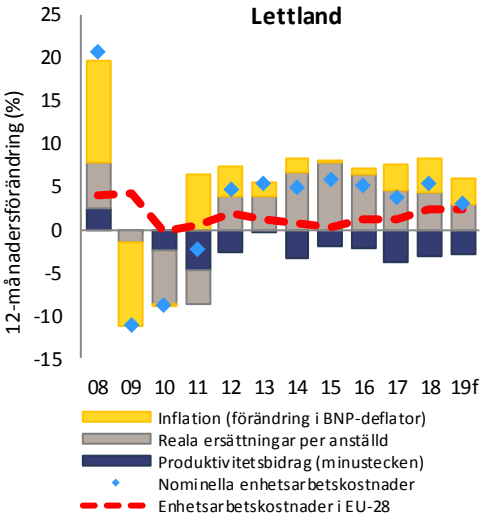
Underskottet i bytesbalansen förblev mycket negativt under 2018, vilket beror på en stark inhemsk efterfrågan och ett negativt sparande hos hushållen. Utvecklingen av bytesbalansen bidrar inte till att säkerställa en sund finansiell nettoutlandsställning ens om hänsyn tas till närvaron av specialföretag. Ökningen av enhetsarbetskostnader var begränsad och exportmarknadsandelarna var överlag stabila under 2018. Den privata skuldsättningen är bland de högsta i EU, både för hushåll och företag, och kreditflödena är fortsatt positiva. Andelen nödlidande lån i banksektorn minskade betydligt under 2018, men är fortfarande mycket stor. Det statliga stödet till försäljningen av Cyprus Cooperative Bank

medförde en engångsökning av den offentliga skulden 2018. Framöver förväntas den offentliga skuldsättningen åter börja minska, med stöd av en fortsatt gynnsam offentligfinansiell utveckling. Arbetslösheten fortsätter att minska och förväntas fortsätta att minska i en situation med stark ekonomisk tillväxt.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med utlandsskuldens hållbarhet, den offentliga och den privata sektorns skuldsättning och sårbarheter i den finansiella sektorn. Med tanke på att alltför stora obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om makroekonomiska risker kvarstår och att övervaka framstegen i avveckling av de alltför stora obalanserna.

Lettland: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Lettland. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen, ökningen av enhetsarbetskostnader och ökningen av de reala bostadspriserna – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A14: ***Nedbrytning av enhetsarbetskostnader***



Källa: Kommissionens avdelningar

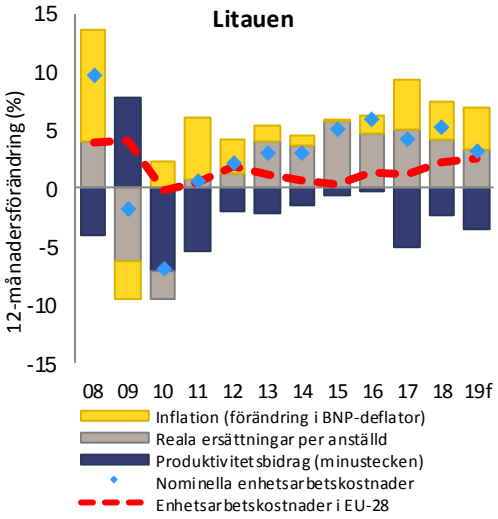
Bytesbalansen försämrades till ett litet underskott 2018, men den negativa finansiella nettoutlandsställningen, som främst beror på den offentliga skuldsättningen och utländska direktinvesteringar, fortsatte att förbättras relativt snabbt. Indikatorerna för kostnadskonkurrenskraft verkar ha försämrats i takt med att den reala effektiva växelkursen apprecierat, och enhetsarbetskostnaderna har fortsatt att stiga relativt starkt till följd av en stadig löneutveckling. Trycket på lönerna förväntas kvarstå på grund av den krympande arbetskraften. Samtidigt har ökningen av exportmarknadsandelar mattats av, men de ackumulerade ökningarna är fortfarande positiva. De reala bostadspriserna har en stark utveckling som accelererade något under 2018, vilket motiverar att man bevakar trycket på bostadsmarknaden, även om det ännu inte finns några tydliga tecken på övervärdering. Skuldnedväxlingen i den privata sektorn fortsätter samtidigt som kredittillväxten är dämpad och den offentliga skuldsättningen är låg och minskar något. När det gäller arbetsmarknaden minskar arbetslösheten ytterligare medan arbetskraftsdeltagandet fortsätter att öka.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med begränsningar i utbudet av arbetskraft och kostnadskonkurrenskraften, men riskerna verkar vara begränsade. Kommissionen kommer i nuläget inte göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Litauen: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Litauen. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den reala växelkursen och ökningen av nominella enhetsarbetskostnader – över vägledande tröskelvärden.

Bytesbalansen är i stort sett i jämvikt, medan den finansiella nettoutlandsställningen, som främst beror på den offentliga skuldsättningen och utländska direktinvesteringar, har fortsatt att förbättras och nu ligger inom tröskelvärdet. Enhetsarbetskostnaderna har fortsatt att stiga i relativt snabb takt till följd av en stark löneutveckling, vilket återspeglar en stram arbetsmarknad och vissa regeländringar, inbegripet en relativt snabb ökning i minimilönerna sedan 2016. Den reala effektiva växelkursen apprecierade också relativt starkt 2018 och överskred tröskelvärdet. Om man blickar framåt verkar dock riskerna vara dämpade, eftersom de nominella löneökningarna avtar samtidigt som produktivitetstillväxten fortsätter i god takt. Exportmarknadsandelarna har fortsatt att öka i stadig takt. De offentliga och privata skuldnivåerna fortsätter att vara relativt låga och stabila, i kombination med en positiv kredittillväxt. De reala bostadspriserna har ökat markant, men ökningen ligger inom resultattavlans tröskelvärde. Arbetslösheten är fortsatt låg.

Diagram A15: ***Nedbrytning av enhetsarbetskostnader***



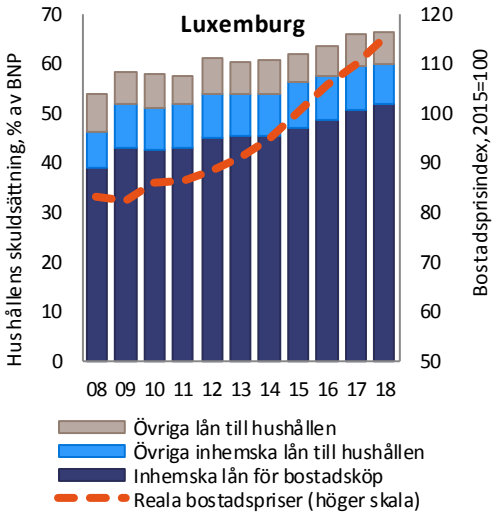
Källa: Kommissionens avdelningar

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med kostnadskonkurrenskraften, men riskerna verkar i nuläget vara begränsade. Kommissionen kommer i nuläget inte göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Luxemburg: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Luxemburg. I den uppdaterade resultattavlan ligger den privata skuldsättningen över det vägledande tröskelvärdet.

Utlandsställningen kännetecknas av överlag stabila bytesbalansöverskott och en positiv finansiell nettoutlandsställning. De ackumulerade ökningarna av exportmarknadsandelar har mattats av medan ökningen av enhetsarbetskostnader har varit relativt stark. De reala bostadspriserna har i flera år i rad fortsatt att stiga i relativt snabbt takt och måste noga bevakas. De stigande bostadspriserna drivs på av en dynamisk arbetsmarknad, stor invandring och gynnsamma finansieringsvillkor, samtidigt som utbudet på bostäder har varit relativt begränsat. Den höga skuldsättningen i företagssektorn hänger främst samman med koncerninterna lån över gränserna. Hushållens skuldsättning, främst bestående av bolån, har nått relativt höga nivåer och avspeglar ökningen av bostadspriser. Riskerna för den finansiella stabiliteten mildras av att banksektorn är sund. Dessutom är arbetsmarknaden stabil med en stark sysselsättningstillväxt och en stabilisering av arbetslösheten på relativt låga nivåer. Den offentliga skulden ligger kvar på en mycket låg nivå.

Diagram A16: ***Hushållens skuldsättning och bostadsprisindex***

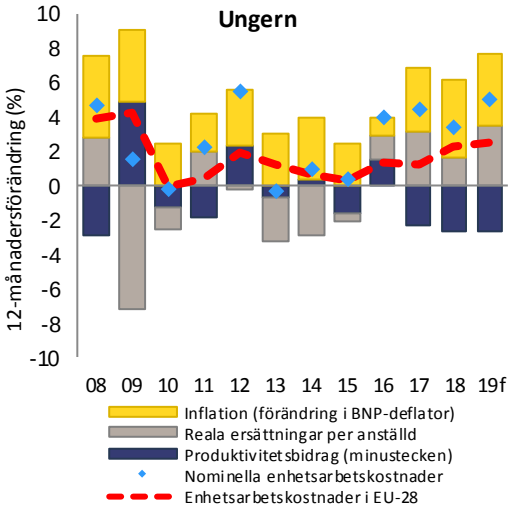


Källa: Eurostat och ECB.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen främst på problem med stigande bostadspriser och ökande skuldsättning hos hushållen, även om riskerna i nuläget verkar vara begränsade. Kommissionen kommer i nuläget därför inte göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Ungern: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Ungern. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen, ökningen av enhetsarbetskostnader, ökningen av de reala bostadspriserna och den offentliga skuldsättningen – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A17: ***Nedbrytning av enhetsarbetskostnader***



Källa: Kommissionens avdelningar

Den negativa finansiella nettoutlandsställningen har förbättrats stadigt, men överskottet i bytesbalansen håller på att urholkas till följd av stark importökning. Riskerna med ett inhemskt efterfrågetryck behöver bevakas. Enhetsarbetskostnaderna har haft en stark utveckling eftersom produktivitetsutvecklingen släpat efter de betydande löneökningar som drivits på av en stram arbetsmarknad och administrativa åtgärder. Apprecieringen av den reala effektiva växelkursen har hittills dämpats genom en successiv nominell depreciering av valutan. Tillfälliga störningar i bilindustrin och dess värdekedja har dock hindrat tillväxten av exportmarknadsandelar under de senaste åren och denna sektors stora betydelse kan utgöra en risk på längre sikt. De reala bostadspriserna har fortsatt att öka snabbt. Volymerna av ny utlåning ökar, men den privata skuldsättningen som procentandel av BNP fortsätter att minska på grund av den successiva amorteringen av tidigare ackumulerade skuldstockar. Den offentliga skuldsättningen minskar bara långsamt på grund av finanspolitikens konjunkturförstärkande inriktning under de senaste åren. Arbetslösheten sjönk ytterligare 2018 och arbetsmarknaden fortsätter att vara stram.

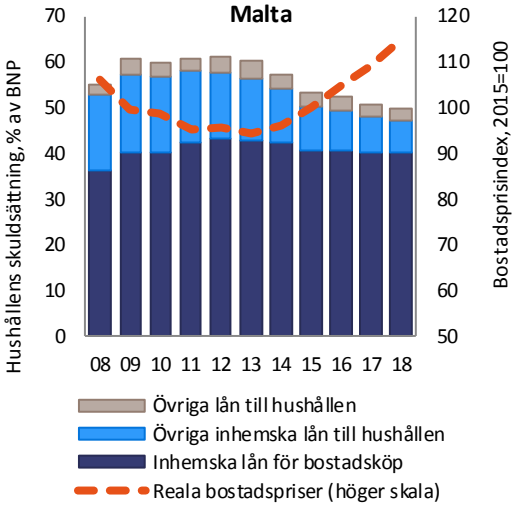
Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med enhetsarbetskostnader, bostadsmarknaden och möjliga risker till följd av exponeringen mot bilindustrin. Riskerna på kort sikt verkar dock vara begränsade. Kommissionen kommer därför fortsätta att övervaka situationen, men anser i nuläget inte att det är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Malta: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Malta. I den uppdaterade resultattavlan ligger indikatorn för bytesbalansöverskottet över det vägledande tröskelvärdet.

Överskottet i bytesbalansen var mycket stort 2018 på ungefär samma nivå som 2017. Den finansiella nettoutlandsställningen har marginellt försämrats, men är fortfarande starkt positiv, vilket beror på närvaron av internationellt inriktade finansiella bolag och speltjänster online. Måttliga löneökningar är den viktigaste faktorn bakom den fortsatt dämpade ökningen av nominella enhetsarbetskostnader. Den reala effektiva växelkursen apprecierade något. Den privata sektorns skuldsättning fortsatte att minska

under 2018, främst med stöd av en stark BNP-tillväxt i löpande priser. Samtidigt som kreditflödet till den icke-finansiella sektorn ökade var utlåningen till hushållen i stort sett stabil fram till 2018. Den offentliga skuldkvoten fortsatte att sjunka. De stadiga uppgångarna i bostadspriserna accelererade något under 2018, men det finns ännu inga entydiga tecken på övervärdering. Den finansiella sektorns skulder minskade under 2018 och det finns inga uppenbara tecken på instabilitet i banksektorn med tanke på de befintliga kapitalbuffertarna. Arbetsmarknaden fungerar fortfarande bra, med sjunkande arbetslöshet, även bland långtidsarbetslösa, och ett ökande arbetskraftsdeltagande.

Diagram A18: ***Hushållens skuldsättning och bostadsprisindex***

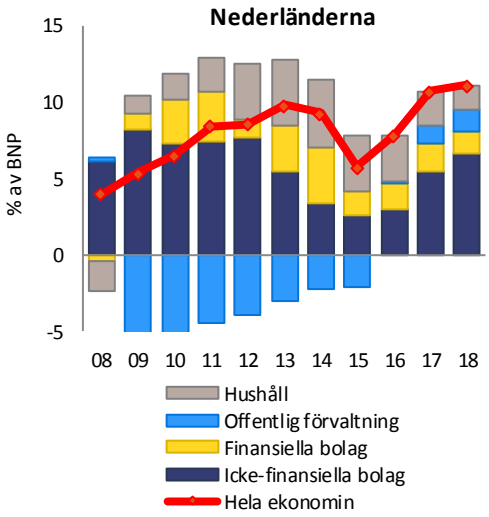


Källa: Eurostat och ECB.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på ett mycket högt bytesbalansöverskott och en relativt livlig bostadsprisökning, medan riskerna i nuläget verkar vara begränsade. Kommissionen anser sammantaget att det i nuläget inte är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Nederländerna: I februari 2019 slog kommissionen fast att Nederländerna hade *makroekonomiska obalanser*, främst relaterade till den privata sektorns stora skuldstock och ett stort bytesbalansöverskott. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt bytesbalanssaldot, den privata sektorns skuldsättning och ökningen av de reala bostadspriserna – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A19: ***Finansiellt sparande per sektor***

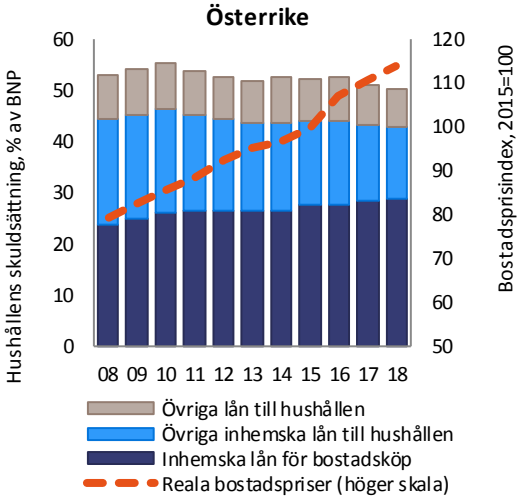


Källa: Eurostat.

Överskottet i bytesbalansen är mycket stort och ligger långt över resultattavlans tröskelvärde. Alla ekonomiska sektorer – hushåll, den offentliga sektorn och näringslivet – bidrar till överskottet. Ökningen under de senaste åren berodde främst på icke-finansiella bolag, med ett sparöverskott som hängde samman med en relativt hög lönsamhet för företagen och en jämförelsevis låg inhemsk investeringsnivå. Ökningen av enhetsarbetskostnader är begränsad eftersom löneökningstakten har stigit men fortfarande är måttlig samtidigt som produktivitetstillväxten har stagnerat. Den privata skuldsättningen som andel av BNP fortsätter att minska successivt, men ligger fortfarande långt över resultattavlans tröskelvärde. Företagens höga skuldsättning beror främst på de multinationella företagens koncerninterna skulder. Särskilt hushållens skuldsättning är mycket hög, främst kopplad till en generös skattebehandling av bolån i ägarbebodda bostäder och en icke optimalt fungerande hyresmarknad. Hushållens skuldsättning som andel av BNP håller på att minska, men den nominella skulden fortsatte att öka under 2018, eftersom den starka återhämtningen på bostadsmarknaden accelererade ytterligare. Till följd av detta accelererade uppgången i de reala bostadspriserna under 2018 till en nivå över resultattavlans tröskelvärde. Den offentliga skuldkvoten är relativt låg och sjunkande. Arbetslösheten har också minskat i takt med en stark sysselsättningstillväxt.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med hushållens stora skuldsättning, som i sin tur är kopplad till bostadsmarknaden, och det stora inhemska sparöverskottet. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

Diagram A20: ***Hushållens skuldsättning och bostadsprisindex***



Källa: Eurostat och ECB.

Österrike: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Österrike. I den uppdaterade resultattavlan ligger indikatorn för den offentliga skuldsättningen över det vägledande tröskelvärdet.

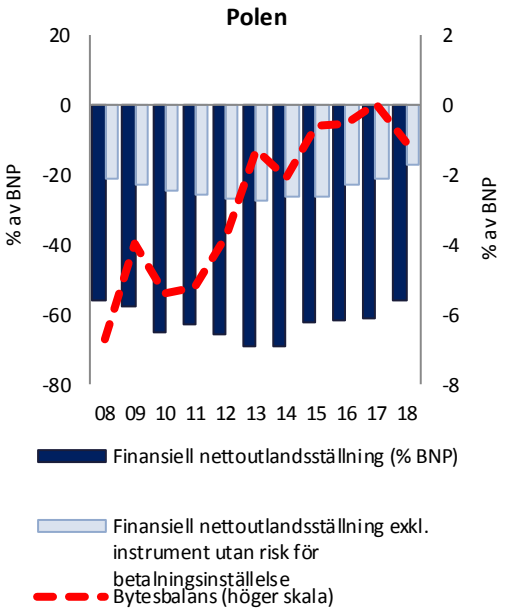
Överskottet i bytesbalansen förblev måttligt och i stort sett stabilt under 2018 och den finansiella nettoutlandsställningen var fortfarande marginellt positiv. Exportmarknadsandelarna ökade något. Enhetsarbetskostnaderna steg genom att lönerna ökade

mer än arbetsproduktiviteten, men var överlag relativt begränsade. De reala bostadspriserna fortsatte sin uppåtgående trend, men ökningen mattades av ytterligare. Även om detta bör övervakas verkar prisökningen inte drivas på av utlåningen. Samtidigt fortsätter både bolagens och hushållens skuldkvoter att sjunka. Även den offentliga skuldsättningen fortsatte sin nedåtgående trend, med stöd av en stark ekonomisk tillväxt och den pågående avyttringen av förstatligade finansinstituts tillgångar. Läget i banksektorn har förbättrats ytterligare, också till följd av återhämtningen i grannländerna. Med dessa gynnsamma ekonomiska villkor och en stark sysselsättningstillväxt har arbetslösheten sjunkit betydligt.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med bostadssektorn, men riskerna verkar vara begränsade. Kommissionen anser i nuläget därför inte att det är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Polen: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Polen. I den uppdaterade resultattavlan ligger den finansiella nettoutlandsställningen över det vägledande tröskelvärdet.

Diagram A21: ***Finansiell nettoutlandsställning och bytesbalans***



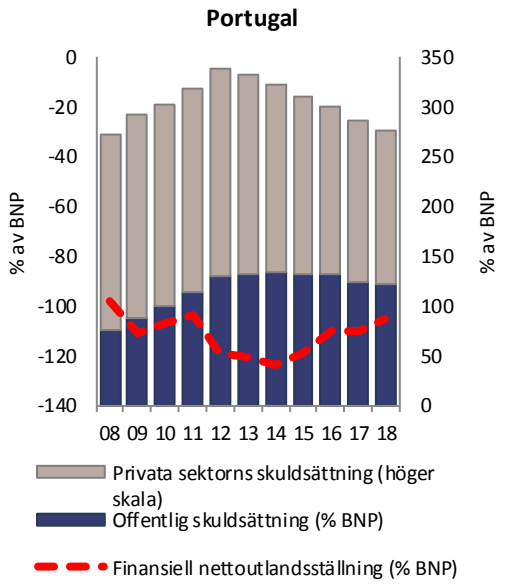
Källa: Kommissionens avdelningar

Bytesbalansen vände från ett litet överskott 2017 till ett litet underskott 2018, medan den negativa finansiella nettoutlandsställningen minskade påtagligt, även om den låg kvar över tröskelvärdet. Sårbarheterna gentemot omvärlden är fortfarande begränsade, med tanke på att utländska direktinvesteringar står för en betydande del av utlandsskulden. Under 2018 noterades ytterligare ökningar av exportmarknadsandelarna. De nominella enhetsarbetskostnaderna ökade i måttlig takt, eftersom kraftiga löneökningar motverkades av en stark produktivitetsutveckling. Ökningen av bostadspriserna accelererade under 2018, men ligger precis under tröskelvärdet. Den privata sektorns skuldkvot i förhållande till BNP var i stort sett stabil under 2018. Den offentliga sektorns skuldkvot sjönk ytterligare från en redan relativt låg nivå, med stöd av en snabb BNP-tillväxt i löpande priser och ett lågt samlat underskott. Banksektorn är relativt välkapitaliserad, likvid och lönsam, även om den alltjämt stora, om än minskande, stocken av lån noterade i utländsk valuta utgör en sårbarhet. Arbetsmarknaden fortsatte att vara stark och arbetslösheten sjönk ytterligare till en mycket låg nivå.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med den finansiella nettoutlandsställningen, men riskerna är begränsade. Kommissionen anser i nuläget därför inte att det är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Portugal: I februari 2019 slog kommissionen fast att Portugal hade *makroekonomiska obalanser*, särskilt relaterade till de stora stockarna av nettoutlandsskulder, privata och offentliga skulder och en stor andel nödlidande lån i ett läge med en svag produktivitetsutveckling. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen, den offentliga och den privata skuldsättningen och ökningen av de reala bostadspriserna – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A22: ***Finansiell nettoutlandsställning, privat skuldsättning och offentlig skuldsättning***



Källa: Eurostat.

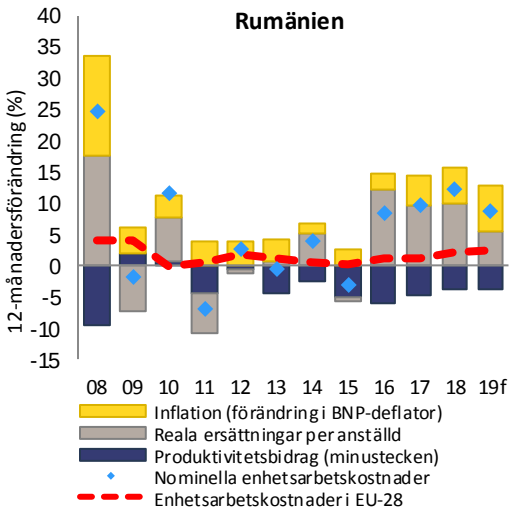
Utlandsställningen är sårbar eftersom den finansiella nettoutlandsställningen är starkt negativ och justeringen går mycket långsamt samtidigt som bytesbalansen har försämrats. Priskonkurrenskraften har försämrats något under de senaste åren på grund av ökningen av enhetsarbetskostnader, samtidigt som exportörerna fortsätter att vinna marknadsandelar, om än i avtagande takt. Arbetsproduktiviteten är fortfarande låg och beräknas blott förbättras marginellt under de kommande åren, vilket hämmar processen för att hinna i kapp mer avancerade ekonomier i euroområdet. Skuldnedväxlingen i den privata sektorn fortsätter, även om skuldnivåerna är relativt höga för både företag och hushåll. Den offentliga skuldsättningen, som fortfarande är mycket hög, beräknas fortsätta sin gradvis nedåtgående trend. Banksektorn håller på att bli mer motståndskraftig, även om stocken av nödlidande lån fortfarande är ett problem trots att den minskade kraftigt under 2017 och 2018. Bostadspriserna fortsätter att öka kraftigt och har accelererat, särskilt i de marknadssegment som berörs av turism. Bolånestocken är dock i stort sett stabil och bygg- och anläggningsarbeten håller gradvis på att komma i kapp efterfrågan. Arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras och arbetslösheten ligger nu inom tröskelvärdet.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med obalanser när det gäller stockvariabler, särskilt utlandsskuld, offentlig och privat skuldsättning, sårbarheter i banksektorn och svag produktivitetsutveckling. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

Rumänien: I februari 2019 slog kommissionen fast att Rumänien hade *makroekonomiska obalanser*, särskilt i fråga om risker för förlorad kostnadskonkurrenskraft, en fortsatt försämring av utlandsställningen och för den finansiella stabiliteten. I den uppdaterade resultattavlan ligger två indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen och ökningen av nominella enhetsarbetskostnader – över vägledande tröskelvärden.

Det stora underskottet i bytesbalansen fortsatte att öka under 2018, till följd av stor import och minskad exporttillväxt. Den negativa finansiella nettoutlandsställningen, som främst består

Diagram A23: ***Nedbrytning av enhetsarbetskostnader***



Källa: Kommissionens avdelningar

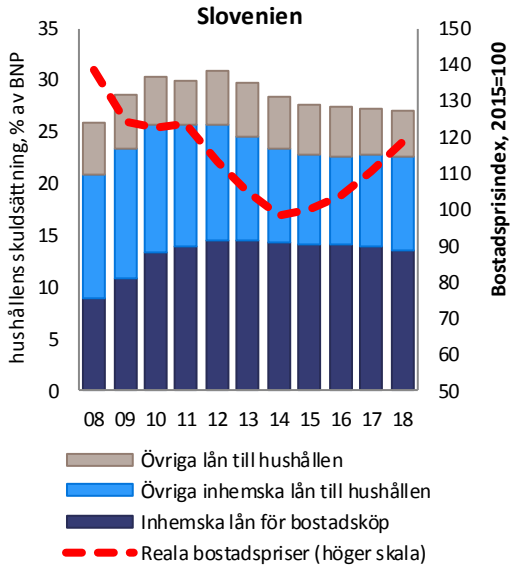
av utländska direktinvesteringar, förbättrades under 2018 till följd av en stark BNP-tillväxt i löpande priser. Det gick fortsatt bra för exporten 2018 och exportmarknadsandelarna steg ytterligare. Ökningen av enhetsarbetskostnader accelererade markant under 2018 till följd av starka löneökningar, framför allt i den offentliga sektorn. Erfarenheten tyder på att löneökningarna i den offentliga sektorn troligen kommer att sprida sig till den privata sektorn, vilket skulle kunna leda till förlust av kostnadskonkurrenskraft. Den privata skuldsättningen är låg och fortsätter att minska, medan utlåningen till den privata sektorn ökar blygsamt. Företagsklimatet påverkas av ofta förekommande och oförutsägbara lagändringar, som ofta antas utan konsekvensbedömning eller samråd med berörda parter. Den offentliga skuldkvoten är relativt låg, men minskar inte längre. På bostadsmarknaden fortsatte den reala bostadsprisökningen att avta under 2018 och förblev måttlig. Bankerna är välkapitaliserade och likvida. De risker för den finansiella stabiliteten som härrör från tidigare lagstiftning tycks ha minskat, även om instabilitet i fråga om politik och lagstiftning fortfarande är ett problem. Den sjunkande arbetslösheten 2018 återspeglar en allt stramare arbetsmarknad, medan arbetskraftsdeltagandet fortsatte att stiga, även om det är mycket lågt.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med kraftigt stigande enhetsarbetskostnader och en försämrad utlandsställning. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

Slovenien: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Slovenien. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den offentliga sektorns skuldsättning och ökningen av bostadspriser – över vägledande tröskelvärden.

Bytesbalansen fortsätter att uppvisa ett stort överskott, vilket bidrar till en ytterligare minskning av den negativa finansiella nettoutlandsställningen. Löneökningarna har varit relativt låga och arbetsproduktiviteten har förbättrats, vilket har lett till en begränsad ökning av enhetsarbetskostnaderna samtidigt som ökningen av exportmarknadsandelar har fortsatt. Den privata sektorns skuld är relativt låg och sjunkande. Utlåningen till den privata sektorn vände till en ökning under 2017, men är fortfarande dämpad. Investeringarna ligger under EU-genomsnittet, särskilt när det gäller bostadsbyggande. Bostadspriserna ökar fortfarande starkt i ett läge med utbudsbrist och måste därför bevakas. Även om den offentliga skuldkvoten är hög följer den en tydligt nedåtgående trend. De beräknade åldrandekostnaderna sätter dock press på de offentliga finansernas hållbarhet på medellång och lång sikt. Banksektorn är stabil och andelen nödlidande lån fortsätter sin nedåtgående trend. När det gäller arbetsmarknaden fortsätter arbetslösheten att minska och arbetskraftsdeltagandet ligger på en historiskt hög nivå.

Diagram A24: ***Hushållens skuldsättning och bostadsprisindex***



Källa: Eurostat och ECB.

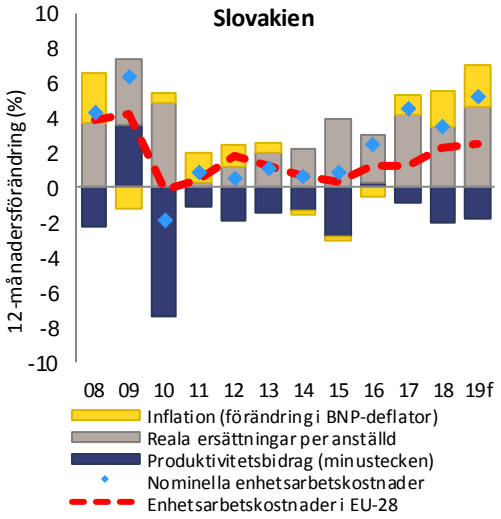
Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som främst rör de offentliga finansernas hållbarhet och bostadsprisutvecklingen, men riskerna verkar i nuläget vara begränsade. Kommissionen

anser i nuläget därför inte att det är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Slovakien: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Slovakien. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den finansiella nettoutlandsställningen och ökningen av nominella enhetsarbetskostnader – över vägledande tröskelvärden.

Underskottet i bytesbalansen ökade något 2018, men är fortfarande måttligt. Den finansiella nettoutlandsställningen är mycket negativ men stabil, medan riskerna är begränsade med tanke på de stora inflöden av utländska direktinvesteringar som härrör från den expanderande bilindustrin och finanssektorn. Tillfälliga störningar i bilindustrin och denna sektors stora betydelse kan dock utgöra en risk på längre sikt. Exportmarknadsandelarna ökade något och den reala effektiva växelkursen apprecierade lite efter flera år av nedgång. Ökningen av nominella enhetsarbetskostnader accelererade markant, pådriven av en kraftig löneutveckling på en mycket stram arbetsmarknad och ett läge med betydande brist på arbetskraft, och ligger nu över tröskelvärdet. Bostadspriserna ökade märkbart under 2018, men en övervärdering är ännu inte uppenbar. Den starka bostadsmarknaden har bidragit till en fortsatt ökning av hushållens skuldsättning, även om den ökar från relativt låga nivåer. Den till stor del utlandsägda banksektorn är välkapitaliserad. Både den totala arbetslösheten och långtidsarbetslösheten har sjunkit ytterligare och arbetskraftsdeltagandet har ökat.

Diagram A25: ***Nedbrytning av enhetsarbetskostnader***



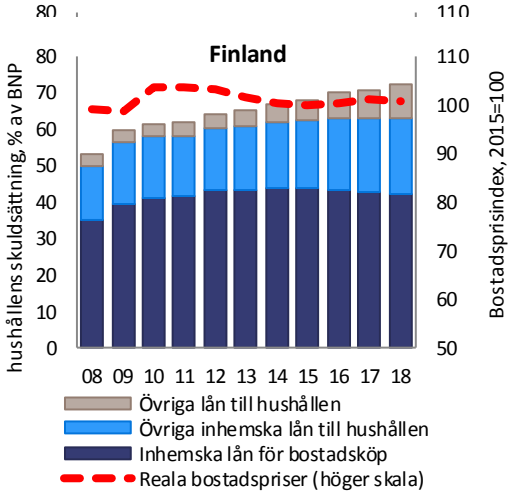
Källa: Kommissionens avdelningar

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på potentiella problem som har att göra med hållbarheten i balanserna mot omvärlden, det inhemska lönetrycket och risker till följd av exponeringen mot bilindustrin. Riskerna på kort sikt verkar dock vara begränsade. Kommissionen kommer i nuläget därför inte göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Finland: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Finland. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den privata sektorns skuldsättning och förändringen av den finansiella sektorns totala skulder – över vägledande tröskelvärden.

Underskottet i bytesbalansen ökade 2018 när handelsbalansen återigen blev negativ, medan den finansiella nettoutlandsställningen är i jämvikt. Exportmarknadsandelarna återhämtade sig för tredje året i rad och minskade de ackumulerade förlusterna. Enhetsarbetskostnaderna uppvisade en positiv tillväxt under 2018 och den reala effektiva växelkursen

Diagram A26: ***Hushållens skuldsättning och bostadsprisindex***



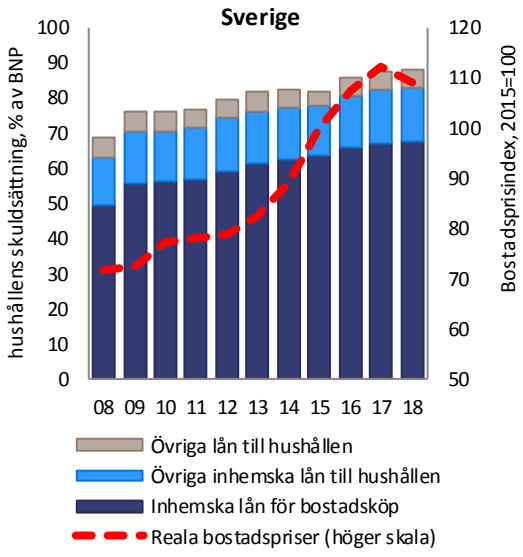
Källa: Eurostat och ECB.

apprecierade något, men utvecklingen är överlag begränsad. Den offentliga skuldsättningen minskade ytterligare eftersom BNP-tillväxten var större än skuldtillväxten och ligger nu inom tröskelvärdet. Skuldsättningen i den privata sektorn är fortsatt hög men håller långsamt på att minska. Gynnsamma kreditvillkor och låga räntor fortsätter att stödja den privata kredittillväxten, även om den avtog 2018. Hushållens skuldkvot är relativt hög och fortsätter att följa en svagt stigande trend. De reala bostadspriserna var stabila 2018. Dämpade bolåneökningar och det minskande antalet nya byggnadslov minskar riskerna för hållbarheten i hushållens skuldsättning. Den finansiella sektorn är välkapitaliserad, vilket begränsar riskerna för den finansiella stabiliteten. Den stora ökningen av banksektorns totala tillgångar och skulder i slutet av 2018 beror på att en bank flyttade sitt huvudkontor från Sverige till Finland. Även om både sysselsättningen och arbetslösheten förbättrades avsevärt under 2018 kommer ytterligare förbättringar sannolikt att bli långsammare. Långtids- och ungdomsarbetslösheten sjönk under 2018.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på ihållande problem som har att göra med den privata skuldsättningen, men riskerna är begränsade. Kommissionen anser sammantaget att det i nuläget inte är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Sverige: I februari 2019 slog kommissionen fast att Sverige hade *makroekonomiska obalanser*, som särskilt berodde på övervärderade bostadspriser i kombination med en fortsatt ökning av hushållens skuldsättning. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt den privata sektorns skuldsättning och exportmarknadsandelarna – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A27: ***Hushållens skuldsättning och bostadsprisindex***



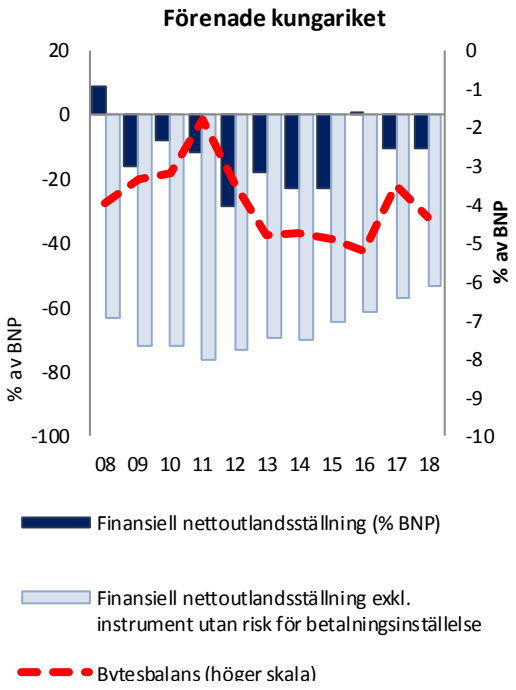
Källa: Eurostat och ECB.

Trenden med ett krympande bytesbalansöverskott fortsatte under 2018, medan den finansiella nettoutlandsställningen förbättrades och nu är tydligt positiv. Förlusten av exportmarknadsandelar intensifierades 2018 och indikatorn ligger nu över tröskelvärdet. Ökningen av nominella enhetsarbetskostnader accelererade samtidigt som den reala effektiva växelkursen deprecierade på grund av kronans nedgång. Den privata sektorns skuldsättning är hög och hushållens skuldsättning utgörs främst av bolån. Under 2018 ökade hushållens skuldsättning ytterligare något. Bostadspriserna sjönk i slutet av 2017, men låg på oförändrade nivåer 2018, vilket på årsbasis tyder på en negativ ökning under 2018, och bostadspriserna är överlag mycket höga och visar tecken på övervärdering. Bostadspriserna och hushållens skuldsättning medför risker för makrostabiliteten och drivs på av en gynnsam skattebehandling av bostadsägande, mycket låga bolåneräntor och vissa särdrag på bolånemarknaden, samt restriktioner på utbudssidan, vilket innebär risker för den makroekonomiska stabiliteten. Riskerna i banksystemet förefaller vara begränsade, eftersom både tillgångskvaliteten och lönsamheten är hög medan hushållens ekonomi generellt är god och stabilitetstillsynen har skärpts. Under 2018 förbättrades situationen på arbetsmarknaden ytterligare och arbetslösheten minskade, men den senaste tidens utveckling tyder på en försämring.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som har att göra med den höga privata skuldsättningen och bostadssektorn. Med tanke på att obalanser konstaterades i februari finner kommissionen det därför vara lämpligt att undersöka vidare om obalanserna kvarstår eller håller på att avvecklas.

Förenade kungariket: I den förra omgången av obalansförfarandet konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Förenade kungariket. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer – närmare bestämt underskottet i bytesbalansen, den reala effektiva växelkursen, den privata sektorns skuldsättning och den offentliga skuldsättningen – över vägledande tröskelvärden.

Diagram A28: ***Finansiell nettoutlandsställning och bytesbalans***



Det redan stora underskottet i bytesbalansen ökade 2018, vilket medför betydande behov av extern finansiering. Ett stort underskott i varuhandeln och mindre underskott i fråga om transfereringar och kapitalinkomster uppvägdes endast delvis av ett överskott i tjänstehandeln. Trots ihållande underskott gentemot omvärlden är den finansiella nettoutlandsställningen nära balans, också hjälpt av det brittiska pundets depreciering under 2016. Nettoeffekterna på handeln av den sjunkande reala effektiva växelkursen och den därmed relaterade förbättrade priskonkurrenskraften har dock varit en besvikelse och den senaste tiden har exportmarknadsandelar förlorats. Den privata sektorns skuldkvot i förhållande till BNP har planat ut på en hög nivå, efter en period av måttlig skuldnedväxling efter krisen. Särskilt hushållens skuldsättning ligger kvar på en hög nivå och motiverar en fortsatt noggrann övervakning. De reala bostadspriserna har slutat att stiga men ligger på en hög nivå. Den offentliga skuldsättningen är hög och i stort sett stabil. Den starka sysselsättningstillväxten fortsatte att åtföljas av låg arbetslöshet, även om investeringarna och arbetsproduktiviteten ligger på låga nivåer.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på vissa problem som har att göra med ekonomins ställning gentemot omvärlden och den privata skuldsättningen. Dessa problem verkar på kort sikt bara innebära begränsade risker för stabiliteten. Kommissionen anser sammantaget att det i nuläget inte är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad analys inom ramen för obalansförfarandet.

Tabell 1.1 Obalansförfarandets resultattavla 2018

	Obalanser och konkurrenskraft i förhållande till utlandet					Interna obalanser						Sysselsättningsindikatorer[1]		
År 2018	**Bytesbalans – % av BNP** (3-årigt genomsnitt)	**Finansiell nettoutlandsställning** (% av BNP)	**Real effektiv växelkurs – 42 handelspartner, HIKP-deflator** (3-årsförändring i %)	**Exportmarknadsandel – % av världsexporten** (5-årsförändring i %)	**Index, nominella enhetsarbetskostnader (2010=100)** (3-årsförändring i %)	**Bostadsprisindex (2015=100), deflaterat** (1-årsförändring i %)	**Privata sektorns kreditflöde, konsoliderat** (% av BNP)	**Privata sektorns skuldsättning, konsoliderat** (% av BNP)	**Offentlig bruttoskuld** (% av BNP)	**Arbetslöshet** (3-årigt genomsnitt)	**Finansiella sektorns totala skulder, ej konsoliderat** (1-årig förändring i %)	**Arbetskraftsdeltagande – % av den totala befolkningen i åldern 15–64 år** (3-årig förändring i procentenheter)	**Långtidsarbetslöshet – % av arbetskraften i åldern 15–74 år** (3-årig förändring i procentenheter)	**Ungdomsarbetslöshet – % av arbetskraften i åldern 15–24 år** (3-årig förändring i procentenheter)
Tröskelvärd	-4/6%	-35%	±5% (euroområdet) ±11% (utanför euroområdet)	-6%	9 % (euroområdet) 12 % (utanför euroområdet)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 procentenheter	0.5 procentenheter	2 procentenheter
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

Skuggade siffror är de som ligger på eller över tröskelvärdena. Flaggor:b:brott i serien. d:annan definition. e:skattning. p:preliminärt.

1) För sysselsättningsindikatorerna, se s. 2 i rapporten om förvarningsmekanismen 2016. 2) Bostadsprisindex e = skattning av den nationella centralbanken för EL. 3) Nominell enhetsarbetskostnad HR, d: för sysselsättningsdata används det nationella begreppet i stället för det inhemska begreppet. 4) Arbetslöshetstal för BE: revidering i undersökningsmetoden. 5) När det gäller den finansiella sektorns skulder, totalt för SK har derivat skattats.

Källa: Europeiska kommissionen, Eurostat och generaldirektoratet för ekonomiska och finansiella frågor (när det gäller real effektiv växelkurs) och IMF-data, WEO (för exportvolymer av varor och tjänster i världen)

Tabell 2.1 Hjälpindikatorer, 2018

År 2018	BNP i fasta priser (1-årsförändring i %)	Fasta bruttoinvesteringar (% av BNP)	Inhemska FoU-utgifter, brutto (% av BNP)	Bytes- och kapitalbalans (finansiellt sparande) (% av BNP)	Finansiell nettoutlandsställning exkl. instrument utan risk för betalningsinställelse	Utländska direktinvesteringar i den rapporterande ekonomin – flöden	Utländska direktinvesteringar i den rapporterande ekonomin – stockar	Nettohandelsbalans för energiprodukter (% av BNP)	Real effektiv växelkurs – euroområdets handelspartner (3-årsförändring i %)	Exportresultat i förhållande till utvecklade ekonomier (5-årsförändring i %)	Bytesförhållande (*terms of trade*) (5-årsförändring i %)	Exportmarknadsandel i volym (1-årsförändring i %)	Arbetsproduktivitet (1-årsförändringar i %)	Inhemska och utländska enheters nödlidande lån, brutto (% av samtliga lån)	Enhetsarbetskostnadsutveckling i förhållande till euroområdet (10-årsförändring i %)	Bostadsprisindex (2015=100) – nominellt (3-årsförändring i %)	Bostadsbyggande (% av BNP)	Hushållens skuldsättning, konsoliderat (inkl. HIO, % av BNP)	Konsoliderad skuldsättningsgrad för banksektorn, inhemska och utländska enheter (tillgångar, totalt/eget kapital, totalt)
BE	1.5	23.8	e.t.	-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	e.t.	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	e.t.	-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	e.t.	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	e.t.	34.2	7.5p
IT	0.8	17.7	e.t.	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	e.t.	-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	e.t.	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	e.t.	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	e.t.	-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	e.t.	-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

Flaggor:d:annan definition. e:skattning. p:preliminärt.

1) Den officiella tidsfristen för översändande av uppgifter om inhemska FoU-utgifter, brutto, 2018, är den 31 oktober 2019, även om uppgifterna extraherades den 25 oktober 2019. 2) Bostadsprisindex e = skattning av den nationella centralbanken för EL. 3) Arbetsproduktivitet för HR, d: sysselsättningsdata utgår från det nationella begreppet i stället för det interna begreppet.

Källa: Europeiska kommissionen, Eurostat och generaldirektoratet för ekonomiska och finansiella frågor (när det gäller real effektiv växelkurs), Europeiska centralbanken (för banksektorns konsoliderade skuldsättningsgrad och nödlidande lån, brutto, inhemska och utländska enheter, samt IMF data, WEO (för exportvolymer av varor och tjänster i världen)

Tabell 2.1 (forts.): Hjälpindikatorer, 2018

År 2018	Arbetslöshet (1-årsförändring i %)	Arbetskraftsdeltagande – % av den totala befolkningen i åldern 15–64 år (%)	Långtidsarbetslöshet – % av arbetskraften i åldern 15–74 år (%)	Ungdomsarbetslöshet – % av arbetskraften i åldern 15-24 år (%)	Unga som varken arbetar eller studerar – % av den totala befolkningen i åldern 15–24 år		Personer som riskerar fattigdom eller social utestängning – % av befolkningen totalt		Personer som löper risk för fattigdom efter sociala transfereringar – % av befolkningen totalt		Personer som lever i allvarlig materiell fattigdom – % av befolkningen totalt		Personer som bor i hushåll med mycket låg arbetsintensitet – % av den totala befolkningen i åldern	
					%	3-årsförändring i procentenhete	%	3-årsförändring i	%	3-årsförändring i	%	3-årsförändring i	%	3-årsförändring i
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	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.
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	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.
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	e.t.	e.t.	e.t.	e.t.	4.6p	-1.5p	e.t.	e.t.

Flaggor:b:brott i serien. d:annan definition. p:preliminärt.

1) Sysselsättningsgrad för HR, d: sysselsättningsdata utgår från det nationella begreppet i stället för det interna begreppet. 2) Unga som varken arbetar eller studerar för PL: förändringar i viktningsförfarande. 3) Den officiella tidsfristen för översändande av uppgifter om inkomst- och levnadsvillkor (EU-SILC) är den 30 november 2019, även om uppgifterna extraherades den 25 oktober 2019.

Källa: Europeiska kommissionen, Eurostat