EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 24.11.2021
COM(2021) 741 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET OG DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG

Rapport om varslingsmekanismen 2022

Udarbejdet i overensstemmelse med artikel 3 og 4 i forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer

{SWD(2021) 361 final}

INDHOLD

Sammenfatning 2

1. Makroøkonomisk kontekst og udvikling af ubalancer i euroområdet 8

2. Ubalancer, risici og tilpasning: hovedtendenser på tværs af lande 16

2.1. Et snapshot af resultaterne af resultattavlen 16
2.2. Situation over for udlandet og konkurrenceevne 18
2.3. Gæld i den private sektor og boligmarkedet 30
2.4. Den offentlige sektor 40
2.5. Den finansielle sektor 43

3. Sammenfatning af de største udfordringer og deres betydning for overvågningen 49

4. Landespecifikke bemærkninger 52

Bilag 1: Prognoser og nowcasting af de overordnede indikatorer i resultattavlen 84

Bilag 2: Resultattavle for makroubalanceproceduren 86

Denne rapport om varslingsmekanismen indleder den ellevte årlige runde af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer ("makroubalanceproceduren"). Formålet med proceduren er at afsløre, forebygge og korrigere ubalancer, som hindrer den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Økonomiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed, og at anspore til de rette politiske løsninger. Proceduren er en integreret del af det europæiske semester for samordning af den økonomiske politik for at sikre overensstemmelse med de analyser og henstillinger, der udarbejdes i forbindelse med andre økonomiske overvågningsredskaber (artikel 1 og 2 i forordning (EU) nr. 1176/2011).

Analysen i denne rapport bygger på en økonomisk fortolkning af en række indikatorer i en resultattavle, der suppleres af et bredere sæt supplerende indikatorer, analyseredskaber og vurderingsmetoder og andre relevante oplysninger, herunder senest offentliggjorte data og prognoser. Denne rapport indeholder desuden en styrket fremadrettet vurdering af forhold, der kan udgøre en risiko for den makroøkonomiske stabilitet og udviklingen af makroøkonomiske ubalancer. Den indeholder også en analyse af, hvordan makroøkonomiske ubalancer i de enkelte medlemsstater påvirker euroområdet som helhed.

I denne rapport udpeges de medlemsstater, for hvilke der bør udarbejdes dybdegående undersøgelser med henblik på at vurdere, om de er berørt af ubalancer, som kræver politiske tiltag (artikel 5 i forordning (EU) nr. 1176/2011). Under hensyntagen til drøftelser om rapporten med Europa-Parlamentet og i Rådet og Eurogruppen vil Kommissionen udarbejde dybdegående undersøgelser vedrørende de relevante medlemsstater. De dybdegående undersøgelser vil blive offentliggjort i foråret 2022 og vil danne grundlag for Kommissionens vurdering vedrørende tilstedeværelsen af makroøkonomiske ubalancer og alvoren heraf samt for udpegelsen af huller i politikken.

SAMMENFATNING

Denne rapport om varslingsmekanismen er den anden, der er præget af covid-19-pandemien, da økonomien befinder sig i en genopretningsfase efter den krise, der pludselig og uventet ramte i 2020. Covid-19-pandemien forårsagede en økonomisk krise, der var enestående i alvor. Efter forstyrrelserne i første halvdel af 2020 gik Europa hurtigt ind i en indledende genopretningsfase, da de inddæmmende tiltag blev lempet i hele Europa. Vaccineudrulningen markerede en ændring i de økonomiske udsigter for det bedre. Selv om der fortsat er forskelle mellem medlemsstaterne, bærer indsatsen for at håndtere de umiddelbare virkninger af det økonomiske chok frugt. Den vellykkede vaccinationsudrulning, ledsaget af en effektiv og målrettet inddæmningsstrategi, medførte en stærkere genoplivning af den økonomiske aktivitet fra foråret 2021, og samordningen af den økonomiske politik er gået over til at lægge fundamentet for en solid og inklusiv genopretning og større modstandsdygtighed. Ifølge Kommissionens økonomiske prognose fra efteråret 2021 forventes de fleste medlemsstaters produktion at lukke hullet til førkriseniveauet inden udgangen af 2021, og kun nogle få lande lukker det næste år.

Pandemien ramte, da de fleste ubalancer var ved at blive korrigeret som følge af gunstige makroøkonomiske forhold, samtidig med at der opstod nye risici knyttet til tegn på overophedning. En vedvarende periode med økonomisk vækst i det meste af det seneste årti har gjort det muligt gradvist at korrigere ubalancerne. De var relateret til den høje private og offentlige gæld i forhold til BNP, som skyldtes eftervirkningerne af både den globale finanskrise og den gældsophobning, der gik forud for den. Der var også blevet rettet op på store underskud på de løbende poster og den kraftige kreditvækst, hvilket medførte en gradvis reduktion af udlandsgælden og en styrkelse af banksystemerne. I de senere år har der været en ophobning af udfordringer og risici forbundet med tegn på overophedning i nogle sektorer i nogle lande efter en fortsat økonomisk vækst, hovedsagelig med hensyn til huspriser og omkostningskonkurrenceevne, især i lande, hvor den økonomiske vækst var mere kraftig.

Pandemien har afbrudt nedbringelsen af gældskvoten, samtidig med at boligpriserne accelererede, hvilket tyder på en generel forværring af de makroøkonomiske risici. Ubalancerne i forbindelse med den høje offentlige og private gæld forværredes som følge af det kraftige fald i BNP og de finanspolitiske virkninger af de nødvendige foranstaltninger, der er truffet for at håndtere covid-19-krisen, beskytte produktionskapaciteten og begrænse de beskæftigelsesmæssige og sociale virkninger. Boligpriserne, som allerede havde været stigende, accelererede yderligere og udgør en risiko i flere lande, navnlig der hvor de ledsages af en betydelig stigning i realkreditgælden. Takket være stærke kapitalprocenter og store likviditetsbuffere har bankerne fortsat kunnet yde lån til økonomien. Banksektoren kan imidlertid blive ramt af anden runde-effekter, efterhånden som beskyttelsesforanstaltningerne ophæves, og pandemiens langsigtede indvirkning på virksomhedernes solvens giver sig udslag i økonomien. Udenrigsbalancen forværredes i lande, der er afhængige af indtægter fra grænseoverskridende turisme. Den udvidede politiske støtte bidrog til at dæmme op for arbejdsløsheden og stabilisere husstandsindkomsterne. Efterhånden som opsvinget får bedre fat, er der i nogle lande ved at opstå mangel på arbejdskraft og omkostningspres, og der forventes betydelige lønstigninger i en række lande.

Den hurtige og koordinerede politiske reaktion på pandemien har afbødet dens økonomiske virkninger, og genopretnings- og resiliensfaciliteten giver en enestående mulighed for at komme stærkere ud af krisen. Stabilitets- og vækstpagtens generelle undtagelsesklausul blev aktiveret umiddelbart efter pandemien og støttede de nationale finanspolitiske foranstaltninger. Aftalen om de midlertidige rammebestemmelser for statsstøtte gav medlemsstaterne mulighed for at udnytte hele den fleksibilitet, der er fastsat i statsstøttereglerne. Det europæiske instrument for midlertidig støtte til mindskelse af risiciene for arbejdsløshed i en nødsituation (SURE) har hjulpet med at beskytte arbejdspladser. Regeringerne ydede hidtil uset finanspolitisk og politisk støtte, og Den Europæiske Centralbank (ECB) gennemførte en bred vifte af foranstaltninger for at bevare den finansielle stabilitet og sikre velfungerende finansielle markeder. Efterhånden som genopretningen udvikler sig, vil en effektiv gennemførelse af reformer og investeringer i genopretnings- og resiliensplanerne bidrage til at fremme en holdbar genopretning, styrke modstandsdygtigheden og fremskynde EU's grønne og digitale omstilling. Gennemførelsen af genopretnings- og resiliensplanerne kan støtte en reduktion af ubalancerne og afbøde makroøkonomiske risici. Planerne giver en enestående mulighed for at bringe de medlemsstater, der er

hårdest ramt af covid-19-krisen, på en vedvarende højere vækstkurs, hvilket vil fremme jobskabelse, forbedre gældsholdbarheden og bidrage til at genskabe balancen i den europæiske økonomi som helhed.

Den horisontale analyse, der præsenteres i rapporten om varslingsmekanismen, kan sammenfattes som følger:

- **Covid-19-krisen har midlertidigt påvirket betalingsbalancen, men har ikke haft grundlæggende konsekvenser for stillingen på de løbende poster.** Lande med store grænseoverskridende turistsektorer har generelt oplevet en markant stigning i underskuddet på de løbende poster eller et fald i deres beskedne overskud. Dette forventes at blive korrigeret gradvist med stigningen i rejseaktiviteten. Nogle af de store overskud på de løbende poster faldt en anelse i 2020, hvilket bragte de løbende poster for euroområdet som helhed på linje med de underliggende økonomiske forhold. Dataene for første halvår 2021 viser dog en markant stigning i overskuddet på de løbende poster i euroområdet, hovedsagelig som følge af en større handelsbalance for tjenesteydelser. De løbende poster i euroområdet forventes i 2021 at vende tilbage til niveauet i 2019 som følge af fortsat afdæmpet indenlandsk efterspørgsel. Samlet set har de største ændringer i de løbende poster været sammensat: I alle medlemsstater har den private sektor øget sin nettoopsparing, mens den offentlige sektors nettofordringserhvervelse er faldet markant på grund af virkningerne af covid-19-pandemien og de foranstaltninger, der er truffet for at afbøde den. Flere medlemsstater med en stor negativ nettostilling over for udlandet (NIIP) registrerede en forværring af deres løbende poster i 2020, men virkningen på deres NIIP i forhold til BNP forventes gradvist at vende.

- **Afbrydelsen af den økonomiske aktivitet i 2020 førte til store stigninger i enhedslønomkostningerne, som forventes delvist at blive vendt med opsvinget, men flere steder er der ved at opstår mangel på arbejdskraft og omkostningspres.** Enhedslønomkostningerne steg i hele EU som følge af stabile beskæftigelsestal trods stærkt faldende produktion som følge af de forskellige offentlige initiativer til fastholdelse af arbejdspladser, navnlig arbejdsfordelingsordninger, som reducerede antallet af arbejdstimer frem for beskæftigelsesniveauet. Disse virkninger afspejles i midlertidige reduktioner i den samlede arbejdsproduktivitet i 2020. Med opsvinget er produktiviteten ved at stige og vende en del af tabene i enhedslønomkostningerne. I nogle lande er lønstigningerne imidlertid ved at tage til og genoptage tendensen fra før pandemien. Situationen på arbejdsmarkedet varierer imidlertid fra sektor til sektor og fra land til land, og mens beskæftigelsen i nogle tilfælde stort set er kommet op på niveauet før krisen, er der fortsat betydelige forskelle i andre. I nogle tilfælde kan de stigende overgangen mellem job, virksomheder og brancher fortsætte i genopretningsfasen og føre til nogle permanente ændringer af landenes produktionskapacitet. I andre tilfælde er der ved at opstå mangel på arbejdskraft, især i de lande, der er mindre berørt af krisen, og som befinder sig i en situation med større efterspørgsel. I kombination med andre faktorer, såsom hurtigt stigende energipriser, kan omkostningspresset blive betydeligt og blive en risiko fremover.

- **En række politiske foranstaltninger har hjulpet til at bevare arbejdspladser og produktionskapacitet under krisen ved at støtte den private sektors likviditet og solvens**. Støtteforanstaltninger såsom moratorier for tilbagebetaling af gæld og statsgarantier for kredit bidrog til at forhindre, at den private sektors likviditetsproblemer blev til solvensproblemer i begyndelsen af covid-19-krisen. Gældsmoratorier gav mulighed for at udskyde tilbagebetalingen af gæld, hvilket øgede den nominelle gældsbeholdning og den dermed forbundne rentebyrde. Med udfasningen af disse foranstaltninger kan der opstå eventuelle tilbagebetalingsvanskeligheder, navnlig i brancher, der er hårdest ramt af krisen, og blandt virksomheder, der allerede var sårbare i forvejen. I mange lande er stigningen i både virksomhedernes og husholdningernes låntagning blevet ledsaget af en øget nettoopsparing.

- **Virksomhedernes gældsætning steg i de fleste EU-lande i 2020, i visse tilfælde kraftigt.** Ny låntagning til dækning af pludselige indtægtstab og likviditetsmangel som følge af pandemien bidrog til stigningen i virksomhedernes gældskvote oven i virkningen af den kraftige recession. Selv om nettokreditstrømmene steg betydeligt indtil begyndelsen af 2021, kan deres seneste afdæmpning både være tegn på lavere efterspørgsel, fordi virksomhederne i højere grad udnytter akkumuleret likviditet, såvel som lavere kreditudbud.

- **Husholdningernes låntagning er steget, efterhånden som opsvinget styrkes.** I 2020 skyldtes husholdningernes højere gældskvote hovedsagelig det store fald i BNP. Kreditstrømmene i pandemiens højdepunkt var afdæmpede, hovedsagelig på grund af et kraftigt fald i forbrugslån. Samtidig oplevede mange lande stigninger i realkreditlån på baggrund af en høj aktivitet på ejendomsmarkedet og stigende boligpriser. Siden begyndelsen af 2021 er nettokreditstrømmene blevet mere betydelige i flere lande, efterhånden som opsvinget udvikler sig.

- **Covid-19-krisen og de foranstaltninger, regeringerne traf for at afbøde den, har haft stor indvirkning på den offentlige gæld.** Den afgørende omfattende støtte, som regeringerne har ydet, har bidraget til at omdirigere en del af pandemiens negative økonomiske konsekvenser væk fra husholdninger og virksomheder og beskytte arbejdspladser og vækstpotentiale. Den offentlige gæld i forhold til BNP er steget mere i de lande, der er uforholdsmæssigt hårdt ramt af recessionen, hovedsagelig på grund af deres turistsektorer. Med genopretningen forventes gældskvoten at stabilisere sig, og nogle steder er den allerede begyndt at falde — generelt er landene dog ved at komme ud af krisen med en klart højere gældsætning. Den understøttende finanspolitiske kurs og de pengepolitiske foranstaltninger har gensidigt styrket tilliden og stabiliteten. Staternes lånevilkår er fortsat gunstige på trods af deres øgede finansieringsbehov, både på grund af pengepolitiske foranstaltninger og mere langsigtede faktorer såsom opsparingsoverskuddet i forhold til investeringerne i euroområdet. I lyset af inflationsudviklingen er låneomkostningerne strammet en smule, men er fortsat generelt lave. Låneomkostningerne er steget noget mere for visse medlemsstater uden for euroområdet, som har flydende valutakurser. For nogles vedkommende er en ikkeubetydelig den af gælden stiftet i udenlandsk valuta eller med relativt korte løbetider.

- **Pandemien er blevet ledsaget af en yderligere stigning i boligpriserne.** Efter flere års stigninger tog udviklingen i boligpriserne yderligere til i 2020 og første halvdel af 2021 og nåede således op på de hurtigste vækstrater siden den globale finanskrise. I flere EU-lande er der risiko for overvurdering. Dette giver anledning til bekymring, navnlig når husholdningernes gæld er høj eller hurtigt stigende. Væksten i boligpriserne har været drevet af en række faktorer, der stimulerer efterspørgslen og begrænser udbuddet. Allerede før pandemien var der udbudsbegrænsninger, og nedlukningen forværrede disse midlertidigt. Pandemien kan have ført til visse strukturelle ændringer i boligefterspørgslen, da skiftet til mere fjernarbejde kan ændre de geografiske præferencer. De finansielle forhold har været gunstige og vil samlet set sandsynligvis fortsat understøtte den høje efterspørgsel efter boliger, mens husstandsindkomsterne stiger med opsvinget, hvilket sandsynligvis vil understøtte en yderligere vækst i boligpriserne.

- **Banksektoren har opretholdt høje kapitalprocenter, men rentabiliteten faldt i 2020, og krisens fulde indvirkning på bankernes balancer vil sandsynligvis først kunne ses på et senere tidspunkt**. Situationen i banksektoren er forbedret betydeligt siden den globale finanskrise, idet der er opbygget kapitalbuffere i årene før pandemien, og kapitalprocenterne steg yderligere i 2020, bl.a. på grund af midlertidige lovbestemte begrænsninger af udbyttebetalingerne. Covid-19-krisens indvirkning på banksektoren har været begrænset takket være den styrkelse af sektoren, der blev opnået efter finanskrisen, og på grund af omfattende midlertidige politiske foranstaltninger såsom kreditgarantier, gældsmoratorier eller midlertidige reguleringsmæssig lempelser. Omfanget af misligholdte lån fortsatte med at falde i 2020, navnlig i lande, hvor de var betydelige, og hvor bankerne afhændede overtagne aktiver. Den langvarige udfordring med lav rentabilitet varer imidlertid ved. Desuden kan krisens fulde indvirkning på aktivernes kvalitet, rentabilitet og kapitalbuffere stadig slå igennem, når de politiske foranstaltninger trækkes tilbage. Potentielle feedbacksløjfer mellem banker, stater og virksomheder bør overvåges nøje.

Pandemiens virkninger er blevet afbødet af beslutsomme politiske tiltag, men den har øget skævhederne mellem eurolandene. Medlemsstater med en stor grænseoverskridende turistsektor var mest udsat for de økonomiske konsekvenser af covid-19-pandemien, hvilket har haft forskellige konsekvenser for beskæftigelse og vækst. Da disse lande også var kendetegnet ved en forholdsvis stor offentlig eller privat gæld eller udlandsgæld, har dette ført til en større spredning af gældsætningen i euroområdet. Nogle af disse mønstre er knyttet til midlertidige faktorer, såsom følgerne af rejserestriktionerne, men til trods for de afgørende politiske foranstaltningers succes med hensyn til at afbøde de tiltagende økonomiske og sociale skævheder risikerer krisen at få store eftervirkninger og skabe endnu dybere skævheder.

Der er fortsat et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster for euroområdet som helhed, hvilket understreger, at der er plads til at fastholde genopretningen på aggregeret niveau for euroområdet. Dette vil også bidrage til en hurtigere nedbringelse af ubalancerne. Stillingen på de løbende poster for området som helhed er midlertidigt faldet til et niveau, der generelt afspejler de underliggende forhold, men forventes at vende tilbage til niveauet fra før krisen over de grundlæggende forhold. Resultaterne varierer meget fra medlemsstat til medlemsstat. Det er blevet endnu vigtigere at genoprettelse balancen over for udlandet i euroområdet, da der er begrænsede muligheder for yderligere monetær støtte til at opretholde efterspørgslen.

I lyset af de indbyrdes forbindelser mellem økonomierne i euroområdet er der behov for en passende kombination af makroøkonomiske politikker på tværs af medlemsstaterne for at fastholde opsvinget og samtidig korrigere ubalancer og imødegå nye risici. Økonomisk vækst i nettokreditorlandene i euroområdet, bl.a. på grundlag af gunstige efterspørgselsforhold, vil ikke kun være til gavn for disse lande, men også for nettodebitorlandene, da en højere vækst i euroområdet understøtter vækst og gældsnedbringelse samt forbedringen af stillingen over for udlandet i sidstnævnte gruppe af lande. i den forbindelse vil det være en fordel at afstemme tilbagetrækningen af den ekstraordinære politiske støtte, der blev er blevet ydet gennem krisen, til tilpasningsbehovene. Markante og varige forbedringer af produktiviteten og konkurrenceevnen i nettodebitorlandene vil også bidrage til at genoprette balancen over for udlandet og til at lette gældsbyrden. Det er muligt at fremme en varig genopretning og styrke modstandsdygtigheden ved effektivt at udnytte alle de instrumenter, der er oprettet på euroområde- og EU-niveau, og effektivt gennemføre de nødvendige reformer og investeringer, herunder håndtere ubalancer og tiltagende risici. Det er afgørende, at midlerne under NextGenerationEU og den flerårige finansielle ramme anvendes til fulde og til de mest produktive formål. Dette vil maksimere midlernes økonomiske virkning og bidrage til afbalanceret vækst.

Pandemiens fulde indvirkning på ubalancer vil kun kunne ses med en vis forsinkelse, da anden runde-effekter kan slå igennem. På selskabssiden er der visse steder stadig konstateres underliggende finansielle sårbarheder som følge af reduktioner af egenkapital på grund af vedvarende tab og stor gæld. Nogle virksomheder kan blive påvirket af strukturelle ændringer, der nødvendiggør justeringer af deres forretningsmodeller. Udløbet af støtteforanstaltninger kan føre til en stigning i antallet af misligholdte lån og konkurser, i hvert fald i de sektorer, der er hårdest ramt af covid-19-krisen, og blandt virksomheder, der allerede var sårbare før krisen. Det kan tage nogen tid, før det kommer til udtryk, afhængigt af hvilken type henstand der kan tilbydes ellers insolvente låntagere. Det er vigtigt, at insolvensbehandlingen hjælper til at afvikle eksisterende værdiforringelser, så der sikres strømme af ny kredit til økonomien. Statsgarantier på erhvervslån bidrager til at holde gang i ellers levedygtige virksomheder, men hvis de er betydelige, kan det også føre til feedbacksløjfer mellem erhvervslivet og den offentlige sektor, hvilket også påvirker bankerne. Svagheder i virksomhedernes balancer risikerer at påvirke arbejdsmarkedet og dermed visse husholdningers evne til at tilbagebetale deres kredit. Kraftige stigninger i realkreditlån er en yderligere risikofaktor, navnlig i tilfælde af korrektioner på boligmarkedet. På samme måde kan en yderligere forværring af priserne på erhvervsejendomme også svække finanssektoren.

Finansieringsvilkårene vil påvirke udviklingen i ubalancerne. Det lave renteniveau har gjort det muligt for regeringer, virksomheder og husholdninger at påtage sig større gæld og afbøde pandemiens virkninger og beskytte arbejdspladser og produktionskapacitet. En forhøjelse af rentesatserne vil øge finansieringsomkostningerne ved gæld i både den offentlige og den private sektor, hvilket vil øge risiciene, når finansieringsbehovet er stort. Inflationen er steget markant i euroområdet og mange andre udviklede økonomier siden begyndelsen af 2021. Selv om de afgørende faktorer for denne stigning i inflationen, herunder den kraftige stigning i energipriserne, for det meste forekommer at være midlertidige, er der risiko for, at stigningen måske ikke bliver så kortvarig. Så længe finansieringsvilkårene ikke strammes, kan højere inflation lette gældsbyrden. Men en langvarig stigning i inflationen kan føre til strammere finansieringsvilkår og højere låneomkostninger.

Udviklingen på boligmarkederne kræver nøje overvågning. Høje boligpriser udgør en risiko, især kombineret med husholdningernes høje gældsætning, som forværres af usikre arbejdsmarkedstilpasninger. Dette udgør en risiko for husholdningernes evne til at opfylde deres realkreditforpligtelser. Højere rentesatser kan lægge yderligere pres på mulighederne for at tilbagebetale realkreditlån med følgevirkninger for banksektoren. Fortsatte prisstigninger, efterhånden som genopretningen fortsætter, kan medføre et lønpres og føre til større realkreditlån. Boligpriserne er steget

til mere uoverkommelige niveauer i de senere år, hvilket potentielt kan få negative makroøkonomiske konsekvenser i henseende til lavere privatforbrug og mindre arbejdsmobilitet og kan lede pengene væk fra produktivitetsfremmende investeringer.

Nedbringelsen af den høje offentlige og private gæld beror i høj grad på, at genopretningen udvikler sig til en vedvarende ekspansion, som kræver produktive investeringer. En vedvarende genopretning kræver en understøttende politik og en veltilrettelagt tilbagetrækning af den ekstraordinære politiske støtte, der er ydet under krisen. En vedvarende økonomisk ekspansion beror på en styrkelse af den økonomiske og sociale modstandsdygtighed, hvilket kræver, at der gennemføres passende reformer og investeringer. Der er behov for produktivitetsfremmende investeringer for at fremme væksten på mellemlang sigt og støtte de strukturelle forandringer, der er nødvendige for at gennemføre den grønne og den digitale omstilling i lyset af demografiske forandringer. Dette er navnlig vigtigt, i lyset af at adskillige lande er kendetegnet ved høj offentlig og privat gæld og relativt lav potentiel vækst, hvilket gør det vanskeligere at nedbringe den høje gæld. I en situation med stor offentlig gæld er det nødvendigt at forbedre sammensætningen af udgifter og indtægter for at skabe plads til at gennemføre offentlige investeringer, lige som det også er nødvendigt at nedbringe gælden på grundlag af en troværdig finanspolitisk tilpasningsstrategi for at sikre plads til at håndtere eventuelle fremtidige kriser. Samtidig kan private investeringer blive hæmmet af virksomhedernes behov for gældsnedbringelse. En effektiv gennemførelse af genopretnings- og resiliensplanerne har en vigtig rolle at spille med hensyn til at støtte offentlige og private investeringer og dermed bidrage til at få bugt med pandemiens langsigtede virkninger og bane vej for stærkere vækst og modstandsdygtighed. Den nye genopretnings- og resiliensfacilitet vil sammen med de europæiske struktur- og investeringsfonde fremme en investeringsrig genopretning, og en effektiv gennemførelse heraf vil gøre EU's økonomi mere bæredygtig, inklusiv, modstandsdygtig og bedre forberedt på den grønne og den digitale omstilling i overensstemmelse med Unionens mål i denne henseende.

Pandemien har fremhævet den positive rolle, som kontracyklisk diskretionær finanspolitik, understøttende pengepolitik og europæisk koordinering spiller i reaktionen på den økonomiske krise. Covid-19-krisen har vist, at en betydelig diskretionær finanspolitisk respons kan være effektiv til at afbøde de umiddelbare virkninger af et stort chok og bane vejen for en hurtig genopretning. Den umiddelbare nationale finanspolitiske indsats blev understøttet af anvendelsen af den fleksibilitet, der findes inden for EU's lovgivningsmæssige rammer. Den kollektive reaktion skabte tillid. De pengepolitiske foranstaltninger har hjulpet med at opretholde gunstige finansieringsvilkår for alle sektorer af økonomien under pandemien, hvilket har understøttet den økonomiske aktivitet og sikret prisstabilitet på mellemlang sigt. Finanspolitikkens og pengepolitikkens gensidigt forstærkende virkninger har i høj grad bidraget til at afbøde krisens konsekvenser og støttet genopretningen. Pengepolitikken forventes fortsat at være lempelig i de kommende år, men de lave renter og de seneste inflationsstigninger begrænser muligheden for yderligere monetær lempelse. Det kan således være nødvendigt, at finanspolitikken fortsat fokuserer på stabilisering i tilfælde af nedadrettede risici, samtidig med at en forsigtig budgetpolitik i normale tider skaber tillid til budgetpolitikkens effektivitet i krisetider.

Forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer er fortsat afgørende. For det første kan et svagt økonomisk opsving forårsage en stigning i antallet af virksomhedskonkurser, der fører til tab af arbejdspladser, samt øgede krav om kriserelaterede garantier for erhvervslån og et fald i investeringerne. For det andet kan en negativ økonomisk udvikling atter skabe stærke forbindelser mellem stat og banker. For det tredje kan stigende aktiv- og boligpriser øge husholdningssektorens sårbarhed som følge af uholdbare stigninger i aktivpriserne. Disse risici kan have en negativ indvirkning på holdbarheden af den offentlige gæld og begrænse finanspolitikkens muligheder for at reagere på fremtidige udfordringer. Afviklingen af ophobede sårbarheder vil også hjælpe med at konsolidere genopretningen og styrke væksten på lang sigt. Mere ensartede økonomiske strukturer og mere synkroniserede konjunkturforløb vil bidrage til at gøre den fælles pengepolitik mere effektiv.

Ved at fremme et investeringsrigt opsving vil genopretnings- og resiliensfaciliteten bidrage til makroøkonomisk stabilitet. En effektiv gennemførelse af genopretnings- og resiliensplanerne vil gøre EU's økonomi mere bæredygtig, inklusiv, resilient og bedre forberedt på den grønne og den digitale omstilling. Det vil også bidrage til at mindske risikoen for skævheder inden for EU, da tilskuddene fra faciliteten er målrettet mod de medlemsstater, der har et lavere BNP pr. indbygger, en højere arbejdsløshed, og som er blevet hårdest ramt af covid-19-krisen. I modsætning til årene efter den globale

finanskrise vil større offentlige investeringer desuden støtte genopretningen efter pandemien. Tilskud fra genopretnings- og resiliensfaciliteten vil finansiere investeringsprojekter af høj kvalitet og muliggøre produktivitetsfremmende reformer uden at give anledning til højere nationale underskuds- og gældskvoter. Disse tilskud og andre former for EU-finansiering forventes at øge de offentlige investeringer i medlemsstaterne med gennemsnitligt ca. 0,5 % af BNP om året i 2021 og 2022.

Ved at forebygge og korrigere makroøkonomiske ubalancer øger medlemsstaterne deres evne til at reagere på chok, samtidig med at det understøtter økonomisk konvergens. Afviklingen eller forebyggelsen af ubalancer vil hjælpe med at konsolidere genopretningen og styrke væksten på lang sigt. Lande med eksisterende ubalancer er nødt til at genoptage den korrektionen, de var i gang med før pandemien, understøttet af politikker, der kan styrke den potentielle vækst. En reduktion af ubalancerne kan også give positive afsmittende virkninger på tværs af landene. En dybere økonomisk og finansiel integration og mere synkroniserede konjunkturforløb vil bidrage til at gøre den fælles pengepolitik mere effektiv, især for eurolandene, hvilket vil sætte den i stand til bedre at reagere på fremtidige udfordringer.

I denne rapport om varslingsmekanismen konkluderes det, at der bør udarbejdes dybdegående undersøgelser for 12 medlemsstater: Cypern, Frankrig, Grækenland, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige og **Tyskland**. Disse medlemsstater var genstand for en dybdegående undersøgelse i den foregående runde af makroubalanceproceduren, hvor det blev konstateret, at der bestod ubalancer (Frankrig, Irland, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige og Tyskland) eller uforholdsmæssigt store ubalancer (Cypern, Grækenland og Italien). I de kommende dybdegående undersøgelser vil der blive set på, hvordan disse ubalancer har udviklet sig, og hvor alvorlige de er, samt på medlemsstaternes politiske reaktion med henblik på at ajourføre eksisterende vurderinger og vurdere eventuelle resterende politikbehov. Afsnit 3 indeholder en oversigt over, hvordan disse ubalancer har udviklet sig, mens afsnit 4 indeholder uddybende landespecifikke oplysninger.

For en række af de medlemsstater, der ikke var genstand for en dybdegående undersøgelse i det foregående forløb, kan der konstateres udviklinger, der kræver særlig opmærksomhed. Slovakiet er præget af kraftig vækst i boligpriserne samtidig med en vedvarende, om end aftagende stigning i husholdningernes låntagning. Eksporten er stærkt koncentreret i nogle få specifikke brancher, og der har været tab af omkostningskonkurrenceevne, men eksportmarkedsandelene er hidtil ikke blevet påvirket negativt. I **Ungarns** tilfælde fortjener samspillet mellem offentlig låntagning og fremmedfinansiering i en situation med en betydelig gældseksponering i udenlandsk valuta opmærksomhed. Der har været en kraftig vækst i boligpriserne. Presset på omkostningskonkurrenceevnen er tiltagende, men eksportmarkedsandelene er hidtil ikke blevet påvirket negativt.

Der er også behov for at følge udviklingen af risici i andre medlemsstater, i mange tilfælde i forbindelse med boligmarkedet. For Danmarks og Luxembourgs vedkommende peger udviklingen på boligmarkedet i retning af en risikoophobning. Selv om ændrede præferencer, gunstige finansielle betingelser og udbudsbegrænsninger kan understøtte væksten i boligpriserne, kan risikoen for en nedjustering med potentielle konsekvenser for økonomien som helhed ikke afvises. Tjekkiet er kendetegnet ved kraftig vækst i boligpriserne og vedvarende tab af omkostningskonkurrenceevne, som har været betydelige i nogle år. I Malta skaber voksende privat gæld kombineret med svagheder i insolvensreglerne særlige sårbarheder. Udviklingen i disse seks medlemsstater bør følges nøje gennem overvågnings- og tilsynsværktøjerne med henblik på at fastslå, om de er forenelige med og befordrende for makroøkonomisk stabilitet. Risikoafvejningen tyder ikke på, at der på nuværende tidspunkt er behov for en dybdegående undersøgelse. Afsnit 4 indeholder flere oplysninger om den landespecifikke udvikling.

1. MAKROØKONOMISK KONTEKST OG UDVIKLING AF UBALANCER I EUROOMRÅDET

Økonomisk baggrund

Denne rapport er udarbejdet med udgangspunkt i den økonomiske situation, som covid-19-pandemien skabt. Pandemine førte indledningsvis til en kraftig recession, da restriktive foranstaltninger til at inddæmme spredningen af virusset havde en markant indvirkning på den økonomiske aktivitet i 2020. Resultatet var en tilbagegang i BNP på 5,9 % i EU og 6,4 % i euroområdet i 2020 med betydelige forskelle landene imellem. I nogle lande blev der registreret fald på tocifrede tal, mens andre oplevede milde recessioner. Den forbedrede sundhedssituation muliggjorde en lempelse af inddæmningstiltagene fra andet kvartal af 2020, hvilket satte gang i genopretningen. Forskellige pandemibølger førte til en ujævn genopretning indtil begyndelsen af 2021. Udrulningen af vaccinationskampagnerne, som blev ledsaget af en effektiv og målrettet inddæmningsstrategi samt omfattende offentlige støtteforanstaltninger, muliggjorde større mobilitet og en kraftigere end forventet genoplivning af den økonomiske aktivitet fra foråret 2021. Overordnet set forventes BNP ifølge Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021 at vokse med 5 % i både EU og i euroområdet i 2021 og med 4,3 % i 2022. De fleste medlemsstater ventes at lukke hullet til førkriseniveauet for produktionen inden udgangen af 2021, og kun nogle få lande indhenter først det tabte næste år (figur 1.1 a). ([1])

Virkningerne er blevet afbødet af beslutsomme politiske tiltag, men pandemien har øget skævhederne mellem eurolandene. Dette afspejler pandemiens ujævne konsekvenser og forskelle i de økonomiske strukturer. De kontaktintensive brancher er blevet hårdere ramt af restriktionerne end fremstillingssektoren. Dette har resulteret i store forskelle i de økonomiske resultater, både i og mellem landene. Lande, der har betydelige grænseoverskridende turistsektorer, og som er blevet særlig hårdt ramt af begrænsningerne af bevægemulighederne, oplevede en kraftigere nedgang i BNP end gennemsnittet og en betydelig forværring af deres udlandskonti. Dette er tilfældet for Grækenland, Portugal og Spanien. Recessionen har også været særlig hård for lande med en høj indenlandsk gæld såsom Frankrig og Italien (figur 1.1 b). Det er også de lande, der har den største private gæld, offentlige gæld eller udlandsgæld i EU. Genopretningen forventes at blive langsommere i nogle af disse lande.

En ekstraordinær politisk reaktion har været afgørende for at afbøde virkningerne af covid-19-krisen og for at støtte genopretningen, samtidig med at den har en positiv indvirkning på den makroøkonomiske stabilitet. Landene har ydet hidtil uset finanspolitisk støtte for at beskytte arbejdspladser og indkomster og støtte virksomheder og dermed mindske risikoen for virksomhedskonkurser. Der blev givet henstand til husholdninger og virksomheder med betaling af og skat og tilbagebetaling af gæld, og der blev ydet statsgarantier for banklån. Som følge heraf var husholdningernes disponible bruttoindkomst i 2020 stort set konstant i EU som helhed trods den markante recession. Arbejdsløsheden i EU steg med blot 0,4 procentpoint, og virksomhedskonkurser var meget begrænsede, da en stor del af virkningerne blev absorberet af staten.

En hidtil uset koordinering af politiske tiltag fandt sted på EU-plan. Stabilitets- og vækstpagtens generelle undtagelsesklausul blev aktiveret umiddelbart efter pandemien og støttede de finanspolitiske foranstaltninger. Aftalen om de midlertidige rammebestemmelser for statsstøtte gav medlemsstaterne mulighed for at udnytte hele den fleksibilitet, der er fastsat i statsstøttereglerne. Det europæiske instrument for midlertidig støtte til mindskelse af risiciene for arbejdsløshed i en nødsituation (SURE) har beskyttet arbejdsmarkederne. Investeringsinitiativerne som reaktion på coronavirusset og REACT-EU har mobiliseret og suppleret samhørighedspolitikkens midler til støtte for sundhedssektoren, virksomhederne og den mest sårbare del af befolkningen. Der blev stillet finansielle instrumenter til rådighed gennem den

([1]) Europa-Kommissionen, European Economic Forecast, Autumn 2021, Institutional paper 160, november 2021. Se også O. Croitorov m.fl. (2021), "The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area" *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Europa-Kommissionen, Vol. 20, No 2, Part I.

europæiske stabilitetsmekanisme og Den Europæiske Investeringsbank. En effektiv gennemførelse af reformer og investeringer i genopretnings- og resiliensplanerne vil gøre EU's økonomi mere bæredygtig, inklusiv, resilient og bedre forberedt på den grønne og den digitale omstilling, i overensstemmelse med EU's målsætninger.

En samordnet global pengepolitisk reaktion førte til lempelige finansielle vilkår. Den Europæiske Centralbank (ECB) gennemførte en bred vifte af foranstaltninger for at bevare den finansielle stabilitet og sikre velfungerende finansielle markeder. Den tilførte bankerne yderligere likviditet, lempede kravene til sikkerhedsstillelse og foretog betydelige yderligere opkøb af aktiver i den offentlige og private sektor. Den lempelige pengepolitik understøttede stemningen på de finansielle markeder og bidrog til at forhindre en kreditstramning, og kurserne på mange obligations- og aktiemarkeder oversteg niveauet før pandemien. Sammen med mere langsigtede faktorer, herunder f.eks. et opsparingsoverskud i forhold til investeringer i euroområdet, har en høj markedslikviditet sikret lave låneomkostninger for staten, i nogle tilfælde endnu lavere end før krisens udbrud, og spændene inden for euroområdet indsnævredes. Forventningerne om en stærk genopretning blev forstærket af den positive stemning på markederne, som blev forstærket af udviklingen af vacciner i efteråret 2020.

De finansielle betingelser ligger fortsat på et historisk lavt niveau, men der bør holdes øje med tegn på stramning. Selv om statsobligationsrenterne er steget en smule i 2021, ligger de typisk et godt stykke under det historiske gennemsnit. Stater med de stærkeste kreditvurderinger har en negativ rente eller en rente tæt på nul på deres gæld, mens der er sket visse stigninger i en række medlemsstater, især uden for euroområdet. Der har været gunstige finansieringsvilkår på obligationsmarkederne, om end de er ved at blive strammet en smule, og bankernes udlånsrenter har ligget på eller tæt på rekordlave niveauer i EU. Euroen apprecierede i anden halvdel af 2020, inden den aftog noget, og dette blev afspejlet i valutaerne hos nogle få lande uden for euroområdet.

Inflationen steg i 2021, men stigningen forventes hovedsagelig at være midlertidig. Efter at have ligget under målet i næsten 10 år er den overordnede inflation i euroområdet steget til et tiårigt højdepunkt i de seneste måneder. Inflationen har været højere end målene i en række medlemsstater uden for euroområdet. Energiprisstigningerne har i høj grad bidraget til stigningen, idet kerneinflationen er steget mindre. Stigningen i inflationen forventes for det meste at være midlertidig, men ikke nødvendigvis kortvarig. Nogle gnidninger, der er knyttet til overgangen væk fra fossile brændstoffer, kan tage et stykke tid at løse. Den økonomiske genåbning har medført en markant stigning i efterspørgslen, men aktiviteten hæmmes af flaskehalse på udbudssiden. Stigningerne i omkostninger vil formodentlig blive væltet over på forbrugerpriserne, om end i et usikkert omfang, og lavere fortjenstmargener kan absorbere en del af stigningen. Risikoen for en vedvarende inflationsudvikling synes i øjeblikket at være begrænset, da inflationsforventningerne i euroområdet fortsat er velforankrede og i det store og hele afspejler en tilbagevenden til tendensen før pandemien. Strukturelle justeringer, herunder pandemiens og den industrispecifikke mangel på kvalifikationers indvirkning på forbrugsmønstrene, kan påvirke de relative priser og lønninger, hvilket kan øge inflationsvolatiliteten. En langvarig stigning i inflationen kan føre til ændringer i timingen af normaliseringen af pengepolitikken og føre til strammere finansielle forhold og højere låneomkostninger.

EU's økonomi er ved at komme sig hurtigere end forventet, men de økonomiske udsigter er fortsat usikre. I hele EU har vellykkede vaccinationskampagner mindsket behovet for stærke inddæmningstiltag for at håndtere fremtidige smittebølger. På verdensplan findes der stadig pandemirelaterede risici som følge af den svagere vaccinationsudrulning. Handelen er stadig ved at komme sig efter restriktionerne, og den er blevet dæmpet af flaskehalse i forsyningskæderne, som påvirker aktiviteter, der er stærkt integreret i globale værdikæder. En varig omlægning af værdikæderne skaber omkostninger og kan medføre risici såvel som muligheder for EU-landene. Udhulingen af virksomhedernes rentabilitet og den øgede gældsætning har reduceret de private investeringer. Dette kan hæmme opsvinget og virksomhedernes gældsnedbringelse. Tilbagetrækningen af den politiske støtte kan udløse en revurdering af risiciene. Usikkerhed kan øge volatiliteten på de finansielle markeder med negative virkninger for priserne på finansielle aktiver og fast ejendom som følge af en generel afkobling af værdipapirpriserne fra de

grundlæggende økonomiske forhold. ([2]) ([3]) ([4]) På den positive side kan større fremskridt med at få kontrol over pandemien på verdensplan og gennemførelsen af ambitiøse og koordinerede reformer og investeringer i EU bane vejen for en vedvarende genopretning.

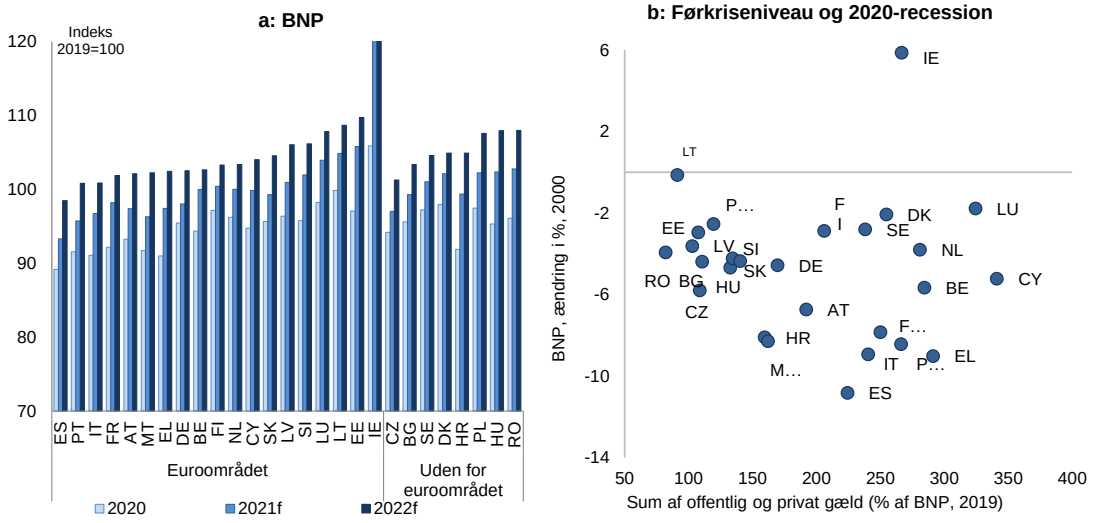
Den stærke genopretning understøtter makroøkonomisk stabilitet, men anden runde-effekter kan komme til udtryk på et senere tidspunkt og udgør en risiko. I lyset af den kraftige vækst i BNP har de høje offentlige og private gældskvoter fundet et stabilt niveau eller er faldet en smule i de fleste EU-lande efter at være steget markant sidste år. Ophævelsen af den politiske støtte vil uundgåeligt afsløre potentielle underliggende sårbarheder i de brancher og områder, der er mest berørt af covid-19. Ophævelsen af gældsmoratorierne kan bringe virksomheder og husholdninger i vanskeligheder med hensyn til gældsservicering og føre til virksomhedskonkurser og arbejdsløshed. De indbyrdes forbindelser mellem statsgæld og privat gæld og den finansielle sektor er en mekanisme til overførsel af risici. En forringelse af kvaliteten af de offentlige og private aktiver kan påvirke de finansielle institutioners balancer, hvis lave rentabilitet er faldet yderligere under pandemien. Vanskeligheder med at servicere gælden kan reducere investeringer, husstandsindkomster og -forbrug, dæmpe den økonomiske vækst og underminere konsolideringen. Pandemien har ført til en forværring af omkostningskonkurrenceevnen i en række lande, som allerede før krisen oplevede store stigninger i arbejdskraftsomkostningerne, som i nogle tilfælde forventes at fortsætte. Boligpriserne er præget af de største stigninger i mere end ti år, og er steget uafbrudt eller endog kraftigere under pandemien. I modsætning til stigningen i gældsætningen vil den økonomiske genopretning sandsynligvis ikke føre til en korrektion af boligpriserne, selv om der kan være mindre udbudsvanskeligheder på kort sigt. Stigende boligpriser giver anledning til betænkeligheder med hensyn til makroøkonomisk stabilitet, især når de ledsages af en høj gæld i husholdningerne og en kraftig vækst i kreditgivningen. En forringelse af boligernes prisoverkommelighed kan skade økonomien ved at reducere forbruget og undergrave arbejdskraftens mobilitet. Samtidig kan korrektioner i forbindelse med fast ejendom og andre aktivpriser føre til en forværring af de finansielle institutioners balancer.

([2]) Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (2021), ESMA Risk Dashboard, 3.6.2021. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761_risk_dashboard_no_1_2021.pdf

([3]) Fed's stramning af pengepolitikken kan også påvirke finansieringsvilkårene i euroområdets erhvervssektor, især da globaliseringen har ændret pengepolitikkens transmissionsmekanisme og dens afsmittende virkninger i udlandet, og Fed's pengepolitik har en betydelig indvirkning på udenlandske finansielle variabler såsom erhvervsobligationsspænd. M. Ca'Zorzi m.fl. (2021), "Making waves – Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's", ECB's Research Bulletin No 83, 15.4.2021, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2021/html/ecb.rb210415~8639b73bb6.en.html

([4]) Se også IMF (2021), Global Financial Stability Report, oktober 2021.

Figur 1.1: **BNP i forhold til niveauet før pandemien og gældsniveau før krisen og covid-19-recessionen**



Kilde: AMECO, Eurostat og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021

Afsmittende virkninger og tilpasninger i euroområdet ([5])

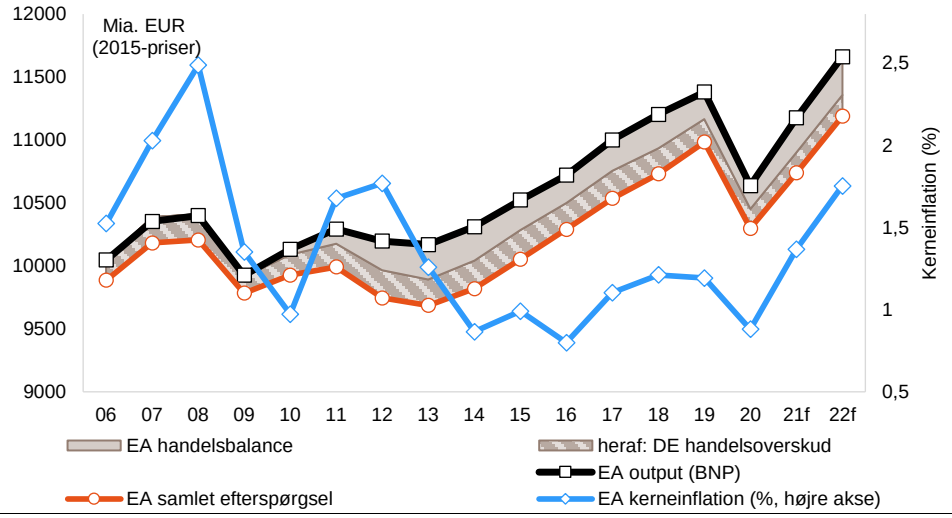
Covid-19-krisen har øget ubalancerne i euroområdet. De fleste af de lande, der er blevet hårdest ramt af covid-19-krisen, gik ind i pandemien med høj offentlig eller privat gæld eller udlandsgæld, i nogle tilfælde i kombination med lav potentiel BNP-vækst. Covid-19-krisen har markant påvirket betalingsbalancen blandt de nettodebitorlande, der har en stor turistsektorer, mens den har haft mindre indvirkning på de øvrige landes betalingsbalancer. Nogle af de lande, der er hårdest ramt af recessionen, er ved at komme sig hurtigt, men genopretningen i andre lande skrider langsommere frem. Dette tyder på, at økonomisk vækst yder et mindre bidrag til korrektionen af ubalancer vedrørende beholdninger, i hvert fald i den nærmeste fremtid, og understreger betydningen af effektive reformer og investeringer for at afhjælpe strukturelle svagheder og sætte skub i det potentielle BNP på længere sigt. ([6])

Handelsbalancen vedrørende euroområdet steg en smule i 2020, da produktionen faldt samtidig med faldende efterspørgsel. Både eksporten og importen af varer og tjenesteydelser faldt i 2020. Overskuddet i varehandelen blev styrket, hovedsagelig understøttet af lavere energipriser, mens overskuddet på tjenestebalancen faldt, hovedsagelig som følge af faldet i den internationale rejseaktivitet. Overodnet set blev det fald i euroområdets handelsoverskud, der begyndte i 2017, bremset. Stillingen på handelsbalancen forventes at stige en smule i 2021 og forblive stort set stabil i 2022 (figur 1.2). På trods af det stadig betydelige produktionsgab forventes kerneinflationen i euroområdet (samlet inflation ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer) at stige i 2021, samtidig med at den forbliver under det samlede inflationsmål.

([5]) I rapporten "Gennemførelse af Europas Økonomiske og Monetære Union" af Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi og Martin Schulz fra den 22. juni 2015 blev det foreslået at rette et større fokus på ubalancernes euroområdedimension. Konsekvenserne af den indbyrdes afhængighed og ubalancernes systemiske betydning anerkendes i forordning (EU) nr. 1176/2011, der definerer ubalancer som "en makroøkonomisk udvikling, der har negativ indvirkning på, eller har potentiale til at få en negativ indvirkning på, den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Europæiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed". Analysen i denne rapport ledsager vurderingen i Europa-Kommissionens arbejdsdokument "Analysis of the Euro Area economy", der ledsager Kommissionens henstilling med henblik på Rådets henstilling om den økonomiske politik i euroområdet.

([6]) Se også E. Meyermans, V. Rutkauskas og W. Simons (2021), "The uneven impact of the COVID-19 pandemic across the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Europa-Kommissionen, Vol. 20, No 2, Part II.

Figur 1.2: **Output, efterspørgsel, handelsbalance og kerneinflation i euroområdet**



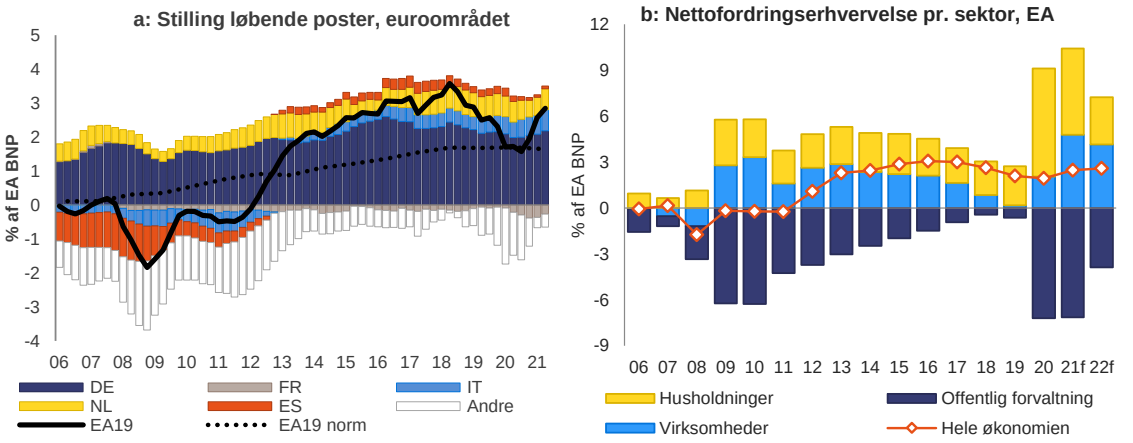
Anm.: Selv om differencen mellem BNP og indenlandsk efterspørgsel pr. definition bør være lig med handelsbalancen, stemmer dataene ikke fuldt overens som følge af uoverensstemmelser mellem indberetninger i euroområdet.
Kilde: AMECO og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021

Overskuddet på de løbende poster i euroområdet faldt fortsat gradvist i 2020 til et niveau, der stemmer overens med de underliggende forhold i euroområdet, men er atter begyndt at stige i 2021. I 2020 blev der registreret et overskud på 2 % af BNP i euroområdet (figur 1.3). ([7]) Trods den lille stigning på handelsbalancen medførte en lidt lavere indkomstbalance det lille fald i de løbende poster. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster (også konjunkturkorrigeret svarende) udgjorde 1,6 % af BNP og lå således tæt på den normalstilling, som afspejler de økonomiske fundamentaler for euroområdet, anslået til 1,7 % af BNP. ([8]) Det er tegn på, at den indenlandske efterspørgsel har klaret sig bedre end hos de fleste handelspartnere. Dataene for første halvår 2021 viser dog en stigning i overskuddet på de løbende poster i euroområdet, hovedsagelig som følge af en større handelsbalance for tjenesteydelser. Stillingen på de løbende poster i euroområdet forventes i 2021 at vende tilbage til niveauet i 2019 som følge af fortsat afdæmpet indenlandsk efterspørgsel. Dette afspejler, at forskellen mellem BNP og den samlede efterspørgsel er vendt tilbage til niveauet før pandemien, og dermed den vedvarende afdæmpede indenlandske efterspørgsel (figur 1.2).

([7]) De her anvendte opgørelser for overskuddet på betalingsbalancens løbende poster i euroområdet stammer fra betalingsbalancestatistikken for euroområdet, som stemmer overens med medlemsstaternes indberetninger vedrørende de løbende poster i forhold til partnere uden for euroområdet (efter det såkaldte "fællesskabsbegreb"). Denne kan adskille sig fra summen af den nominelle stilling på medlemsstaternes løbende poster på grund af uoverensstemmelser mellem de indberettede data fra de forskellige nationale statistiske myndigheder.

([8]) Ifølge IMF's modelberegning udgør normalstillingen for de løbende poster i euroområdet 1 % af BNP i 2020 (jf. IMF (2021) "External Sector Report", august 2021), hvilket indebærer en forskel på 0,8 % af BNP i forhold til de konjunkturkorrigerede løbende poster (som udgør 1,8 % af BNP ifølge rapporten). Justeret for de midlertidige virkninger af covid-19-krisen er den anslåede forskel dog reduceret til 0,6 %.

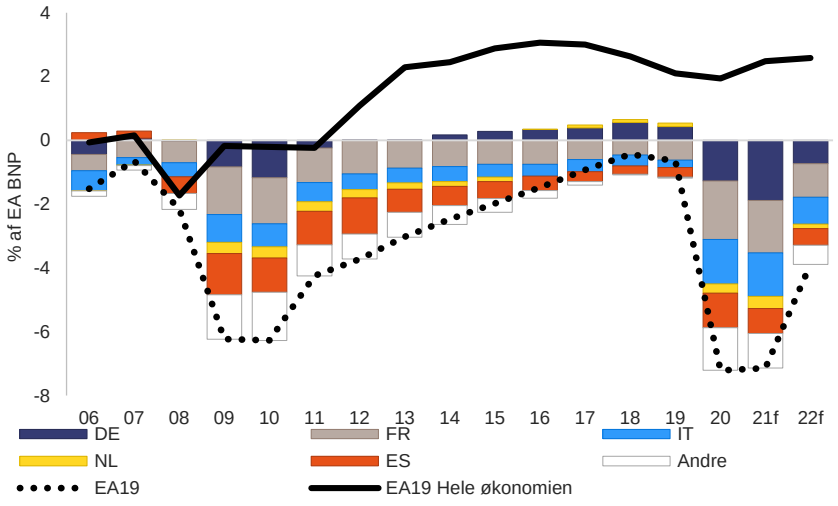
Figur 1.3: **Løbende poster i euroområdet fordelt på lande; og fordringserhvervelse, netto, fordelt på sektorer**



Anm.: figur b): For årene før 2021 svarer opgørelserne for euroområdets samlede økonomi til nettofordringserhvervelsen i Eurostats betalingsbalancedata. Opgørelserne for hele euroområdets økonomi for 2021 og 2022 svarer til summen af de løbende poster (justeret) og kapitalposerne i Europa-Kommissionens efterårsprognose 2021. Opgørelserne for husholdninger og virksomheder for 2021 og 2022 er beregnet som summen for samtlige eurolande, bortsat fra Malta, som der ikke foreligger data for.
Kilde: Eurostat Balance of Payments, AMECO og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021.

I 2020 var de vigtigste ændringer i betalingsbalancen af sektormæssig karakter snarere end geografiske. Overskuddet på de løbende poster hos de største bidragydere til overskuddet i euroområdet, Tyskland og Nederlandene (figur 1.3 a), faldt yderligere i 2020. Italiens positive bidrag og Frankrigs negative bidrag steg en del. Stigningen i overskuddet i euroområdet i første halvdel af 2021 skyldtes hovedsagelig en kraftig stigning i Irlands løbende poster. Tysklands og Nederlandenes bidrag til overskuddet i euroområdet steg også og vendte tilbage til niveauet i 2019. Italiens andel af overskuddet steg yderligere og nåede op på Nederlandenes. Den geografiske sammensætning af overskuddet i euroområdet forventes i øjeblikket at forblive stort set stabil fremover. Til gengæld ændrede de enkelte sektorers bidrag til betalingsbalancen sig betydeligt i 2020 (figur 1.3 b). Husholdningernes og i mindre grad virksomhedernes øgede opsparing blev opvejet af en stærk ekspansiv finanspolitik. Den private sektors nettolångivning forventes at stige yderligere i 2021, primært drevet af virksomhederne og trods et fald i opsparing af forsigtighedshensyn og en stigning i husholdningernes forbrug. Den offentlige sektors nettolåntagning forventes at forblive næsten uændret, idet den store stigning i Tysklands underskud i høj grad bidrager til den store offentlige nettolåntagning i euroområdet (figur 1.4). De offentlige positioner forventes at indsnævres betydeligt i 2022 (se også afsnit 2.4 om den offentlige sektor). Da der forventes et tilsvarende fald i den private sektors nettolångivning, forventes betalingsbalancen at forblive stabil.

Figur 1.4: **Geografisk fordeling af den offentlige sektors nettolåntagning i euroområdet**



Anm.: For årene før 2021 svarer opgørelserne for euroområdets samlede økonomi til nettofordringserhvervelsen i Eurostats betalingsbalancedata. Opgørelserne for hele euroområdets økonomi for 2021 og 2022 svarer til summen af de løbende poster (justeret) og kapitalposerne i Europa-Kommissionens efterårsprognose 2021.
Kilde: Eurostat Balance of Payments og AMECO.

Politisk respons

Pandemien har fremhævet den positive rolle, som kontracyklisk diskretionær finanspolitik, understøttende pengepolitik og europæisk koordinering spiller i reaktionen på den økonomiske krise. Covid-19-krisen har vist, at en betydelig diskretionær finanspolitisk respons kan være effektiv til at afbøde de umiddelbare virkninger af et stort chok og bane vejen for en hurtig genopretning. Den umiddelbare nationale finanspolitiske indsats blev understøttet af lempelserne af EU's lovgivningsmæssige rammer. Den kollektive reaktion skabte generel økonomisk tillid. De pengepolitiske foranstaltninger har hjulpet med at opretholde gunstige finansieringsvilkår for alle sektorer af økonomien under pandemien, hvilket har understøttet den økonomiske aktivitet og sikret prisstabilitet på mellemlang sigt. Finanspolitikkens og pengepolitikkens gensidigt forstærkende virkninger har i høj grad bidraget til at afbøde krisens konsekvenser og støttet genopretningen. Selv om finansieringsvilkårene forventes at forblive gunstige, begrænser de lave renter og de seneste inflationsstigninger muligheden for yderligere monetær lempelse. Det kan således være nødvendigt, at finanspolitikken fortsat fokuserer på stabilisering i tilfælde af nedadrettede risici, samtidig med at en forsigtig budgetpolitik i normale tider skaber tillid til budgetpolitikkens effektivitet i krisetider.

Forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer er fortsat afgørende. For det første kan et svagt økonomisk opsving forårsage en stigning i antallet af virksomhedskonkurser, der fører til tab af arbejdspladser, samt øgede krav om kriserelaterede garantier for erhvervslån og et fald i investeringerne. For det andet kan en negativ økonomisk udvikling atter skabe stærke forbindelser mellem stat og banker. For det tredje kan stigende aktiv- og boligpriser øge husholdningssektorens sårbarhed som følge af uholdbare stigninger i aktivpriserne. ([9]) Disse risici kan have en negativ indvirkning på holdbarheden af den offentlige gæld og begrænse finanspolitikkens muligheder for at reagere på fremtidige udfordringer. Afviklingen af ophobede sårbarheder vil også hjælpe med at konsolidere genopretningen og styrke væksten på lang sigt. Mere ensartede økonomiske strukturer og mere synkroniserede konjunkturforløb vil bidrage til at gøre den fælles pengepolitik mere effektiv.

Nedbringelsen af den høje offentlige og private gæld beror i høj grad på, at genopretningen udvikler sig til en vedvarende ekspansion, som kræver produktive investeringer. En sådan nedbringelse kræver en understøttende politik i genopretningsfasen og en veltilrettelagt tilbagetrækning af den ekstraordinære politiske støtte, der er ydet under krisen. Ekspansionens styrke afhænger af, at de grundlæggende økonomiske forhold styrkes, hvilket kræver, at der gennemføres passende reformer og investeringer. Dette er navnlig vigtigt, i lyset af at adskillige lande er kendetegnet ved høj offentlig og privat gæld og relativt lav potentiel BNP-vækst. Dette gør det vanskeligere at reducere deres gæld og kræver en troværdig tilbagevenden til forsigtige budgetstillinger på mellemlang sigt, når de økonomiske forhold tillader det.

I lyset af de indbyrdes forbindelser mellem økonomierne i euroområdet er der behov for en passende kombination af makroøkonomiske politikker på tværs af medlemsstaterne for at fastholde opsvinget og samtidig korrigere ubalancer og imødegå nye risici. Økonomisk vækst i nettokreditorlandene i euroområdet, bl.a. på grundlag af gunstige efterspørgselsforhold, vil ikke kun være til gavn for disse lande, men også for nettodebitorlandene, da en højere vækst i euroområdet understøtter vækst og gældsnedbringelse samt forbedringen af stillingen over for udlandet i sidstnævnte gruppe af lande. I den forbindelse vil det være en fordel at afstemme tilbagetrækningen af den ekstraordinære politiske støtte, der blev er blevet ydet gennem krisen, til tilpasningsbehovene. Markante og varige forbedringer af produktiviteten og konkurrenceevnen i nettodebitorlandene vil også bidrage til at genoprette balancen over for udlandet og til at lette gældsbyrden. Det er muligt at fremme en varig genopretning og styrke modstandsdygtigheden ved effektivt at udnytte alle de instrumenter, der er oprettet på euroområde- og EU-niveau, og effektivt gennemføre de nødvendige reformer og investeringer, herunder håndtere ubalancer og tiltagende risici. Det er afgørende, at midlerne under NextGenerationEU anvendes til fulde og til de mest produktive formål. Dette vil både styrke midlernes økonomiske indvirkning og mindske risikoen for en uforholdsmæssig stigning i ikkeomsættelige aktiviteter og ubalancer over for udlandet i lande, hvor disse EU-midler tegner sig for en stor del af BNP.

([9]) Europa-Kommissionen (2020), "Impact of macroeconomic developments on fiscal outcomes." *Report on Public Finances in EMU*, Institutional Paper, 133, Part III.

Ved at fremme et investeringsrigt opsving og styrke modstandsdygtigheden vil en effektiv gennemførelse af reformer og investeringer under genopretnings- og resiliensfaciliteten bidrage til makroøkonomisk stabilitet. En effektiv gennemførelse af genopretnings- og resiliensplanerne vil gøre EU's økonomi mere bæredygtig, inklusiv, resilient og bedre forberedt på den grønne og den digitale omstilling. Det vil også bidrage til at mindske risikoen for skævheder inden for EU, da tilskuddene fra faciliteten er målrettet mod de medlemsstater, der har et lavere BNP pr. indbygger, og som er blevet hårdest ramt af covid-19-krisen. Ved at støtte den potentielle vækst kan gennemførelsen af genopretnings- og resiliensplanerne forbedre gældsholdbarheden, navnlig i de medlemsstater, der står over for de største finanspolitiske risici og har en stor privat gæld. I modsætning til årene efter den globale finanskrise vil større offentlige investeringer desuden støtte genopretningen efter pandemien. Tilskud fra genopretnings- og resiliensfaciliteten vil finansiere investeringsprojekter af høj kvalitet og muliggøre produktivitetsfremmende reformer uden at give anledning til højere nationale underskuds- og gældskvoter. Disse tilskud og andre former for EU-finansiering forventes at øge de offentlige investeringer i medlemsstaterne med gennemsnitligt ca. 0,5 % af BNP om året i 2021 og 2022.

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

2.1. ET SNAPSHOT AF RESULTATERNE AF RESULTATTAVLEN

Rapporten om varslingsmekanismen bygger på en økonomisk analyse af en resultattavle med indikatorer, som bruges til at filtrere dataene for at afsløre umiddelbare tegn på eventuelle risici og sårbarheder. Resultattavlen indeholder 14 indikatorer med vejledende grænseværdier for følgende områder: betalingsbalance over for udlandet, konkurrenceevne, gæld i den private sektor, gæld i den offentlige sektor, boligmarked, banksektor og beskæftigelse. Den bygger på data af god statistisk kvalitet for at sikre dataenes stabilitet og sammenlignelighed på tværs af lande. I overensstemmelse med makroubalanceforordningen (forordning (EU) nr. 1176/2011) påhviler det Kommissionen at foretage en økonomisk analyse af værdierne i resultattavlen, som giver større indblik i den overordnede økonomiske kontekst og tager landespecifikke hensyn med i betragtning. Resultattavlens indikatorer læses ikke rent mekanisk. ([10]) Et sæt af 28 supplerede indikatorer understøtter aflæsningen af resultattavlen.

Desuden anvendes der i denne rapport prognoser, nowcasts og højfrekvente data til bedre at kunne vurdere den mulige udvikling i risiciene for den makroøkonomiske stabilitet. Den officielle resultattavle indeholder data frem til 2020. I betragtning af den betydelige usikkerhed med hensyn til covid-19-krisens fulde indvirkning indeholder denne rapport en fremadrettet vurdering af krisens potentielle konsekvenser for den makroøkonomiske stabilitet og udviklingen i de eksisterende makroøkonomiske ubalancer. Dette er i overensstemmelse med tilgangen i den rapport om varslingsmekanismen, der blev offentliggjort i november 2020. Værdierne af resultattavlens variabler for 2021 og efterfølgende år er blevet estimeret på grundlag af Kommissionens prognoser, og nowcasts er baseret på data for det indeværende år (se bilag 1 for nærmere oplysninger). Prognoserne er behæftet med stor usikkerhed, og det er vigtigt at holde sig dette for øje for at opretholde principperne om gennemsigtighed i forbindelse med analyser og anvendte data og forsigtighed med hensyn til konklusionerne. Ligesom i de foregående år tages der i rapporten også hensyn til viden fra andre vurderingsrammer samt konklusioner fra eksisterende dybdegående undersøgelser og relevante analyser.

Dataene i resultattavlen antyder, at den seneste korrektion af ubalancerne vedrørende beholdninger er ophørt som følge af covid-19-krisen, mens risikoen for overophedning hovedsagelig i forbindelse med boligmarkederne kan være blevet mere udbredt. Når der ses på antallet af værdier i resultattavlen, som i årenes løb har ligget uden for grænseværdierne, tegner der sig visse mønstre (figur 2.1.1):

- Den økonomiske vækst mellem 2013 og 2019 bidrog til at nedbringe den private og den offentlige gældskvote, hvilket afspejles i et faldende antal medlemsstater med gældskvoter, der lå over grænseværdierne frem til 2019. Covid-19-krisen har afbrudt denne reduktion, og flere lande har registreret eller forventes at registrere private og offentlige gældskvoter, som overstiger grænseværdierne.

- Højere boligpriser har ført til, at værdierne for et stigende antal lande har ligget over de relevante grænseværdier i de seneste år. Dette mønster blev klart mere synligt i 2020, idet flere lande overskred grænseværdierne.

- Væksten i enhedslønomkostninger (baseret på kumulative ændringer over 3 år) havde i en række tilfælde før covid-19-krisen ligget over grænseværdierne, og enhedslønomkostningerne steg yderligere

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

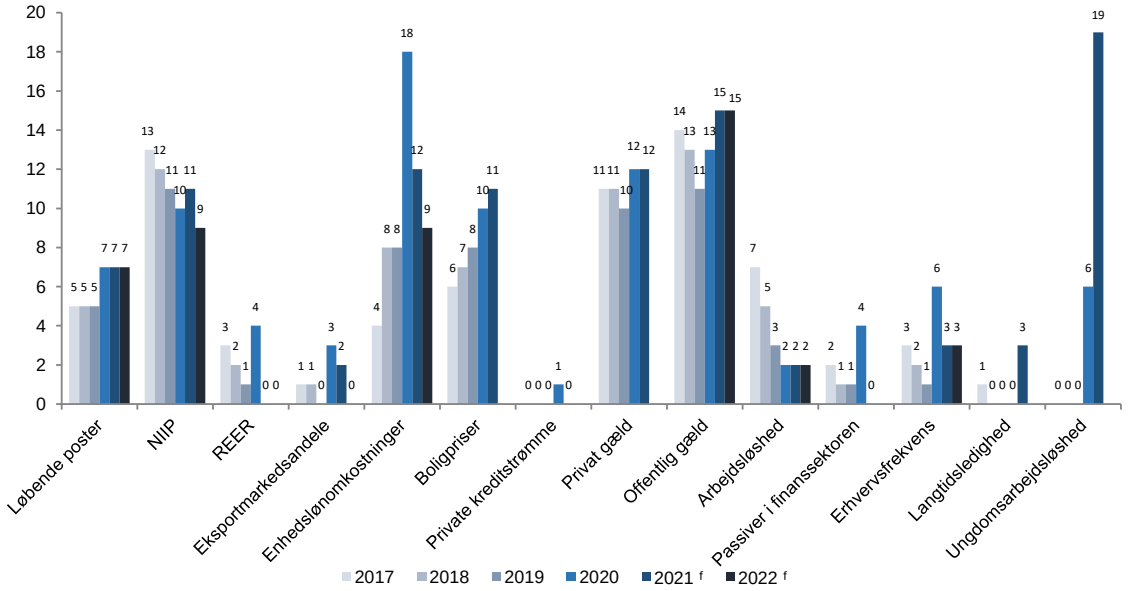
kraftigt i 2020. Dette skyldes hovedsagelig en mekanisk effekt af en meget lavere produktivitet som følge af nedsat aktivitet i en situation med betydelig uudnyttet arbejdskraft. Væksten i enhedslønomkostningerne forventes at aftage, da genopretningen ventes at genoplive den samlede produktivitet. Værdierne for den reale effektive valutakurs og eksportmarkedsandele oversked i flere tilfælde grænseværdierne i 2020, men forventes at aftage forholdsvis hurtigt.

- For et betydeligt antal medlemsstaters vedkommende ligger værdierne for de løbende poster (baseret på 3-årsgennemsnit) fortsat uden for enten den øvre eller den nedre grænseværdi. I de seneste år har der været flere lande med overskud på betalingsbalancens løbende poster, der overstiger den øvre grænseværdi, end lande med underskud, der ligger over den nedre grænseværdi. Covid-19-krisen har ikke ændret mønstret for de løbende poster fundamentalt, selv om nogle få andre lande marginalt har overskredet grænseværdierne. ([11]) Genopretningen forventes at bidrage til at nedbringe antallet af tilfælde af meget negative nettostillinger over for udlandet målt i BNP, hvilket vil betyde en tilbagevenden til tendensen før pandemien i retning af forbedring af betalingsbalancen.

- Krisen har en indvirkning på arbejdsmarkedet. Selv om der generelt ikke sket store ændringer af arbejdsløshedstallene, er erhvervsfrekvensen faldet og har overskredet grænseværdierne i nogle få medlemsstater, mens flere personer forlader arbejdsmarkedet, hvilket også ligger til grund for de mere begrænsede stigninger i den samlede arbejdsløshed. Langtidsledigheden og især ungdomsarbejdsløsheden udviser deres sædvanlige store følsomhed over for ændringer i arbejdsmarkedssituationen.

Disse og andre relaterede spørgsmål behandles yderligere længere nede.

Figur 2.1.1: **Antal medlemsstater med variabler uden for grænseværdierne**



Anm.: Antallet af lande med variabler, der ligger uden for grænseværdierne, afspejler tidspunktet for offentliggørelsen af resultattavlen og den relevante rapport. Eventuelle efterfølgende datarevisioner kan indebære, at antallet af værdier, der på grundlag af beregninger af de seneste tal for variablerne ligger uden for grænseværdierne, afviger fra det antal, der er angivet ovenfor. Hvad angår fremgangsmåden vedrørende prognoserne for indikatorerne for 2021 og 2022 henvises til bilag 1. For følgende indikatorer foretages der udelukkende prognoser for 2021: Boligpriser, kreditstrøm i den private sektor, gæld i den private sektor, den finansielle sektors passiver, langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed.
Kilde: Eurostat og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene (se også bilag 1).

([11]) Stigningen i antallet af medlemsstater, for hvilke værdierne for de løbende poster ligger uden for grænseværdierne i 2019- og 2020-dataserierne i figur 2.1.1, skyldes hovedsagelig datarevisioner.

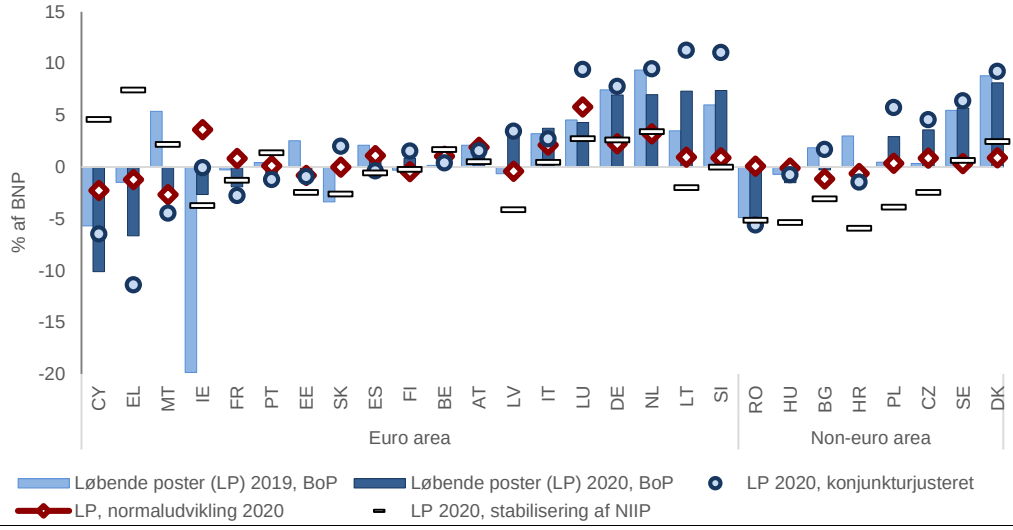
2.2. SITUATION OVER FOR UDLANDET OG KONKURRENCEEVNE

2.2.1. SITUATION OVER FOR UDLANDET

De løbende poster i flere medlemsstater, der har været præget af store beholdninger af passiver over for udlandet, blev påvirket negativt af covid-19-krisen, mens overskuddet på de løbende poster i flere lande fortsat var stort. I hele EU bevægede de løbende poster sig i forskellig retning i løbet af 2020, idet lande, der er stærkt afhængige af eksport af rejsetjenester, oplevede kraftige fald på deres løbende poster. Dette gjaldt Cypern, Grækenland, Kroatien og Malta og i mindre grad Portugal og Spanien (figur 2.2.1). Med undtagelse af Malta havde alle disse lande allerede store beholdninger af passiver over for udlandet før covid-19-krisen. Omvendt er der registreret betydelige forbedringer på de løbende poster i Letland, Litauen, Polen og Tjekkiet, hovedsagelig som følge af bedre handelsbalancer, men også understøttet af stigende investeringsindkomstbalancer på baggrund af lavere indtægter fra udenlandske investorer under krisen. De store overskud på betalingsbalancens løbende poster er faldet under pandemien i Tyskland, Danmark og navnlig Nederlandene, men de er fortsat betydelige. For Sloveniens vedkommende steg overskuddet på betalingsbalancens løbende poster yderligere. Lavere energipriser i 2020 øgede næsten alle medlemsstaters løbende poster.

Mens ændringerne i betalingsbalancen hovedsagelig har været begrænsede og midlertidige på grund af omfanget af det økonomiske chok, er der sket store ændringer i de enkelte sektorers bidrag til EU-landenes eksterne strømme. Husholdningerne øgede deres opsparing af forsigtighedshensyn og på grund af begrænsede forbrugsmuligheder, mens virksomhederne typisk reducerede deres investeringer på grund af usikkerhed, hvilket førte til stigninger i den private sektors nettofordringserhvervelse (figur 2.2.3, a, b og c). Til gengæld greb staten ind for at støtte økonomien under krisen, samtidig med at landene de stod over for lavere indtægter, hvilket førte til en stor offentlig nettolåntagning i alle EU-lande. De store sektormæssige udsving udlignede stort set hinanden og medførte således ikke væsentlige ændringer i landenes samlede nettofordringserhvervelse i de fleste medlemsstater.

Figur 2.2.1: **Stilling på de løbende poster og benchmarks i 2019 og 2020**



Anm.: Landene er opstillet efter stillingen på de løbende poster i 2020. Normaludvikling LP: se fodnote 12. Konjunkturjusteret LP: se fodnote 15. Benchmarket for stabilisering af NIIP LP er defineret som den saldo, der skal til for at stabilisere nettostillingen over for udlandet over de næste 10 år, eller, hvis den nuværende nettostilling over for udlandet ligger under den landespecifikke prudentielle tærskel, den saldo, der skal til for at nå denne prudentielle tærskel inden for de næste 10 år.
Kilde: Eurostat og beregninger fra af Kommissionens tjenestegrene.

For tre medlemsstaters vedkommende lå de løbende poster i 2020 under den nedre grænseværdi i resultattavlen, som afspejler det treårige gennemsnit. Cyperns store underskud på betalingsbalancens løbende poster blev yderligere forværret i 2020 og nåede op på -10,1 % af BNP, hovedsagelig på grund af

faldet i den internationale turisme, men også som følge af en forværring af underskuddet på den primære indkomstbalance. Det treårige gennemsnit rykkede længere ned under grænseværdien. Stillingen på de løbende poster ligger både under normen og under det niveau, der skal til for at nå bringe nettostillingen over for udlandet under den prudentielle tærskel inden for de næste 10 år. ([12]) ([13]) Rumæniens løbende poster fortsatte den støt nedadgående tendens og faldt således marginalt til -5 % af BNP, hvilket øgede forskellen til den respektive norm en smule. Irlands løbende poster udgjorde -2,7 % af BNP i 2020, mens det 3-årige gennemsnit lå tæt på -6 % som følge af et usædvanligt stort underskud i 2019. ([14])

I 2020 lå overskuddet på betalingsbalancens løbende poster over den øvre tærskel for fire medlemsstaters vedkommende. Det har været tilfældet for Danmark, Nederlandene og Tyskland i knap ti år. Overskuddet i Danmark og i Tyskland udgjorde henholdsvis 8,1 % og 6,9 % af BNP i 2020, hvilket er lavere end i 2019, mens Nederlandenes overskud faldt fra 9,4 % til 7 % af BNP, hvilket også skyldtes multinationale selskabers aktiviteter. Mens det danske overskud faldt som følge af en lavere handelsbalance, skyldtes faldet i Tyskland og Nederlandene hovedsagelig en lavere balance for investeringsindkomsten. Det store overskud i Slovenien steg fra 6 % til 7,4 % af BNP under krisen som følge af højere stillinger på handelsbalancen og balancen for primær indkomst. Overskuddet i alle fire lande lå fortsat væsentligt over deres respektive normer og de NIIP-stabiliserende benchmarks for de løbende poster.

For de fleste andre EU-landes vedkommende oversteg de løbende poster de landespecifikke niveauer, som de økonomiske fundamentaler tilsiger for 2020, med nogle bemærkelsesværdige undtagelser. De fleste medlemsstater kunne registrere en stilling på de løbende poster (også konjunkturjusteret), der både lå over eller tæt på det niveau, der kan udledes af de underliggende forhold, såvel som over det NIIP-stabiliserende niveau (figur 2.2.1). ([15]) Som undtagelse skal nævnes Grækenland og Portugal, hvor de løbende poster lå under både normen og den saldo, der var nødvendig for at nå det prudentielle niveau for NIIP over 10 år. For begge landes vedkommende, og navnlig for Grækenlans, forårsagede covid-19-krisen et stort fald i stillingen på de løbende poster, som ellers var blevet betydeligt styrket i de foregående år.

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

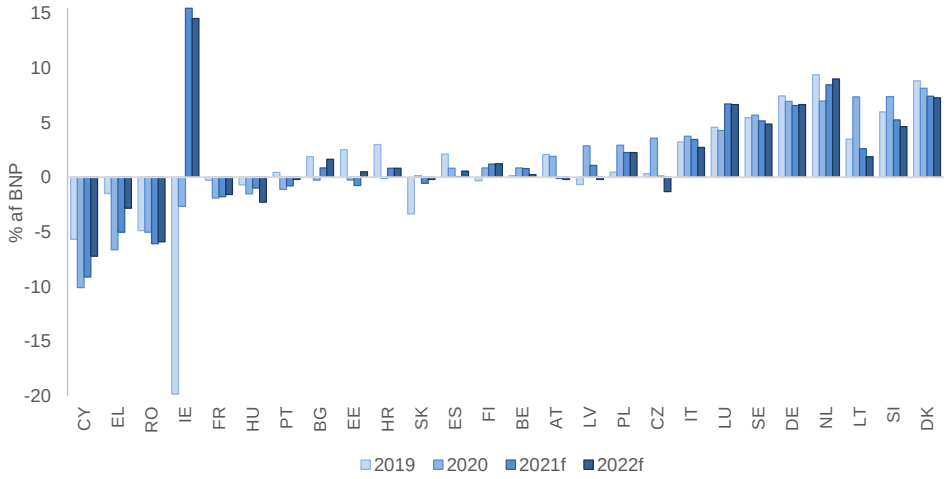
([13]) De prudentielle tærskler for NIIP bestemmes ud fra en maksimering af signalstyrken i forbindelse med forudsigelser af betalingsbalancekriser, idet der tages hensyn til landespecifikke oplysninger sammenfattet ved indkomst pr. indbygger. For metoden til beregning af den prudentielle tærskel for NIIP, se A. Turrini og S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

([14]) I 2019 udgjorde underskuddet på de løbende poster -19,9 % af BNP. De store udsving i opgørelserne for Irlands betalingsbalance er stærkt forbundet med multinationale virksomheders aktiviteter.

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

Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster i lande med betydelige grænseoverskridende turistsektorer forventes langsomt at blive forbedret i løbet af 2021 og 2022, mens de største overskud hovedsagelig, men ikke altid forventes at falde let (figur 2.2.2). Fremadrettet forventes en gradvist genopretning af den internationale rejseaktivitet, som dog kan være ujævn og fortsat være

Figur 2.2.2: **Udvikling i betalingsbalancens løbende poster**

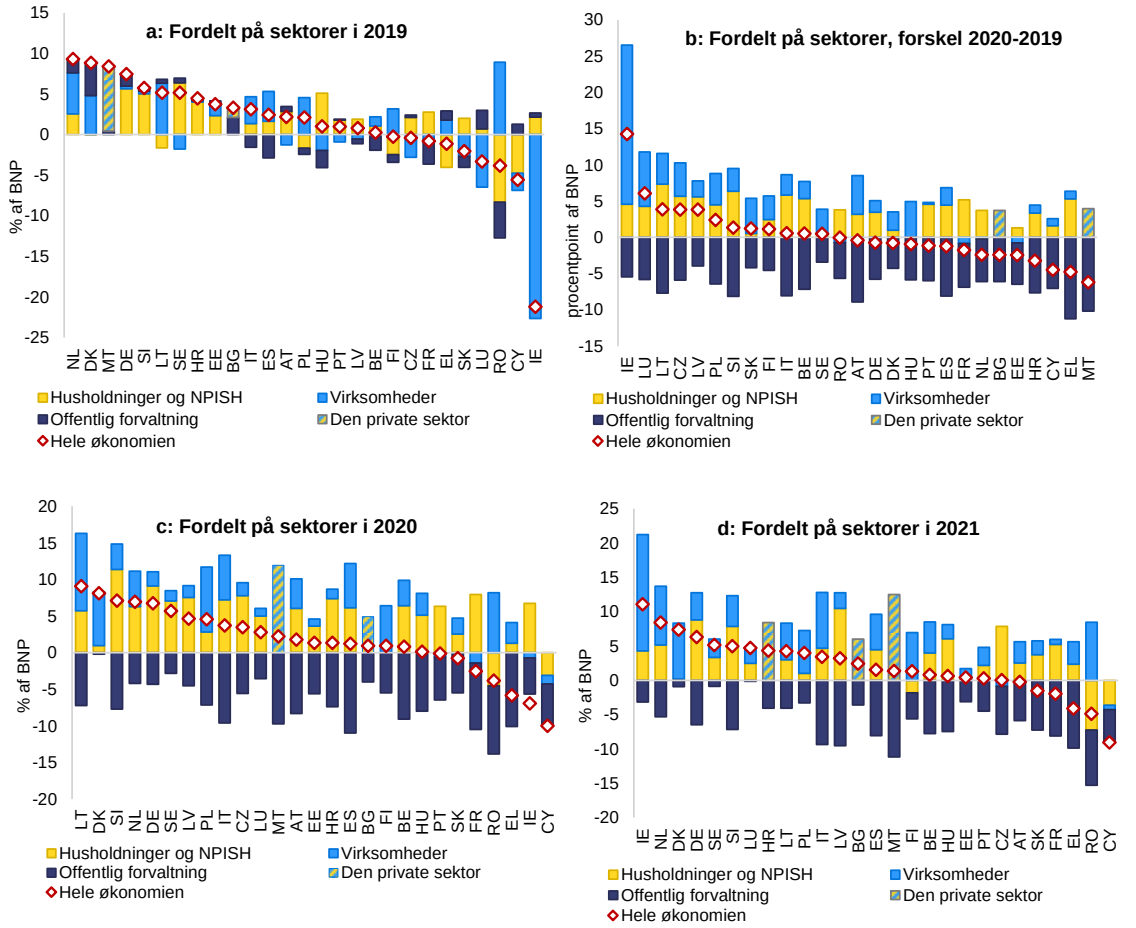


Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra stillingen på den løbende betalingsbalance i 2020.
Kilde: Eurostat, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021 og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.

ufuldstændig inden for prognoseperioden (se tekstboks 1 om turisme). Dette vil understøtte udviklingen i de løbende poster i lande, der i høj grad er afhængige af turismeeksport, især Cypern, Grækenland og Kroatien. Cyperns store underskud på betalingsbalancens løbende poster forventes dog kun langsomt at blive forbedret. Stillingen på Rumæniens løbende poster forventes at blive yderligere forværret. Til gengæld forventes Irlands volatile løbende poster at udvise store overskud i prognoseperioden. Danmarks, Tysklands og Sloveniens store overskud forventes at falde, selv om det kun er meget lidt i Tysklands tilfælde, mens Nederlandenes overskud forventes at stige til tæt ved sit 2019-niveau i 2022.

Ud fra et opsparings- og investeringsperspektiv forventes de forskellige sektorers bidrag til betalingsbalancen ikke at ændre sig væsentligt i de fleste medlemsstater. Mens den private sektor hovedsagelig forventes at forblive nettolångiver, forventes staterne at forblive nettolåntagere i 2021 (figur 2.2.3 d). Inden for den private sektor forventes virksomhedernes opsparingskvote at stige i de fleste medlemsstater, mens den for husholdningernes vedkommende vil falde. I gennemsnit forventes den offentlige sektors nettolåntagning at falde svagt. Inden for den offentlige sektor vil nettofordringserhvervelsen i medlemsstater med et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster påvirke deres betalingsbalance.

Figur 2.2.3: **Nettofordringserhvervelse pr. sektor, 2019-2021**

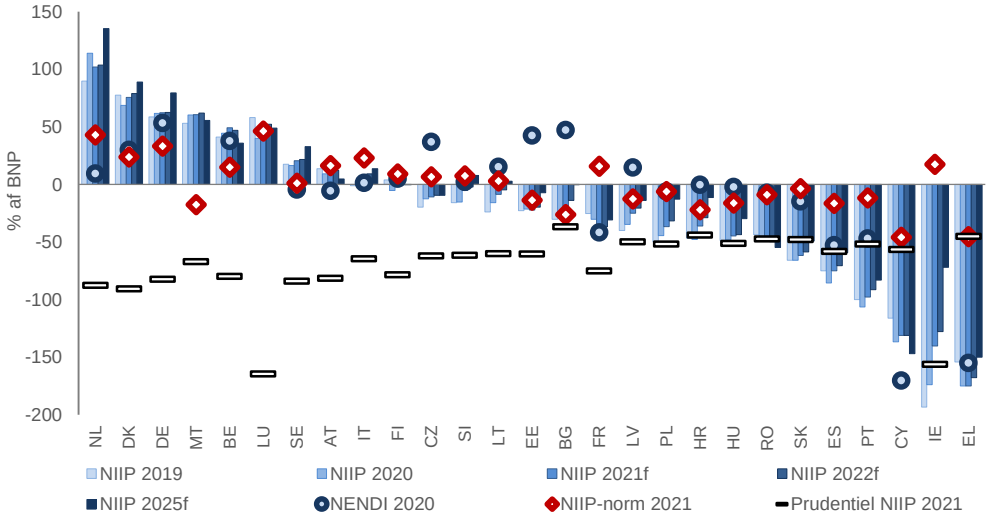


Kilde: AMECO og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021

I løbet af 2020 forværredes nettostillingen over for udlandet i de fleste store nettodebitorlande, mens de hovedsagelig forbedredes i lande med store positive aktivposter. Efter at være steget i alle EU-lande undtagen fire i 2019 var der betydelige forskelle på tværs af landene i udviklingen i nettostillingen over for udlandet i 2020, idet næsten halvdelen af medlemsstaternes NIIP faldt. I 2020 lå NIIP-værdien for 10 medlemsstaters vedkommende uden for resultattavlens grænseværdi på -35 % af BNP, hvilket er et land mindre end i 2019. I alle disse tilfælde forventes deres stilling i 2021 at forblive under det niveau, der kan udledes af de underliggende forhold, og i seks af dem forventes NIIP at ligge under den prudentielle tærskel (figur 2.2.4). ([16]) Store negative NIIP forventes hovedsagelig at blive bedre. På mellemlang sigt forventes tre medlemsstater med NIIP under -35 % i 2020 at overskride den. Store positive NIIP forventes at stige yderligere eller forblive stort set stabile.

([16]) Der opnås en NIIP, der er i overensstemmelse med underliggende forhold, ved at betalingsbalancens løbende poster i en længere periode følger normaludviklingen (se også fodnote 12). For metoden til beregning af en NIIP-beholdning i overensstemmelse med de underliggende forhold, se A. Turrini og S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

Figur 2.2.4: **Nettostilling over for udlandet (NIIP), 2019-2022, 2025 og benchmarks i 2021**



Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra NIIP i forhold til BNP i 2020. NENDI er NIIP eksklusive ikkemisligholdelige instrumenter. For begreberne prudentiel tærskel for NIIP og NIIP-norm henvises til fodnote 13 og 16. NENDI-værdierne for Irland, Luxembourg og Malta ligger uden for figurens område.
Kilde: Eurostat og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene (se også bilag 1).

De medlemsstater, der havde de største negative NIIP, oplevede de kraftigste fald i løbet af 2020, men genopretningen forventes at give mulighed for forbedringer i de fleste tilfælde. Cypern, Grækenland, Irland og Portugal har NIIP på under -100 % af BNP og under deres fundamentale benchmarks og benchmarks baseret på fundamentaler. Spanien følger efter med en NIIP på omkring -85 % af BNP. Med undtagelse af Irland oplevede disse medlemsstater en kraftig forværring af deres stillinger, som for Cyperns og Grækenlands vedkommende udgjorde ca. 20 procentpoint af BNP. De vigtigste drivkræfter var faldet i det nominelle BNP, navnlig i Grækenland, og de store underskud på de løbende poster, især i Cypern. For Irlands og Cyperns vedkommende afspejler NIIP i vid udstrækning multinationale selskabers grænseoverskridende finansielle relationer og SPV-selskabernes store betydning. Alle disse fem lande er kendetegnet ved forholdsvis store negative NIIP ekskl. ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI), dvs. store beholdninger af nettopassiver over for udlandet. ([17]) Størstedelen af Grækenlands passiver over for udlandet består af offentlig gæld på lempelige vilkår. For nogle medlemsstater med store negative NIIP vil holdbarheden over for udlandet blive understøttet af til tider betydelige tilskud fra genopretnings- og resiliensfaciliteten ud over EU-overførsler under den flerårige finansielle ramme. De aktuelle prognoser tyder dog på, at Cyperns nettostilling over for udlandet stagnerer, selv på mellemlang sigt. Omvendt bør NIIP for andre lande med store negative NIIP gradvis forbedres frem til 2022 og på mellemlang sigt som følge af en stærk BNP-vækst og forbedrede løbende poster, idet de forventede fremskridt i Irlands tilfælde vil være usædvanligt hurtige på baggrund af store forventede overskud på de løbende poster.

De fleste EU-lande med moderat negative NIIP oplevede ikke store ændringer i deres stillinger i 2020, og prognoserne tyder på forbedringer i de fleste af dem fremover. Alle disse lande, Kroatien, Polen, Rumænien, Slovakiet og Ungarn, forventes at have NIIP under deres benchmarks baseret på fundamentaler i 2021, men kun NIIP i de to sidstnævnte medlemsstater forventes at ligge under de prudentielle tærskler. NIIP i alle disse medlemsstater samt i andre central- og østeuropæiske og baltiske lande er kendetegnet ved store beholdninger af indgående udenlandske direkte investeringer og NENDI, der er meget gunstigere end deres NIIP. Desuden er disse lande forholdsvis store modtagere af EU-overførsler under den flerårige finansielle ramme, som yder ikke ubetydelig støtte til deres betalingsbalance. Tilskuddene fra genopretnings- og resiliensfaciliteten, der kommer oven i overførslerne

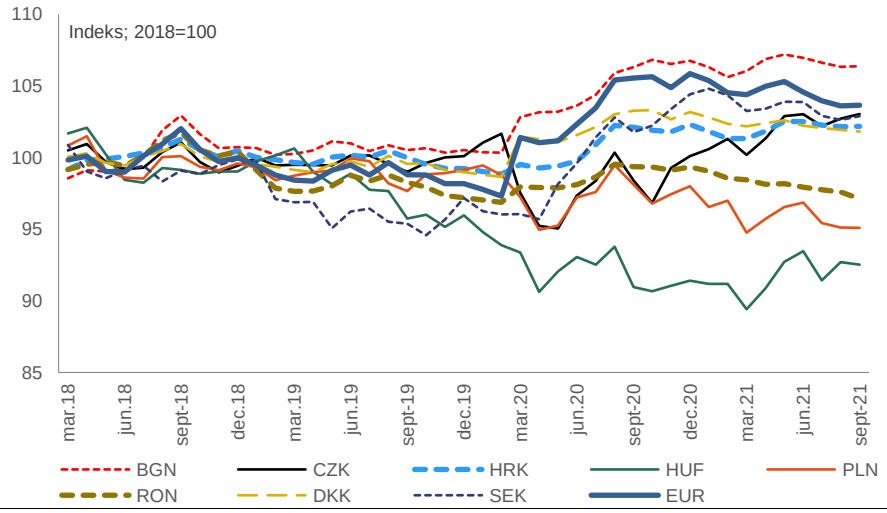
([17]) NENDI er en undergruppe af NIIP, som udelukker rent egenkapitalrelaterede komponenter, dvs. kapital og kapitalandele relateret til udenlandske direkte investeringer, og selskabsintern grænseoverskridende gæld relateret til udenlandske direkte investeringer, og den repræsenterer således NIIP eksklusive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

fra den flerårige finansielle ramme, understøtter yderligere stigninger i NIIP i de fleste af disse lande. Samlet set tyder prognoserne på forbedringer i disse landes NIIP fremover med undtagelse af Rumænien, hvis stilling forventes at blive svagt forværret (figur 2.2.4).

Der er også registreret forskellige udviklingstendenser i 2020 inden for gruppen af medlemsstater med store positive NIIP. NIIP for Nederlandene, Tyskland, Malta og Belgien voksede yderligere som følge af de fortsat betydelige overskud på betalingsbalancens løbende poster i de to første lande og i alle fire tilfælde hjulpet af faldet i det nominelle BNP. Navnlig Nederlandene, men også Malta, oplevede også stærke positive værdireguleringer. Omvendt har negative værdireguleringer begrænset stigningen i den tyske NIIP. Danmarks og Luxembourgs store positive NIIP faldt som følge af negative værdireguleringer til trods for store overskud på betalingsbalancens løbende poster i disse to lande.

De eksterne finansieringsvilkår vil muligvis blive strammet, hvilket kan få konsekvenser for visse lande uden for euroområdet. Da covid-19-krisen brød ud, var spændingerne på de globale finansmarkeder mærkbare i flere lande uden for euroområdet. På det tidspunkt var valutaerne i nogle medlemsstater uden for euroområdet, især Ungarns forint, under pres og deprecierede i marts og april 2020, men steg og stabiliserede sig allerede i maj (figur 2.2.5), efterhånden som den globale risikofølelse forbedredes, og kapitalstrømmene stabiliserede sig. En vis fornyet volatilitet i kapitalstrømmene eller stramning af de eksterne finansieringsvilkår kan ikke udelukkes fremover, til dels i forventning om monetære stramninger i USA og andre udviklede økonomier. I den forbindelse er lande uden for euroområdet, som ifølge prognosen vil have en nettoopsparingskvote, mindre udsat for eksterne (gen-)finansieringsrisici, hvis disse opstår igen, og det samme gælder de medlemsstater, der har betydelige valutareservebeholdninger. Behovene for ekstern finansiering, både i den private og den offentlige sektor, spiller også en rolle i denne sammenhæng (se afsnit 2.4 om den offentlige sektor).

Figur 2.2.5: **Nominel effektiv valutakurs (NEER)**



Kilde: Europa-Kommissionen

2.2.2. KONKURRENCEEVNE

Enhedslønomkostningerne steg i hele EU som følge af markante midlertidige reduktioner i den samlede arbejdsproduktivitet under covid-19-krisen. Resultattavlen viser en vækst i enhedslønomkostningerne baseret på en kumulativ vækst i de tre år frem til 2020, der ligger over grænseværdien i 18 medlemsstater, sammenlignet med otte lande for et år siden. Før 2020 var der tegn på potentielt overophedningspres i nogle lande, herunder Bulgarien, Estland, Letland, Litauen, Luxembourg, Malta, Rumænien, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn. Alene i 2020 accelererede væksten i enhedslønomkostninger i 22 medlemsstater. Denne ekstraordinære vækst i enhedslønomkostningerne forventes dog at blive delvis vendt i mange lande i 2021 og 2022 på baggrund af den generelt øgede volatilitet i enhedslønomkostningerne.

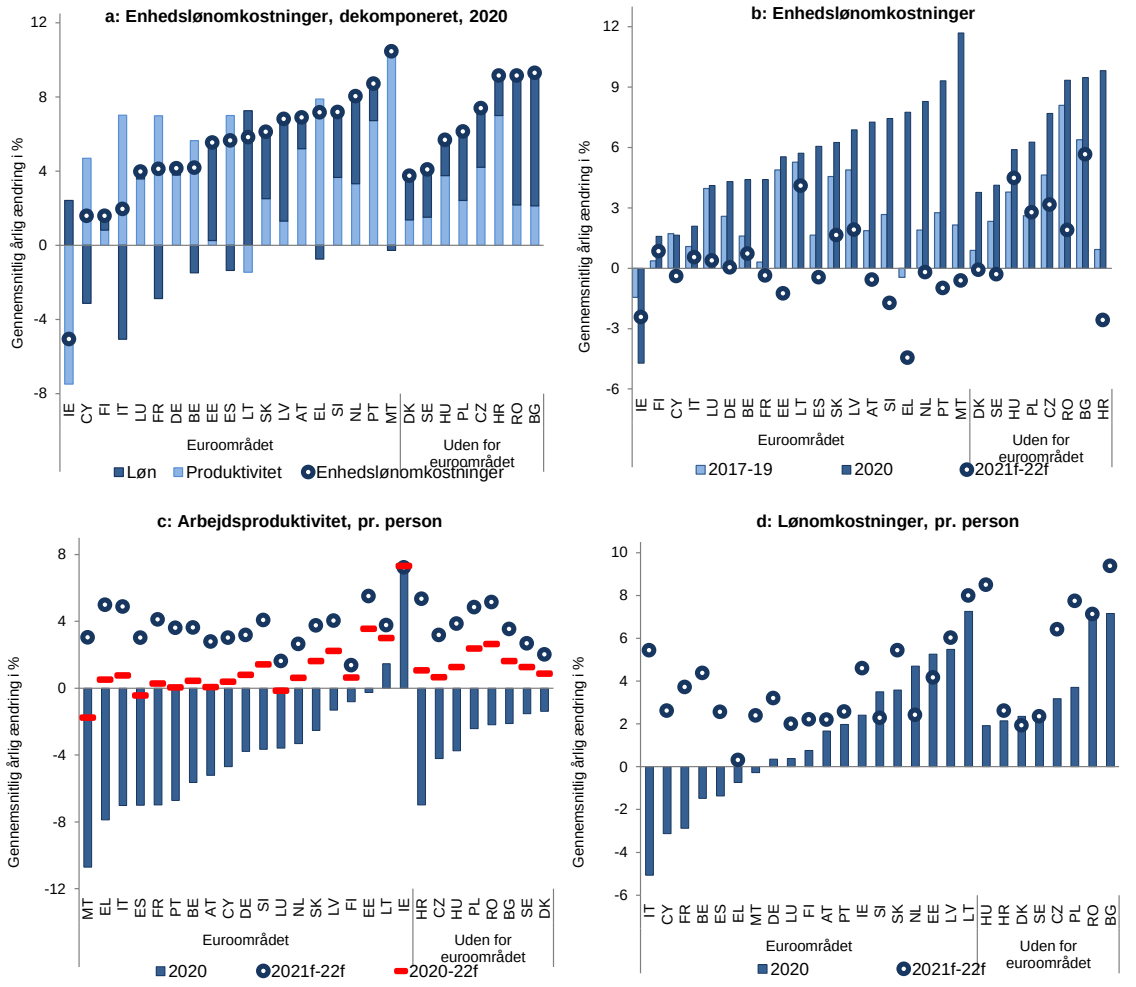
Konsekvenserne af covid-19-pandemien og de strukturelle gnidninger, der opstår under genopretningen, gør det vanskeligt at vurdere udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen. Den kraftige stigning i enhedslønomkostningerne i 2020 og den forventede delvise tilbagegang i de fleste lande i 2021 og 2022 er domineret af en statistisk effekt som følge af en omfattende underudnyttelse af arbejdskraft og det efterfølgende fald i den samlede produktivitet pr. indbygger (figur 2.2.6). Dette skyldtes den statslige støtte til jobfastholdelsesordninger, hovedsagelig i form af midlertidigt udvidede arbejdsfordelingsordninger, som reducerede antallet af arbejdstimer frem for beskæftigelsesniveauet. Kombinationen af svag arbejdsmarkedsaktivitet og mangel på kvalificeret arbejdskraft peger i retning af volatilitet og usikkerhed om udviklingen i enhedslønomkostningerne fremover. Disse hænger sammen med forsyningsvanskeligheder og gnidninger som følge af den ujævne økonomiske genopretning samt den fremskyndede digitale omstilling og langsigtede strukturelle ændringer. Eftersom de seneste år har været præget af høj vækst i enhedslønomkostningerne i mange lande, er tab af omkostningskonkurrenceevne fortsat en risiko, der skal overvåges, navnlig for at få indsigt i, i hvilket omfang tabene i 2020 kan genvindes under genopretningen. Politikker til fremme af konkurrenceevne og produktivitet er fortsat yderst vigtige for en bæredygtig genopretning efter covid-19-krisen.

Arbejdsproduktiviteten faldt i næsten alle EU-lande i 2020, men forventes at stige igen i år og næste år (figur 2.2.6 c). Forbruget af arbejdskraft faldt under covid-19-krisen, hovedsagelig på grund af nedsat arbejdstid, mens antallet af beskæftigede kun ændredes lidt, understøttet af statslige foranstaltninger, herunder udvidede arbejdsfordelingsordninger, hvis anvendelse er faldet betydeligt i løbet af opsvinget. Som følge heraf faldt arbejdsproduktiviteten baseret på antallet af ansatte kraftigere end arbejdsproduktiviteten baseret på arbejdstimer i de fleste lande. I 2021 og 2022 forventes produktivitetstallene at stige i takt med genopretningen og efterhånden som arbejdskraften udnyttes bedre. I 2022 forventes produktiviteten pr. person at ligge over 2019-niveauet i alle medlemsstater undtagen Luxembourg, Malta, Portugal og Spanien.

Lønstigningerne var moderate i 2020, men forventes at stige i 2021 og 2022, i visse tilfælde markant. Lønvæksten var afdæmpet i de fleste EU-lande under covid-19-krisen (figur 2.2.6 d). Lønningerne pr. ansat forventes at stige med over 5 % årligt i Bulgarien, Italien, Letland, Litauen, Polen, Rumænien, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn i 2021 og 2022. For Belgiens, Estlands og Irlands vedkommende ventes stigningerne i gennemsnit at ligge på mellem 4 % og 5 %. I Bulgarien, Estland, Letland, Litauen, Rumænien, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn var vedvarende høje lønninger og enhedslønomkostninger allerede et problem før pandemien, hvilket rejste spørgsmål om omkostningskonkurrenceevnen.

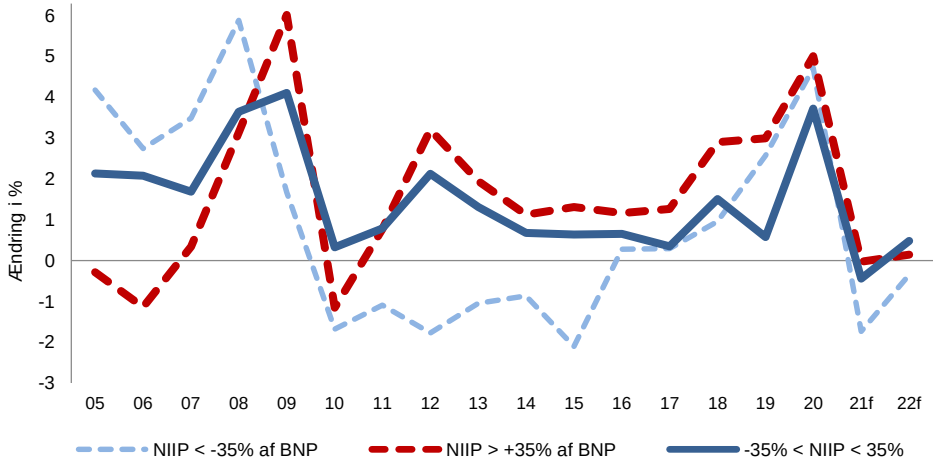
I hele euroområdet ventes udviklingen i enhedslønomkostningerne igen at understøtte genoprettelsen af balancen over for udlandet, når produktivitetseffekten er udlignet. Væksten i enhedslønomkostninger i 2020 var kraftigere i nogle nettodebitorlande, f.eks. Grækenland, Portugal og Spanien, da de registrerede større recessioner og en betydelig underudnyttelse af arbejdskraften. I 2022 vil ændringen i enhedslønomkostningerne igen i højere grad bidrage til genoprettelsen af balance over for udlandet, da den forventes at være en anelse mindre udtalt for nettodebitorer end nettokreditorer (figur 2.2.7). Den mere begrænsede indvirkning på genskabelsen af balancen i forhold til tiden før pandemien blev påvirket af den vedvarende indvirkning på produktiviteten, som det ville være nødvendigt at tage fat på for at overvinde de eksisterende forskelle. Omvendt forventes lønomkostningerne at være højere i nettokreditorlande end i nettodebitorlande.

Figur 2.2.6: **Enhedslønomkostninger, lønomkostninger og produktivitetsvækst**



Anm.: Vækstraterne over flere år beregnes på årsbasis.
Kilde: AMECO og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021

Figur 2.2.7: **Vækst i enhedslønomkostninger i euroområdet**



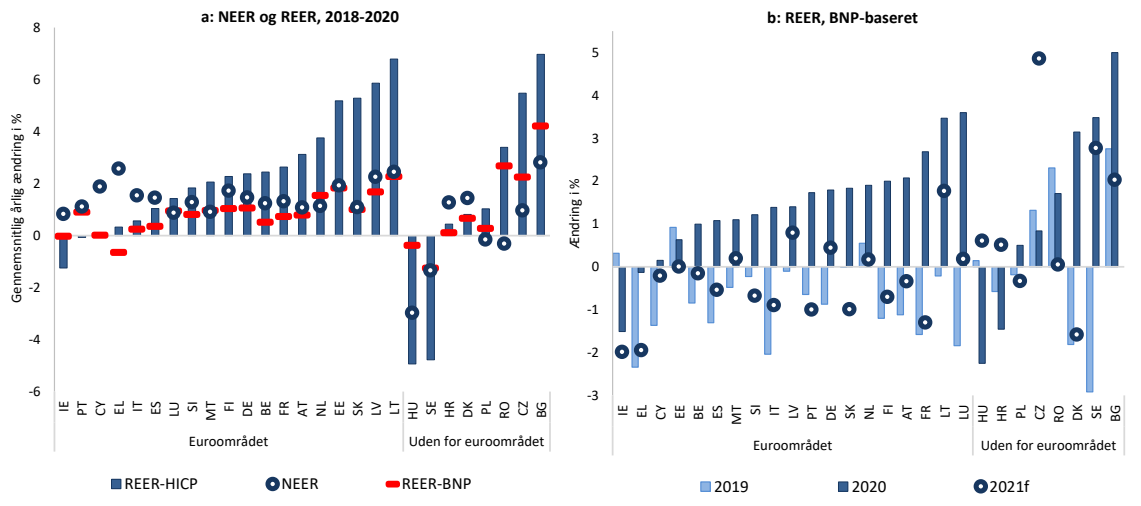
Anm.: DE, LU, NL, BE, MT har en NIIP > +35 % af BNP. FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT har en NIIP mellem 35 % og -35 % af BNP. De resterende lande har en NIIP < -35 % af BNP. Landegrupperingen bygger på gennemsnitsværdier for NIIP i perioden 2017-2019. Nettokreditorlandene har i samme periode gennemsnitligt haft overskud på de løbende poster. Tallene udgør BNP-vægtede gennemsnit for tre grupper af lande.
Kilde: AMECO og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021

De nominelle effektive valutakurser apprecierede i de fleste lande i 2020. De største stigninger blev registreret for Bulgarien, Grækenland, Letland, Litauen og Sverige. Kun Ungarn og i mindre grad Tjekkiet og Polen registrerede nominelle fald. Stigningen i de nominelle effektive valutakurser afspejler også euroens appreciering, da covid-19-pandemien brød ud, og den dermed forbundne tilflugt til sikre aktiver. Indtil videre er de nominelle effektive valutakurser steget i de fleste EU-lande i 2021, om end i de fleste tilfælde mere moderat end i 2020.

De HICP-baserede reale effektive valutakurser steg moderat i de fleste medlemsstater i 2020, hvilket delvis afspejler nominelle stigninger. De eneste lande, der oplevede et fald i den HICP-baserede reale effektive valutakurs, var Kroatien og Ungarn. De største stigninger blev registreret for Bulgarien, Grækenland, Letland, Litauen og Sverige. Denne moderate stigning følger oven på et fald i de fleste medlemsstater i 2019. Den BNP-deflatorbaserede reale effektive valutakurs, som der foreligger prognoser for 2021 for, tyder på, at de reale valutakurser kan forventes at stige moderat, dog kun i Bulgarien, Litauen, Sverige og Tjekkiet (figur 2.2.8 b).

Udviklingen i de reale effektive valutakurser understøtter genoprettelsen af balancen over for udlandet, men kun i begrænset omfang. Nogle nettokreditorlande, herunder Danmark, Nederlandene, Malta og Tyskland, oplevede en stigning i den reale effektive valutakurs lidt over EU-gennemsnittet i 2020. Nogle store nettodebitorlande eller lande, der er blevet hårdere ramt af covid-19-recessionen, f.eks. Cypern, Grækenland, Italien, Kroatien, Portugal og Spanien, registrerede en vis forbedring af konkurrenceevnen i forhold til disse nettokreditorlande takket være lavere inflation, hvilket kan ses af en mere moderat udvikling i den reale effektive valutakurs (figur 2.2.8). Denne tendens synes også at vare ved i 2021, hvilket tyder på, at udviklingen i den reale effektive valutakurs fortsat i moderat grad understøtter genoprettelsen af balancen over for udlandet på kort sigt.

Figur 2.2.8: **Udvikling i nominelle og reale effektive valutakurser (NEER og REER) Kilde:**



Anm.: De reale og de nominelle effektive valutakurser beregnes i forhold til 42 handelspartnere.
Kilde: AMECO og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021

Eksportmarkedsandelene svingede kraftigt i 2020, og tre medlemsstater oplevede tab ud over resultattavlens grænseværdi. På grundlag af den kumulerede ændring over fem år kan der for Frankrigs, Grækenlands og Spaniens vedkommende konstateres betydelige tab af eksportmarkedsandele ud over grænseværdien. I modsætning hertil havde mange lande også betydelige gevinster, f.eks. Irland, Litauen og Polen med mere end 30 %. Eksportmarkedsandelene svingede kraftigt i 2020. EU-landene vandt i gennemsnit en del eksportmarkedsandele alene i 2020, men med store forskelle landene imellem.

Nogle lande med betydelige tab af eksportmarkedsandele i 2020 forventes kun at få dækket en del af tabene i den nærmeste fremtid. Bortset fra Estland og Østrig er de kraftige fald i handelsbalancen for tjenesteydelser i forbindelse med covid-19-krisen ophørt i de senere kvartaler i Bulgarien, Cypern, Grækenland, Italien, Kroatien, Malta, Portugal, Spanien og Ungarn. Tysklands handelsbalance for tjenesteydelser er fortsat en anelse i overskud efter en kraftig forbedring siden begyndelsen af 2020. Handelsbalancen for varer har udviklet sig mere positivt i flere lande siden 2019 og har til dels opvejet

faldet i handelsbalancen for tjenesteydelser. Eksportmarkedsandelene forventes at stige særlig kraftigt i Kroatien, Grækenland og Spanien i 2021 og 2022, efterhånden som de grænseoverskridende rejseaktiviteter genoptages, men ikke i alle tilfælde tilstrækkeligt til at dække alle de tab, der blev konstateret i 2020. Samlet set forventes eksportmarkedsandelene for perioden 2020-2022 at stige mest i Estland, Irland, Litauen, Luxembourg og Polen og at falde i Grækenland, Spanien, Frankrig og Portugal.

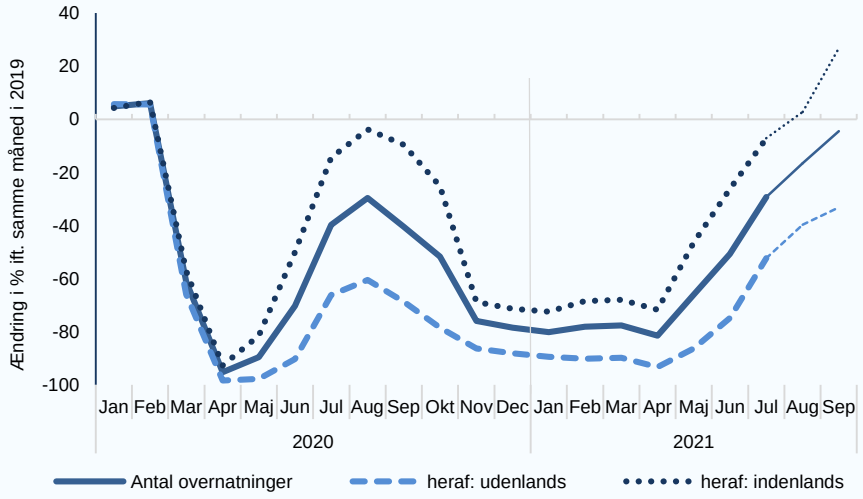
Udviklingen i eksportmarkedsandele kan bidrage til en vis genoprettelse af balancen over for udlandet fremover. Lande med store overskud på betalingsbalancens løbende poster, herunder Danmark, Tyskland og Nederlandene, forventes at miste eksportmarkedsandele i perioden 2020-2022. Opgørelserne for andet kvartal 2021 viser fortsat overskud på handelsbalancen for tjenesteydelser (i procent af BNP), hvilket styrker Tysklands og Nederlandenes handelsbalance for varer. Ikke desto mindre vil disse lande sandsynligvis miste en del af de gevinster af eksportmarkedsandele inden for tjenesteydelser, som er opstået under covid-19-perioden, efterhånden som turiststrømmene begynder at tage til.

Tekstboks 1: **Turisme under covid-19-krisen**

Turisme var en af de økonomiske aktiviteter, der blev hårdest ramt under covid-19-krisen, eftersom tiltagene til at inddæmme pandemien omfattede restriktioner i hotel- og restaurationsbranchen og på internationale rejser. Omfanget af den negative indvirkning afspejles i det store fald i turistovernatninger (figur 1): I april 2020 faldt antallet af overnatninger i turistindkvarteringsfaciliteter med 95 % sammenlignet med samme måned i 2019. Der blev registreret betydelige stigninger i sommermånederne, idet den indenlandske turisme i august 2020 nåede tæt på niveauet i 2019. Til gengæld lå de grænseoverskridende turistovernatninger ved toppunktet i august 60 % under niveauet i august 2019. Med den anden bølge af pandemien faldt rejseaktiviteten igen.

En nylig, kraftigere genopretning, herunder inden for den grænseoverskridende turisme, begyndte i maj 2021. Den fulgte oven på betydelige fremskridt med hensyn til vaccination og koordinering af reglerne vedrørende grænseoverskridende rejser inden for EU gennem indførelsen af *EU's digitale covid-certifikat*. Både den indenlandske og den grænseoverskridende turisme steg i juli sammenlignet med niveauet i 2020, og sidstnævnte steg kraftigere. Tages der også hensyn til nowcasts for august og september, lader den samlede turismeaktivitet i sommeren 2021 til at være steget med ca. 30 % i forhold til 2020, men stadig at ligger 16 % under niveauet i 2019 med visse ændringer i sammensætningen. ([1]) Selv om den indenlandske turisme i sommermånederne i 2021 synes at have oversteget det niveau, der blev opnået i sommeren 2019, navnlig i september, ligger den grænseoverskridende turisme stadig mere end 40 % under niveauet før pandemien. En sammenligning af de første ni måneder af 2021 med samme periode i 2020 viser, at turistresultaterne i 2021 kun steg med ca. 12 %, hvilket delvis afspejler, at første kvartal 2020 stort set ikke var påvirket af pandemien.

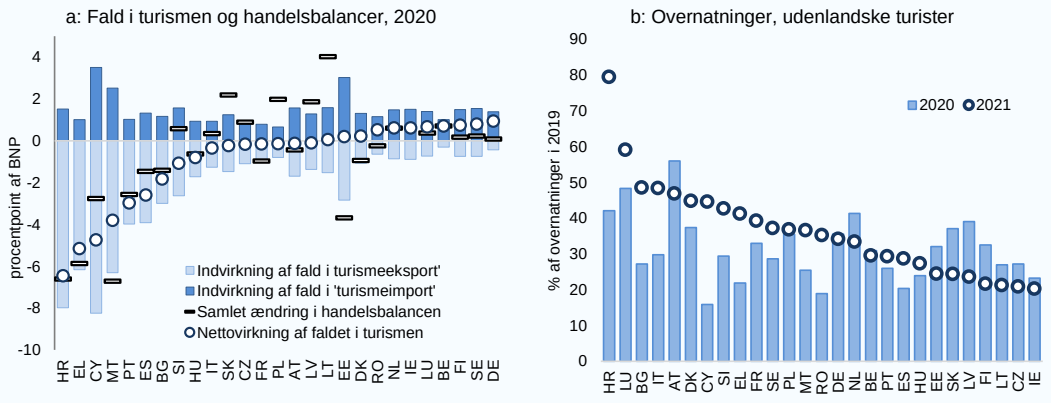
Figur 1: **Turistovernatninger i EU i 2020 og 2021**



Anm.: Antal overnatninger i turistindkvarteringsfaciliteter rapporteret via Eurostat og udvidet af nowcasts baseret på AirBnB-undersøgelser for august og september 2021. Skønnene for Cypern, Frankrig og Irland er baseret på data fra nationale statistiske institutioner. se også fodnote 1.
Kilde: Skøn foretaget af Eurostat og Europa-Kommissionen.

Medlemsstater, der er stærkt afhængige af eksport af rejsetjenester, blev særlig hårdt ramt, da den grænseoverskridende rejseaktivitet styrtdykkede med pandemien. Det store fald i den internationale turismeaktivitet havde en særlig stor indvirkning på nogle nettodebitorlande som f.eks. Cypern, Grækenland, Kroatien, Portugal og Spanien, der typisk registrerer store overskud i handelen med rejsetjenester, samt Malta (figur 2, a). ([2]) For de fleste af disse landes vedkommende kan virkningen af nedgangen i den internationale turismeaktivitet på handelsbalancen stort set tilskrives forværringen af deres samlede handelsbalance i 2020. ([3]) ([4]) De negative virkninger for store eksportører af turisttjenester er gradvist ved at vende i 2021, efterhånden som genopretningen af den grænseoverskridende turisme har taget fart. I den anden ende af spektret er lande, som normalt importerer rejseydelser flere rejsetjenester, end de eksporterer. For disse lande har faldet i den internationale rejseaktivitet haft en delvis positiv indvirkning på deres handelsbalance, da turisterne vendte sig mod indenlandske destinationer.

Figur 2: **Turismetilbagegangens indvirkning på handelsbalancen og fremskrivning af overnatninger for 2021**



Anm.: a) De anslåede virkninger vedrører kun handel med tjenesteydelser, der registreres under rejsekontoen i betalingsbalancestatistikken. De er baseret på en partiel ligevægtsanalyse, hvor der anvendes data om handel i værditilvækst, og som tager højde for direkte og indirekte virkninger. Jf. fodnote 3 og 4. b) Fremskrivningerne for 2021 er baseret på antallet af overnatninger i turistindkvarteringsfaciliteter foretaget af ikkeresidenter, indberettet via Eurostat og suppleret af nowcasts baseret på AirBnB-undersøgelser i tilfælde af manglende data frem til september. Skønnene for Cypern, Frankrig og Irland er baseret på data fra nationale statistiske institutioner. For sidste kvartal 2021 antages det i fremskrivningen, at turistaktiviteten er det samme som i data (og nowcast) for tredje kvartal 2021 i procent af 2019 overnatninger.
Kilde: Skøn foretaget af Eurostat og Europa-Kommissionen.

Foreløbige data for 2021 tyder på en delvis og gradvis genopretning af den internationale turisme, som ikke desto mindre varierer fra land til land. Antallet af overnatninger i turistindkvarteringsfaciliteter foretaget af udenlandske turister i 2021 forventes at stige betydeligt i Cypern, Kroatien og Grækenland og noget mindre i Spanien (figur 2b). ([5]) Samtidig genopretningen af den internationale turismeaktivitet i Portugal at være mere afdæmpet, men niveauet ligger fortsat en smule over det forventede niveau for Spanien. Der forventes også betydelige stigninger i den grænseoverskridende turisme for Bulgarien, Italien, Rumænien og Slovenien, mens der for eksempel forventes fald i Østrig og Nederlandene såvel som nogle få andre medlemsstater, hvilket sandsynligvis afspejler forskellige sæsonmæssige fordelinger af udenlandske turisters besøg samt rejseforvridningen i 2020 og 2021.

([1]) For nærmere oplysninger om AirBnB-data og for metodologiske redegørelser af nowcasts henvises til Europa-Kommissionen, European Economic Forecast Autumn 2020, "Tourism in pandemic times: an analysis using real-time big data", Special Topic 3.3. Institutional Paper 136, november 2020. Nowcasts anvender sproget i hver undersøgelse som en proxy til at skelne mellem overnatninger foretaget af indenlandske turister og af udenlandske turister.

([2]) Udtrykket "international turisme" anvendes til at betegne international handel med rejsetjenester, der er registreret under rejsekontoen i betalingsbalancestatistikken.

([3]) Skøn over virkningen af faldet i den internationale rejseaktivitet på handelsbalancen er baseret på en partiel ligevægtsanalyse, som fokuserer på handel målt i værditilvækst ved at tage højde for import af input, der anvendes i produktionen af varer og tjenester, der forbruges af udenlandske turister. Analysen tager hensyn til både de direkte og de indirekte virkninger af ændringen i den udenlandske efterspørgsel efter turister, dvs. også de bagudrettede forbindelser til sektorer i økonomien, der ikke er direkte berørt af turismeefterspørgslen. Analysen bygger på en antagelse af, at de penge, der ikke bruges på udlandsrejser, spares op. Der kan læses mere herom i: L. Coutinho, G. Vukšić og S. Zeugner (2021), "International tourism decline and its impact on external balances in the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Europa-Kommissionen, Vol. 20, No 2, Part III.

([4]) Et delvist eksempel herpå er Cypern, hvor den høje nettoimport af tjenesteydelser inden for international passagerbefordring faldt kraftigt i 2020, hvilket afbøder den samlede indvirkning på handelsbalancen. International personbefordring er en særskilt kategori på betalingsbalancen, men er relateret til international turisme. Da der ikke foreligger data for 2020 om disse tjenester for mange EU-lande, er de ikke medtaget i analysen. Blandt andre lande, for hvilke der foreligger data, ændrer opgørelsen for denne kategori ikke i væsentlig grad resultaterne. I Malta var handelsbalancen forholdsvis stærkt påvirket af ændringer i andre poster end rejser.

([5]) Når man sammenligner 2021 (fremskrivninger) med hele 2020, bør det erindres, at næsten hele første kvartal af 2020 ikke var påvirket af pandemien, og at turismen derefter steg i forhold til 2019.

2.3. GÆLD I DEN PRIVATE SEKTOR OG BOLIGMARKEDET

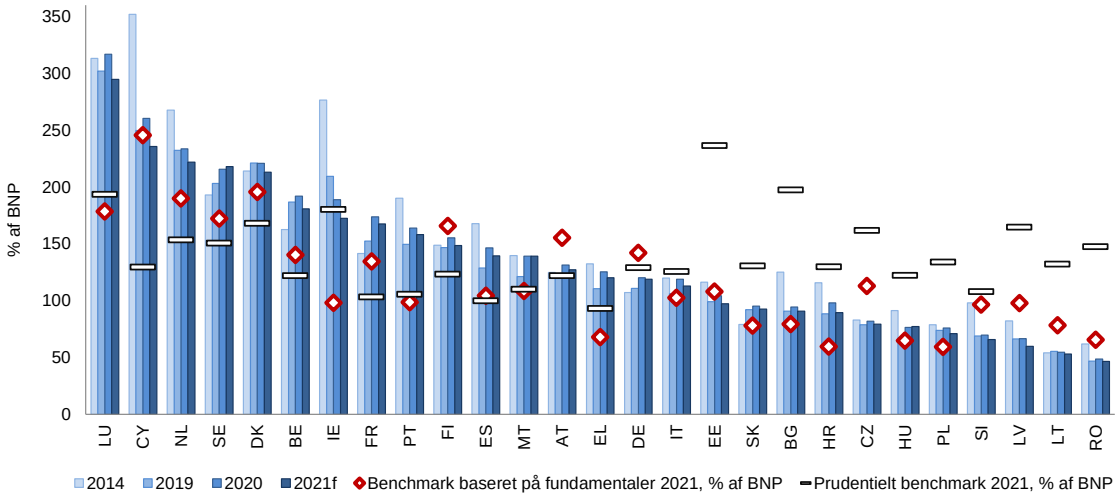
2.3.1. GÆLD I DEN PRIVATE SEKTOR

Gældskvoterne i den private sektor steg markant med covid-19-krisen, men forventes at vende tilbage til deres faldende tendens i 2021 i de fleste lande. I 2020 steg den private sektors gæld i forhold til BNP i alle EU-lande undtagen Danmark, Irland og Litauen (figur 2.3.1), og dermed blev den gældsnedbringelse, der var i gang i mange lande, afbrudt. Stigningen i 2020 skyldtes hovedsagelig faldet i BNP, men låntagning steg også i de fleste lande, især blandt virksomhederne. Kreditgarantier og gældsmoratorier var vigtige politiske foranstaltninger til at afhjælpe likviditetsmangel i begyndelsen af covid-19-krisen, men har også bidraget til gældsstigningen. Gældskvoten for den private sektor overskred grænseværdien på 133 % af BNP i 12 medlemsstater (Belgien, Cypern, Danmark, Finland, Frankrig, Irland, Luxembourg, Malta, Nederlandene, Portugal, Spanien og Sverige) sammenlignet med 10 lande for et år siden, hvor Spanien og Malta var under grænsen (figur 2.3.1). Der kunne konstateres markante stigninger for andre medlemsstater, som holdt sig under grænseværdien. Den samlede private gældsbeholdning synes høj sammenlignet med benchmarks, der tager højde for landespecifikke underliggende økonomiske forhold, og med tærskler, der tager højde for prudentielle betænkeligheder. ([18]) Dette er tilfældet for Belgien, Cypern, Danmark, Frankrig, Grækenland, Irland, Luxembourg, Malta, Nederlandene, Portugal, Spanien og Sverige.

Overordnet set har covid-19-krisen øget de risici, der knytter sig til gæld i den private sektor. Med den økonomiske genopretning forventes den private gældskvote at begynde at falde i 2021 i hele EU (figur 2.3.1). Ikke desto mindre forventes den fortsat at ligge over 2019-niveauet i de fleste EU-lande. Efterhånden som de offentlige støtteforanstaltninger udfases, kan virksomhederne og husholdningerne få vanskeligt ved at opfylde deres tilbagebetalingsforpligtelser, især i de sektorer, der blev hårdest ramt af covid-19-krisen, og hvor balancerne allerede var svage før krisen, hvilket førte til en forringelse af gældskvaliteten. Desuden har virksomhedernes, husholdningernes, den offentlige sektors og bankernes stigende gæld også skabt en større indbyrdes forbundethed mellem sektorerne, hvilket potentielt kan fremskynde transmissionen af chok på tværs af sektorer. Forstyrrelser i globale værdikæder og gnidninger som følge af en ulige fordelt økonomisk genopretning i en situation med hurtigere digital omstilling udgør risici og medfører strukturelle ændringer og en udskiftninger af virksomheder og arbejdspladser.

([18]) De landespecifikke gældsbenchmarks er udviklet af Europa-Kommissionen i samarbejde med EPC LIME Working Group (Europa-Kommissionen, "Benchmarks for the assessment of private debt", note til Udvalget for Økonomisk Politik, ARES (2017) 4970814) og J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini og S. Zeugner, "Is Private Debt Excessive?", *Open Economies Review* , 3, 471-512, 2020. Benchmarks baseret på fundamentaler giver mulighed for at vurdere den private gæld i forhold til de værdier, som de underliggende økonomiske forhold tilsiger, og de udledes ved regression ved at se på de vigtigste determinanter for kreditvækst, idet der tages hensyn til en given gældsbeholdning. Den prudentielle tærskel repræsenterer det niveau, over hvilket der er forholdsvis stor sandsynlighed for en bankkrise. Disse to niveauer er baseret på en maksimering af signalstyrken i forbindelse med forudsigelser af bankkriser gennem en minimering af sandsynligheden for at undgå kriser og for falske alarmer og under inddragelse af landespecifikke oplysninger om bankernes kapitalgrundlag, statsgæld og økonomisk udviklingsniveau.

Figur 2.3.1: **Gæld i den private sektor**



Kilde: Eurostat, AMECO, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021, samt skøn foretaget af Kommissionens tjenestegrene for 2021 (se bilag 1). Gæld omfatter lån (F4) og gældsinstrumenter (F3).

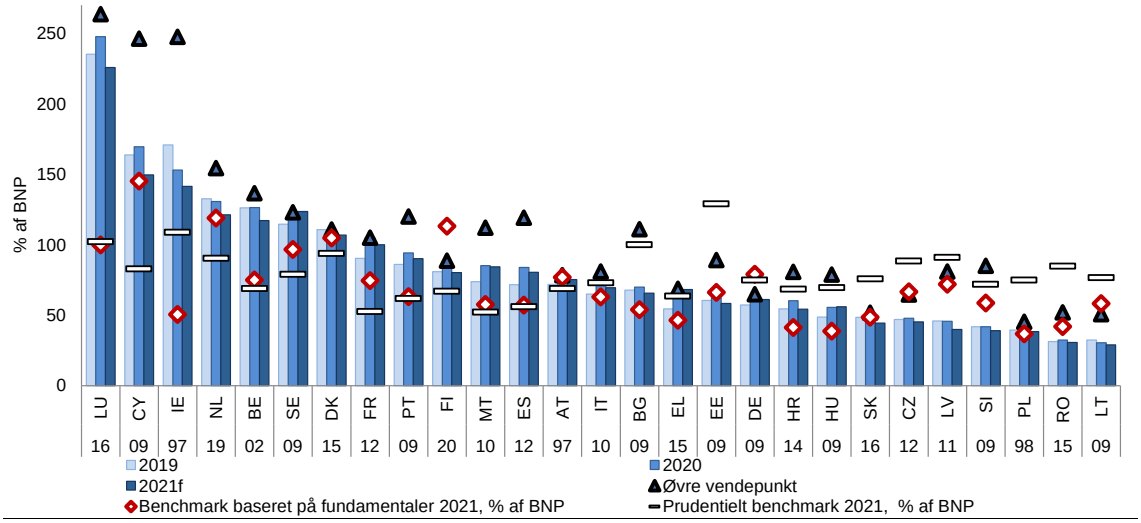
2.3.1.1. Gæld i ikkefinansielle selskaber

Virksomhedernes gældsætning steg i de fleste EU-lande i 2020, i visse tilfælde kraftigt. I 2020 steg gældskvoten for virksomhederne i 19 lande, især på grund af det kraftige fald i BNP. Nettokreditstrømmen til virksomhederne bidrog imidlertid også til stigningen i lyset af de markante indtægtstab og den opfattede likviditetsmangel i 2020, hvilket også bidrog til en kraftig stigning i virksomhedernes indskud. De ikkefinansielle selskabers gæld i forhold til BNP steg særlig kraftigt i en række lande med allerede høje gældsniveauer for virksomheder eller store turistsektorer, der var hårdt ramt af recessionen (figur 2.3.3 a). Disse lande omfatter Cypern, Frankrig, Grækenland, Italien, Malta, Portugal og Spanien. Virksomhedsgælden er også fortsat meget høj i Belgien, Irland, Luxembourg og Nederlandene, selv om sårbarhederne til dels afbødes af en betydelig del af de udenlandske direkte investeringslån og selskabsintern låntagning på tværs af grænser.

De ikkefinansielle selskabers gæld i forhold til BNP er fortsat høj i mange medlemsstater, og gældskvoterne lå over de niveauer, der kan forventes ud fra både de underliggende økonomiske forhold og de prudentielle tærskler i 14 lande i 2020. Det drejer sig om Belgien, Cypern, Danmark, Frankrig, Grækenland, Irland, Luxembourg, Malta, Nederlandene, Portugal, Spanien, Sverige og mere marginalt Østrig og Italien (figur 2.3.2). For de fleste landes vedkommende ligger de ikkefinansielle selskabers gæld under det tidligere toppunkt på grund af den betydelige gældsnedbringelse, der har fundet sted i de seneste år, men pandemien har spoleret nogle af disse fremskridt. For nogle lande, f.eks. Belgien, Danmark, Frankrig, Finland, Grækenland, Italien, Luxembourg, Polen, Slovakiet, Sverige Tyskland og Østrig, ligger virksomhedernes gæld på eller meget tæt på det højeste niveau siden midten af 1990'erne.

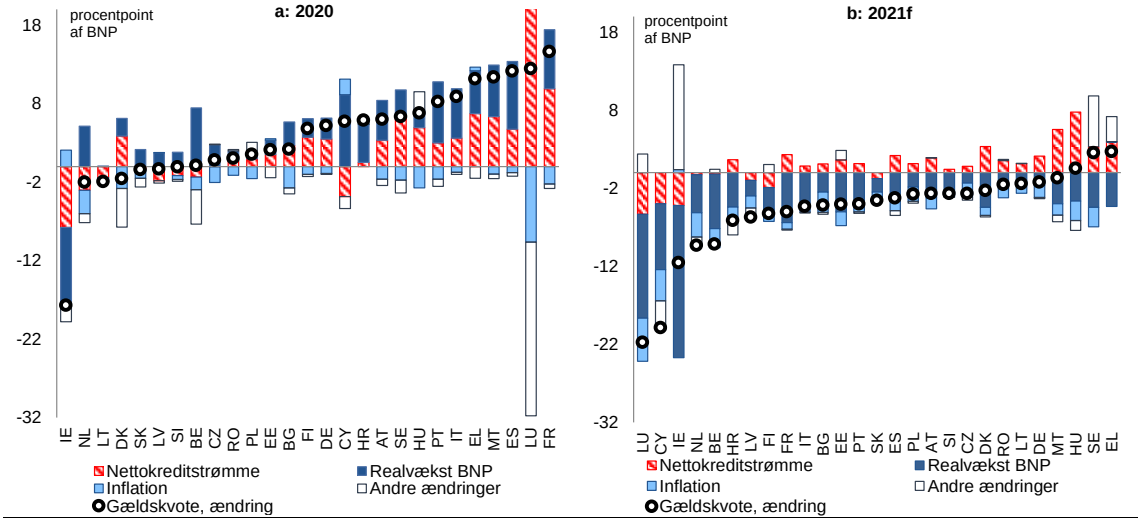
På længere sigt vil den høje nominelle BNP-vækst mekanisk sænke gældskvoten i 2021 og derefter, men med udgangspunkt i højere gældsniveauer. Det kraftige opsving i BNP betyder, at virksomhedernes gældskvote sandsynligvis vil falde — i nogle tilfælde betydeligt — i 2021 i alle EU-lande undtagen Grækenland, Sverige og Ungarn (figur 2.3.3 b). Kreditstrømmene forventes at overstige niveauet før pandemien i mere end halvdelen af medlemsstaterne. Den høje nominelle BNP-vækst mekanisk sænke gældskvoten i 2021 og derefter. De ekstraordinære foranstaltninger, der blev truffet i 2020, vil gradvist blive udfaset og føre til øget tilbagebetaling af gæld. Desuden kan de ikkefinansielle selskaber trække på de betydelige likviditetsbuffere, de opbyggede i 2020, efterhånden som usikkerheden aftager, og som et alternativ til ny låntagning, hvilket også kan bidrage til konsolidering.

Figur 2.3.2: **Gæld i ikkefinansielle selskaber**



Anm.: Årstal under landekoderne angiver det år, hvor gældskvoten toppede, baseret på data mellem 1997 og 2020. Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra ikkefinansielle selskabers gældskvote i 2020.
Kilde: Eurostat, AMECO, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021, samt skøn foretaget af Kommissionens tjenestegrene for 2021 (se bilag 1). Gæld omfatter lån (F4) og gældsinstrumenter (F3).

Figur 2.3.3: **Dekomponering af ændringerne i gældskvoten for ikkefinansielle selskaber i 2020 og 2021**



Anm.: Nettokreditstrømme (gældstransaktioner) svarer til transaktioner i forbindelse med lån (F4) og gældsinstrumenter (F3) i Eurostats sektorregnskaber. I 2020 udgjorde bidraget fra nettokreditstrømmene for Luxembourg 40,1 procentpoint.
Kilde: AMECO, Eurostat og estimater fra Kommissionens tjenestegrene samt beregninger baseret på ECB's månedlige data vedrørende MFI-udstedelse af lån og andre gældsinstrumenter (strømme) til den private sektor fra BSI-databasen, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021.

Generelt har kreditstrømmene til ikkefinansielle selskaber siden covid-19-krisens begyndelse fulgt et særligt mønster, der afspejler forskellige faser af pandemien (figur 2.3.3, b). ([19]) Banklån til ikkefinansielle selskaber steg i over to tredjedele af medlemsstaterne i 2020, herunder i en række medlemsstater med høj virksomhedsgæld, f.eks. Danmark, Frankrig, Grækenland, Italien, Malta, Nederlandene, Portugal, Spanien og Sverige. Dette skete i en situation, hvor statsgarantier bidrog til at opretholde kreditstrømmene, og gældsmoratorier holdt den nominelle gæld på et højere, end den ellers

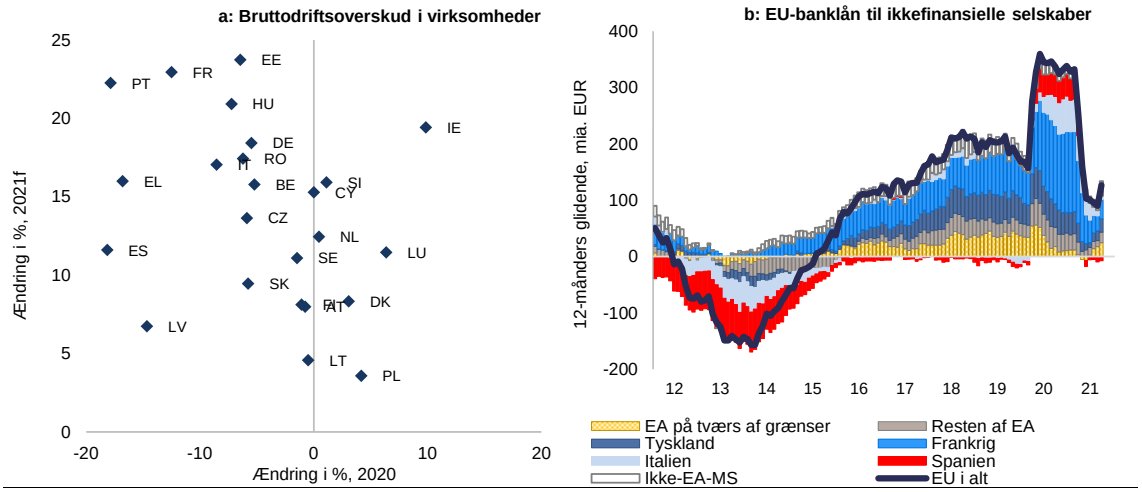
([19]) Hvad angår banklån til ikkefinansielle selskaber, medførte udbruddet af pandemien i marts 2020 en kraftig stigning i kreditvæksten i de første måneder, hvilket var særlig markant for Frankrigs og Spaniens vedkommende blandt de store eurolande (figur 2.3.4, b). Denne hurtige stigning var mere afdæmpet i Tyskland og forløb mere gradvist i Italien og var mindre synlig i EU-lande uden for euroområdet. Samtidig fik grænseoverskridende lån inden for euroområdet større betydning, da krisen satte ind. Kreditvæksten faldt derefter kraftigt og nåede i de fleste tilfælde op på niveauet før pandemien i begyndelsen af 2021. Dette er en meget markant afvigelse fra de seneste års gradvist stigende, men stort set stabile udlån til virksomheder.

ville have været. Væksten i kreditgivning til ikkefinansielle selskaber har dog for nylig klart mistet momentum i nogle store medlemsstater, idet den i de fleste tilfælde nåede op på stigningstakter under niveauet før pandemien i begyndelsen af 2021 i modsætning til det stigende billede i de mindre medlemsstater (figur 2.3.4 b). I det omfang de ikkefinansielle selskabers efterspørgsel efter kredit mindskes som følge af, at selskaberne begynder at trække på de akkumulerede likviditetsbuffere, kan kreditstrømmene stige til sin tid. Den samlede reduktion af kreditgivningen kan dog også være et tegn på afdæmpet efterspørgsel efter eller udbud af kredit, hvilket kan tyde på en lav investeringsaktivitet fremover.

Kreditgarantier og gældsmoratorier hjalp de ikkefinansielle selskaber ud af pandemien, men der kan stadig opstå øgede vanskeligheder med tilbagebetalingen af gælden. Kreditgarantier og gældsmoratorier var vigtige politiske foranstaltninger til at afhjælpe likviditetsmangel i begyndelsen af covid-19-krisen, men har også bidraget til gældsstigningen. I nogle tilfælde vil ikke-levedygtige og teknisk insolvente virksomheder have kunnet forblive på markedet, udskyde deres betalingsforpligtelser og forsinke likvidationer, som ellers ville have fundet sted. De ikkefinansielle selskabers mulighed for at udskyde tilbagebetalingen af gæld som følge af de gældsmoratorier, der blev indført i hele EU, enten som en offentlig foranstaltning eller på långivernes eget initiativ, medfører en mekanisk stigning i gældsbeholdningerne. Udfasningen af gældsmoratorierne i løbet af 2021 kan afsløre problemer med tilbagebetaling af gæld i dele af virksomhedssektoren. Covid-19-krisen har indtil videre ikke ført til en stigning i antallet af virksomhedskonkurser, men dette kan blive tilfældet, efterhånden som vi vender tilbage til normale forhold, hvilket potentielt kan udgøre en risiko for den finansielle sektor.

Høj virksomhedsgæld og lav rentabilitet i nogle sektorer kunne fremadrettet hæmme investerings- og tilbagebetalingsudsigterne. Virksomhedernes rentabilitet forværredes i de fleste medlemsstater i 2020 (figur 2.3.4 a). Selv om virksomhedernes rentabilitet steg i de første måneder af 2021 i næsten alle medlemsstater, er der fortsat sårbarheder i servicesektorerne, som er mere udsatte for pandemien. En vedvarende inflationsudvikling kan også føre til lavere fortjenstmargener og problemer med tilbagebetaling af gæld for nogle virksomheder, hvis omkostningerne stiger mere end indtægterne, samtidig med at den seneste udvikling i energipriserne er en risikofaktor. Investeringerne i udstyr er faldet siden udgangen af 2019 i alle medlemsstater undtagen Cypern. Faldet var markant i en række lande med stor virksomhedsgæld, herunder Irland, Luxembourg, Nederlandene og Belgien, samt i nogle lande med store turistsektorer, f.eks. Italien, Malta, Portugal og Spanien. Høje virksomhedsgældsniveauer vil på længere sigt være en risikofaktor for de private investeringer, navnlig i betragtning af de yderligere behov for at støtte den grønne og den digitale omstilling. Efterhånden som genopretningen skrider frem, er der tydelige tegn på, at der kan ske strukturelle ændringer i en situation med øgede afbrydelser i forsyningskæderne. Dette fremgår af kombinationen af stramhed og stilstand på arbejdsmarkedet og vedvarende manglende overensstemmelse mellem udbudte og efterspurgte kvalificationer.

Figur 2.3.4: **Bruttodriftsoverskud i virksomheder og strømme af banklån til ikkefinansielle selskaber**



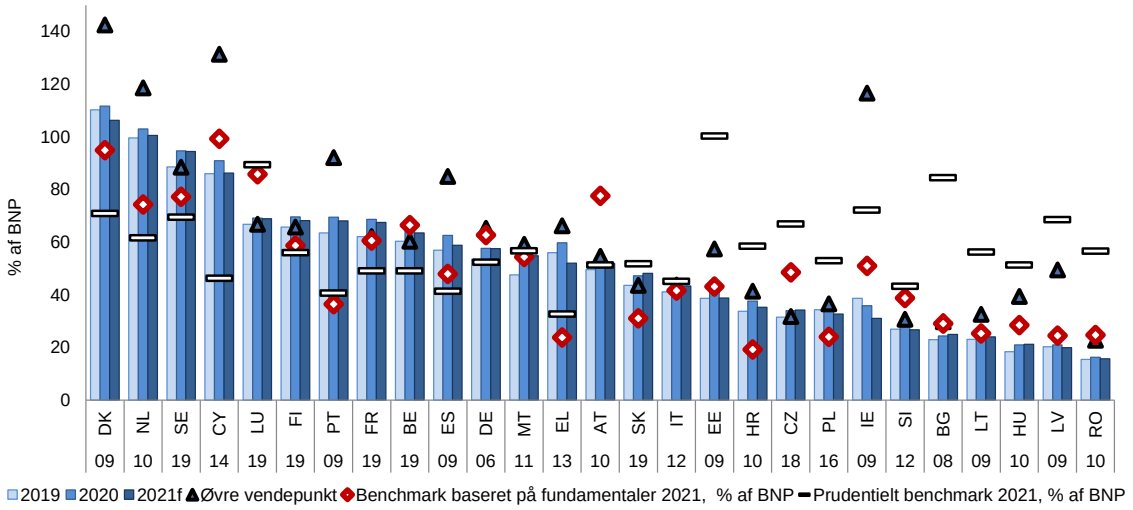
1) Bruttodriftsoverskud i finansielle og ikkefinansielle selskaber, national valuta. Der findes ingen oplysninger om bruttodriftsoverskud for Bulgarien, Kroatien og Malta. Strømmen af banklån i EU henviser til 12 måneders glidende beløb, i mia. EUR.
Kilde: AMECO og ECB, BSI-databasen.

2.3.1.2. Gæld i husholdningerne

Husholdningernes gæld steg under pandemien i næsten alle EU-lande. Husholdningerne i de fleste EU-lande var i færd med at nedbringe gæld i perioden op til pandemien, skønt de stadig lå inde med stor gæld (figur 2.3.5). Pandemien satte en stopper for husholdningernes gældsnedbringelse eller øgede gældsætningen yderligere i lande, hvor gælden allerede var begyndt at stige (figur 2.3.6). Stigningen i husholdningernes gældskvote i 2020 skyldtes i de fleste tilfælde det store fald i BNP (figur 2.3.7). Denne effekt vil i det mindste delvis blive vendt i 2021, efterhånden som økonomierne begynder at komme sig igen. I en række lande vil dynamisk vækst i kreditgivningen, navnlig realkreditlån, sandsynligvis bidrage til en mere varig stigning i gældskvoterne i lyset af den store aktivitet på ejendomsmarkedet og stigende boligpriser (figur 2.3.7, b). Samlet set vil en række lande, navnlig dem hvor husholdningernes gældskvote lå over de landespecifikke benchmarks inden pandemien, fortsat have en stor husholdningsgæld.

I 2020 lå husholdningernes gæld i otte lande over både de prudentielle benchmarks og benchmarks baseret på fundamentaler. Ligesom i 2019 gælder det Danmark, Finland, Frankrig, Grækenland, Nederlandene, Portugal, Spanien og Sverige (figur 2.3.5). Husholdningernes gæld overstiger fortsat de prudentielle niveauer i Belgien og Cypern, selv om den ligger tæt på det niveau, der kan udledes af de underliggende forhold, mens husholdningernes gæld ligger betydeligt over benchmarksene baseret på fundamentaler i Kroatien og Slovakiet, men dog under de prudentielle niveauer. I nogle lande lader gældskvoten til at være langt højere, når den ses i forhold til husholdningernes disponible bruttoindkomst. Dette er tilfældet i Irland, Luxembourg og Malta, hvor husholdningernes gæld skønnes at overstige 100 % af husholdningernes disponible bruttoindkomst. ([20])

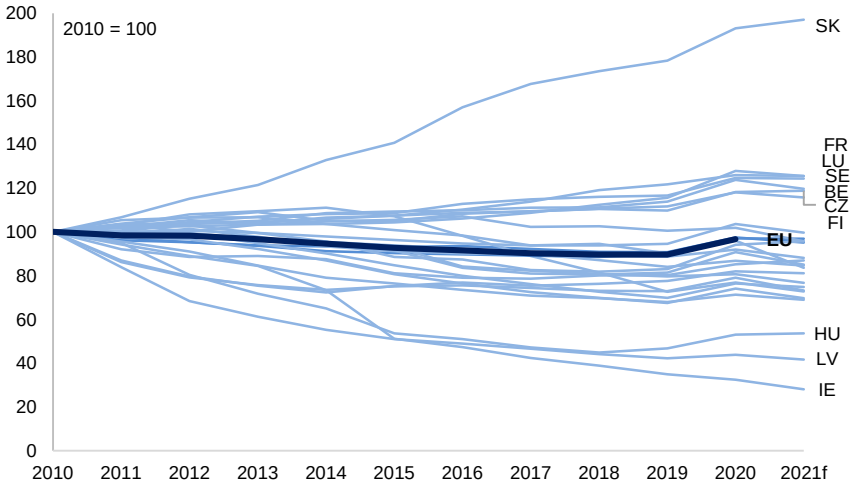
Figur 2.3.5: **Gæld i husholdningerne**



Anm.: Årstal under landekoderne angiver det år, hvor gældskvoten toppede, baseret på data mellem 1997 og 2020. Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra husholdningernes gældskvote i 2020.
Kilde: Eurostat, AMECO, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021, samt skøn foretaget af Kommissionens tjenestegrene for 2021 (se bilag 1). Gæld omfatter lån (F4) og gældsinstrumenter (F3).

([20]) For Malta er der tale om en tilnærmelse, da Eurostats nationale sektorregnskaber ikke indeholder data om husholdningernes disponible bruttoindkomst. Dette estimat er beregnet på grundlag af forholdet mellem husholdningernes disponible bruttoindkomst og BNP ved anvendelse af data for den reale disponible bruttoindkomst pr. indbygger, som er tilgængelige i Eurostat (B6G_R_HAB).

Figur 2.3.6: **Udvikling i husholdningernes gældskvote i hele EU**



Figuren viser kun lande, hvor udviklingen afviger væsentligt fra den overordnede udvikling i EU.
Kilde: Eurostat og beregninger fra af Kommissionens tjenestegrene.

Nettokreditstrømmene til husholdningerne var mindre påvirket af pandemien end for virksomheder. I 2020 bidrog gældsmoratorier og reducerede tilbagebetalinger til at opretholde nettokreditstrømmene til husholdningerne med en vis variation mellem medlemsstaterne. I Luxembourg og Sverige, lande med relativt høj husholdningsgæld (i Luxembourg i forhold til husholdningernes disponible bruttoindkomst), nåede nettokreditstrømmene til husholdningerne i 2020 op på omkring 4-5 % af BNP. I andre lande med relativt stor gæld i husholdningerne, herunder Belgien, Finland og Frankrig, var nettostrømmene mere begrænsede og lå på mellem 2 % og 3 % af BNP. Dette var også tilfældet i Slovakiet, hvor husholdningernes gæld fortsat ligger under det prudentielle benchmark, men har været stigende i en årrække over det niveau, der kan udledes af de underliggende forhold, og i Malta, hvor husholdningernes gæld også har været stigende og ligger tæt på det prudentielle benchmark.

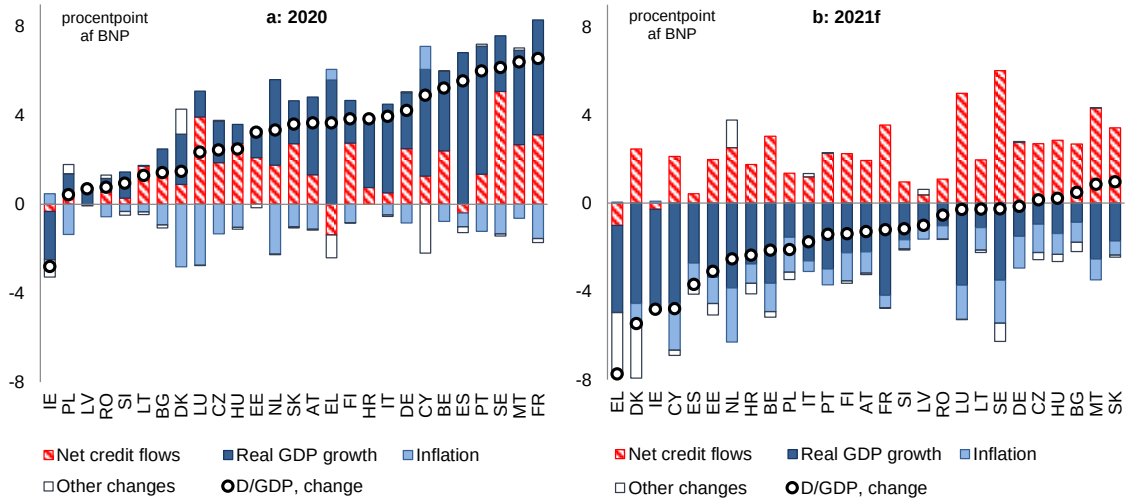
Samlet set genoptog bankernes långivning til husholdningerne vendt tilbage til tidligere tendens efter de intense pandemimåneder. Pandemien medførte et midlertidigt fald i nettostrømmen af banklån (figur 2.3.8, a). Det var mest markant i Frankrig og Spanien (blandt de store eurolande) og svarede samlet set til et fald i nettotilstrømningen af forbrugslån (figur 2.3.8, b). Disse mønstre kan have været knyttet til begrænsningerne af bevægemulighederne, som har hæmmet forbrugsmulighederne. Omvendt var realkreditlånene forholdsvis stabile, inden de begyndte at stige mod slutningen af 2020.

Husholdningernes låntagning er blevet mere dynamisk i 2021. Nettokreditstrømmene til husholdningerne forventes at blive større i en række lande i år. Prognoser for ændringer i gæld og nettokreditstrømme baseret på ECB's månedlige data for bankernes udlån (se bilag 1) viser en stigning i transaktionerne i de fleste lande. De mest markante stigninger kan konstateres for Luxembourg, Malta og Sverige med stigninger på over 4 % af BNP efterfulgt af Belgien, Frankrig og Slovakiet (figur 2.3.7 b). I Finland, som er et af de lande med stor husholdningsgæld, forventes kreditstrømmene til husholdningerne at forblive tæt på 2 % af BNP i 2021.

Selv om husholdningerne har øget deres opsparing, kan der stadig opstå risici i forbindelse med gældsserviceringen. Husholdningernes opsparingskvote steg i 2020 som følge af tvungne besparelser under nedlukningen eller af forsigtighedshensyn. I 2021 forventes husholdningernes samlede opsparingskvote også at ligge over 2019-niveauet. Husholdningernes opsparingskvote er fortsat forholdsvis lav i Cypern og Grækenland. Danmark har også en betydeligt lavere opsparingsrate end andre lande med stor gæld, hvad angår husholdningernes disponible bruttoindkomst (figur 2.3.9 a). I løbet af 2020 og begyndelsen af 2021 akkumulerede husholdningerne finansielle aktiver, navnlig indskud, hvilket har styrket deres finansielle stilling. Der er fortsat kun en begrænset risiko for, at der opstår tilbagebetalingsrisici i forbindelse med en stigning i arbejdsløsheden, som vil have en negativ indvirkning på husholdningernes indkomst (figur 2.3.9 b). Selv om husholdningerne i øjeblikket står over for meget

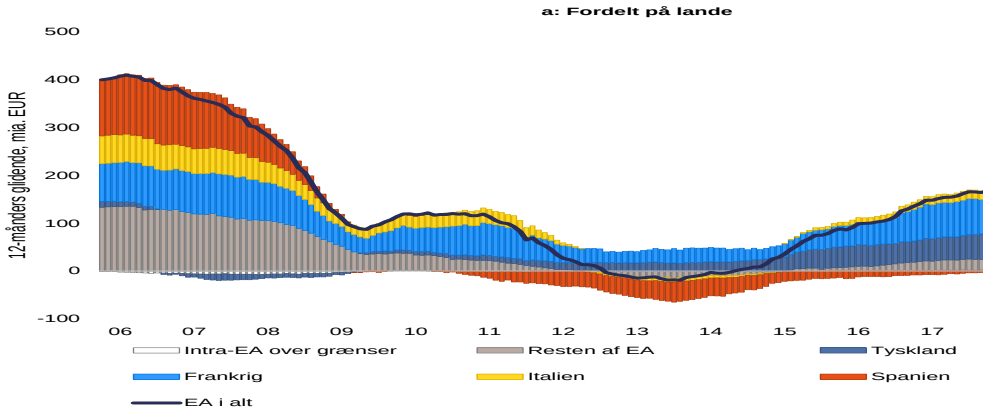
små rentebyrder, kan en ændring i pengepolitikkens stramhedsgrad påvirke deres evne til at servicere gælden, især hvor der primært er tale om aftaler med variabel rente. ([21])

Figur 2.3.7: **Dekomponering af ændringerne i gældskvoten for husholdninger i 2020 og 2021**



Kilde: Eurostat. Nettokreditstrømme (gældstransaktioner) svarer til transaktioner i forbindelse med lån (F4) og gældsinstrumenter (F3) i Eurostats sektorregnskaber. Andre kilder er AMECO og estimater fra Kommissionens tjenestegrene samt beregninger baseret på ECB's månedlige data vedrørende MFI-udstedelse af lån og andre gældsinstrumenter (strømme) til den private sektor fra BSI-databasen. Kilde:

Figur 2.3.8: **Banklån til husholdninger i euroområde**

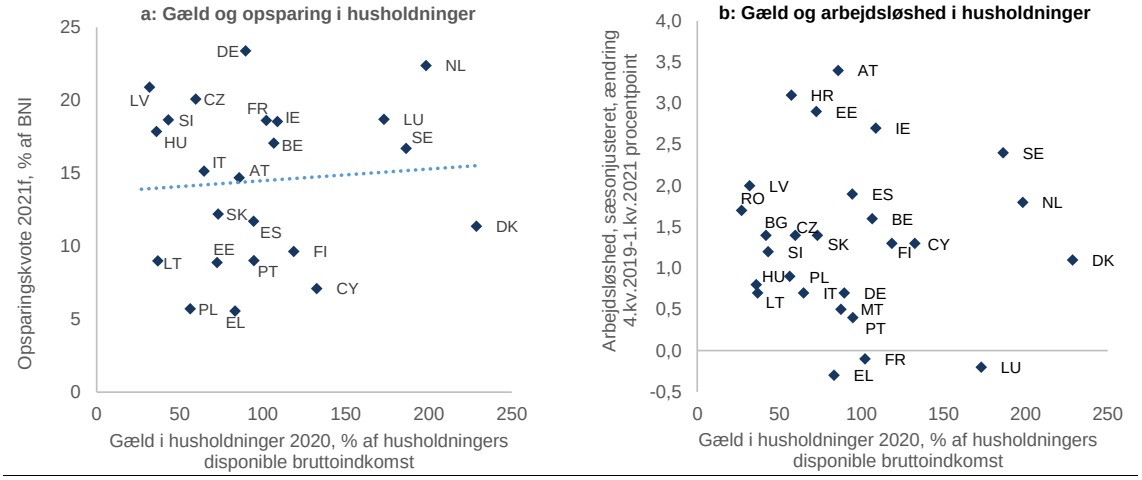


t

Anm.: Figur a: 12-måneders glidende, figur b: glidende over 4 kvartaler.
Kilde: ECB

([21]) Andelen af aftaler med variabel rente for nye boliglån har været over eller tæt på 90 %, i hvert fald siden 2013, i Bulgarien, Cypern, Finland og Letland.

Figur 2.3.9: **Gæld og opsparing i husholdninger og arbejdsløshedsrisiko**



Kilde: Eurostat og AMECO. For Malta er den disponible bruttoindkomst beregnet på grundlag af forholdet mellem husholdningernes disponible bruttoindkomst og BNP ved anvendelse af data for den reale disponible bruttoindkomst pr. indbygger, som er tilgængelige i Eurostat (B6G_R_HAB). For Bulgarien og Kroatien er husholdningernes disponible bruttoindkomst også beregnet ud fra BNP for 2020 og det senest tilgængelige forhold mellem husholdningernes disponible bruttoindkomst og BNP, da der ikke foreligger data for 2020 for disse lande.

2.3.2. BOLIGSEKTOREN

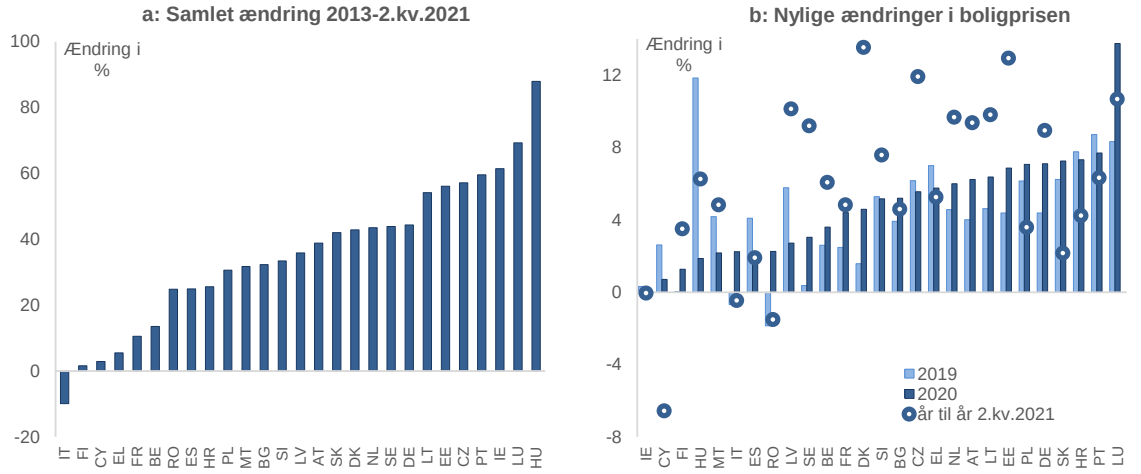
I 2020 oplevede ti medlemsstater reale boligprisstigninger over grænseværdien på 6 %. Det drejer sig om Estland, Kroatien, Litauen, Luxembourg, Nederlandene, Polen, Portugal, Slovakiet, Tyskland og Østrig (figur 2.3.10, b), to lande for mere end et år siden. For Kroatien, Luxembourg, Polen og Slovakiet er dette andet år i træk med stigninger i boligpriserne over denne tærskel, mens Portugal har oplevet stigninger på over 6 % hvert år siden 2016.

I 2021 er boligpriserne fortsat steget kraftigt i de fleste medlemsstater. De reale boligpriser er steget yderligere i første halvdel af året, og 14 EU-lande viser årlige stigninger i de reale boligpriser på over 6 % (figur 2.3.10, b). I Danmark, Estland, Letland, Luxembourg og Tjekkiet oversteg den årlige realvækst 10 %. I de første to kvartaler 2021 faldt de reale boligpriser i Cypern og i mindre grad i Rumænien og var stort set konstante i Irlands og Italiens tilfælde.

Væksten i boligpriserne har været drevet af en række faktorer, der stimulerer efterspørgslen og begrænser udbuddet. Allerede før pandemien var der udbudsvanskeligheder, og selv om nedlukningen forværrede dem midlertidigt, kan de forventes at vare ved i de kommende år. Pandemien kan have ført til visse strukturelle ændringer i boligefterspørgslen, da skiftet til mere fjernarbejde kan ændre de geografiske præferencer. Nogle steder kan dette betyde, at efterspørgslen overstiger udbuddet. De finansielle vilkår har været gunstige og forventes generelt fortsat at understøtte den høje efterspørgsel efter boliger. I takt med at husholdningernes indkomster stiger som følge af genopretningen, forekommer det sandsynligt, at boligpriserne vil stige yderligere.

De seneste stigninger i boligpriserne forstærker den støt stigende tendens i boligpriserne, der har fundet sted siden 2013 i hele EU. De reale boligpriser er steget i alle medlemsstater med undtagelse af Italien. De største stigninger i aftagende rækkefølge er observeret i Ungarn, Luxembourg, Irland, Portugal, Tjekkiet, Estland og Litauen (figur 2.3.10, a). I 2020 var det eneste EU-land, der ikke oplevede en videreførelse af denne stigende tendens, Irland, som udviste stort set stabile priser i 2019 og 2020.

Figur 2.3.10: **Udvikling i reale boligpriser**



Anm.: Data for Grækenland vedrører 1. kv. 2021 i stedet for 2. kv. 2021.
Kilde: Eurostat og beregninger fra af Kommissionens tjenestegrene.

Boligpriserne synes at være overvurderede i de fleste EU-lande. En sammenligning af boligprisindekser med benchmarks, der tager højde for virkningen af underliggende prisfaktorer, såsom indkomst og demografi, viser, at der er udbredt evidens for overvurderinger. ([22]) Dette er især tilfældet for Belgien, Danmark, Frankrig, Luxembourg, Nederlandene, Portugal, Slovakiet, Sverige, Tjekkiet, Tyskland, Ungarn og Østrig, som alle udviser betydelige forskelle (figur 2.3.11 a). Målinger af prisoverkommeligheden, som tager udgangspunkt i det antal år med gennemsnitlig indkomst, der kræves for at købe et hjem på 100 m² ([23]), peger i retning af stærk overvurdering i Malta, Irland og Kroatien, mens der er behov for mere end ti års indkomst for at købe en bolig på 100 m² i elleve andre medlemsstater. Det drejer sig om Cypern, Estland, Frankrig, Grækenland, Nederlandene, Polen, Portugal, Spanien, Sverige, Ungarn og Østrig (figur 2.3.11 b).

I en række tilfælde kombineres tegn på potentiel overvurdering af boligpriserne med høj husholdningsgæld eller stigende realkreditlångivning. For Luxembourgs vedkommende kombineres høje og stærkt stigende boligpriser med en meget høj gæld i husholdningerne. Belgien, Danmark, Frankrig, Nederlandene, Portugal, Sverige, Tyskland og Østrig viser tegn på potentielt overvurderede boligpriser med en betydelig — for Danmarks vedkommende meget høj — husholdningsgæld. I Slovakiets tilfælde er der tegn på potentielt overvurderede boligpriser samtidig med at der kan konstateres den største stigning i husholdningernes gæld i de seneste år, selv om udgangspunktet var lavt.

Risikoen for betydelige nedjusteringer af boligpriserne afbødes af, at der er begrænsninger på udbudssiden, men der er stadig økonomiske betænkeligheder. Mange medlemsstater har indført makroprudentielle foranstaltninger, som har bidraget til at mindske risiciene for den overordnede finansielle stabilitet i forbindelse med boligmarkedet. ([24]) Et mindre dynamisk boligudbud har bidraget til

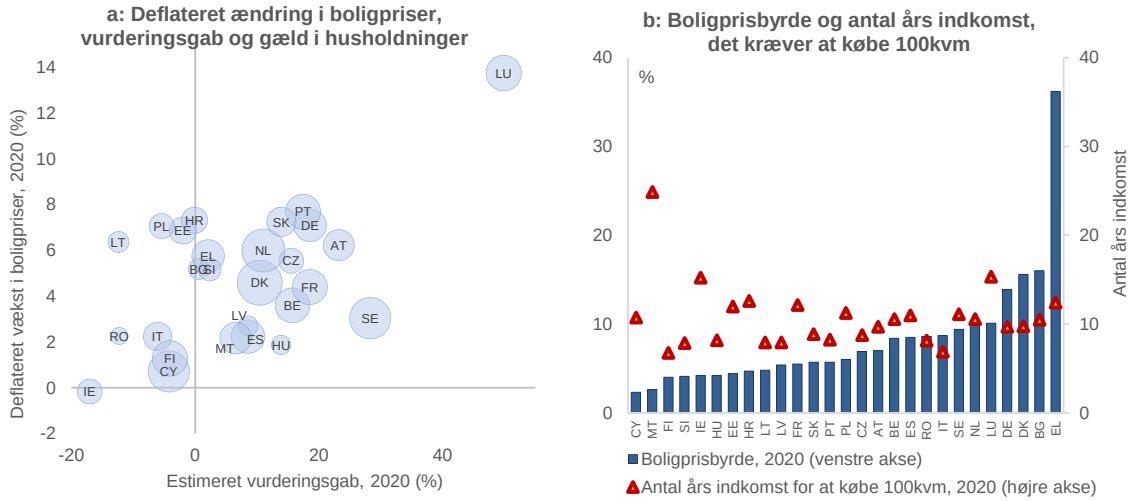
([22]) Vurderingsgabet for boligpriser beregnes ud fra benchmarks for at fange landespecifikke virkninger. De syntetiske vurderingsgab bygger på forskellige benchmarks: i) forskel i forhold til det langsigtede gennemsnit af pris-/indkomstkvoten, ii) forskel i forhold til det langsigtede gennemsnit af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

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

([24]) Makroprudentielle foranstaltninger overvåges af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB). I september 2019 udsendte ESRB landespecifikke varslinger eller henstillinger til ni medlemsstater vedrørende sårbarheder på mellemsigtet plan i boligsektoren: Henstillinger til Belgien, Danmark, Finland, Luxembourg, Nederlandene og Sverige og varslinger til Frankrig, Tjekkiet og Tyskland. Alle landene i førstenævnte gruppe havde allerede modtaget en varsling fra ESRB i november 2016, hvilket også er tilfældet for Østrig. I henhold til forordningen om makroubalanceproceduren (forordning (EU) nr. 1176/2011) skal Kommissionen tage hensyn til eventuelle varslinger eller henstillinger, som ESRB har rettet til lande, der er genstand for en dybdegående undersøgelse. Rapporten fra 2019 ventes ajourført i begyndelsen af 2022.

prisstigningerne. Den nedsatte byggeaktivitet mindsker imidlertid også den direkte økonomiske virkning af en korrektion af boligpriserne.

Figur 2.3.11: **Boligpriser, værdiansættelser, gæld i husholdninger og boligprisbyrde**



Anm.: Boblernes størrelse i venstre panel afspejler husholdningernes gæld i % af BNP i 2020. Se fodnote 22 for oplysninger om vurderingsgab. Boligprisbyrden ("housing cost overburden rate") er den procentdel af befolkningen, som lever i husstande, hvor de samlede boligudgifter (nettet for boligydelser) udgør mere end 40 % af den disponible indkomst (nettet for boligydelser).
Kilde: Eurostat og beregninger fra af Kommissionens tjenestegrene.

Boligernes prisoverkommelighed er blevet forringet. Da boligpriserne er steget hurtigere end husstandsindkomsterne, har de nået mindre overkommelige niveauer. Stigningerne i boligpriserne giver sig ikke udslag i en stigning i husholdningernes gældsætning generelt, men dette kan ske i fremtiden, efterhånden som det bliver dyrere at købe bolig. Væksten i boligpriserne oversteg indkomstvæksten i alle EU-lande undtagen Letland, Cypern og Irland i 2020. I Luxembourg, Tyskland, Danmark og Bulgarien bruger mere end 10 % af befolkningen mindst 40 % af deres disponible indkomst på boligudgifter. I Grækenland er dette tilfældet for mere end 36 % af befolkningen (figur 2.3.11, b). Ud over de åbenlyse sociale virkninger kan dette også have betydelige makroøkonomiske konsekvenser, primært gennem en fejlallokering af ressourcer. Høje boligpriser kan føre til et fald i det samlede private forbrug og øge nettohandelsbalancen over for udlandet, hvis boligkøbere har højere tendens til at forbruge end gennemsnittet. Når det ledsages af låntagning, kan det føre til, at kreditter omdirigeres fra produktivitetsfremmende investeringer. Sidst, men ikke mindst, kan manglen på økonomisk overkommelige boliger have en negativ indvirkning på arbejdskraftens mobilitet og dermed også konkurrenceevnen.

Markedet for erhvervsejendomme blev i høj grad påvirket af covid-19-chokket som følge af et stort fald i transaktioner og priskorrektioner. Erhvervsejendomsmarkedet har udviklet sig særskilt fra boligmarkedet siden covid-19-udbruddet. Transaktionerne på erhvervsejendomsmarkedet faldt betydeligt, og detailsegmentet blev ramt af en betydelig priskorrektion. På grund af mangelfulde data om erhvervsejendomsmarkedet kan der ikke foretages en solid vurdering af risici og sårbarheder, men investorundersøgelser tyder på, at stemningen på markedet stadig forværres. ([25]) Dette kan udgøre en risiko for nogle banker, da erhvervsejendomme normalt anvendes som sikkerhed for lån til ikkefinansielle selskaber, men især for ejendomsfonde, der er de vigtigste direkte indehavere af erhvervsejendomme.

([25]) ECB (2021): Financial Stability Review, maj 2021 på grundlag af RICS Global Commercial Property Monitor.

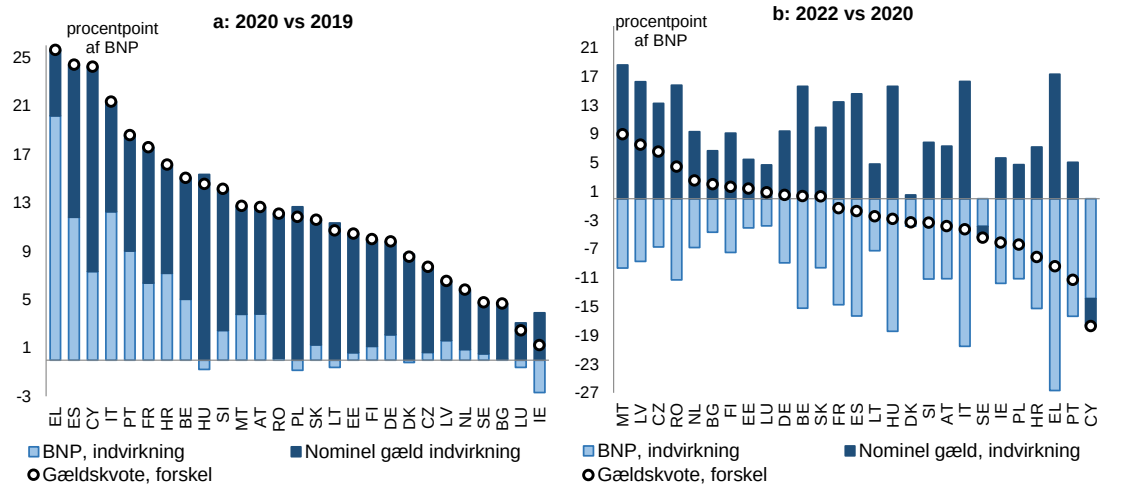
2.4. DEN OFFENTLIGE SEKTOR

Covid-19-krisen og de foranstaltninger, regeringerne traf for at afbøde den, har haft stor indvirkning på den offentlige gæld, som steg i alle medlemsstater i 2020. I 2020 overskred den offentlige gæld grænseværdien (på 60 % af BNP) for 13 medlemsstater (Belgien, Cypern, Finland, Frankrig, Grækenland, Italien, Kroatien, Portugal, Slovenien, Spanien, Tyskland, Ungarn og Østrig), hvilket er to mere end i 2019, hvor Finland og Tyskland lå under grænseværdien. Selv om de — hovedsagelig midlertidige — foranstaltninger, der blev indført i 2020, havde en umiddelbar opadrettet indvirkning på gælden ved at øge dens nominelle værdi, reducerede de virkningen af den pandemi-fremkaldte recession for andre økonomiske sektorer.

Stigningen i den offentlige gæld i 2020 har været mest udtalt i lande, der blev hårdt ramt af covid-19-chokket. Stigningen i 2020 var på over 20 procentpoint af BNP for Cypern, Grækenland, Italien og Spanien. I 2022 forventes de største stigninger i BNP i forhold til 2019-niveauet at have fundet sted i Belgien, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien og Malta. Heraf gik Belgien, Frankrig, Grækenland, Italien og Spanien ind i pandemien med et højt gældsniveau, som forventes at stabilisere sig i 2022.

Stigningen i gældskvoten mellem 2019 og 2020 skyldtes en stigning i den nominelle gæld og et brat fald i BNP. I de fleste lande kom det største bidrag fra stigningen i den nominelle gæld, som omfatter virkningen af de politiske foranstaltninger, der er indført for at støtte andre sektorer i økonomien. For Grækenlands og Italiens vedkommende skyldes over halvdelen af stigningen i gældskvoten imidlertid en nævnereffekt, som er mere markant for lande, hvor gælden allerede var stor, og hvor recessionen var stærkere (figur 2.4.1).

Figur 2.4.1: **Dekomponering af ændringer i den offentlige gældskvote**



Kilde: AMECO, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021

Ifølge prognoserne vil der i 2021 og 2022 ske en generel stabilisering af den offentlige gæld, selv om den i nogle tilfælde forventes at stige yderligere. Ved udgangen af 2022 forventes den offentlige gældskvote at ligge over 2020-niveauet for godt halvdelen af medlemsstaterne (figur 2.4.1 b). I flere lande forventes den offentlige gæld at stige yderligere i 2021 som følge af stadig betydelige offentlige underskud (figur 2.4.2og 2.4.3 b), hvor Malta og Slovakiet forventes at overskride 60 % af BNP. I 2022 ventes gældskvoten at falde i de fleste lande, selv om den forventes at stige i et scenario med uændret politik i Belgien, Estland, Letland, Malta, Rumænien og Tjekkiet.

Staten har haft gunstige finansieringsvilkår. Statsobligationsrenterne forblev stabile eller udviste endda en let faldende tendens i 2020 lige efter en moderat stigning, da pandemien brød ud. De steg en smule i 2021 og udviste samtidig en vis konvergens, især blandt eurolandene. Statsobligationsrenterne for Polens, Tjekkiets og Ungarns vedkommende er steget en smule, mens stigningerne i Rumæniens tilfælde har

været mere udtalte. Den mindskede volatilitet skyldtes politiske tiltag, der støttede statslig finansiering. Den pengepolitik, som ECB og andre centralbanker i EU førte, var afgørende i denne henseende, og den understøttende finanspolitiske kurs og de pengepolitiske foranstaltninger har gensidigt styrket tilliden og stabiliteten.

Bruttofinansieringsbehovet steg betydeligt i 2020, men forventes at falde støt i de kommende år. Udbruddet af pandemien resulterede i en mærkbar stigning i bruttofinansieringsbehovet i alle medlemsstater, i mange tilfælde med mere end 10 % af BNP (Cypern, Finland, Frankrig, Italien, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Spanien og Østrig). Det største bruttofinansieringsbehov i 2020, ca. 30 % af BNP, blev konstateret i Italien og Spanien (figur 2.4.3 a). Finansieringsbehovet forventes at begynde at falde i 2021 eller 2022 for de fleste medlemsstaters vedkommende, hvilket er i overensstemmelse med nedbringelsen af underskuddet i de kommende år (figur 2.4.3 b). Ikke desto mindre forventes bruttofinansieringsbehovet i 2022 at ligge på over 20 % af BNP i Frankrig, Italien og Spanien.

Sammensætningen af den offentlige gæld kan i nogle tilfælde forværre risiciene, herunder Bulgarien ([26]), Kroatien, Rumænien og Ungarn, hvor andelen af gæld i fremmed valuta er højest. **(**[27]**)** I den forbindelse bemærkes navnlig betydningen af gæld stiftet i udenlandsk valuta for lande uden for euroområdet og de større behov for refinansiering i forbindelse med strukturer med en lav gennemsnitlig løbetid. Mindre udviklede og likvide markeder i hjemlandet kan også i nogle tilfælde medføre finansieringsrisici.

Der knytter sig også nogle formildende faktorer til de øgede risici for finanspolitisk holdbarhed i forhold til før pandemien. I løbet af det næste årti forventes gælden at forblive over niveauet før pandemien i omkring en tredjedel af medlemsstaterne. ([28]) De gunstige forskelle mellem renter og BNP-vækst i de kommende år forventes dog at bidrage til at stabilisere eller reducere gældskvoterne. De finanspolitiske risici kan også afbødes som følge af længere løbetider, relativt stabile finansieringskilder og historisk lave låneomkostninger. Samtidig bør en effektiv gennemførelse af reformer og investeringer under genopretnings- og resiliensfaciliteten støtte potentiel vækst og forbedre gældsholdbarheden.

De potentielle risici knytter sig til eventuelle rentestigninger eller udnyttelsen af de covid-19-relaterede garantier. Rentestigninger kan føre til stigende rentebetalinger, især for lande med store finansieringsbehov i fremtiden. Beholdningen af garantier kan også medføre yderligere finanspolitiske omkostninger: Den steg i euroområdet med 14 procentpoint af BNP mellem 2019 og 2020. Stater med et mindre finanspolitisk råderum (herunder Belgien, Frankrig, Italien, Portugal og Spanien) har indført mere generøse garantiordninger. Selv om disse gjorde det muligt at yde støtte uden direkte at påvirke budgetsaldiene, vil de øge den offentlige gæld, hvis de udnyttes. ([29])

På længere sigt vil det være vigtigt for genopretningen at finde den rette kurs for genoprettelsen af de offentlige finansers holdbarhed. Stabilitets- og vækstpagtens generelle undtagelsesklausul, som gjorde det muligt for medlemsstaterne at støtte deres økonomier midt i covid-19-krisen, forventes at blive deaktiveret fra 2023. Når de økonomiske forhold tillader det, vil det være afgørende at opnå en forsvarlig budgetstilling på mellemlang sigt og sikre holdbare offentlige finanser på mellemlang sigt. Risiciene i forbindelse med stor offentlig gæld bør afbalanceres med de risici, der er forbundet med en for tidlig tilbagetrækning af covid-19-finanspolitiske foranstaltninger, da det kan forsinke genopretingen ([30]) og have en negativ indvirkning på væksten over tid. For lande som Belgien, Cypern, Frankrig, Portugal og Spanien, der har en høj offentlig og privat gæld, kan konsekvenserne for vækstudviklingen være endnu mere udtalte.

([26]) I Bulgarien mindskes risikoen som følge af valutasammensætningen af udlandsgælden som følge af currency board-ordningen. For Bulgariens og Kroatiens vedkommende kan tiltrædelsen af ERM II desuden også udjævne risiciene for gældsholdbarheden takket være lavere risikopræmier.

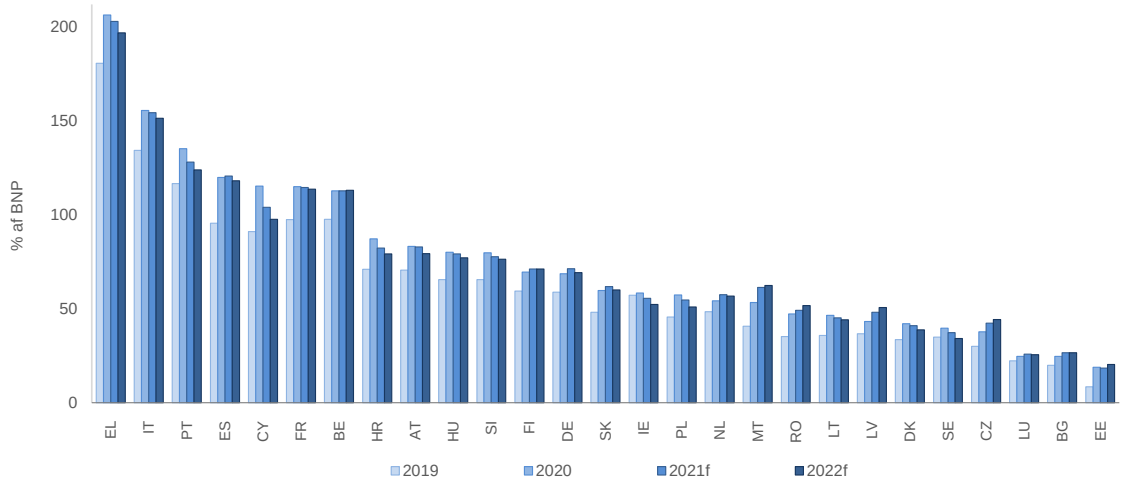
([27]) I juli 2021 var den andel af den offentlige gæld, der var stiftet i udenlandsk valuta: Bulgarien 82 %, Kroatien 72,1 %, Rumænien 51,1 %, Polen 22,9 %, Ungarn 21,7 %, Sverige 20 %, Danmark 10,1 %, Tjekkiet 8 %.

([28]) Europa-Kommissionen (2021), "The 2021 Stability and Convergence Programmes:an Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance.'

([29]) ECB (2021), Financial Stability Review.

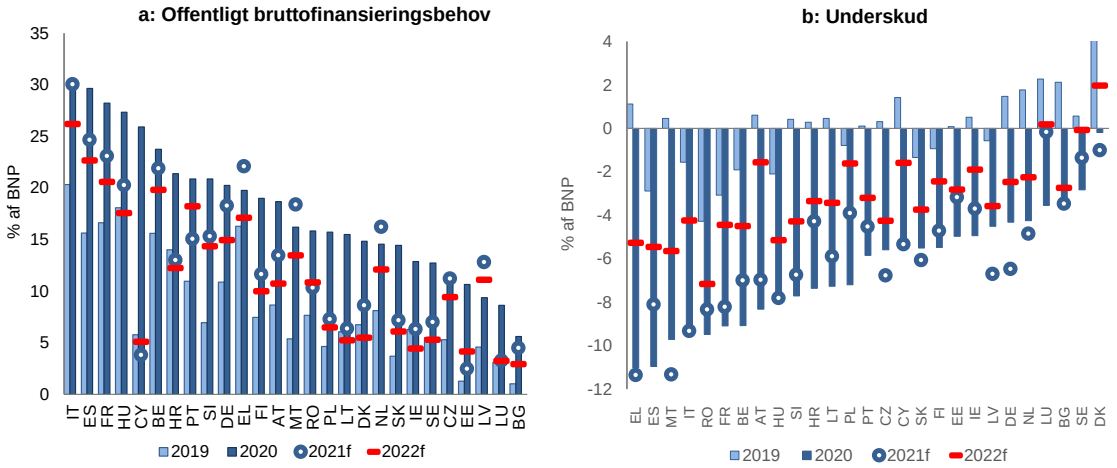
([30]) IMF (2021), Fiscal Monitor, april 2021.

Figur 2.4.2: **Offentlig gæld**



Kilde: AMECO og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021

Figur 2.4.3: **Statens bruttofinansieringsbehov og -underskud**



Kilde: AMECO, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2021 og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.

2.5. DEN FINANSIELLE SEKTOR

EU's banksektor har indtil videre udvist modstandsdygtighed over for pandemien, selv om den fortsat er præget af allerede eksisterende udfordringer såsom lav rentabilitet. EU's banksektor gik ind i pandemien med et godt kapitalgrundlag efter flere års styrkelse oven på de voldsomme fald under den globale finanskrise og statsgældskrisen. Sektorens robusthed har imidlertid varieret fra land til land, hvoraf nogle stadig er kendetegnet ved betydelige misligholdte lån, og lav rentabilitet generelt giver anledning til betænkeligheder.

- **EU's banksektor er forblevet robust, både på grund af dens stærke udgangsposition og de politiske foranstaltninger, der blev indført under pandemien.** Samlet set blev der opbygget stærke kapitalbuffere i årene før pandemien, og den egentlige kernekapital og soliditetsgraden steg yderligere i 2020, understøttet af reguleringsmæssige grænser for udbyttebetaling. Omfanget af misligholdte lån fortsatte med at falde som følge af afhændelsen af nedarvede aktiver, og opbygningen af nye misligholdte lån blev afdæmpet af de gældsmoratorier, der blev indført efter pandemiudbruddet. Den nye kredit blev til gengæld understøttet af statsgarantier for erhvervslån og midlertidig makroprudentiel lempelse, og de finansielle betingelser er forblevet gunstige i 2021. Væksten i den finansielle sektors passiver var fortsat begrænset i 2020, og indikatoren ligger kun uden for grænseværdien for Ungarns vedkommende. Nylige stresstest foretaget af Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) viser, at EU's banksektor generelt er robust, men at der er store forskelle mellem bankerne, og de, der fokuserer på indenlandsk långivning eller med lavere nettorenteindtægter, risikerer at blive konfronteret med en større kapitalforringelse. ([31])

- **En af de største udfordringer for EU's banksektor er fortsat den lave rentabilitet** (figur 2.5.1 a). Egenkapitalforrentningen, som har været konstant lav i de fleste medlemsstater, faldt yderligere i 2020 på grund af større hensættelser til tab på udlån og lavere indtægter. Rentabiliteten blev negativ i Cypern, Grækenland, Irland, Portugal og Spanien. I 2021 er der tegn på genrejsning af rentabiliteten. ([32]) Denne svagt positive udvikling afspejles også i EU-bankernes markedsværdi. Siden efteråret er den gradvist steget til niveauet før pandemien, men ligger fortsat noget under de samlede aktiemarkeder.

- **Banksektoren i nogle EU-lande er fortsat udfordret af kombinationen af meget lav rentabilitet, kapitalprocenter under gennemsnittet og høje misligholdte lån** (figur 2.5.1). ([33]) I Grækenland er andelen af misligholdte lån faldet betragteligt, om end den stadig ligger højt ([34]), mens rentabiliteten blev negativ i 2020, og kapitalprocenterne er nogle af de laveste i EU. De cypriotiske banker har også oplevet betydelige fald i deres meget høje andele af misligholdte lån, mens rentabiliteten også blev negativ i 2020. I flere andre lande er andelen af misligholdte lån faldet markant i de seneste år, men de ligger tæt på 5 % i Bulgarien, Kroatien og Polen. Kapitalprocenten ligger et godt stykke under gennemsnittet i Spanien og Portugal, og rentabiliteten blev også en smule negativ i 2020.

([31]) I juli 2021 offentliggjorde Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) resultaterne af stresstesten for hele EU, der omfattede 50 banker fra 15 EU- og EØS-lande, som dækker 70 % af aktiverne i EU's banksektor. Denne øvelse fokuserede specifikt på lån omfattet af moratorier og med offentlige garantier. Dette års stresstest tog udgangspunkt i et forlænget covid-19-scenario i et "lavere i længere tid"-rentemiljø, under antagelse af et fald i EU's BNP på 3,6 % over tre år. Resultaterne tyder på, at EU's banksektor vil holde sig over en egentlig kernekapital på 10 % med en kapitalforringelse på 265 mia. EUR i forhold til en indledende egentlig kernekapital på 15 %. Kredittab ville forklare størstedelen af kapitalforringelsen. Et sådant scenario vil også resultere i et betydeligt fald i bidraget fra overskud fra videreførelse af driften, navnlig fra nettorenteindtægter.

([32]) EU-bankernes egenkapitalforrentning faldt fra 5,8 % i 2019 til 2,7 % i 2020. Den steg dog til 7,1 % i andet kvartal 2021.

([33]) Den supplerende indikator i resultattavlen for misligholdte lån er defineret som de samlede misligholdte lån og forskud (brutto) i procent af samlede lån og forskud (brutto) (regnskabsmæssig bruttoværdi) i sektoren "indenlandske bankkoncerner og enkeltstående banker, udenlandsk kontrollerede datterselskaber og udenlandsk kontrollerede filialer, alle institutter". Der findes kun harmoniserede data for andelen af misligholdt lån siden 2014. For data vedrørende det "øvre vendepunkt" viser figur 2.5.1 b derfor data for andelen af misligholdte gældsinstrumenter (brutto) i forhold til alle gældsinstrumenter (brutto), som forefindes i længere tidsserier, og som ud over lån også omfatter andre gældsinstrumenter i banksektoren. Sidstnævnte er typisk lidt lavere end andelen af misligholdte lån, mest fordi nævneren er større, dvs. de samlede gældsinstrumenter (brutto) er større end den samlede lånemængde. Forskellen mellem de to satser udgør i øjeblikket 5 procentpoint for Grækenland og 2 procentpoint for Cypern, mens den for de fleste lande er på under 1 procentpoint.

([34]) Figur 2.5.1b er baseret på data fra første kvartal 2021, hvor andelen af misligholdte lån i Grækenland udgjorde 26 %. Ifølge data for andet kvartal 2021, som blev offentliggjort efter skæringsdatoen for denne rapport (22. oktober 2021), tyder på en meget betydelig reduktion af andelen af misligholdte lån til 16 % (foreløbig værdi).

Der er fortsat risici for banksektoren, og krisens fulde indvirkning på aktivernes kvalitet, rentabilitet og kapitalbuffere vil først kunne ses, når støtteforanstaltningerne er trukket helt tilbage. Virkningen af covid-19-chokket på banksektoren er blevet begrænset af omfattende politiske støtteforanstaltninger, der hovedsagelig er rettet mod erhvervslivet. De er gradvist ved at blive trukket tilbage, og de fleste foranstaltninger forventes at udløbe ved udgangen af 2021. Ophævelsen vil afsløre, om der er underliggende solvens- eller likviditetsproblemer. Dette udgør en risiko for banksektoren, da debitorerne vil skulle opfylde tilbagebetalingsforpligtelser, som de er blevet beskyttet mod.

- **Virksomhedernes og husholdningernes solvensproblemer kan stadig blive konkretiseret, efterhånden som normaliteten genoprettes.** Den private gæld var allerede høj i flere medlemsstater før pandemien og steg yderligere i 2020. Solvensproblemer i virksomhederne udgør en stor risiko, navnlig i nogle sektorer, der er hårdest ramt af krisen. Indtil videre er antallet af virksomhedskonkurser fortsat lavt. Risiciene i forbindelse med husholdningernes realkreditgæld er indtil videre blevet begrænset af offentlige indkomststøtteordninger og øget opsparing i husholdningerne. Langvarige udbudsproblemer på boligmarkederne mindsker risikoen for væsentlige nedjusteringer af boligpriserne. Ikke desto mindre kan fremtidige solvensproblemer i erhvervssektoren få en afsmittende virkning på beskæftigelsen og også påvirke husholdningernes solvens.

- **Omfanget af misligholdte lån forventes at stige, især i visse sektorer og lande.** De ikkefinansielle selskaber, hvis rentabilitet er blevet allermest påvirket, kan få vanskeligt ved at tilbagebetale deres gæld, hvilket kan udgøre en risiko for stigninger i andelen af misligholdte lån. Der har allerede været en markant stigning i fase-2-lån, som er lån med en betydeligt øget kreditrisiko. ([35]) Andelen af fase-2-lån i euroområdet var 13 % i 2020 og forventes at stige til 17 % i 2021. ([36]) Den regionale fordeling af økonomiske aktiviteter betyder, at stigninger i misligholdte lån kan være ulige fordelt mellem regionerne og derfor i uforholdsmæssig grad påvirke visse landes banksektorer. ([37]) Rentestigninger kan udgøre en anden udfordring for højt gearede virksomheder med lave likviditetsbuffere.

- **Feedbacksløjfer mellem banker, stater og ikkefinansielle selskaber bør overvåges nøje.** I euroområdet understøttede ECB's nødopkøbsprogram som følge af pandemien en positiv stemning på de finansielle markeder og bidrog til banksektorens stabilitet under pandemien. I nogle lande har bankerne imidlertid absorberet en stor del af den nyligt udstedte offentlige gæld, som delvis var drevet af støtteforanstaltninger over for erhvervssektorerne. Dette udgør en risiko i betragtning af den indbyrdes forbindelse mellem bankernes balancer, virksomhedssektoren og den offentlige gælds størrelse, ikke mindst i en situation med potentielle stigninger i de lange renter globalt.

De strukturelle udfordringer for banksektoren, der var til stede før pandemien, er fortsat til stede og kan være vanskeligere at løse. Overskydende kapacitet har været en langsigtet udfordring for EU's banksektor, hvilket har ført til lav omkostningseffektivitet og lav rentabilitet. Den igangværende digitaliseringsproces og den grønne omstilling skaber nye udfordringer for banksektoren, som vil skulle omdirigere finansiering på tværs af brancher på tidspunkter, hvor dens vedvarende lave rentabilitet hæmmer dens egne investeringer, hvilket kan blive forværret, hvis dens aktivkvalitet forringes.

Den finansielle sektor uden for banksektoren, som er blevet påvirket af de vedvarende lave rentesatser, står over for nye udfordringer. De vedvarende lave renter belastede rentabiliteten og balancen hos finansielle institutioner, der ikke er banker, med aktivporteføljer, der i vid udstrækning investerede i aktiver med lav risiko, såsom forsikringsselskaber, og tvang dem til at øge deres gearing og eksponering for mere risikable aktiver. ([38]) En pludselig stigning i renterne kan udløse en global revurdering af risici, der indebærer tab af værdiansættelsen af aktiver for EU's ikke-banksektor.

([35]) Fase-2-lån er lån, hvis kreditrisiko er steget betydeligt siden den første indregning, men i modsætning til fase-3-lån anses de endnu ikke for at være værdiforringede eller misligholdte.

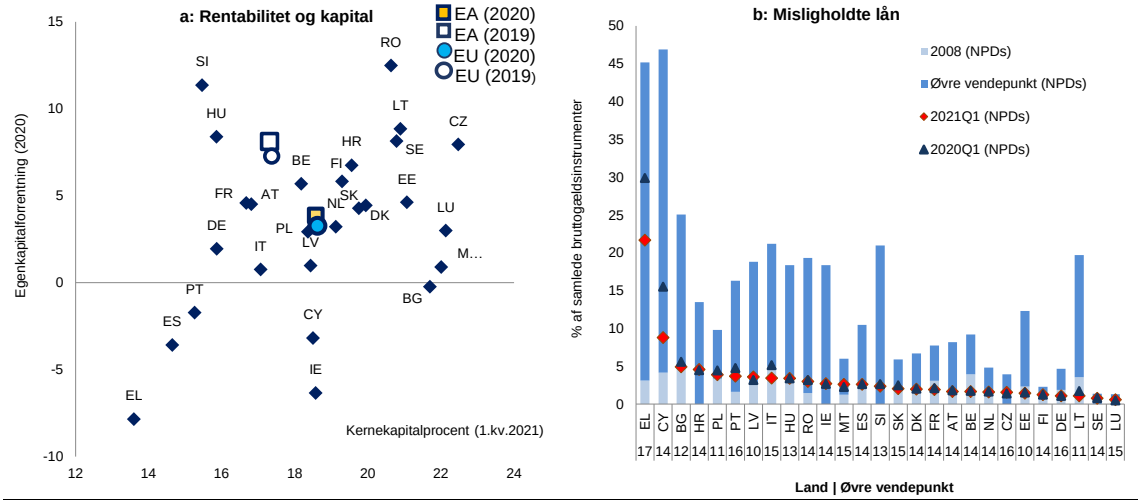
([36]) ECB (2021), Financial Stability Review, maj 2021.

([37]) Data for euroområdet bekræfter, at stigningen i fase-2-lån var mere udtalt for de sektorer, der er hårdest ramt af pandemien og mobilitetsbegrænsningerne, f.eks. inden for indkvartering fra 7 % i 2019 til 25 % i 2020 og inden for kunst og underholdning fra 6 % til 23 %. ECB (2021): Financial Stability Review, maj 2021. Lignende tendenser ses også i de seneste data om misligholdte lån. EBA's risikotavle for andet kvartal 2021 viser, at der er forskel på aktivernes kvalitet på tværs af sektorerne. For eksempel steg andelen af misligholdte lån for indkvartering og restaurationsvirksomhed yderligere fra 9 % i første kvartal 2021 til 9,6 % i andet kvartal 2021 og for kunst, underholdning og fritidsaktiviteter fra 7,9 % til 8,2 %.

([38]) ECB (2021), Financial Stability Review, maj 2021.

Livsforsikringsselskaber synes indtil videre at være hårdest ramt af covid-19-chokket, da deres præmier faldt i 2020, mens de steg for skadesforsikringsvirksomhed. ([39]) Pandemien førte desuden til visse reguleringer af priserne på erhvervsejendomme, som havde en indvirkning på ejendomsfondenes resultater (se afsnittet om boliger ovenfor).

Figur 2.5.1: **Rentabilitet, kapital og misligholdte lån i banksektoren**



Anm.: De gennemsnitlige værdier for EU og euroområdet er ikke vægtet efter økonomiens størrelse. Dataene for det "øvre vendepunkt" vedrører andelen af misligholdte låneinstrumenter (brutto) i forhold til alle gældsinstrumenter (brutto). Andelen af misligholdte lån indberettes for 1. kvartal 2020 og 1. kvartal 2021. Årstallet under landekoderne angiver der år, hvor andelen toppede.
Kilde: ECB, beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.

([39]) EIOPA (2021), Financial Stability Report, juli 2021.

Tekstboks 2: **Udvikling i beskæftigelsen og andre samfundsforhold**

Under pandemien forblev arbejdsmarkedet modstandsdygtigt, hovedsagelig takket være hidtil usete støtteforanstaltninger på nationalt plan og EU-plan. Den udbredte brug af jobfastholdelsesordninger støttet af EU-instrumentet for midlertidig støtte til mindskelse af risiciene for arbejdsløshed i en nødsituation (SURE) og andre interventionstyper, herunder omfattende finanspolitisk og monetær støtte, afbødede covid-19-chokkens indvirkning på job og indkomster og forhindrede sundhedskrisen i at blive en jobkrise. Covid-19-recessionens indvirkning på arbejdsmarkederne var generelt V-formet: I de fleste lande blev arbejdsmarkederne kraftigt påvirket, da krisen brød ud, men dette blev hurtigt efterfulgt af en delvis opgang, hovedsagelig på grund af det kraftige opsving i den økonomiske aktivitet. ([1])

Arbejdsløsheden steg kun en smule i 2020 i forhold til chokkets størrelse og forventes at falde til omkring niveauet før pandemien i 2022. Arbejdsløsheden i EU (15-74 år) steg til 7 % i 2020 (med et toppunkt på 7,7 % efter pandemiens første bølge), hvilket kun var 0,3 procentpoint over gennemsnittet i 2019. Disse stigninger var lave sammenlignet med faldet i BNP på ca. 6 % for EU som helhed. ([2]) De største stigninger blev registreret i de baltiske lande (2,4 procentpoint i Estland, 2,2 procentpoint i Litauen og 1,8 procentpoint i Letland), Sverige (1,5 procentpoint) og Spanien (1,4 procentpoint). I sytten EU-lande steg arbejdsløsheden med mindre end et procentpoint. Arbejdsløsheden faldt endda i Polen, Frankrig, Italien og Grækenland i 2020. I første halvdel af 2021 faldt arbejdsløsheden i de fleste medlemsstater. Ungdomsarbejdsløsheden (15-24 år) i EU viste begyndende tegn på opsving medio 2021, men lå stadig på 17,4 % i andet kvartal 2021, hvilket er næsten tre gange så høj som arbejdsløsheden for befolkningen i alderen 25-74 år. Ifølge Kommissionens økonomiske prognose fra efteråret 2021 forventes arbejdsløsheden i EU stadig at stabilisere sig i 2021, men derefter at falde tilbage til niveauet før pandemien i 2022.

Den lavere stigning i arbejdsløsheden end forventet afspejler imidlertid til dels tilbagetrækninger fra arbejdsmarkedet og dermed lavere erhvervsfrekvens. Erhvervsfrekvensen (15-64 år) faldt med 1,7 procentpoint — fra 73,6 % i fjerde kvartal 2019 til 71,9 % i andet kvartal 2020 — men vendte tilbage til niveauet før pandemien i andet kvartal af 2021. Erhvervsfrekvensen faldt i de fleste medlemsstater i 2020 med det største fald (mellem 1 og 2 procentpoint) i Italien, Spanien, Irland, Portugal, Bulgarien og Grækenland. I 2021 har den i et betydeligt antal tilfælde ligget under niveauet før pandemien.

Selv om beskæftigelsesfrekvensen faldt i næsten alle medlemsstater i 2020, er den gradvist stigende i 2021, men ikke i alle sektorer. I EU faldt beskæftigelsesfrekvensen (20-64 år) til 72,4 % i 2020 fra 73,1 % i 2019. De største fald blev konstateret i Spanien (-2,3 procentpoint), Irland (-1,7 procentpoint) og Bulgarien (-1,6 procentpoint), mens Polen (+ 0,6 procentpoint), Malta (+ 0,5 procentpoint) og Kroatien (+ 0,2 procentpoint) var de eneste lande, hvor beskæftigelsesfrekvensen steg. I første kvartal 2021 faldt beskæftigelsesfrekvensen stadig i de fleste medlemsstater, men i andet kvartal 2021 steg den igen og nåede gradvist op på niveauet før pandemien, undtagen i de sektorer, hvor der har været større behov for fysisk distancering.

Statslige støtteforanstaltninger har afbødet virkningen af faldet i markedsindkomsterne på de disponible indkomster. Ud over anvendelsen af jobfastholdelsesordninger gennemførte regeringerne en række foranstaltninger for at øge nettooverførslerne, herunder udvidede arbejdsløshedsydelser eller udsættelse af visse betalinger såsom skatte- eller forsyningsregninger oven i moratorier for tilbagebetaling af gæld. Husholdningernes reale disponible bruttoindkomst pr. indbygger faldt med 2,7 % (år-til-år) i andet kvartal 2020, men steg igen ved årets udgang og var stort set uændret mellem 2019 og 2020. Stigningen i andelen af personer, der er truet af fattigdom eller social udstødelse (AROPE) i 2020, blev begrænset eller faldt i forhold til 2019 i mindst halvdelen af medlemsstaterne. Der blev ikke desto mindre forventet stigninger for nogle medlemsstater. ([3])

Ikke desto mindre ligger der store udfordringer forude.

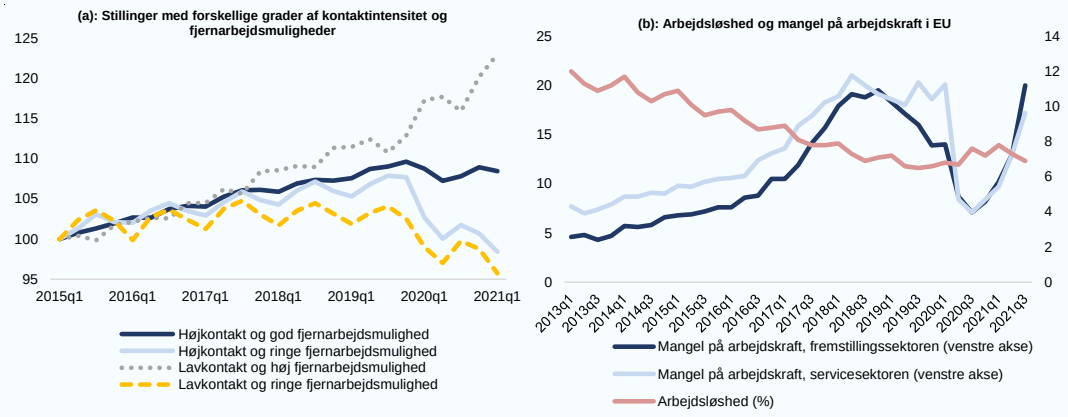
Pandemien har accelereret de strukturelle tendenser på arbejdsmarkedet og giver anledning til bekymring for de berørte personer. Den langsigtede tendens med faldende efterspørgsel efter arbejdskraft til erhverv med rutinemæssige opgaver er accelereret (figur 1, a). Job med ringe

mulighed for fjernarbejde kan i stigende grad blive påvirket af automatisering. Samtidig kan udfasningen af støtteforanstaltninger føre til et betydeligt tab af arbejdspladser i de mest støttede sektorer afhængigt af, i hvilket omfang efterspørgslen efter de pågældende varer og tjenesteydelser vil stige igen. Tempoet for og effektiviteten af omfordelingen af arbejdskraft afhænger af, om de afskedigede arbejdstageres kvalifikationer er sektorspecifikke eller kan tilpasses andre sektorer, og af effektiviteten af omskoling og opkvalificering. Selv om en sådan omfordeling kan ledsage den dobbelte omstilling og føre til produktivitets- og konkurrenceevnegevinster, kan ledighedens varighed stige, hvis der ikke træffes målrettede og effektive politiske indgreb. I deres nationale genopretnings- og resiliensplaner planlægger de fleste medlemsstater foranstaltninger til støtte for jobgenopretning, men en styrket koordinering af foranstaltningerne vil være afgørende for vellykkede overgange på arbejdsmarkedet. ([4])

Der er igen ved at opstå mangel på arbejdskraft, hvilket øger behovet for omskoling og opkvalificering (figur 1b). Før pandemien var manglen på arbejdskraft allerede på et historisk højdepunkt i hele EU. Inddæmningsforanstaltninger i forbindelse med pandemien og de deraf følgende økonomiske forstyrrelser førte til et fald i manglen på arbejdskraft, da mange virksomheder trak deres jobmuligheder tilbage under nedlukningen. Manglen på arbejdskraft stiger dog igen i de fleste lande med betydelige stigninger i antallet af ledige stillinger i Belgien, Kroatien, Litauen, Portugal, Slovakiet, Slovenien, Tyskland og Østrig. Navnlig informations- og kommunikationssektoren og bygge- og anlægssektoren er ramt af mangel på arbejdskraft. Den tiltagende mangel på arbejdskraft afspejler formodentlig ikke kun den hurtige genopretning efter den dybe recession og et fald i antallet af grænsearbejdere, men er også et signal om, at den manglende overensstemmelse mellem udbudte og efterspurgte kvalifikationer, som allerede eksisterede før krisen, kan vokse yderligere, efterhånden som den dobbelte omstilling skrider frem. ([5])

Pandemien og dens eftervirkninger risikerer at øge uligheden i forskellige former. I 2021 er langtidsledigheden steget i de fleste medlemsstater, da flere mennesker er blevet arbejdsløse, siden pandemien begyndte. Den store afbrydelse af rekrutteringen begrænsede mulighederne for arbejdsløse og nye på arbejdsmarkedet, herunder mange unge eller migranter. ([6]) Ungdomsarbejdsløsheden steg betydeligt under pandemien i de fleste medlemsstater, og i andet kvartal 2021 var den over 30 % i Grækenland (38,5 %), Spanien (38,2 %) og Italien (32,2 %). Nedlukningerne øgede også ulighederne i adgangen til uddannelse og til sundheds- og socialydelser, hvilket kan have en indvirkning på arbejdsmarkedet på mellemlang og lang sigt, mens indvirkningen på arbejdstiden var kraftigere for arbejdstagere med lavere uddannelsesniveau. Med undtagelse af Nederlandene blev arbejdstagere på tidsbegrænsede kontrakter desuden i særlig grad ramt af tabet af arbejdspladser i 2020. Selv om indkomststøtteforanstaltninger i høj grad har afbødet krisens regressive indvirkning på arbejdsmarkedsindkomsterne ([7]), er der fortsat stor bekymring for disse arbejdstageres udsigter på arbejdsmarkedet, også i betragtning af den faldende relative efterspørgsel efter job, der ikke giver mulighed for fjernarbejde, og rutineprægede erhverv.

Figur 1: **Udvikling i beskæftigelse og arbejdsløshed**



Anm.: a) I denne figur anvendes et indeks over teknisk fjernarbejdsmulighed og fysisk nærhed. Den baserer sig på O*NET-undersøgelsen, som måler opgaveindholdet i specifikke erhverv. Disse oplysninger sammen lignes med EU-LFS. b) De europæiske konjunktur- og forbrugerundersøgelser (EU-BCS) indsamler kvartalsdata fra arbejdsgiverne om deres vanskeligheder med at besætte ledige stillinger. Respondenterne kan som en begrænsende faktor angive "mangel på arbejdskraft".
Kilde: a) Europa-Kommissionen (2021), "Labour Market and Wage Developments in Europe", endnu ikke offentliggjort. b) Eurostat, LFS og Europa-Kommissionen, EU-BCS

([1]) For mere indgående redegørelser af den seneste udvikling på arbejdsmarkedet henvises til Europa-Kommissionen (2021) "Labour Market and Wage Developments in Europe" (endnu ikke offentliggjort).

([2]) Takket være den udbredte anvendelse af jobfastholdelsesordninger blev nedgangen mere afspejlet i et fald i antallet af arbejdstimer i 2020 (-5,5 %) end i en stigning i arbejdsløsheden. Faldet i BNP var større i 2020 end i 2009 (-4,3 %), men stigningen i arbejdsløsheden var betydeligt lavere (den månedlige arbejdsløshedsprocent steg med op til 2,6 procentpoint i EU mellem 2008 og 2009).

([3]) I marts 2021 fastsatte Europa-Kommissionen et nyt mål på EU-plan om at reducere antallet af personer, der er truet af fattigdom eller social udstødelse, med mindst 15 millioner inden 2030. Det er et af de tre overordnede mål inden for beskæftigelse, færdigheder og social inklusion, der skal nås inden 2030 som led i den europæiske søjle for sociale rettigheder.

([4]) I marts 2021 vedtog Kommissionen en henstilling om effektiv aktiv støtte til beskæftigelse (EASE) for at opfordre medlemsstaterne til at gennemføre sammenhængende pakker af styrkede aktive arbejdsmarkedspolitikker for at støtte jobskift i opsvinget. I overensstemmelse med EASE-henstillingen er aktive arbejdsmarkedspolitikker og offentlige arbejdsformidlinger en integreret del af 20 medlemsstaters genopretnings- og resiliensplaner, mens alle medlemsstater har medtaget opkvalificerings- og omskolingspolitikker i deres planer.

([5]) For en mere indgående redegørelse af færdigheder henvises til Europa-Kommissionen (2021), Kommissionens og Rådets forslag til en fælles rapport om beskæftigelsen 2022.

([6]) Se også: O. Croitorov m.fl. (2021), "The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area" *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Europa-Kommissionen, Vol. 20, No 2, Part I. Se også rapporten fra 2021 "Employment and Social Developments in Europe (ESDE)" og F. Fasani og J. Mazza (2020) A vulnerable workforce: migrant workers in the Covid-19 pandemic. JRC Technical report

([7]) "Employment and Social Developments in Europe (ESDE)", Annual Review 2021.

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

Covid-19-krisen afbrød korrektionen af makroøkonomiske ubalancer relateret til høj offentlige gæld, privat gæld og udlandsgæld og ramte på et tidspunkt, hvor der var ved at opstå overophedningsrisici i nogle lande efter flere år med kraftig vækst. Den pandemifremkaldte recession bremsede en bred konsolideringsproces efter en periode med høj offentlig og privat gældsætning, der havde fundet sted i en række medlemsstater i det meste af et årti, især de seneste fem år, hvor den økonomiske vækst blev stærkere og bidrog til at nedbringe gældskvoterne. Der var også blevet rettet op på store underskud på de løbende poster og den kraftige kreditvækst, hvilket medførte en gradvis reduktion af udlandsgælden og en styrkelse af banksystemerne. I de senere år har der været en ophobning af udfordringer og risici relateret til tegn på overophedning i visse sektorer i nogle lande, hovedsagelig med hensyn til boligpriser og omkostningskonkurrenceevne, især hvor den økonomiske vækst var mere kraftig, og efter en forholdsvis lang økonomisk ekspansion. Udviklingen i boligpriserne, der begyndte at stige før covid-19-krisen, fortsatte og steg i nogle tilfælde endda under pandemien. Omkostningskonkurrenceevnen forværredes i nogle af de lande, der oplevede kraftigt vækst før pandemien, og det er stadig vanskeligt at vurdere den seneste udvikling, da de tilgængelige data stadig forvrides af det usædvanlige fald i produktiviteten i 2020 og samspillet med omfattende arbejdsmarkedsstøtteforanstaltninger.

En række ubalancer blev forværret af covid-19-krisen, og der kan opstå nye risici. I 2020 steg den offentlige og den private sektors gældskvoter kraftigt som følge af recessionen og større låntagning for at afbøde konsekvenserne af krisen. Takket være den markante økonomiske genopretning er gældskvoterne nu ved at stabilisere sig eller er allerede begyndt at falde. Krisen efterlader imidlertid en højere gæld, da staterne kommer ud af krisen med klart højere gældskvoter. Den private sektor, hovedsagelig i lande, hvor den private gæld allerede var høj før krisen, er også tynget af højere gæld. En vellykket gennemførelse af genopretnings- og resiliensplanerne kan støtte den offentlige og private gældsnedbringelse ved at bidrage til øget vækst på lang sigt. På kort sigt kan en forringelse af kvaliteten af de offentlige og private aktiver imidlertid påvirke de finansielle institutioners balancer, hvis lave rentabilitet er faldet yderligere under pandemien, hvilket kan hæmme kreditudbuddet til genopretningen. Betalingsbalancerne er blevet mindre påvirket, men er dog forringet for lande, hvor grænseoverskridende turisme spiller en større rolle, herunder nogle med store negative nettostillinger over for udlandet. Samtidig er boligmarkederne blevet mere dynamiske under krisen, og væksten i boligpriserne har været på sit højeste siden over ti år i flere medlemsstater. Risikoen for overvurdering af boligpriserne er stigende, hvilket giver anledning til bekymring, navnlig når husholdningernes gæld er høj. Presset på omkostningskonkurrenceevnen kan stige kraftigt med genopretningen, især i de lande, der er mindre berørt af krisen.

Generelt set står en række medlemsstater over for udfordringer. Disse vedrører især:

- En række medlemsstater er berørt af *mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder relateret til beholdninger*. Det er typisk tilfældet for de lande, der blev ramt af de kraftige kreditudsving og markante nedgange på betalingsbalancens løbende poster efter den globale finanskrise, som også påvirkede banksektoren og den offentlige gæld. Næsten alle disse medlemsstater er blevet hårdt ramt af covid-19-krisen, hvilket også afspejler den grænseoverskridende turismes store betydning i deres økonomier:

- Hvad angår Cypern og Grækenland falder høj gæld og yderst negative nettostillinger over for udlandet sammen med vedvarende udfordringer i finanssektoren. Stillingen på disse medlemsstaters løbende poster forværredes i 2020 som følge af faldende indtægter fra rejser og turisme. Selv om der blev konstateret yderligere fremskridt med hensyn til at reducere misligholdte lån i 2020, er de fortsat høje i begge lande. Hvad angår Grækenland er det potentielle output kun steget svagt i en situation med høj arbejdsløshed.

- I Irland, Kroatien, Portugal og Spanien aftog ubalancerne relateret til høj gæld, indtil covid-19-krisen brød ud. I Kroatien, Portugal og Spanien blev disse tendenser imidlertid afbrudt af den pandemifremkaldte recession, og gældskvoten steg tydeligt. I 2020 skilte Irland sig ud ved at undgå en tilbagegang i BNP, mens den økonomiens sektormæssige sammensætning havde en gunstig indvirkning på landets betalingsbalance.

- I Rumænien og Ungarn knytter sårbarhederne sig hovedsageligt til *samspillet mellem den offentlige gæld og udenlandsk finansiering* i en situation med overophedningsrisici og store budgetunderskud. I Rumænien har underskuddet på de løbende poster været betydeligt og vedvarende i en årrække, og der forventes ingen forbedringer i den nærmeste fremtid. Den offentlige gæld har været kraftigt stigende siden før covid-19-krisen, hvilket afspejler store budgetunderskud, og den forventes at stige, hvilket vil øge behovet for ekstern finansiering. I Ungarn har de offentlige finansieringsbehov været store i de seneste år og vil fortsat være det i lyset af de korte løbetider og store budgetunderskud, og kilden til denne finansiering er delvis ekstern. I begge lande er en ikke ubetydelig del af gælden stiftet i udenlandsk valuta, hvilket forstærker forbindelserne mellem udlandssektoren og den finanspolitiske situation. I Ungarns tilfælde stiger boligpriserne kraftigt, og der kan konstateres inflationspres og pres på omkostningskonkurrenceevnen i en situation med stærk genopretning og vedvarende politisk støtte.

- I nogle få medlemsstater skyldes sårbarhederne hovedsageligt *store gældskvoter i den offentlige sektor, som er steget yderligere med krisen*, kombineret med sårbarheder relateret til *potentiel produktionsvækst* og *konkurrenceevne*. Det gælder navnlig Italien, hvor sårbarhederne også er knyttet til banksektoren og dens fortsat store om end i 2020 stadig faldende beholdning af misligholdte lån, kombineret med fortsat svage resultater på arbejdsmarkedet. Belgien og Frankrig står primært over for udfordringer relateret til høj offentlig gæld, der er steget markant under denne seneste krise, og potentielle vækstproblemer i en situation med svag konkurrenceevne. I Frankrig fortsatte den private gæld med at stige fra allerede relativt høje niveauer, navnlig virksomhedernes gæld. I Belgien steg den høje private gæld også yderligere i 2020. I både Belgien og Frankrig kan boligpriserne være overvurderet og er for nylig blevet mere dynamiske.

- Nogle medlemsstater er kendetegnet ved *store overskud på betalingsbalancens løbende poster*, som fortsat ligger over det niveau, der kan udledes af de underliggende forhold. Det gælder Nederlandene og Tyskland. Overskuddet i euroområdet forventes at stige i år efter et midlertidigt fald sidste år. De store overskud kan afspejle tabt vækst og tabte indenlandske investeringsmuligheder. Dette kan have konsekvenser for euroområdets virkemåde i en situation med genopretning, der skal opretholdes, eftersom forholdene stadig er præget af betydelig usikkerhed. I begge tilfælde peger udviklingen i boligpriserne på en risiko for overvurdering, som for Nederlandenes vedkommende har været der i en årrække og ledsages af høj gæld i husholdningerne.

- I Tjekkiet og Slovakiet er der i flere år registreret *tab af omkostningskonkurrenceevne kombineret med kraftige stigninger i boligpriserne*. Allerede før krisen blev der registreret tab af omkostningskonkurrenceevne, og den fortsat markante vækst i lønomkostningerne tyder på overophedningsrisici i en situation med fortsat store budgetunderskud. For Slovakiets vedkommende er den offentlige gæld højere. Landenes stilling over for udlandet synes ikke at være blevet påvirket, men den betydelige koncentration af eksporten i nogle få specifikke sektorer udgør en sårbarhed. Dette forværres af en kraftig vækst i boligpriserne med stigende risiko for overvurdering. I Slovakiets tilfælde falder dette sammen med relativt stor gæld i husholdningerne efter flere år med stigninger.

- I nogle medlemsstater har udviklingen på boligmarkedet øget de *risici, der knytter sig til boligvurderingerne*, ofte i en situation med stor gæld i husholdningerne. Dette gælder Sverige samt Danmark og Luxembourg. De seneste boligprisdata tyder på, at boligpriserne efter en vis kortvarig nedjustering i Sverige igen steg i 2020, hvilket øger betænkelighederne med hensyn til overvurdering. I Luxembourg er den kraftige vækst i boligpriserne blevet endnu mere dynamisk under krisen, hvilket har øget risikoen for overvurdering, og dette falder sammen med en stor gæld i husholdningerne i forhold til den disponible bruttoindkomst. I Danmark er den meget nylige acceleration i boligpriserne kombineret med stor gæld i husholdningerne.

- I Malta skaber stigende privat gæld kombineret med svagheder i insolvensreglerne særlige sårbarheder.

I denne rapport om varslingsmekanismen konkluderes det, at der bør udarbejdes dybdegående undersøgelser for 12 medlemsstater: Cypern, Frankrig, Grækenland, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige og **Tyskland**. Disse medlemsstater var genstand for en dybdegående undersøgelse i den foregående runde af makroubalanceproceduren, hvor det blev konstateret, at der bestod ubalancer (Frankrig, Irland, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige og Tyskland) eller uforholdsmæssigt store ubalancer (Cypern, Grækenland og Italien). I de kommende dybdegående undersøgelser vil der blive set på, om disse ubalancer forværres, er under korrektion eller er blevet korrigeret, med henblik på at ajourføre eksisterende vurderinger og vurdere eventuelle resterende politikbehov.

For en række af de medlemsstater, der ikke var genstand for en dybdegående undersøgelse i det foregående forløb, kan der konstateres udviklinger, der kræver særlig opmærksomhed. Slovakiet er præget af kraftig vækst i boligpriserne samtidig med en vedvarende, om end aftagende stigning i husholdningernes låntagning. Eksporten er stærkt koncentreret i nogle få specifikke brancher, og der har været tab af omkostningskonkurrenceevne, men eksportmarkedsandelene er hidtil ikke blevet påvirket negativt. I **Ungarns** tilfælde fortjener samspillet mellem offentlig låntagning og fremmedfinansiering i en situation med en betydelig gældseksponering i udenlandsk valuta opmærksomhed. Der har været en kraftig vækst i boligpriserne. Presset på omkostningskonkurrenceevnen er tiltagende, men eksportmarkedsandelene er hidtil ikke blevet påvirket negativt.

Der er også behov for at følge udviklingen af risici i andre medlemsstater, i mange tilfælde i forbindelse med boligmarkedet. For Danmarks og Luxembourgs vedkommende peger udviklingen på boligmarkedet i retning af en risikoophobning. Selv om ændrede præferencer, gunstige finansielle betingelser og udbudsbegrænsninger kan understøtte væksten i boligpriserne, kan risikoen for en nedjustering med potentielle konsekvenser for økonomien som helhed ikke afvises. Tjekkiet er kendetegnet ved kraftig vækst i boligpriserne og vedvarende tab af omkostningskonkurrenceevne, som har været betydelige i nogle år. I Malta skaber voksende privat gæld kombineret med svagheder i insolvensreglerne særlige sårbarheder. Udviklingen i disse seks medlemsstater bør følges nøje gennem overvågnings- og tilsynsværktøjerne med henblik på at fastslå, om de er forenelige med og befordrende for makroøkonomisk stabilitet. Risikoafvejningen tyder ikke på, at der på nuværende tidspunkt er behov for en dybdegående undersøgelse. Afsnit 4 indeholder flere oplysninger om den landespecifikke udvikling.

4. LANDESPECIFIKKE BEMÆRKNINGER

4.1. BELGIEN

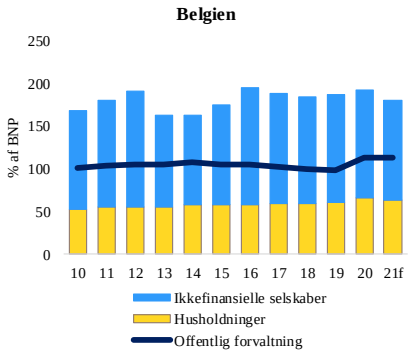
I juni 2021 blev der ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Belgien. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for gæld i den private sektor, konsolideret gæld og offentlig bruttogæld uden for de vejledende grænseværdier.

Efter en nedgang på 5,7 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 6 % i 2021 og med 2,6 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 8,4 % over niveauet i 2019.

Den mest relevante udvikling i forhold til den foregående rapport kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** er fortsat begrænset. I 2020 var der et lille overskud på de løbende poster. NIIP er klart positiv og forventes at forblive stort set uændret i 2021 og 2022. Den markante stigning i enhedslønomkostningerne i 2020 afspejler det store fald i produktiviteten under covid-19-krisen, som delvis kan tilskrives en underudnyttelse af arbejdskraft. I 2021 og 2022 forventes lønudviklingen stort set at opveje genoprettelsen af produktiviteten.

Figur A1: Gæld på tværs af sektorer i økonomien



Kilde: Eurostat og Kommissionens tjenestegrene

- **Gælden i den private sektor** i forhold til BNP steg yderligere over grænseværdien i 2020. Det blev negativt påvirket af det kraftige fald i BNP i 2020. De belgiske ikkefinansielle selskabers gæld er høj og steg til næsten 126 % af BNP, men risiciene begrænses af det forhold, at tallet påvirkes af den høje andel af koncerninterne lån på tværs af grænserne. Husholdningernes gældsætning, som hovedsagelig afspejler realkreditlån, fortsatte med at stige i 2020, men stigningen i husholdningernes gældskvote skyldes hovedsagelig faldet i BNP, da nettokreditstrømmene til husholdningerne var begrænsede. Foranstaltninger til støtte for husholdningernes og virksomhedernes indkomst har bidraget til stabiliseringen af andelen af misligholdte lån i 2020. Væksten i boligpriserne accelererede i 2020, og boligpriserne viser tegn på potentiel overvurdering.
- **Den offentlige gældskvote** steg yderligere i 2020 til 112,8 % af BNP, hvilket afspejler det kraftige fald i BNP og de betydelige statslige støtteforanstaltninger til at afbøde virkningerne af covid-19-krisen. Risiciene i forbindelse med feedbacksløjfer mellem finanssektoren og den offentlige sektor er fortsat begrænsede. Den finansielle sektor er stadig robust.
- Stigningen i **arbejdsløsheden** var begrænset i 2020 og steg kun lidt til 5,6 % takket være statslige støtteforanstaltninger, som er blevet forlænget indtil udgangen af 2021. Arbejdsløsheden forventes at stige en smule i både 2021 og 2022. Ungdomsarbejdsløsheden steg i 2020 og forventes at stige til 20,5 % i 2021.

Da covid-19-krisen ramte, havde Belgien ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, om end der var en stor gæld i den private sektor og i den offentlige sektor, som dog indebar begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen er gælden i både den private og den offentlige sektor steget yderligere og kræver overvågning. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

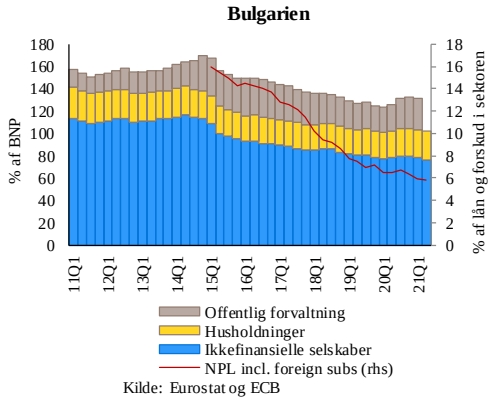
4.2. BULGARIEN

I juni 2021 blev der ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Bulgarien. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatoren for vækst i enhedslønomkostninger uden for den vejledende grænseværdi.

Efter en nedgang på 4,4 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 3,8 % i 2021 og med 4,1 % i 2022. Med en tilbagevenden til økonomisk ekspansion ventes det nominelle BNP i 2022 at ligge 17 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

Figur A2: Gældssammensætning på sektorer



Kilde: Eurostat og ECB

- Der blev registreret et lille underskud på **betalingsbalancens løbende poster** på 0,3 % af BNP i 2020 for første gang siden 2012. Faldet skyldes hovedsagelig nedgangen i eksporten af turisttjenester som følge af covid-19-pandemien. Turistindtægterne begyndte atter at stige i 2021 og tendensen forventes at fortsætte i 2022. Den negative nettostilling over for udlandet, som primært udgøres af udenlandske direkte investeringer, blev fortsat forbedret som følge af yderligere akkumulering af reserveaktiver.
- **De nominelle enhedslønomkostninger** steg yderligere i 2020 som følge af en noget lavere samlet produktivitet i en situation med underudnyttelse af arbejdskraften. På længere sigt forventes enhedslønomkostningerne fortsat at stige markant, om end i en lavere tempo end i 2020 og på trods af en stigende produktivitetsvækst, da lønomkostningerne pr. ansat forventes at stige kraftigt.
- **Virksomhedsgælden** steg i 2020, men gældsnedbringelsen forventes at blive genoptaget med den økonomiske genopretning. Selv om kreditvæksten aftog, vendte det kraftige fald i BNP i 2020 midlertidigt den gældsnedbringelsesproces, der var baseret på en kraftig nominel BNP-vækst. Med en tilbagevenden til økonomisk vækst ventes virksomhedernes gældskvote at blive bragt tilbage på en nedadgående kurs. Realvæksten i **boligpriserne** steg til 5,2 % i 2020. Den forventes at aftage en smule i 2021, men understøttes af en kraftig vækst i realkreditlån.
- **Den offentlige gæld** lå under 25 % af BNP i 2020 og forventes at forblive under 30 % af BNP i 2021 på trods af den planlagte stigning i de offentlige udgifter.
- **Den finansielle sektor** opretholdt tilstrækkelig likviditet og tilstrækkelig kapital under covid-19-krisen, understøttet af de foranstaltninger, som Bulgariens centralbank indførte i marts 2020, og af Bulgariens indtræden i bankunionen i juli 2020. Andelen af misligholdte lån er fortsat høj, selv om den faldt yderligere til 5,9 % i 2020. Det vil være vigtigt fremover nøje at overvåge virkningen af udfasningen af de offentlige støtteforanstaltninger såsom lånemoratorier og garantiordninger.
- **Arbejdsmarkedsforholdene** blev ikke særlig hårdt ramt af recessionen i 2020, hovedsagelig på grund af anvendelsen af arbejdsfordelingsordninger. Arbejdsløsheden steg til 5,1 % i 2020 fra et historisk lavt niveau i 2019, men forventes at begynde at falde fra 2022.

Da covid-19-krisen ramte havde Bulgarien ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om andelen af misligholdte lån og virksomhedernes gæld lå på et relativt højt, men dog faldende niveau. Som følge af covid-19-krisen steg den private sektors gældskvote midlertidigt i 2020, men den forventes siden at falde. Lønomkostningerne forventes at fortsætte den pandemiske vækstkurs, der var lagt før pandemien. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

4.3. TJEKKIET

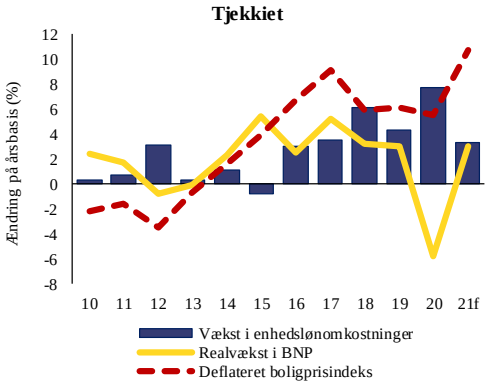
I juni 2021 blev der ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Tjekkiet. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatoren for vækst i enhedslønomkostninger uden for den vejledende grænseværdi.

Efter en nedgang i BNP på 5,8 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 3 % i 2021 og med 4,4 % i 2022. Med en tilbagevenden til økonomisk ekspansion ventes det nominelle BNP i 2022 at ligge 13,2 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** er fortsat begrænset. Der blev registreret et overskud på de løbende poster på 3,6 % af BNP i 2020, men dette ventes at vende tilbage til en stort set ligevægtig stilling i 2021. Nettostillingen over for udlandet blev fortsat forbedret, men forblev dog svagt negativ på -12,5 % af BNP i 2020. Nettostillingen over for udlandet ekskl. ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI) var allerede positiv og er også blevet bedre.

Figur A3: BNP, enhedslønomkostninger og boligpriser



Kilde: Eurostat og Kommissionens tjenestegrene

- Væksten i **enhedslønomkostninger** var allerede høj før pandemien. Den tog yderligere fart i 2020 som følge af underudnyttelse af arbejdskraften i forbindelse med covid-19-krisen. Med opsvinget i produktiviteten forventes væksten i enhedslønomkostninger at aftage trods en kraftig vækst i lønomkostningerne pr. ansat i 2021 og 2022.
- **Gælden i den private sektor** var fortsat lav. Selv om den steg en smule i 2020, ligger den private gæld fortsat et godt stykke inden for de prudentielle benchmarks og benchmarksene baseret på fundamentaler. Kreditstrømmene har været positive, men begrænsede for både husholdninger og virksomheder. **Banksektoren** er velkapitaliseret, og dens rentabilitet er høj. Andelen af misligholdte lån er fortsat lav.
- **Den offentlige gæld** steg til 37,7 % af BNP i 2020 og forventes at stige til 42,4 % af BNP i 2021 og 44,3 % i 2022. Selv om den offentlige gæld stadig er forholdsvis lav, stiger den hurtigt som følge af store budgetunderskud.
- **Boligpriserne** er steget voldsomt over en længere periode, og der er stigende tegn på potentiel overvurdering. Væksten i de reale boligpriser var fortsat høj i 2020 og udgjorde 5,5 %, selv om den faldt til under resultattavlens grænseværdi. Da husholdningernes disponible indkomst forventes blive ved med at stige kraftigt i 2021-2022, forekommer det sandsynligt, at boligpriserne vil stige yderligere, hvilket også fremgår af de tilgængelige data for 2021. Det opadrettede prispres kan afbødes af en forventet stigning i boligbyggeriet i 2021 og 2022 og stigende realkreditrenter som følge af den igangværende monetære stramning.

Da covid-19-krisen ramte, havde Tjekkiet ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om udviklingen i konkurrenceevnen og presset på boligmarkedet indebærer visse risici. Som følge af covid-19-krisen er nogle risici blevet mere udtalte. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

4.4. DANMARK

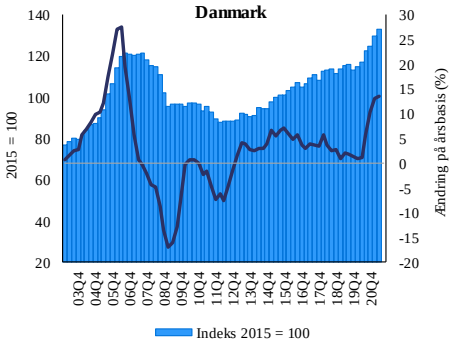
I juni 2021 blev der ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Danmark. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for overskud på betalingsbalancens løbende poster og gæld i den private sektor uden for de vejledende grænseværdier.

Efter en nedgang på 2,1 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 4,3 % i 2021 og med 2,7 % i 2022. Det nominelle BNP ventes i 2021 at overstige 2019-niveauet med ca. 10,4 %.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Hvad angår **stillingen over for udlandet**, udviser betalingsbalancens løbende poster fortsat et stort overskud, som nåede op på 8,1 % af BNP i 2020. Selv om overskuddet forventes at falde støt i de kommende år, ventes det fortsat at ligge et godt stykke over resultattavlens øvre grænseværdi. Det store overskud afspejler hovedsagelig store virksomheds- og pensionsopsparinger. Akkumulerede overskud på de løbende poster har ført til en meget positiv nettostilling over for udlandet (NIIP), som udgjorde næsten 69 % af BNP i 2020, Den er således faldet fra ca. 77 % af BNP i 2019 som følge af værdireguleringer. Den meget positive NIIP genererer en positiv primær nettoindkomst, hvilket igen styrker den positive saldo på de løbende poster.

Figur A4: Realt boligprisindeks



Kilde: Eurostat, ECB, Europa-Kommissionens tjenestegrene

- **Gælden i den private sektor** er fortsat høj, men er faldende. De danske husholdninger har i de seneste år nedbragt deres gæld, selv om **husholdningernes gældskvote** steg en smule til 111,7 % af BNP i 2020 som følge af faldet i det reale BNP. Husholdningernes gældskvote er den højeste i EU, men forventes fortsat at falde i 2021 som andel af BNP. Trods stigende boligpriser var stigningen i realkreditlån fortsat moderat. Rentebyrden mindskedes yderligere, mens andelen af lån til variabel rente fortsat er forholdsvis høj, om end meget lavere end for ti år siden. Husholdningernes høje bruttogæld ledsages af betydeligt højere, om end mindre likvide, finansielle aktiver, navnlig bolig- og pensionsopsparinger.
- Væksten i de **reale boligpriser** lå på 4,6 % i 2020, hvilket er under grænseværdien i resultattavlen. Væksten i de reale boligpriser steg i første halvdel af 2021 og nåede et toppunk på 13,5 % år-til-år i andet kvartal af 2021, men forventes at aftage i den nærmeste fremtid. Skønnene over vurderingsgabet tyder på potentiel overvurdering. Det gennemsnitlige boligprisgab stiger fortsat, og forskellen mellem pris og indkomst er forholdsvis høj.
- **Banksektoren** er forblevet stabil, og bankerne er fortsat rentable, likvide og velkapitaliserede, mens andelen af misligholdte lån er lav. Trods en kraftig stigning i 2020 som følge af gennemførelsen af covid-19-relaterede foranstaltninger er den **offentlige gæld** forholdsvis lav og udgør omkring 42 % af BNP. Budgetunderskuddet var kun på 0,2 % af BNP i 2020, til dels som følge af engangsvirkninger.
- **Arbejdsmarkedet** er forblevet stærkt. Arbejdsløsheden steg en smule i 2020 til 5,6 %. På grund af den kraftige genopretning af den danske økonomi oversteg beskæftigelsen niveauet før pandemien, og antallet af arbejdsløse faldt til under niveauet før pandemien i andet kvartal 2021.

Da covid-19-krisen ramte, havde Danmark ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om den store gæld i den private sektor og overskuddet på betalingsbalancens løbende poster indebærer visse risici. Som følge af covid-19-krisen er gældsætningen i den private sektor steget moderat, mens boligpriserne er steget markant, og overskuddet på de løbende poster er forblevet højt. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

4.5. TYSKLAND

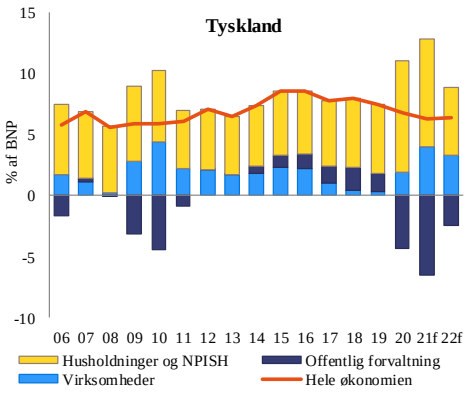
I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Tyskland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig knytter sig til et lavt investeringsniveau i forhold til opsparingen, som har grænseoverskridende betydning. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for stilling på betalingsbalancens løbende poster, vækst i enhedslønomkostninger, vækst i boligpriser og gæld i den offentlige sektor uden for den vejledende grænseværdi.

Efter en nedgang på 4,6 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 2,7 % i 2021 og med 4,6 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 9,4 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Overskuddet på **betalingsbalancens løbende poster**, der udgjorde 6,9 % af BNP i 2020, er fortsat højt. Det er gradvist indsnævret siden 2015, men ventes at forblive over 6 %. Dette hænger sammen med afdæmpede private og offentlige investeringer, som bl.a. hæmmes af flaskehalse for investeringer, f.eks. i infrastruktur og boliger. Skønt de private og offentlige investeringer er steget gradvist i de seneste år, ligger de fortsat under gennemsnittet for euroområdet.
- **Enhedslønomkostningerne** steg kraftigt i 2020 som følge af et kraftigt fald i produktionen kombineret med forholdsvis stabil beskæftigelse og stabile lønomkostninger. Forholdet mellem arbejdsomkostninger og produktion forventes at blive normaliseret, efterhånden som BNP stiger.

Figur A5: Nettofordringserhvervelse pr. sektor



Kilde: Ameco

- **Den offentlige gæld** overskred den vejledende grænseværdi på 60 % af BNP, idet den steg til 68,7 % af BNP i 2020 og forventes at toppe med 71,4 % i 2021, hvilket afspejler den politiske støtte under covid-19-pandemien. **Banksystemet** er fortsat tilstrækkeligt kapitaliseret med et meget lavt niveau af misligholdte lån, selv om rentabiliteten er lav efter et yderligere fald i 2020.
- **De reale boligpriser** steg med 7,1 % i 2020 og fortsatte med at vokse kraftigt i første halvdel af 2021 på baggrund af et fortsat fald i boligudbuddet. Udviklingen i boligpriserne viser tegn på potentiel overvurdering.

Da covid-19-krisne ramte havde Tyskland et stort indenlandsk opsparingsoverskud, som primært var understøttet af nettoopsparinger i husholdningerne og i den offentlige sektor. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er fortsat højt, da de private investeringer fortsat er afdæmpede trods den politiske støtte i forbindelse med covid-19, og de offentlige investeringer er endnu ikke tilstrækkelige til at dække de mangeårige investeringsunderskud. Boligpriserne er steget kraftigt. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

4.6. ESTLAND

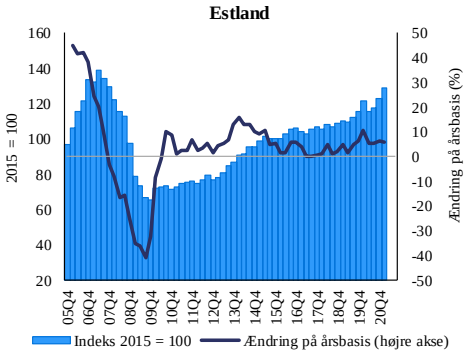
I juni 2021 blev der ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Estland. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for den reale effektive valutakurs, vækst i enhedslønomkostninger, vækst i boligpriser, den finansielle sektors passiver og ungdomsarbejdsløshed uden for den vejledende grænseværdi.

Efter en nedgang på 3 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 9 % i 2021 og med 3,7 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 16 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** er fortsat begrænset, idet NIIP forventes at stabilisere sig på omkring -22 % af BNP i 2021 efter et årti med konstante forbedringer. Den akkumulerede beholdning af udenlandske direkte investeringer udgør størstedelen af passiverne. Der blev registreret et mindre underskud på betalingsbalancens løbende poster i 2020, som ventes at stige en anelse i 2021.

Figur A6: Realt boligprisindeks



Kilde: Eurostat, ECB, Kommissionens tjenestegrene

- **Væksten i enhedslønomkostninger** tiltog yderligere i 2020 efter nogle år med fortsat kraftig vækst. Enhedslønomkostningerne forventes at falde i 2021 takket være højere produktivitet i en tid med kraftig produktionsvækst og en forsinket reaktion på beskæftigelsen og derefter begynde at stige igen. Eksportmarkedsandelene steg indtil 2020 med udgangspunkt i vareeksporten, og de forventes fortsat at stige, om end i et langsommere tempo fremover. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg marginalt sidste år, om end mindre end i nogle af årene før pandemien.
- Væksten i **boligpriser** steg til 6,9 % i 2020 og forventes at accelerere yderligere i 2021 som følge af den tidlige tilbagetrækning af pensionsaktiver i 2021, stigende priser på byggematerialer og flaskehalse på udbudssiden, mens husholdningernes lånebegrænsninger kan være en formildende faktor. Boligprisparametrene peger ikke i retning af potentielle overvurderingsrisici. **Banksektoren** er fortsat robust med en høj kapitalprocent og en lav andel af misligholdte lån.
- **Den offentlige gældskvote** er fortsat lav, men steg med 10 procentpoint i 2020 som følge af et højere offentligt underskud, lavere nominelt BNP og forebyggende finansiering fra statens side. Den forventes at udgøre 20,4 % af BNP i 2022.
- Situationen på **arbejdsmarkedet** blev forværret i kølvandet på covid-19-krisen. Efter at være faldet støt i de seneste ti år steg arbejdsløsheden til 6,8 % i 2020. Den forventes at begynde at falde i 2022. Ungdomsarbejdsløsheden steg markant i 2020, og den forventes at fortsætte med at stige i 2021.

Da covid-19-krisen ramte, havde Estland ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, skønt nettostillingen over for udlandet var negativ, hvilket indebærer begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen er væksten i boligpriser accelereret, men boligerne synes ikke at være overvurderet. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

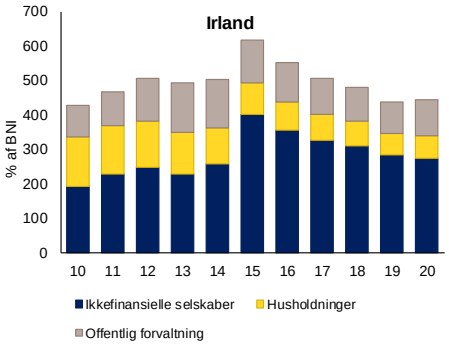
4.7. IRLAND

I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Irland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig vedrører sårbarheder i forbindelse med en stor gæld i den private og den offentlige sektor samt udlandsgæld. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for stilling på betalingsbalancens løbende poster, nettostilling over for udlandet, gæld i den private sektor og erhvervsfrekvens uden for de vejledende grænseværdier.([40])

Efter en vækst på 5,9 % i 2020 forventes Irlands økonomiske vækst at vokse yderligere med 14,6 % i 2021 og med 5,1 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 28,1 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

Figur A7: Gæld på tværs af sektorer af økonomien



Kilde: Eurostat og CSO
Anm.: Den justerede bruttonationalindkomst (BNI*) giver et bedre billede af den underliggende økonomiske aktivitet, idet den er eksklusive multinationale selskaber

- **Stillingen over for udlandet** vækker fortsat bekymring. NIIP er stærkt negativ, selv om den oppustes af multinationale selskabers aktiviteter. Den blev forbedret til -174 % af BNP i 2020 og forventes at blive yderligere forbedret fremover. Stillingen på de løbende poster blev forbedret i 2020 fra et enormt underskud i 2019, og der forventes et stort overskud i 2021 og 2022, hvilket vil bidrage til at forbedre udlandsstillingen.
- **Gælden i den private sektor** er meget høj, men falder fortsat. Den udgjorde knap 189 % af BNP i 2020. Virksomhederne tegner sig for størstedelen af den private gæld (153 % af BNP og 274 % af den justerede bruttonationalindkomst (BNI*)) og ligger fortsat over de prudentielle benchmarks og benchmarksene baseret på fundamentaler. En stor del af virksomhedernes gæld består i koncerninterne lån på tværs af grænserne, hvilket mindsker risiciene. I 2020 nåede husholdningernes gæld op på ca. 36 % af BNP og 64 % af BNI *. Selv om den ligger under den prudentielle tærskel og er faldende, er den stadig høj i forhold til husholdningernes disponible indkomst (109 %).
- **Den offentlige gæld** steg en smule til 58,4 % af BNP i 2020. Den forventes at vende tilbage til den nedadgående tendens i 2021. Til gengæld er den offentlige gæld i forhold til BNI* fortsat stor.
- **Banksektoren** er sig i en sundere position end i tiden op til finanskrisen i 2010. Bankerne er velkapitaliserede, men står over for langsigtede udfordringer i forbindelse med rentabiliteten, som blev negativ i 2020. Omfanget af misligholdte lån er faldet betydeligt i de seneste år, og andelen af misligholdte lån var fortsat lav, nemlig 2,6 % i juni 2021.
- **Boligpriserne** var stagnerende i 2020 i faste priser, men forventes at stige en smule i 2021 som følge af manglende udbud. Parametrene for vurderingsgabet peger ikke i retning af potentiel overvurdering, men boligernes prisoverkommelighed er fortsat et problem, idet det gennemsnitlige antal års indkomst, der kræves for at købe en bolig, er blandt de højeste i EU.
- **Arbejdsløsheden** steg til 5,7 % i 2020 og forventes at stige til 7,5 % i 2021 som følge af covid-19-krisen, men vil sandsynligvis begynde at falde igen derefter. Den treårige ændring i erhvervsfrekvensen blev negativ i 2020, men forventes atter at blive positiv i 2021 og 2022.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Irland sig i en sårbar position med hensyn til udlandsgælden samt gælden i den private og den offentlige sektor. Eftersom Irlands økonomi er vokset trods krisen, er sårbarhederne relateret til udlandsgælden og den private gæld aftaget en del, men den offentlige gæld er steget. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af

[40] I rapporten om overvågning efter programgennemførelsen for Irland fra efteråret 2021 redegøres der også for nogle af de sårbarheder, der fremhæves i denne rapport.

ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

4.8. GRÆKENLAND

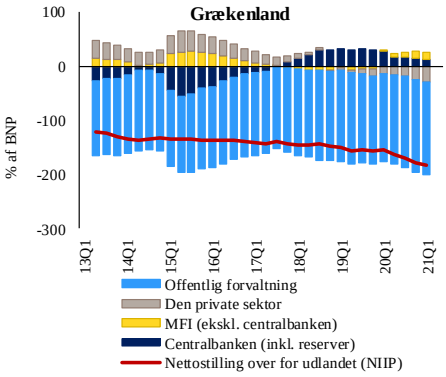
I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Grækenland befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store ubalancer, som er relateret til stor gæld i den offentlige sektor, en ufuldstændig genetablering af balancen over for udlandet og store misligholdte lån i en situation med stor arbejdsløshed og lav potentiel vækst. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, gæld i den offentlige sektor, eksportmarkedsandele, passiver i finanssektoren, arbejdsløshed og erhvervsfrekvens uden for de vejledende grænseværdier. ([41])

Efter et kraftigt fald på 9 % i 2020 forventes det reale BNP at stige, og væksten forventes at nå op på 7,1 % i 2021 og 5,2 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 2,4 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Stillingen over for udlandet** blev forværret i 2020, da den negative NIIP faldt yderligere som følge af nedgangen i BNP og den markante forværring af underskuddet på de løbende poster til -6,6 % af BNP. Med turismens tilbagevenden forventes underskuddet på de løbende poster at falde i 2021 og 2022. En stor andel af NIIP udgøres af offentlig gæld stiftet på lempelige vilkår og med lange løbetider.

Figur A8: NIIP fordelt på sektorer



Kilde: Eurostat aog Kommissionens tjenestegrene

- **Den offentlige gældskvote** steg med 26 procentpoint i 2020 til 206,3 % af BNP, hvilket afspejler recessionens alvor og indvirkningen af foranstaltningerne til at begrænse covid-19-krisens økonomiske og sociale omkostninger. Over halvdelen af denne stigning skyldtes nævnereffekten. Den offentlige gældskvote ventes at stige igen fra 2021. Bruttofinansieringsbehovene på længere sigt har ikke ændret sig væsentligt siden pandemiens begyndelse, hovedsagelig på grund af faldet i refinansieringsrenterne.
- Rentabiliteten i **banksektoren** blev negativ i 2020, og egentlige kernekapitalprocent er blandt de laveste i EU, til dels på grund af den igangværende sanering af bankernes balancer. Selv om andelen af misligholdte lån stadig var høj og udgjorde 26,1 % i marts 2021, faldt andelen af misligholdte lån ([42]) markant i 2020 og forventes fortsat at falde langsomt i 2021. Efter udløbet af moratorierne peger en indledende vurdering i retning af en moderat negativ indvirkning på aktivernes kvalitet, men der er fortsat nedadrettede risici.
- **Arbejdsløsheden** fortsatte med at falde under pandemien, hovedsagelig som følge af statslige støtteforanstaltninger, men forblev høj på 16,3 % i 2020. Den forventes at falde yderligere i løbet af prognoseperioden.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Grækenland sig i en sårbar position med hensyn til en ufuldstændig genetablering af balance over for udlandet, tilbageværende misligholdte lån, arbejdsløshed og lav potentiel vækst. Som følge af covid-19-krisen er den offentlige gæld og ubalancerne over for udlandet steget. Kommissionen finder overordnet set, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

([41]) Nogle af de sårbarheder, der fremhæves i denne rapport, er også behandlet i den tolvte rapport om skærpet overvågning vedrørende Grækenland.

([42]) Ifølge Den Europæiske Centralbank, misligholdte lån som andel af de samlede bruttoudlån og -forskud, konsolideret (dvs. inklusive kassebeholdninger i centralbanker og andre anfordringsindskud i nævneren). Dette tal adskiller sig fra det, der indberettet under skærpet overvågning, og som følger misligholdte lån som en andel af de samlede bruttokundelån på individuelt grundlag, som indberettet af den græske centralbank.

4.9. SPANIEN

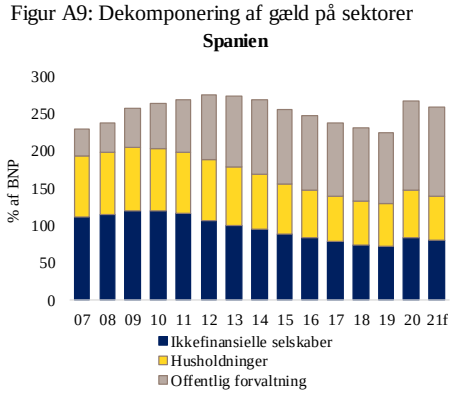
I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Spanien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som er relateret til en stor udlandsgæld og stor gæld i den private og den offentlige sektor, som har grænseoverskridende konsekvenser, i en situation med høj arbejdsløshed. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger en række indikatorer uden for den vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, vækst i enhedslønomkostninger, eksportmarkedsandele, offentlig gæld og gæld i den private sektor, arbejdsløshed samt erhvervsfrekvens.

Efter en nedgang på 10,8 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 4,6 % i 2021 og med 5,5 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2023 forventes at ligge 2,6 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Stillingen over for udlandet** blev forværret i 2020, da den negative NIIP i forhold til BNP steg, hovedsagelig som følge af nedgangen i BNP, men også på grund af negative værdireguleringer. NIIP udgjorde -85,5 % i 2020, men forventes at blive forbedret i 2021 og 2022. NIIP korrigeret for ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI) er fortsat meget negativ. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt til 0,8 % af BNP i 2020 ledsaget af en forværring af eksportmarkedsandelene, som delvist kan tilskrives den svage internationale turisme. Stillingen på de løbende poster forventes at udvise et lille overskud i 2021 og 2022.

Figur A9: Dekomponering af gæld på sektorer



Kilde: Eurostat og Kommissionens tjenestegrene

- **Virksomhedernes og husholdningernes gæld** havde været faldende frem til 2019. Med covid-19-krisen steg den private gældskvote til lidt over 146 % af BNP i 2020, hvilket afspejler både nettokreditstrømmene til erhvervssektoren og i højere grad det betydelige fald i BNP, og gældskvoten ligger således uden for grænseværdien på 133 %. Stigningen i den private gældskvote vil sandsynligvis blive delvis vendt i 2021 som følge af den forventede økonomiske genopretning.
- Den allerede høje **offentlige gældskvote** steg med 25 procentpoint i 2020 til 120 % af BNP, hvilket afspejler recessionens alvor og indvirkningen af de offentlige støtteforanstaltninger som reaktion på covid-19-krisen. Den forventes at begynde at falde svagt i 2022 og nå op på 116 %. Der er fortsat risici forbundet med negative feedbacksløjfer mellem den finansielle og den offentlige sektor, som kan blive forstærket af stigende sårbarheder i virksomhedssektoren som følge af pandemien.
- **Bankesektoren** har gennem de sidste ti år øget sin modstandsdygtighed. Som følge af covid-19-krisen er kapitaliseringen i banksektoren blevet marginalt forbedret, selv om den stadig er lav. Bankernes likviditetsstilling er fortsat betryggende. Rentabiliteten har været konstant lav og blev negativ i 2020. Andelen af misligholdte lån faldt til 2,8 % i 2020. Den risikerer dog at stige fremadrettet, når virkningerne af udfasningen af de offentlige støtteforanstaltninger, navnlig lånemoratorierne og garantiordningerne, begynder at skinne igennem.
- Efter at være faldet i flere år steg **arbejdsløsheden** igen i 2020 til 15,5 % i forbindelse med covid-19-krisen og ligger fortsat over den vejledende grænseværdi. Arbejdsløsheden ventes at blive falde i 2021 og 2022. Erhvervsfrekvensen faldt og ligger fortsat under den vejledende grænseværdi. Desuden giver segmenteringen på arbejdsmarkedet fortsat anledning til bekymring.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Spanien sig i en sårbar position med hensyn til udlandsgælden samt gælden i den private og den offentlige sektor og arbejdsløsheden. Som følge af covid-19-krisen er gældskvoterne og arbejdsløsheden steget. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

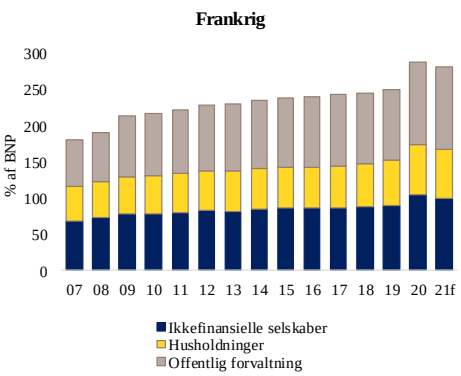
4.10. FRANKRIG

I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Frankrig befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som er relateret til en stor offentlig gæld og en svag konkurrenceevne i en situation med lav produktivitetsvækst, som også har grænseoverskridende konsekvenser. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger en række indikatorer uden for de vejledende grænseværdier, nemlig gæld i den offentlige og i den private sektor, eksportmarkedsandele og erhvervsfrekvens.

Efter et fald på 7,9 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 6,5 % i 2021 og med 3,8 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 6,7 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

Figur A10: Dekomponering af gæld



Kilde: Eurostat og Kommissionens tjenestegrene

- **Stillingen over for udlandet** blev forværret i 2020, idet den negative NIIP i forhold til BNP faldt til omtrent -30 % som følge af et øget underskud på de løbende poster og faldet i BNP. Stillingen på de løbende poster forventes at blive en anelse forbedret i de kommende år i takt med den forventede stigning i eksporten. NIIP forventes at stabilisere sig omkring det nuværende niveau.
- **Gældskvoten for den private sektor** fortsatte med at stige i 2020 med 21 procentpoint til næsten 174 % understøttet af stærke kreditstrømme. Denne stigning forventes at blive vendt en smule i 2021. Virksomhedernes stigende gældsætning ledsages imidlertid af en parallel stigning i virksomhedernes likviditetsbuffere, mens den stigende gæld i husholdningerne også blev ledsaget af en stigning i indlån. De reale **boligpriser** steg noget hurtigere i 2020 end i 2019 og viser tegn på potentiel overvurdering.
- Den allerede høje **offentlige gældskvote** steg med 18 procentpoint til 115 % af BNP i 2020, hvilket afspejler de statslige støtteforanstaltninger som reaktion på covid-19-krisen og recessionens alvor. Den forventes at begynde at falde i 2021.
- Efter flere års forbedring blev parametrene for **konkurrenceevnen** påvirket negativt af covid-19-krisen. Væksten i enhedslønomkostninger steg midlertidigt i 2020 til trods for et fald i lønomkostninger pr. ansat. Dette forventes kun delvis at blive vendt i de kommende år. Det markante tab af eksportmarkedsandele i 2020 forventes at blive genoprettet i de kommende år.
- **Banksektoren** har haft sund og stigende kapitalgrundlag, mens den allerede lave andel af misligholdte lån fortsatte med at falde i 2020 til 2,2 %. Dette tal kan dog stige med den gradvise udfasning af de statslige støtteforanstaltninger.
- Situationen på **arbejdsmarkedet** blev forværret i 2020 som følge af covid-19-krisen med et fald i den samlede beskæftigelse og erhvervsfrekvensen. Både beskæftigelsen og erhvervsfrekvensen forventes at stige fra 2021 og derefter.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Frankrig sig i en sårbar position med hensyn til den offentlige gæld og konkurrenceevnen i en situation med lav produktivitetsvækst. Som følge af covid-19-krisen er den offentlige og den private gæld samt udlandsgælden steget. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

4.11. KROATIEN

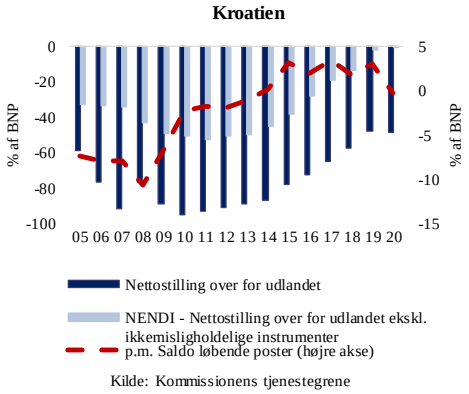
I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Kroatien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer relateret til en stor udlandsgæld samt privat og offentlig gæld i en situation med lav potentiel vækst. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, vækst i enhedslønomkostninger, vækst i boligpriser og bruttogæld i den offentlige sektor uden for den vejledende grænseværdi.

Efter en nedgang på 8,1 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 8,1 % i 2021 og med 5,6 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 9,5 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Stillingen over for udlandet** blev forværret i 2020. De løbende poster udviste et underskud på 0,1 % af BNP i 2020, hovedsagelig på grund af den pandemirelaterede nedgang i den turismerelaterede eksport. Det gennemsnitlige 3-årige overskud faldt til 1,6 %. NIIP blev en smule forværret til -47,8 % af BNP i 2020, men forventes at blive forbedret igen fra 2021 og fremefter. Til gengæld blev NIIP ekskl. ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI) yderligere forbedret og nåede en ligevægtig stilling i 2020.
- De **nominelle enhedslønomkostninger** accelererede i 2020 som følge af et fald i produktiviteten, hvilket bragte den 3-årige ændring op på 13,7 %. Væksten i enhedslønomkostninger forventes at blive negativ i 2021.

Figur A11: NIIP, privat gæld og offentlig gæld



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- **Boligprisindekset** lå igen over grænseværdien i 2020 med en stigning på 7,3 % i faste priser, hvilket øgede prisoverkommelighedsproblemet. I 2021 ventes boligprisudviklingen at stilne af. Boligpriserne kræver nøjere overvågning, også i betragtning af udviklingen i priserne for bygge- og anlægsarbejder.
- **Den private gældskvote** steg fra ca. 88 % af BNP til 98 % i 2020 som følge af faldet i BNP og positive, om end lave kreditstrømme. Stigningen i både virksomhedernes og husholdningernes gældskvoter vil sandsynligvis blive vendt i 2021 som følge af nævnereffekten (BNP-væksten). Selv om **banksektoren** er velkapitaliseret og har en høj rentabilitet, er den også kendetegnet ved en relativt høj andel af misligholdte lån på over 5 %. Det vil være vigtigt fremover nøje at overvåge virkningen af udfasningen af offentlige støtteforanstaltninger såsom lånemoratorier og garantiordninger.
- Efter at være faldet fem år i træk steg den **offentlige gældskvote** med 16 procentpoint i 2020 til 87,3 % af BNP, hvilket afspejler de statslige støtteforanstaltninger som reaktion på covid-19-krisen og recessionens alvor. Med den forventede økonomiske genopretning og tilbagetrækningen af den finanspolitiske støtte forventes den offentlige gæld atter at begynde at falde i 2021.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Kroatien sig i en sårbar position med hensyn til gælden i den offentlige og den private sektor samt udlandsgælden i en situation med lav potentiel vækst. Som følge af covid-19-krisen er gældskvoterne steget. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

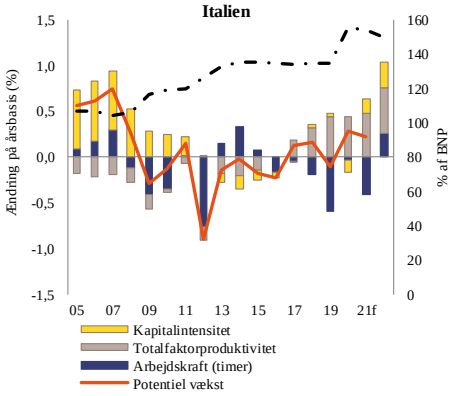
4.12. ITALIEN

I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Italien befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som er relateret til stor gæld i den offentlige sektor og en længerevarende svag udvikling i produktiviteten, hvilket har grænseoverskridende følger i en situation med sårbarheder på arbejdsmarkedet og i banksektoren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for gæld i den offentlige sektor og erhvervsfrekvens uden for de vejledende grænseværdier.

Efter et kraftigt fald i den reale produktion på 8,9 % i 2020 som følge af covid-19-krisen forventes den reale BNP-vækst at stige med 6,2 % i 2021 og 4,3 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau forventes i 2022 at overstige 2019-niveauet med ca. 4,6 %.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

Figur A12: Potentiel vækst og privat gæld



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- **Stillingen over for udlandet** er stabil med en afbalanceret NIIP. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster på 3,8 % af BNP i 2020 forventes at falde marginalt i 2021, hovedsagelig på grund af stigende olieregninger og større importefterspørgsel.
- **Den private gæld** steg i 2020, idet både husholdningernes og virksomhedernes gæld lå tæt på de prudentielle benchmarks og benchmarksene baseret på fundamentaler. Fra 2021 forventes begge komponenter i den private gæld at falde, efterhånden som væksten genoptages.
- **Arbejdsproduktiviteten** faldt brat i 2020, idet arbejdsfordelingsordninger understøttede beskæftigelsen, mens det økonomiske output styrtdykkede. Produktiviteten forventes at blive forbedret på mellemlang sigt, efterhånden som BNP-væksten stiger. **Væksten i enhedslønomkostninger** steg i 2020, men forventes at aftage som følge af moderat lønvækst fremover.
- Den **offentlige gældskvote** steg med 21 procentpoint i 2020 til 155,6 %. Over halvdelen af denne stigning skyldes nævnereffekten. Den offentlige gældskvote forventes at begynde at falde i 2021 trods den langvarige politiske støtte og at fortsætte med at falde i de efterfølgende år. De offentlige finanser er fortsat udsat for risici relateret til feedbacksløjfer mellem finanssektoren og erhvervslivet i betragtning af den betydelige andel af offentligt garanterede lån og risikoen for, at virksomhederne bliver insolvente, om end fra det nuværende lave niveau.
- Der er fortsat sket forbedringer i **banksektoren**, men der er stadig sårbarheder. Nedbringelsen af andelen af misligholdte lån er skredet fremad, andelen lå på 4,5 % i første kvartal af 2021 og er således fortsat over gennemsnittet i euroområdet på 2,4 %. Likviditetsforanstaltningerne som reaktion på pandemien støttede bankernes udlånsvolumen. Bankernes rentabilitet faldt imidlertid i 2020. Det vil være vigtigt fremover nøje at overvåge virkningen af udfasningen af de offentlige støtteforanstaltninger såsom lånemoratorier og garantiordninger.
- **Arbejdsløsheden** faldt fortsat i 2020 til 9,2 % i modsætning til de fleste andre EU-lande, men den forventes at stige i 2021. Ungdomsarbejdsløsheden steg yderligere i 2020 og er meget høj. Arbejdsstyrken er stadig mindre end før covid-19-krisen. Vedvarende misforhold mellem udbudte og efterspurgte kvalifikationer kan forhindre en hurtigere nedbringelse af arbejdsløsheden i de kommende år.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Italien sig i en sårbar position med hensyn til stor gæld i den offentlige sektor og svag produktivitetsvækst i en situation med en stadig relativt arbejdsløshed. Som følge af covid-19-krisen er gældskvoterne steget, samtidig med at der fortsat er sårbarheder i den finansielle sektor og visse sårbarheder på arbejdsmarkedet. Kommissionen finder overordnet set, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage

en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

4.13. CYPERN

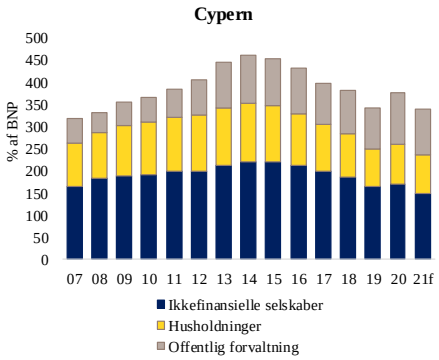
I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Cypern befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer. Sårbarhederne vedrører stor udlandsgæld samt stor gæld i den offentlige og den private sektor og stadig store misligholdte lån, hvilket kombineres med et stort underskud på betalingsbalancens løbende poster. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger en række indikatorer uden for den vejledende grænseværdier, nemlig stillingen på betalingsbalancens løbende poster, nettostillingen over for udlandet, gæld i den offentlige og i den private sektor. ([43])

Efter en nedgang på 5,2 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 5,4 % i 2021 og med 4,2 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 7 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Stillingen over for udlandet** vækker fortsat bekymring, idet NIIP forblev yderst negativ i 2020, selv om den overvejende afspejler SPV'ers aktiviteter. De løbende poster udviste et stort underskud på 10,1 % af BNP i 2020, dvs. en stigning fra 5,7 % i 2019, og turismeeksporten blev meget negativt påvirket af pandemien. Der forventes moderate forbedringer i 2021 og 2022.
- Den **offentlige gældskvote** steg med 24 procentpoint i 2020 til 115,3 %, da staten opbyggede en betydelig likviditetsbuffer for at sikre den nødvendige slagkraft til at bekæmpe pandemien, støtte økonomien og styre likviditetsrisici. Den offentlige gældskvote ventes at begynde at falde igen i 2021.

Figur A13: Gæld og misligholdte lån



Kilde: Eurostat og Kommissionens tjenestegrene

- Efter flere år med et støtte fald steg den **private gældskvote** i 2020 som følge af det pandemirelaterede fald i det nominelle BNP. Husholdningernes gældskvote nåede op på 91 % af BNP, mens de ikkefinansielle selskabers gældskvote steg til næsten 170 % af BNP. Med udgangspunkt i den forventede økonomiske genopretning forventes den private gældsætning at vende tilbage til en nedadgående kurs i 2021 — om end vil forblive over de prudentielle benchmarks og benchmarksene baseret på fundamentaler.
- Rentabiliteten i **banksektoren** blev negativ i 2020. Beholdningen af misligholdte lån er fortsat høj, men faldt betydeligt i 2020. Andelen af misligholdte lån er forblevet stabil på omkring 10 % i første halvdel af 2021. Desuden er der planlagt yderligere porteføljesalg. Ophævelsen af lånemoratoriet i januar 2021 har endnu ikke haft betydelig negativ indvirkning på aktivernes kvalitet, men det vil være vigtigt fremover nøje at overvåge virkningerne af udfasningen af offentlige støtteforanstaltninger.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Cypern sig i en sårbar position med hensyn til udlandsgælden samt gælden i den private og den offentlige sektor. Som følge af covid-19-krisen er underskuddet på de løbende poster blevet forværret, mens gældskvoterne er steget. Kommissionen finder overordnet set, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

([43]) I rapporten om overvågning efter programgennemførelsen for Cypern fra efteråret 2021 redegøres der også for nogle af de sårbarheder, der fremhæves i denne rapport.

4.14. LETLAND

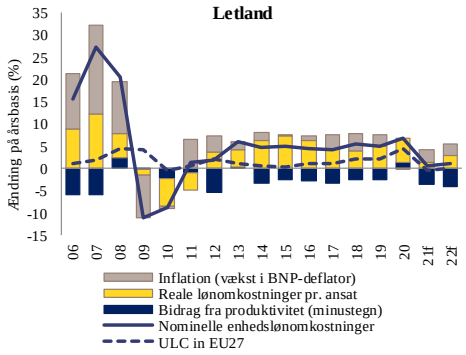
Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Letland i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig ændring i den reale effektive valutakurs og vækst i enhedslønomkostninger.

Efter en nedgang på 3,6 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 4,7 % i 2021 og med 5 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 12,9 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Betalingsbalancens løbende poster** udviste et overskud på 2,9 % af BNP i 2020, hvilket medførte en betydelig forbedring af nettostillingen over for udlandet, som nu udgør -34,7 % af BNP, hvilket er lige under resultattavlens grænseværdi. Letlands negative NIIP afspejler hovedsagelig offentlig gæld og udenlandske direkte investeringer, der indebærer en lav risiko for pludselig flugt eller stigende serviceringsomkostninger. Stillingen på de løbende poster forventes igen at blive en smule negativ i 2022, men nettostillingen over for udlandet forventes fortsat at blive forbedret.

Figur A14: Dekomponering af enhedslønomkostninger



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- **Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevne** peger i retning af en fortsat afmatning i 2020. Væksten i enhedslønomkostninger var allerede høj før pandemien, men steg yderligere i 2020 på grund af kombinationen af faldende produktivitet og fortsat lønvækst. Lønvæksten var fortsat høj på grund af vedvarende mangel på kvalificeret arbejdskraft, og fordi tabet af arbejdspladser i forbindelse med covid-19 hovedsagelig fandt sted i lavtlønssektoren. Covid-19-krisens følger for produktiviteten forventes at være midlertidige, men lønpresset som følge af et faldende udbud af arbejdskraft forventes fortsat at være en faktor i fremtiden, da den demografiske nedgang forventes at fortsætte. Letlands eksportmarkedsandele steg betydeligt i 2020. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg betydeligt som følge af deprecieringen af den russiske rubel, som faldt med ca. 20 % i 2020.
- **Væksten i de reale boligpriser** aftog betydeligt i 2020 efter flere års dynamisk prisvækst. Gældsniveauet i den private sektor var stabilt med afdæmpet kredit i erhvervssektoren. **Finanssektoren** er sund og velkapitaliseret, men rentabiliteten forværredes betydeligt i 2020.
- **Arbejdsløsheden** steg til 8,1 % i 2020 i lyset af covid-19-krisen. Den forventes at begynde at falde i 2021. Ungdomsarbejdsløsheden steg også i 2020 og forventes at stige yderligere i 2021. Forværringen af arbejdsmarkedsforholdene som følge af covid-19-krisen forventes at være midlertidig, idet arbejdsløsheden vil nærme sig niveauet fra før krisen i 2023.

Da covid-19-krisen ramte, havde Letland ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, skønt nettostillingen over for udlandet var negativ, og der var store stigninger i enhedslønomkostningerne. Udfordringerne relateret til presset på arbejdsudbuddet og omkostningskonkurrenceevnen forventes at vare ved selv efter covid-19-krisen, men risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

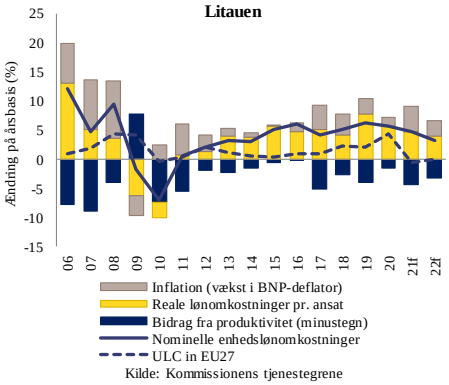
4.15. LITAUEN

Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Litauen i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger fem indikatorer uden for den vejledende grænseværdi, nemlig den reale effektive valutakurs, vækst i enhedslønomkostninger, vækst i boligpriser, passiver i den finansielle sektor og ungdomsarbejdsløshed.

Efter en nedgang på 0,1 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 5 % i 2021 og med 3,6 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 18 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

Figur A15: Dekomponering af enhedslønomkostninger



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- **Sårbarhederne over for udlandet** er fortsat begrænsede, idet der var et overskud på betalingsbalancens løbende poster på 7,3 % af BNP i 2020. Det markant højere overskud understøttes af en gunstig udvikling i eksporten af varer og tjenesteydelser og forventes fortsat at være betydeligt, om end noget lavere, fremover. Skønt NIIP er negativ, forbedres den hurtigt. Den udgøres hovedsagelig af akkumulerede udenlandske direkte investeringer, og en betydelig del af tilstrømningen af udenlandske direkte investeringer kommer fra geninvesteret indtjening, hvilket mindsker de dermed forbundne risici.
- **Enhedslønomkostningerne** stiger fortsat hurtigt. Presset på arbejdsmarkedet og lønstigningerne i den offentlige sektor, som til dels afspejler behovet for at styre pandemien, påvirker lønudviklingen. I 2020 og i første halvdel af 2021 var lønvæksten fortsat høj og oversteg 10 %. Lønkvoten er allerede forholdsvis høj i forhold til tidligere, og lønomkostningerne i den offentlige sektor forventes at aftage efter de kraftige stigninger under pandemien. Den aktuelle lønudvikling forventes derfor ikke at blive fastholdt. Enhedslønomkostningerne forventes at stige markant, men i en lidt lavere takt end i de seneste år.
- **Boligpriserne** stiger på ejendomsmarkedet. Parametrene for vurderingsgabet viser imidlertid ikke tegn på potentiel overvurdering. Væksten i boligpriserne nåede op på 6,4 % i 2020 og accelererede i første halvdel af 2021. Dette skyldes delvis begrænsninger på udbudssiden, som er begyndt at aftage langsomt. Boligpriserne forventes at miste momentum i de kommende år, bl.a. på grund af den forventede nedgang i væksten i arbejdsindkomsterne. Selv om realkreditlånene er steget kraftigt, er husholdningernes gældsætning stadig ret lav. **Banksektoren** er velkapitaliseret, rentabel, og de andelen af misligholdte lån er meget lav.
- Det er atter ved at opstå pres på **arbejdsmarkedet**. Arbejdsløsheden steg til 8,5 % i 2020, men forventes gradvist at falde fremover. Ungdomsarbejdsløsheden steg i 2020, men forventes at begynde at falde i 2021. I mange økonomiske sektorer lægger manglen på arbejdskraft, som var stigende før pandemien, et opadrettet pres på arbejdsomkostningerne.

Da covid-19-krisen ramte, havde Litauen ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om der var et akkumuleret pres på arbejdsmarkedet. Der er for nylig atter begyndt at opstå mangel på arbejdskraft, hvilket øger det opadrettede pres på arbejdsomkostningerne, selv om væksten i enhedslønomkostninger forventes at aftage noget. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

4.16. LUXEMBOURG

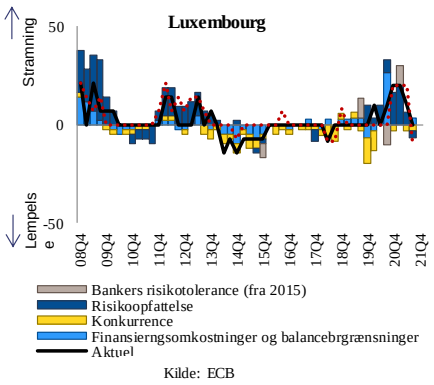
Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Luxembourg i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for vækst i enhedslønomkostninger, vækst i boligpriser, gæld i den private sektor og kreditvækst samt ungdomsarbejdsløshed over de vejledende grænseværdier.

Det reale BNP faldt forholdsvis lidt i 2020 med 1,8 % som følge af covid-19-krisen og nåede op på niveauet før krisen igen i første kvartal af 2021. Realvæksten ventes at udgøre 5,8 % i 2021 og 3,7 % i 2022, og det nominelle BNP vil således være 17,6 % højere i 2022 end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Risiciene for **stillingen over for udlandet** er fortsat begrænsede. Stillingen på såvel betalingsbalancens løbende poster som nettostillingen over for udlandet er meget positive.
- **Enhedslønomkostningerne** steg markant i 2020, hvilket delvis afspejler en midlertidig underudnyttelse af arbejdskraft under covid-19-krisen. Arbejdsløsheden og ungdomsarbejdsløsheden steg i 2020 som følge af krisen.
- **Gældskvoten for den private sektor** er meget høj og udgjorde omtrent 317 % i 2020, selv om den siden anden halvdel af 2020 er begyndt at falde, og den er afspejler primært **virksomhedernes gæld**. 80 % af virksomhedsgælden består imidlertid af koncerninterne lån foretaget af selskaber, der opererer i Luxembourgs globale finanscenter, hvilket mindsker risiciene.

Figur A16: Betingelser for låneudbud



Kilde: ECB

- **Husholdningernes gæld** steg yderligere i 2020 til omkring 69 % af BNP, hvilket er under referencebenchmarksene, selv om den er betydeligt højere set i forhold til den disponible indkomst (170 %). Realkreditlån accelererede yderligere på baggrund af en meget hurtig vækst i boligpriserne. Dette har fået det nationale udvalg for systemiske risici til at aktivere de makroprudentielle grænser (belåningsgrad) og øge den kontracykliske kapitalbuffer fra januar 2021.
- **Boligpriserne** er steget med tocifrede satser siden pandemien med klare tegn på potentiel overvurdering. Prisstigningerne forventes dog at aftage som følge af de trufne foranstaltninger, der er ved at blive gennemført. Disse omfatter reformer af arealanvendelsen og af ejendomsbeskatningen for at afhjælpe det strukturelle underudbud af boliger. Samtidig øges investeringerne i boligbyggeriet med henblik på at forbedre det offentlige udbud af boliger til overkommelige priser.
- **Banksektoren** er velkapitaliseret og likvid, selv om rentabiliteten faldt i 2020. Andelen af misligholdte lån er forblevet meget lav, hvilket også skyldes rettidige og velegnede politiske tiltag, herunder moratorier og kortsigtede beskæftigelsesordninger. Hvis den kraftige vækst i realkreditlångivningen fortsætter, samtidig med at husholdningernes gæld forbliver høj, kan det udgøre en risiko for banksektoren.

Da covid-19-krisen ramte, havde Luxembourg ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om der knyttede sig en vis risiko til de stigende boligpriser og den stigende gæld i husholdningerne. Disse risici er steget yderligere. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

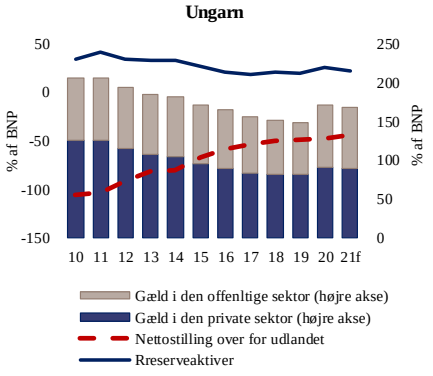
4.17. UNGARN

Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Ungarn i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, vækst i enhedslønomkostninger, gæld i den offentlige sektor, passiver i finanssektoren og ungdomsarbejdsløshed uden for den vejledende grænseværdi.

Efter en nedgang på 4,7 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 7,4 % i 2021 og med 5,4 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 25,1 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

Figur A17: NIIP, privat gæld og offentlig gæld



Kilde: Eurostat, ECB og Kommissionens

- Hvad angår **stillingen over for udlandet** er der fortsat sårbarheder, selv om den meget negative nettostilling over for udlandet hovedsagelig udgøres af udenlandske direkte investeringer. NIIP blev gradvist forbedret frem til 2020 og forventes fortsat at stige fremover. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster udgjorde -1,5 % af BNP i 2020 og forventes at forblive stabil i 2021 og 2022.
- **Markante stigninger i de nominelle enhedslønomkostninger** er indtil videre delvis blevet opvejet af valutadeprecieringer. Lønningerne forventes at stige i løbet af 2021 og 2022, også som følge af en stigning i mindstelønnen og lønstigninger i den offentlige sektor, og udviklingen vender således tilbage til den kraftige vækstendens, der kunne observeres før pandemien. På trods af en stigning i produktiviteten forventes enhedslønomkostningerne at stige markant. Ligesom andre lande i området fortsatte Ungarn med at vinde eksportmarkedsandele, idet landet har nydt godt af de seneste udenlandske direkte investeringer. De officielle reserver er steget noget siden begyndelsen af 2020.
- **Gælden i den private sektor** steg i 2020 som følge af præferencelånsordninger og et gældsmoratorium, der blev indført under covid-19-pandemien. Husholdningernes gældskvote er fortsat blandt de laveste i EU. Næsten to femtedele af de ikkefinansielle selskabers indenlandske udlån er i udenlandsk valuta. Krisen har medført en midlertidig forringelse af situationen på **arbejdsmarkedet**. Arbejdsløsheden udgjorde 4,3 % i 2020, men ventes at begynde at falde i 2021.
- Væksten i de reale **boligpriser** aftog til 1,9 % i 2020 (5 % nominelt) efter en markant dynamik i det seneste halve årti. Væksten i de nominelle boligpriser accelererede tydeligt i første halvdel af 2021 til 11,9 % i andet kvartal. Boligpriserne viser tegn på potentiel overvurdering på nogle områder, hvilket giver anledning til visse udfordringer med hensyn til prisoverkommelighed. Boligbyggeriet er steget som følge af forskellige politiske initiativer.
- **Den offentlige gæld** steg med 15 procentpoint i 2020 til 80,1 % af BNP, hovedsagelig på grund af yderligere låntagning som følge af covid-19-krisen og revalueringen af gælden i udenlandsk valuta. Den forventes at falde til lidt over 77 % af BNP i 2022, selv om de diskretionære udgifter fortsat er store som følge af uventede indtægter. Bruttofinansieringsbehovet er stort, men forventes at falde på grund af stigninger i gennemsnitlige løbetid. Centralbanken har videreført sit generøst aktivopkøbsprogram, der absorberer ca. to tredjedele af de statsobligationer, der er udstedt. **Banksektoren** er generelt sund, men feedbackløjfer til den offentlige sektor er relevante, idet beholdninger af offentlig gæld tegner sig for næsten en femtedel af bankernes aktiver. Finanssektorens stigende passiver kan delvis forklares ved likviditetsfremmende pengepolitiske foranstaltninger til støtte for økonomien i 2020. Ophævelsen af gældsmoratorierne kan bringe banksektoren i vanskeligheder, hvis idet dens egentlige egenkapitalprocent er lavere end EU-gennemsnittet.

Da covid-19-krisen ramte, havde Ungarn ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om der knyttede sig en vis risiko til omkostningspresset, sammensætningen af den offentlige gæld og

boligmarkedet. Som følge af covid-19-krisen er risiciene ikke aftaget. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

4.18. MALTA

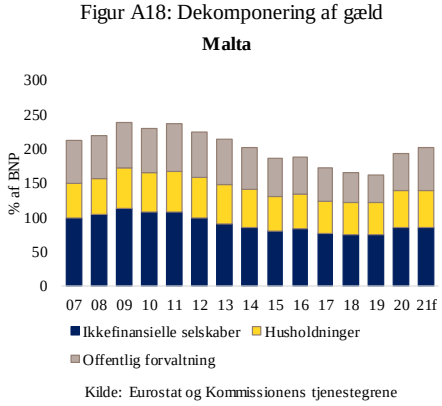
Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Malta i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger to indikatorer uden for de vejledende grænseværdier, nemlig gæld i den private sektor og vækst i enhedslønomkostninger.

Efter et fald på 8,3 % i 2020 forventes det reale BNP at stige med 5 % i 2021 og 6,2 % i 2022 som følge af en stærk genopretning efter covid-19-krisen, og det nominelle BNP ventes således i 2022 at ligge 7,3 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Nettostillingen over for udlandet** er stærkt positiv, hvilket afspejler Maltas position som internationalt finansielt centrum. Efter at have registreret store positive overskud i tre år frem til 2019 vendte stillingen på Maltas løbende poster til et underskud på -2,9 % i 2020, hovedsagelig som følge af et fald i turismen. Der ventes fortsat et moderat underskud i prognoseperioden. Enhedslønomkostningerne steg markant i 2020 som følge af et kraftigt fald i produktiviteten i takt med, at de politiske foranstaltninger støttede beskæftigelsen, men de forventes at forblive stort set uændrede i 2021 og at falde en smule i 2022.

Figur A18: Dekomponering af gæld



Kilde: Eurostat og Kommissionens tjenestegrene

- **Den private gældskvote** steg i 2020 til omtrent 139 % og overskred dermed resultattavlens grænseværdi en smule. Den ventes at forblive på nogenlunde samme niveau i 2021. Virksomhedernes gæld steg i 2020 fra et allerede højt niveau, men forventes at begynde at falde en smule i 2021. Selv om der var taget skridt til at imødegå nogle af problemerne vedrørende reglerne for hvidvask, har Den Finansielle Aktionsgruppe (et mellemstatsligt organ til bekæmpelse af hvidvask) føjet Malta til listen over jurisdiktioner under skærpet tilsyn. Denne beslutning ventes dog kun at få begrænsede konsekvenser, for så vidt som Malta hurtigt får rettet op på de konstaterede mangler. Husholdningernes gæld steg kraftigt i 2020 og ventes at forblive stort set uændret i 2021 og således udgøre lidt over 100 % af den disponible bruttoindkomst. Husholdningernes gæld består hovedsagelig af realkreditlån. **Boligpriserne** er steget støt i de seneste år med visse tegn på potentiel overvurdering, selv om væksten var lavere i 2020. Data for første halvdel af 2021 tyder på, at priserne igen er ved at accelerere.
- **Den offentlige gæld** er steget med 13 procentpoint i 2020 til 53,4 % af BNP som følge af covid-19-krisen, hvilket afspejler recessionens alvor og navnlig de statslige støtteforanstaltninger. Den forventes fortsat at stige i 2021 og 2022 og at falde til lige over 60 % i 2031.
- **Banksektoren** er velkapitaliseret med en stærk likviditetsstilling. Bankernes hensættelser er steget, og dækningsgraden forbedredes, men rentabiliteten styrtdykkede i 2020. Andelen af misligholdte lån udgjorde 3,6 % og var således moderat i 2020. Det vil være vigtigt fremover nøje at overvåge virkningen af udfasningen af de offentlige støtteforanstaltninger såsom lånemoratorier og garantiordninger. Malta er i færd med at revidere sine insolvensregler. Bankernes eksponering for ejendomssektoren er betydelig.
- **Arbejdsløsheden** er fortsat lav. Den steg en smule til 4,4 % i 2020, hvilket afspejler virkningerne af covid-19-krisen. Efterhånden som der kommer gang i genopretningen, forventes arbejdsløsheden at falde i 2021 for derefter at falde til næsten niveauet før krisen i 2022.

Da covid-19-krisen ramte, havde Malta ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om der knyttede sig begrænsede risici til den forholdsvis dynamiske vækst i boligpriserne, også set i lyset af bankernes eksponering for fast ejendom. Som følge af covid-19-krisen aftog boligprispresset en smule, men der er stadig behov for overvågning. Den private og den offentlige gæld steg. Kommissionen finder

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

4.19. NEDERLANDENE

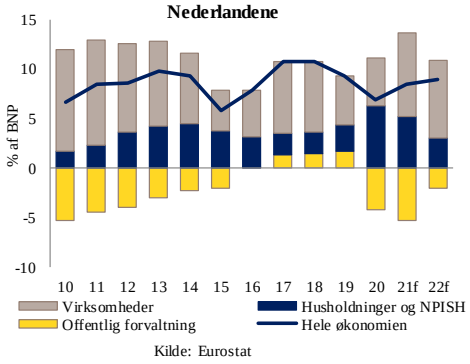
I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Nederlandene befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til en stor gæld i den private sektor og et stort overskud på de løbende poster, som har grænseoverskridende konsekvenser. I den opdaterede resultattavle, som indeholder frem til 2020, ligger en række indikatorer uden for den vejledende grænseværdi, nemlig det treårige gennemsnit af betalingsbalancens løbende poster, nominelle enhedslønomkostninger, gæld i den private sektor og vækst i boligpriser.

Efter en nedgang på 3,8 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 4 % i 2021 og med 3,3 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 10,2 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster** faldt til 7 % af BNP i 2020, men det treårige gennemsnit på 9,1 % ligger fortsat et godt stykke over grænseværdien. Faldet i 2020 skyldtes et fald på indkomstopgørelserne, hovedsagelig i investeringsindkomsten. Handelsbalancen var stabil i 2020, men med lavere underliggende handelsmængder. Set ud fra et opsparingsperspektiv steg overskuddet i husholdningerne og virksomhederne, men dette blev mere end opvejet af den offentlige sektor, som bevægede sig kraftigt ind i nettolåntagningsområdet som følge af gennemførelsen af kriserelaterede finanspolitiske støtteforanstaltninger. Den samlede opsparingskvote for Nederlandene er fortsat høj sammenlignet med de underliggende forhold og andre EU-lande. I 2021 og 2022 forventes opsparingsoverskuddet at stige moderat, og det offentlige underskud forventes at indsnævres.

Figur A19: Nettofordringserhvervelse pr. sektor



Kilde: Eurostat

- **Gælden i den private sektor** fortsatte med at stige i 2020 til næsten 234 % af BNP og ligger fortsat betydeligt over resultattavlens grænseværdi. Den høje **virksomhedsgæld**, som primært kan tilskrives multinationale selskabers koncerninterne gæld, forblev stort set stabil i 2020. **Husholdningernes gældskvote** steg til over 100 % af BNP, hovedsagelig som følge af faldet i BNP, men forventes at falde i 2021, efterhånden som den økonomiske aktivitet kommer sig efter covid-19-krisen.
- **De reale boligpriser** steg med 6 % i 2020, og der er visse tegn på overvurdering. De høje boligpriser skyldes en række langsigtede forhold på såvel efterspørgselssiden (lave renter kombineret med rentefradragsret, underudviklede private lejeboligmarkeder) som udbudssiden (boligbyggeri, der ikke lever op til de demografiske krav). Væksten i boligpriserne forventes at fortsætte og forblive over grænseværdien i 2021.

Da covid-19-krisen ramte, var Nederlandene kendetegnet ved et langvarigt stort indenlandsk opsparingsoverskud og en stor gæld i den private sektor. Efter at være faldet noget under covid-19-krisen forventes opsparingsoverskuddet at stige igen fremover. Gælden i den private sektor er fortsat meget stor. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

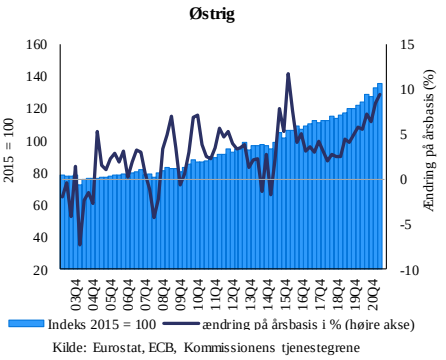
4.20. ØSTRIG

Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Østrig i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatoren for offentlig gæld, vækst i boligpriser og vækst i enhedslønomkostninger uden for den vejledende grænseværdi.

Efter en kraftig nedgang i den økonomiske aktivitet i 2020 på -6,7 % forventes det reale BNP at stige med 4,4 % i 2021. Med det igangværende økonomiske opsving forventes det reale BNP at stige med 4,9 % i 2022, og det nominelle BNP vil ligge 8,8 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

Figur A20: Realt boligprisindeks



Kilde: Eurostat, ECB, Kommissionens tjenestegrene

- Der er ingen særlige betænkeligheder vedrørende **stillingen over for udlandet og konkurrenceevnen**. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt til 1,9 % af BNP i 2020, og der forventes en nogenlunde ligevægtig stilling på længere sigt. Nettostillingen over for udlandet er fortsat moderat positiv. Den midlertidige stigning i væksten i enhedslønomkostningerne i 2020 afspejler midlertidigt lavere produktivitet på baggrund af en underudnyttelse af arbejdskraften i forbindelse med covid-19-krisen.
- **Gælden i den private sektor** steg til ca. 131 % af BNP i 2020, hovedsagelig som følge af både det covid-19-inducerede fald i BNP og visse nettokreditstrømme, navnlig til virksomheder. Denne tendens ventes delvist at vende i 2021 som følge af den økonomiske genopretning.
- **Den offentlige gæld** afveg fra sin nedadgående kurs og steg med 13 procentpoint i 2020 til 83,2 % af BNP som et direkte resultat af de automatiske stabilisatorer og den betydelige finanspolitiske reaktion. Den offentlige gældskvote ventes at begynde at falde i 2021.
- Risiciene relateret til **banksektoren** synes at være begrænsede. Bankerne har kun en lille nettoeksponering over for nabolandene, og de har forbedret deres kapitalgrundlag og sænket gearingen. Andelen af misligholdte lån er faldet støt siden 2014 og udgjorde 2,0 % i 2020.
- Stigningerne i **de reale boligpriser** tog til i 2020 og udgjorde 6,2 % med tegn på potentiel overvurdering. Væksten i boligpriserne tiltog yderligere i første halvår 2021. Samtidig accelererede kreditvæksten i 2021, og husholdningernes gæld er stort set i overensstemmelse med deres mangeårige niveau.
- På **arbejdsmarkedet** bidrog arbejdsfordelingsordninger til at afbøde virkningerne af den økonomiske afmatning på arbejdsløsheden, hvilket i stedet førte til et kraftigt fald i antallet af arbejdstimer. Arbejdsløsheden steg moderat til 5,4 % i 2020, men forventes at falde fra 2021 og frem.

Østrig har klaret sig igennem covid-19-krisen, uden at der er konstateret makroøkonomiske ubalancer. Som følge af covid-19-krisen er den offentlige og den private gæld steget, og boligpriserne er stigende, selv om en del af denne udvikling forventes at blive delvis vendt fremover. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

4.21. POLEN

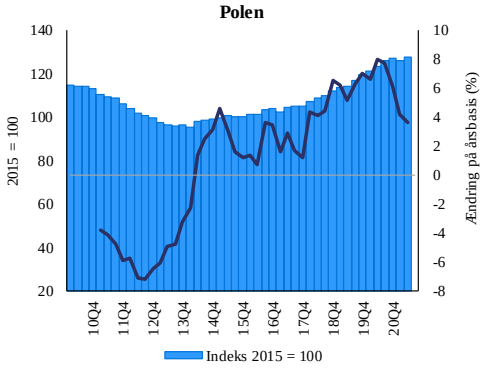
Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Polen i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, vækst i enhedslønomkostninger og vækst i boligpriser uden for de vejledende grænseværdier.

Efter en nedgang på 2,5 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 4,9 % i 2021 og med 5,2 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 23,6 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Stillingen over for udlandet** indebærer fortsat kun en begrænset sårbarhed, idet nettostillingen over for udlandet gradvist blev forbedret frem til 2020, selv om den stadig er negativ. Desuden udgøres den hovedsagelig af akkumulerede udenlandske direkte investeringer, og en betydelig del af de indgående FDI-strømme stammer fra geninvesteret indtjening. NIIP ventes at blive yderligere forbedret i 2021 og 2022. Stillingen på de løbende poster blev mere positiv i 2020, og ventes at falde en anelse i 2021.
- **Gælden i den private sektor** er fortsat lav, da husholdninger og ikkefinansielle virksomheder i Polen stadig er blandt de mindst gældstyngede i EU. Gældskvoten for den private sektor steg i 2020, men ventes at falde i 2021.

Figur A21: Realt boligprisindeks



Kilde: Eurostat, ECB, Kommissionens tjenestegrene

- Væksten i **boligpriserne** nåede op på 7,1 % i 2020, da lave renter og øgede besparelser som følge af pandemien førte til en stigning i efterspørgslen efter huse. Væksten i realkreditlån er dog stadig begrænset indtil videre. Efterhånden som opsvinget i byggesektoren tager fart, og boligudbuddet øges, forventes væksten i boligpriserne at aftage i 2021.
- **Banksektoren** forblev generelt velkapitaliseret og i god stand trods pandemien. Andelen af misligholdte lån faldt i 2020, men er forholdsvis høj og kan stige fremover som følge af covid-19-krisen. **Den offentlige gæld** steg til 57,4 % af BNP i 2020 sammenlignet med 45,6 % i 2019, hovedsagelig som følge af yderligere låntagning i lyset af covid-19-krisen. Den forventes at begynde at falde i 2021.
- Trods covid-19-krisen er situationen på **arbejdsmarkedet** fortsat blevet bedre. Arbejdsløsheden faldt en smule i 2020, men forventes at stige marginalt til 3,3 % i 2021 som følge af udfasningen af de statslige støtteforanstaltninger. Den begyndende mangel på arbejdskraft har lagt et opadrettet pres på **enhedslønomkostningerne**, som steg med 6,3 % i 2020. Denne mangel forventes at aftage, efterhånden som tilstrømningen af migranter vender tilbage den opbyggede efterspørgsel gradvist aftager. Der ventes dog en kraftig vækst i lønomkostningerne, om end et markant opsving i produktiviteten forventes at dæmpe væksten i enhedslønomkostningerne.

Da covid-19-krisen ramte, havde Polen ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, skønt nettostillingen over for udlandet var negativ, hvilket indebærer begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen er den offentlige gæld steget, og væksten i boligpriserne er accelereret, men de dermed forbundne risici lader til at være begrænsede. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

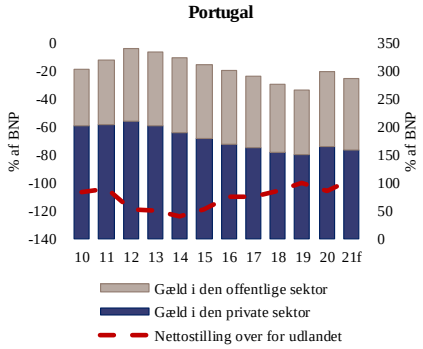
4.22. PORTUGAL

I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Portugal befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til en stor beholdning af nettopassiver over for udlandet, gæld i den offentlige såvel som i den private sektor og en stor andel af misligholdte lån i en situation med lav produktivitetsvækst. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, gæld i den offentlige sektor, gæld i den private sektor, vækst i boligpriser, vækst i enhedslønomkostninger og erhvervsfrekvens uden for de vejledende grænseværdier. ([44])

Efter et kraftigt fald på 8,4 % i 2020 som følge af covid-19-krisen forventes det reale BNP at stige med 4,5 % i 2021 og 5,3 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge omtrent 5,7 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

Figur A22: NIIP, privat gæld og offentlig gæld



Kilde: Eurostat og Kommissionens tjenestegrene

- **Stillingen over for udlandet** er fortsat et problem på grund af en stor beholdning af nettopassiver over for udlandet, samtidig med at der er sket en vis forringelse af stillingen på de løbende poster under covid-19-krisen. På trods af landets store eksponering for grænseoverskridende turisme steg NIIP i forhold til BNP imidlertid til niveauet før pandemien fra midten af 2021. Den forventes gradvist at blive forbedret i løbet af prognoseperioden. Efter flere år med moderat vækst er de nominelle **enhedslønomkostninger** steget kraftigt i 2020 og har bevæget sig over den vejledende grænseværdi, men forventes at falde noget fremadrettet.
- **Gælden i den private sektor** har afbrudt sin nedadgående tendens under covid-19-chokket i 2020, hovedsagelig som følge af den økonomiske nedgang, som har presset den private gældskvote op med 14 procentpoint tæt på 164 % af BNP. Den private gæld ventes fremadrettet at vende tilbage til en nedadgående kurs. Med hjælp fra gældsmoratorier fortsatte andelen af misligholdte lån med at falde under pandemien til 4,9 % i 2020. Det vil være vigtigt fremover nøje at overvåge virkningen af udfasningen af de offentlige støtteforanstaltninger såsom lånemoratorier og garantiordninger. Samtidig er **banksektorens** kapitalprocent og rentabilitet lav.
- **Den offentlige gæld** steg med 19 procentpoint i 2020 til et rekordhøjt niveau på 135,2 % af BNP som følge af et pludseligt primært underskud og en ugunstig sneboldeffekt i forbindelse med covid-19-krisen. Den offentlige gældskvote ventes at begynde at falde igen i 2021. Den offentlige gældskvote ventes at forblive over niveauet før pandemien i nogle år, selv om der er visse afbødende forhold som følge af gældens profil og sammensætning og til trods for den betydelige likviditetsbuffer. Der er fortsat risici forbundet med feedbacksløjfer mellem den finansielle og den offentlige sektor, som kan blive forstærket af stigende sårbarheder i virksomhedssektoren som følge af pandemien.
- **Væksten i reale boligpriser** lå over den vejledende grænseværdi i fem år i træk frem til 2020. Udviklingen i boligpriserne viser tegn på potentiel overvurdering. Væksten i boligpriserne aftog imidlertid i 2021 som følge af stigninger i byggeriet og en lidt lavere efterspørgsel i visse markedssegmenter.
- **Erhvervsfrekvensen** faldt i 2020. Dette falder sammen med en lille stigning i arbejdsløsheden. Både erhvervsfrekvensen og arbejdsløsheden forventes at blive forbedret i år.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Portugal sig i en sårbar position med hensyn til stor gældsbeholdninger i den offentlige og den private sektor og over for udlandet i en situation med lav produktivitetsvækst. Som følge af covid-19-krisen er gældskvoterne steget yderligere. Overordnet ser

([44]) I rapporten om overvågning efter programgennemførelsen for Portugal fra efteråret 2021 redegøres der også for nogle af de sårbarheder, der fremhæves i denne rapport.

finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

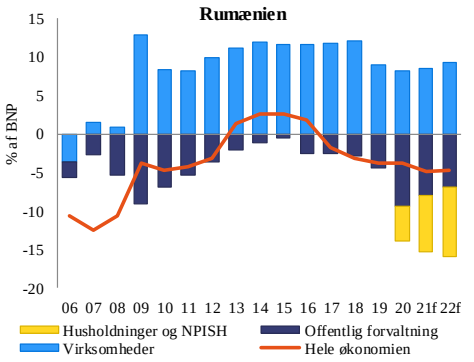
4.23. RUMÆNIEN

I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Rumænien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til et vedvarende stort underskud på betalingsbalancens løbende poster i en situation med store offentlige underskud, mens det tidligere overophedningspres aftager. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger en række indikatorer uden for den vejledende grænseværdier, nemlig stillingen på betalingsbalancens løbende poster, nettostillingen over for udlandet og vækst i enhedslønomkostninger.

Efter et fald på 3,9 % i 2020 som følge af covid-19-krisen forventes det reale BNP at vokse med 7 % i 2021 og med 5,1 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau forventes i 2022 at overstige 2019-niveauet med ca. 21,4 %.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

Figur A23: Dekomponering af gæld



Kilde: Eurostat

- Hvad angår **stillingen over for udlandet** forventes underskuddet på betalingsbalancens løbende poster på 5 % af BNP i 2020 at stige til omkring 6 % af BNP i 2021, hovedsagelig som følge af en stærkt negativ handelsbalance. NIIP forventes at forblive stabil på omkring -48 % af BNP i 2021 og 2022. NIIP ekskl. ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI) er en smule negativ.
- **Konkurrenceevnen** blev yderligere påvirket negativt af en markant stigning i de nominelle enhedslønomkostninger i 2020, som delvis kan tilskrives det kraftige fald i produktionen og det efterfølgende fald i produktiviteten som følge af underudnyttelse af arbejdskraften under covid-19-krisen. I 2021 og 2022 ventes markante stigninger i produktiviteten imidlertid at begrænse væksten i enhedslønomkostningerne trods en forholdsvis kraftig vækst i lønomkostningerne pr. ansat.
- **Boligpriserne** steg en smule i 2020, men væksten i boligpriserne forventes at accelerere i 2021.
- **Den offentlige gæld** er, selv om den stadig ligger klart under grænseværdien på 60 % af BNP, steget med 12 procentpoint i 2020 som følge af covid-19-kriseforanstaltninger og fortsatte budgetunderskud. Den offentlige gældskvote forventes at stige til 49,3 % af BNP i 2021 og forventes fortsat at stige i 2022.
- **Banksektorens** andel af misligholdte lån var stort set stabil i 2020 og i begyndelsen af 2021 og udgjorde omkring 4 % af de samlede udlån. Gælden i den private sektor er meget lille.
- **Arbejdsløsheden** steg til 5 % i 2020. Den forventes at forblive på samme niveau i 2021, men derefter begynde at falde. Ungdomsarbejdsløsheden steg også i 2020 og forventes at stige yderligere i 2021.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Rumænien sig i en sårbar position med hensyn til et voksende underskud på de løbende poster, en forringelse af stillingen over for udlandet og betydelige tab af omkostningskonkurrenceevne. Som følge af covid-19-krisen er den offentlige gæld steget, om end fra et lavt niveau. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

4.24. SLOVENIEN

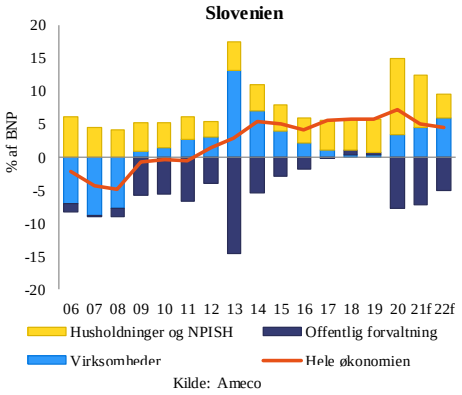
Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Slovenien i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for overskud på de løbende poster, vækst i enhedslønomkostninger, offentlig bruttogæld og ungdomsarbejdsløshed uden for den vejledende grænseværdi.

Efter en nedgang på 4,2 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 6,4 % i 2021 og med 4,2 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 11,1 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Det store overskud på betalingsbalancens løbende poster steg yderligere** fra 6 % til 7,4 % af BNP i 2020, hvilket bragte det 3-årige gennemsnit over den øvre vejledende grænseværdi. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes at snævre en smule ind i 2021 og 2022. Den negative NIIP har blevet gradvis, men støt forbedret siden 2012 og nåede op på -15,2 % af BNP i 2020 og forventes at nærme sig en ligevægtig stilling i 2022. Slovenien har vundet betydelige eksportmarkedsandele i de seneste år.

Figur A24: Nettofordringserhvervelse pr. sektor



Kilde: Ameco

- **Gælden i den private sektor** steg kun en smule i 2020 til 69,7 % af BNP og ligger fortsat under de prudentielle benchmarks og benchmarksene baseret på fundamentaler. Denne stigning afspejler hovedsagelig faldet i BNP, da kreditstrømmen var negativ i 2020. **Boligpriserne** steg med 5,2 % på linje med den seneste udvikling.
- **Banksektoren** er fortsat velkapitaliseret, dens rentabilitet faldt kun en smule, og andelen af misligholdte lån fortsatte med at aftage i 2020.
- **Den offentlige gæld** steg til 79,8 % af BNP i 2020 sammenlignet med 65,6 % i 2019 som følge af yderligere låntagning i lyset af covid-19-krisen og i mindre grad af det kraftige fald i BNP i 2020. Den offentlige gæld ventes at falde i 2021 og 2022.
- Situationen på **arbejdsmarkedet** blev en smule forværret i kølvandet på covid-19-krisen. Arbejdsløsheden steg en smule i 2020 til 5 % sammenlignet med 4,5 % i 2019. Ungdomsarbejdsløsheden, som var faldet kraftigt i de foregående år, steg særlig kraftigt fra 8,1 % i 2019 til 14,2 % i 2020. Tallene for 2021 peger imidlertid i retning af en forbedring af arbejdsmarkedssituationen og faldende arbejdsløshed. **Enhedslønomkostningerne** steg med 7,4 % i 2020 som følge af underudnyttelsen af arbejdskraften i forbindelse med covid-19-krisen. Forbedret produktivitet i takt med genopretningen forventes at føre til et fald i enhedslønomkostningerne i 2021 og 2022.

Da covid-19-krisen ramte, havde Slovenien ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, om end der var en stor gæld i den offentlige sektor, som indebar begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen er den offentlige gæld steget, og det store overskud på betalingsbalancens løbende poster er vokset yderligere. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

4.25. SLOVAKIET

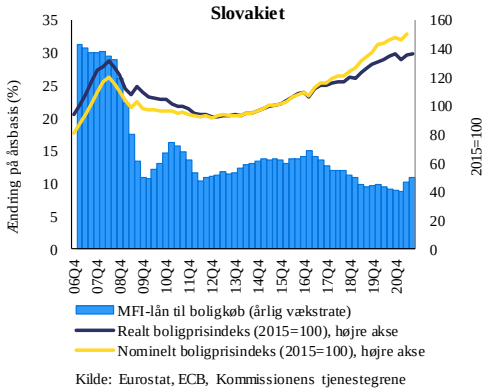
Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Slovakiet i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, real effektiv valutakurs, vækst i enhedslønomkostninger og vækst i boligpriser uden for de vejledende grænseværdier.

Efter en nedgang på 4,4 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 3,8 % i 2021 og med 5,3 % i 2022, og det nominelle BNP vil i 2022 således ligge 13,6 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Stillingen over for udlandet** giver fortsat anledning til sårbarheder. NIIP lå omkring -66 % af BNP og således stadig betydeligt over grænseværdien i 2020. Den udgøres især af ikkemisligholdelige forpligtelser i forbindelse med tidligere investeringsstrømme, som kan være mere stabile og dermed mindre risikobetonede. NIIP forventes gradvist at blive forbedret i 2021 og 2022 som følge af positive nettoudlånsstrømme.

Figur A25: Boligpriser og realkreditvækst



Kilde: Eurostat, ECB, Kommissionens tjenestegrene

- Væksten i **enhedslønomkostninger** var høj før pandemien og accelererede yderligere i 2020. Den seneste udvikling afspejler imidlertid hovedsagelig en underudnyttelse af arbejdskraft i forbindelse med covid-19-krisen. På længere sigt forventes væksten i enhedslønomkostningerne at aftage markant, idet virkningerne af underudnyttelse af arbejdskraften for produktiviteten vil vende, mens den høje vækst i lønomkostningerne pr. ansat fortsat vil tynge den. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs lå lidt over grænseværdien i 2020, men eksportmarkedsandelene er ikke blevet påvirket negativt. Høj eksportkoncentration i nogle få sektorer og integration i globale værdikæder er dog fortsat risikofaktorer.
- **Gælden i den private sektor**, og navnlig husholdningernes realkreditgæld, er steget i adskillige år, skønt stigningstakten er aftaget. Husholdningernes gæld steg til omkring 47 % af BNP i 2020. Den ligger fortsat en smule under de prudentielle benchmarks, men dog over det niveau, der kan udledes af de underliggende forhold.
- Stigningen i reale **boligpriser** lå på 7,2 % i 2020 og bidrog dermed muligvis til husholdningernes gældsætning. Udviklingen i boligpriserne viser tegn på potentiel overvurdering. Væksten i boligpriserne ventes imidlertid at aftage i 2021.
- Som følge af en understøttende finanspolitik steg **den offentlige gæld** med 12 procentpoint til 59,7 % af BNP i 2020. Den forventes at stige marginalt i 2021, men derefter at vende tilbage til omkring 60 % af BNP understøttet af robust vækst, lave renter og faldende primære budgetunderskud.
- **Banksektoren** er sund med robuste kapitalbuffere. Andelen af misligholdte lån fortsatte med at falde i 2020 og ligger under EU-gennemsnittet, men den kan stige, efterhånden som kriseforanstaltningerne ophæves. Eksponeringen af bankernes balancer for boligmarkedet er steget.

Da covid-19-krisen ramte, havde Slovakiet ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om sårbarhedernes over for udlandet, det indenlandske prispres og afhængigheden af bilindustrien indebærer visse risici. Som følge af covid-19-krisen er nogle risici blevet mere udtalte. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

4.26. FINLAND

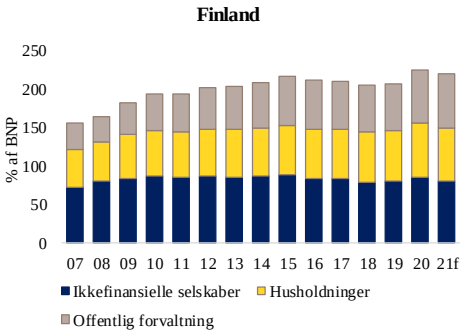
Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Finland i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger to indikator uden for den vejledende grænseværdi, nemlig gæld i den private sektor og offentlig bruttogæld.

Efter en nedgang på 2,9 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 3,4 % i 2021 og med 2,8 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 8,7 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Hvad angår **stillingen over for udlandet** blev saldoen på de løbende poster positiv, og handelsoverskuddet steg marginalt i 2020, efterhånden som eksportmarkedsandelen steg. På længere sigt ventes de løbende poster at udvise et lille overskud. Nettostillingen over for udlandet faldt til -5,3 % af BNP i 2020. Enhedslønomkostningerne steg marginalt som følge af faldet i produktiviteten på grund af krisen.

Figur A26: Dekomponering af gæld på sektorer



Kilde: Eurostat og Kommissionens tjenestegrene

- **Gælden i den private sektor** fortsatte med at stige, og den private gældskvote steg til dels som følge af et fald i BNP. Denne tendens ventes delvist at vende i 2021 som følge af en stærkere økonomisk genopretning. Gunstige kreditvilkår, herunder lave renter, og kraftig vækst i boligbyggeriet forventes dog at fastholde stigningen i den private gældskvote, selv om virkningerne af covid-19-recessionen aftager.
- **Den offentlige gæld** steg til 69,5 % af BNP i 2020 sammenlignet med 59,5 % i 2019 som følge af regeringens finanspolitiske reaktion på krisen og i mindre grad faldet i BNP i 2020. Den forventes at stabilisere sig på 71 % fra 2021 og fremefter.
- **Banksektoren** er fortsat velkapitaliseret, og andelen af misligholdte lån er lav og stort set uændret og forventes ikke at stige væsentligt. Covid-19-krisen havde ingen synlig indvirkning på gældsserviceringen eller på antallet af virksomhedskonkurser. Risiciene for den finansielle stabilitet er fortsat begrænsede trods betydelige grænseoverskridende eksponeringer, navnlig for andre nordiske lande.
- Situationen på **arbejdsmarkedet** blev marginalt forringet under krisen med støtte fra statslige støtteforanstaltninger, der begrænsede stigningen i arbejdsløsheden til 1,1 procentpoint, hvilket bragte den op på 7,8 % i 2020. Arbejdsløsheden forventes at begynde at falde gradvist fra 2021 og frem, efterhånden som økonomien bedres, men forventes ikke at falde til niveauet før pandemien før 2023.

Da covid-19-krisen ramte, havde Finland ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om der var visse sårbarheder relateret til gælden i den private sektor. Som følge af covid-19-krisen er den private gældskvote steget, men risiciene er fortsat begrænsede. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

4.27. SVERIGE

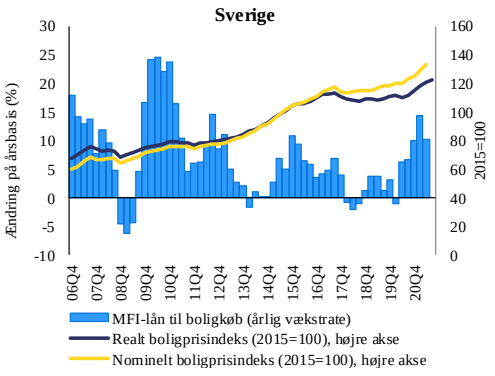
I juni 2021 konkluderede Kommissionen, at Sverige befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til risici i forbindelse med overvurderede boligpriser kombineret med fortsatte stigninger i husholdningernes gæld. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2020, ligger to indikatorer uden for de vejledende grænseværdier, nemlig gæld i den private sektor og ungdomsarbejdsløshed.

Efter en nedgang på 2,8 % i 2020 forventes det reale BNP at vokse med 3,9 % i 2021 og med 3,5 % i 2022. Det nominelle BNP-niveau i 2022 forventes at ligge 9,9 % over niveauet i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster** steg til 5,7 % af BNP i 2020, mens NIIP faldt en smule, tæt på 16 % af BNP. I 2021 og 2022 ventes overskuddet at blive liggende omkring 5 % af BNP. Eksportmarkedsandelene fortsatte med at stige i 2020. Den reale effektive valutakurs apprecierede med 3 % i 2020 efter tre års depreciering.

Figur A27: Boligpriser og realkreditvækst



Kilde: Eurostat, ECB, Kommissionens

- **Gælden i den private sektor** nåede et nyt toppunkt i 2020 på omkring 216 % af BNP og fortsatte således den stigende tendens. Både husholdningernes og virksomhedernes gæld ligger over både de prudentielle benchmarks og benchmarksene baseret på fundamentaler. For 2021 forventes den private gæld at blive udjævnet på et højt niveau, mens de finansielle nettoaktiver forventes at blive mere negative. **Husholdningernes gæld** steg til omkring 95 % af BNP i 2020. Realkreditlånene til husholdninger fortsatte med at stige i første halvdel af 2021. **Boligpriserne** steg i løbet af 2020 og især kraftigt i andet kvartal 2021. Boligpriserne er generelt meget høje, og der er tegn på mulig overvurdering.
- **Den offentlige gæld** er fortsat lav trods betydelige støtteforanstaltninger under pandemien. I 2020 steg den offentlige gæld til 39,7 % af BNP. I 2021 forventes den at begynde at falde.
- **Banksektoren** er fortsat sund. Under pandemien blev den egentlige egenkapitalprocent og andelen af misligholdte lån forbedret fra allerede sunde niveauer. Finanstilsynet ændrede delvist lempelsen af makroprudentielle foranstaltninger i løbet af 2021 og genindførte afskrivningskravet pr. 1. september 2021. Uanset den generelt sunde finansielle situation er de svenske bankers gearingsgrad blandt de højeste i EU.
- Til trods for de politiske støtteforanstaltninger steg **arbejdsløsheden** til 8,3 % i 2020. Ungdomsarbejdsløsheden steg til ca. 24 % i 2020. Arbejdsløsheden ventes at begynde at falde fra 2021 og frem.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Sverige sig i en sårbar position med hensyn til risikoen for overvurderede boligprisniveauer kombineret med en høj og konstant stigende gæld i husholdningerne. Som følge af covid-19-krisen er de private gældskvoter, boligpriserne og arbejdsløsheden steget. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i juni er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

BILAG 1: PROGNOSER OG NOWCASTING AF DE OVERORDNEDE INDIKATORER I RESULTATTAVLEN

For at styrke de fremadskuende aspekter i forbindelse med analysen af resultattavlen bygger analysen i denne rapport så vidt muligt også på prognoser og fremskrivninger vedrørende 2021 og derefter og "nowcasting" vedrørende det indeværende år. Opgørelserne bygger på Kommissionens efterårsprognose 2021, for så vidt som de foreligger. Er dette ikke tilfældet, bygger opgørelserne hovedsagelig på nowcasting af referenceindikatorer, som er udviklet af Kommissionens tjenestegrene til denne rapport om varslingsmekanismen.

Nedestående tabel indeholder en oversigt over de antagelser, der ligger til grund for prognoserne og nowcastingen vedrørende værdierne for de overordnede indikatorer i resultattavlen. De BNP-opgørelser, der anvendes som nævner i forbindelse med visse nøgletal, stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2021.

I de tilfælde, hvor variablen vedrører en ændring over flere år (f.eks. ændring over 5 år for eksportmarkedsandele), er det kun komponenten for 2021 og 2022, der bygger på prognoser, mens komponenterne for 2020 eller tidligere år bygger på de data fra Eurostat, der ligger til grund for resultattavlen.

Tabel 1: **Metode ved prognoser og nowcasting i forbindelse med de overordnede indikatorer i resultattavlen**

Indikator	Metode	Datakilder
Løbende poster, % af BNP (3-årigt gennemsnit)	Værdier fra Kommissionens efterårsprognose 2021 vedrørende stillingen på betalingsbalancens løbende poster (betalingsbalancekonceptet)	AMECO
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	Prognoserne i Kommissionens efterårsprognose 2021 over den samlede økonomis nettofordringserhvervelse viser den ændring af NIIP, der afspejler transaktioner for 2021-2023. For 2024 og 2025 anvendes prognosen for de løbende poster i IMF's World Economic Outlook ud fra den antagelse, at kapitalkontoen forbliver konstant. Øvrige virkninger (f.eks. værdireguleringer) medregnes frem til 2. kvartal 2021 og antages derefter at være 0.	AMECO, Eurostat
Real effektiv valutakurs, 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2021	AMECO
Eksportmarkedsandele, % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	Opgørelserne bygger på Kommissionens efterårsprognose 2021: i) den pålydende værdi af eksporten af varer og tjenesteydelser (V&T) for EU-medlemsstaterne (nationale regnskabstal) og ii) eksportvolumen (V&T) for resten af verden, omregnet til nominelle niveauer ved hjælp af Kommissionens deflator for US-import og prognoser for EUR/USD-kursen.	AMECO
Nominelle enhedslønomkostninger, indeks (2010=100) (procentvis ændring over 3	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2021	AMECO

år)		
Boligprisindeks (2015=100), deflateret (procentvis årlig ændring)	Prognosen for 2021 omfatter data for første og andet kvartal 2021, hvis de foreligger. Det antages, at væksten i boligpriserne i tredje og fjerde kvartal 2021 følger den forventede vækstrate fra det kortsigtede forhold, der følger af en modellen for boligvurderinger, der er delt med medlemsstaterne inden for rammerne af EPC LIME working group.	Eurostat, Kommissionens tjenestegrene.
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Opgørelserne for 2021 er et udtryk for kreditstrømmene mellem 4. kvartal 2020 og 3. kvartal 2021 og bygger på konsoliderede data fra ECB's kvartalsmæssige sektorregnskaber for 4. kvartal 2020- 2. kvartal 2021 samt referenceværdier for visse komponenter af kreditstrømme fra 3. kvartal 2021. I sidstnævnte tilfælde er der ved estimeringen af komponenterne vedrørende banklån i 3. kvartal 2021 anvendt ECB BSI-data vedrørende lånestrømme fra MFI'er til den private sektor og ved estimeringen af udstedelsen af obligationer i 3. kvartal 2021 anvendt ECB SEC-data vedrørende udstedelsen af gældsinstrumenter (nominelt).	ECB (QSA, BSI, SEC)
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Opgørelserne for 2021 repræsenterer gælden i den private sektor ved udgangen af 4. kvartal 2021. De bygger på konsoliderede data fra ECB's kvartalsvise sektorregnskaber for 2. kvartal 2021. Tallene fremskrives til 3. kvartal 2021 under anvendelse af opgørelser for banklån (ECB BSI) og data vedrørende obligationsforpligtelser (ECB SEC), og under antagelse af at långivningen i 4. kvartal 2021 er den samme som i 4. kvartal 2020 (se ovenfor).	ECB (QSA, BSI, SEC)
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2021	AMECO
Ledighed (3-årigt gennemsnit)	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2021	AMECO
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	Opgørelserne for 2021 repræsenterer ECB-data vedrørende stigning i MFI'ernes passiver over 12 måneder frem til september 2021.	ECB (BSI)
Erhvervsfrekvens, % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (ændring i pp. over 3 år)	Ændringstakten for 2021 og 2022 bygger på Kommissionens efterårsprognose 2021 vedrørende ændringen i den samlede arbejdsstyrke (alle aldre) minus Kommissionens efterårsprognose vedrørende den samlede befolkningsændring (15-64 år).	AMECO
Langtidsledighed, % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring i pp. over 3 år)	Nowcastingen for 2021 bygger på de seneste data (1. og 2. kvartal 2021 under antagelse af en konstant sats for resten af året)	Eurostat (LFS)
Ungdomsarbejdsløshed, % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring i pp. over 3 år)	Nowcastingen for 2021 bygger på de seneste data (jan-sept. 2021 under antagelse af en konstant sats for resten af året)	Eurostat (LFS)

BILAG 2: RESULTATTAVLE FOR MAKROUBALANCEPROCEDUREN

Tabel 1. **Resultattavle for makroubalanceproceduren 2020**

År 2020	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer						Beskæftigelsesindikatorer[1]		
	Løbende poster % af BNP (3-årigt gennemsnit)	**Nettostilling over for udlandet** (% af BNP)	**Real effektiv valutakurs 42 handelspartnere, HICP-deflator** (procentvis ændring over 3 år)	**Eksport-markedsandele % af verdens-eksporten** (procentvis ændring over 5 år)	**Nominelle enhedslønom-kostninger indeks (2010=100)** (procentvis ændring over 5 år)	**Boligpris-indeks (2015=100) deflateret** (procentvis årlig ændring)	**Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret** (% af BNP)	**Gæld i den private sektor, konsolideret** (% af BNP)	**Bruttogæld i den offentlige sektor** (% af BNP)	**Arbejdsløshed** (gennemsnit over 3 år)	**Samlede passiver i finanssektoren ikke-konsolideret** (procentvis årlig ændring)	**Erhvervsfrekvens % af den samlede befolkning i alderen 15-64** (ændring i pp.over 3 år)	**Langtidsledighed % af arbejdsstyrken i alderen 15-74** (ændring i pp. over 3 år)	**Ungdoms-arbejdsløshed % af arbejdsstyrken i alderen 15-24** (ændring i pp. over 3 år)
Grænseværdi	-4 %/+6 %	-35 %	±5 % (EA) ±11 % (ikke-EA)	-6 %	9 % (EA) 12 % (ikke-EA)		14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	0,1	44,4	2,5	10,9	7,5p	3,6	1,1p	192,0p	112,8	5,7	8,8	0,6b	-1,2	-4,0
BG	0,8	-26,3	7,1	16,0	20,4	5,2p	4,2	94,3	24,7	4,8	11,1	0,9	-1,1	1,3
CZ	1,5	-12,5	5,6	10,1	19,2	5,5	2,4	81,9	37,7	2,3	3,4	0,5	-0,4	0,1
DK	8,1	68,8	0,9	11,5	6,2	4,6	4,8	220,9	42,1	5,2	5,7	1,1b	-0,3	-0,8
DE	7,4	61,7	2,4	1,3	11,1p	7,1	6,0p	120.1p	68,7	3,4bp	11,3	1,1bp	-0,5bp	0,6bp
EE	1,0	-21,5	5,3	17,6	17,1	6,9	3,6	104,4	19,0	5,5	17,5	0,5	-0,7	5,8
IE	-5,8	-174,0	-1,2	50,0	-6,3	-0,2	-1,8	188,9	58,4	5,5	7,2	-0,8	-1,7	0,9
EL	-3,7	-175,0	0,4	-10,1	6,4p	5,5e	5,4p	125,3p	206,3	17,6	27,4	-0,9	-4,7	-8,6
ES	1,6	-85,5	1,1	-6,8	11,0p	2,2	4,4p	146,4p	120,0	15,0	9,5	-1,7	-2,7	-0,3
FR	-1,0	-30,2	2,7	-6,9	4,6p	4,4	13,0p	173,7p	115,0	8,5	11,6p	-0,5	-1,3	-1,9
HR	1,6	-47,8	0,5	0,1	13,7p	7,3	1,3p	98,0p	87,3	7,5	7,3	0,7	-2,5	-6,3
IT	3,2	2,4	0,6	-2,8	5,5	2,2	4,1	118,9	155,6	9,9	6,8	-1,3	-1,8	-5,3
CY	-6,6	-136,7	0,1	28,5	5,8p	0,7p	-2,6p	260,5p	115,3	7,7	-2,5	1,9	-2,4	-6,5
LV	0,7	-34,7	5,9	18,2	18,4	2,7	-1,8	66,5	43,2	7,3	10,8	1,2	-1,1	-2,1
LT	3,7	-15,8	6,9	39,3	18,3	6,4	0,3	54,7	46,6	7,0	28,5	2,6	-0,2	6,3
LU	4,5	39,9	1,5	20,6	11,1	13,8	44,5	316,8	24,8	6,0	-3,6	2,0	-0,4	7,8
HU	-0,7	-48,1	-4,9	8,2	13,2p	1,9p	7,7p	76,4p	80,1	3,8	55,3	1,6	-0,6	2,1
MT	3,0	60,3	2,1	13,2	19,7	2,2p	9,0	139,1	53,4	3,9	1,9	4,9	-0,9	0,3
NL	9,1	113,9	3,8	7,4	14,0p	6,0p	-1,3p	233,7p	54,3	3,7	3,3p	1,2	-1,0	0,2
AT	1,6	9,3	3,2	5,2	12,2	6,2	4,7	131,2	83,2	4,9	10,6	0,2	-0,5	0,7
PL	0,7	-44,5	1,1	36,9	12,3p	7,1p	1,5	75,9	57,4	3,5	11,7	1,4	-0,9	-4,0
PT	0,0	-106,4	0,0	-0,9	16,2p	7,7	4,4p	163,7p	135,2	6,8	7,2	-0,4	-2,2	-1,3
RO	-4,9	-48,3	3,4	20,6	26,1p	2,3	1,3p	48,5p	47,4	4,4	13,4	1,9	-0,5	-1,0
SI	6,4	-15,2	1,9	20,2	14,9	5,2	-0,9	69,7	79,8	4,9	14,0	0,4	-1,2	3,0
SK	-1,8	-65,7	5,3	8,1	16,4	7,2	3,7	95,3	59,7	6,3	9,9	0,3	-1,9	0,4
FI	-0,4	-5,3	2,3	12,3	6,1	1,3	6,5	155,2	69,5	7,3	7,7	1,6	-0,9	1,3
SE	4,6	16,4	-4,8	4,5	9,4	3,0	11,6	215,7	39,7	7,2b	11,2	0,0	-0,1	6,0

De markerede felter indeholder værdier, der ligger på eller uden for grænseværdien. Forkl.: b: ophold i tidsserien. p: foreløbig. e: estimat.
1) For beskæftigelsesindikatoren henvises til side 2 i rapporten om varslingsmekanismen fra 2016. 2) Boligprisindeks e = estimat fra EL's centralbank, 3) LFS-indikatorer b = på grund af tekniske problemer med indførelsen af det nye system for integrerede husstandsundersøgelser, herunder LFS, er opgørelserne for Tyskland i 2020 ikke direkte skøn fra LFS mikrodata, men bygger på et større udsnit, som omfatter yderligere data fra andre integrerede husstandsundersøgelser.
Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle anliggender (for den effektive reale valutakrus) og data fra Den Internationale Valutafond, WEO (for verdenseksport i mængder af varer og tjenester).

Tabel 2. **Supplerende indikatorer for 2020**

År 2020	Realt BNP (procentvis årlig ændring)	Faste bruttoinvesteringer (% af BNP)	Nationale bruttoudgifter til FoU (% af BNP)	Løbende poster plus kapitalposter (fordringserhvervelse) (% af BNP)	Nettostilling over for udlandet ekskl. Ikkemisligholdelige instrumenter (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet strømme (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet beholdninger (% af BNP)	Handelsbalance (netto) for energiprodukter (% af BNP)	Real effektiv valutakurs euroområdets handelspartnere (procentvis ændring over 3 år)	Eksportresultater ift. udviklede lande (procentvis ændring over 5 år)	Bytteforhold (procentvis ændring over 5 år)	Eksportmarkedsandele i mængder (procentvis årlig ændring)	Arbejdsproduktivitet (procentvis årlig ændring)	Misligholdte bruttolån i indenlandske og udenlandske enheder (% af bruttolån)	Enhedslønomkostninger ift. EA (procentvis ændring over 10 år)	Boligprisindeks (2015=100) nominelt (procentvis ændring over 3 år)	Boligbyggeri (% af BNP)	Husholdningsgæld konsolideret (inkl. NPISH % af BNP)	Gearing i bankerne, konsolideret indenlandske og udenlandske enheder (aktiver i alt/egenkapital i alt)
BE	-5.7p	23.9p	na	0.8	37.8	-3.6	174.8	-1.7p	0.4	11.4	0.8p	2.4p	-5.6p	2.1p	0.5	11.5	6.2p	66.4	14.2
BG	-4.4	19.2	0.9p	1.3	47.1	3.9	84.8	-2.1	3.0	16.6	12.7	-4.2	-2.1	5.9p	39.2	18.2p	2.9	24.7	7.9
CZ	-5.8	26.2	2.0p	4.8	36.9	2.5	81.5	-1.5	3.7	10.6	2.2	1.0	-4.2	1.9p	10.9	28.6	4.8	34.0	12.1
DK	-2.1	22.4	3.0p	8.1	30.0	0.4	58.4	-0.4	-2.0	12.0	1.2	0.9	-1.4	1.9p	-8.1	12.3	5.5	111.7	17.4
DE	-4.6p	21.9p	3.1p	6.8	53.2	2.9	49.8	-1.3p	0.1	1.8	2.9p	-1.4p	-3.8p	1.2p	11.2	21.6	7.0p	57.7	14.4
EE	-3.0	30.7	1.8p	1.9	42.3	11.4	113.5	-0.5	1.3	18.1	1.4	2.9	-0.3	1.6p	23.4	20.2	5.5	41.8	8.8
IE	5.9	39.7	1.2p	-6.8	-292.9	8.2	428.5	-0.7	-2.5	50.7	-3.0	17.4	7.5	3.4p	-35.4	13.2	2.1	35.9	8.8
EL	-9.0p	11.7p	1.5p	-5.0	-155.2	1.8	23.4	-1.8p	-3.2	-9.7	-3.1p	-13.6p	-7.9p	26.4p	-13.7	14.0e	1.1p	59.5	13.8
ES	-10.8p	20.3p	1.4p	1.2	-52.8	2.6	78.9	-1.3p	-1.2	-6.4	0.9p	-12.2p	-7.0p	2.8p	-11.2	14.8	6.0p	62.5	15.8
FR	-7.9p	23.0p	2.4p	-1.8	-41.9	0.4	50.3	-1.1p	0.6	-6.4	0.0p	-7.9p	-7.0p	2.2p	-3.6	11.9	6.1p	68.7p	16.2
HR	-8.1p	22.3p	1.3p	2.1	-0.3	2.1	65.3	-2.0p	-2.0	0.6	1.5p	-14.8p	-7.0p	5.3p	-11.9	24.5	na	38.3	7.6
IT	-8.9	17.8	1.5p	3.7	1.4	-1.1	30.8	-1.3	-1.9	-2.4	5.9	-6.1	-7.0	4.5p	-7.5	1.2	4.1	45.1	13.9
CY	-5.2p	20.0p	na	-10.0	-170.4	-0.6	1886.4	-3.3p	-3.0	29.1	-0.8p	2.8p	-4.7p	11.0p	-15.0	5.3p	7.6p	91.0	13.6
LV	-3.6	24.5	0.7p	4.7	14.5	2.8	60.0	-1.6	1.5	18.8	9.3	5.7	-1.3	4.6p	27.8	23.5	3.0	20.9	10.0
LT	-0.1	21.1	1.2p	9.1	15.2	8.0	56.2	-2.4	2.1	39.9	2.8	8.3	1.5	2.2p	26.5	23.0	3.2	24.6	15.5
LU	-1.8	16.8	na	4.0	-4095.3	-214.4	6136.5	-2.0	0.0	21.2	-0.5	9.2	-3.6	0.7p	6.6	35.0	3.7	69.2	14.3
HU	-4.7p	26.8p	1.6	0.5	-2.4	111.5	327.3	-2.2p	-6.5	8.7	1.4p	2.0p	-3.7p	3.6p	14.4	40.4p	4.1p	20.9	10.8
MT	-8.3	21.7p	0.7	-2.3	270.2	29.4	1602.5	-5.5	0.7	13.7	2.4	1.6	-10.7	3.6p	20.7	16.1p	3.9p	54.0	10.7
NL	-3.8p	21.3p	na	6.9	9.2	-16.7	567.0	-0.5p	2.0	7.9	1.8p	3.1p	-3.3p	1.9p	3.0	26.4p	5.3p	103.0p	16.7
AT	-6.7	25.2	3.2p	1.8	-5.6	-4.1	57.4	-1.4	1.4	5.7	-0.2	-2.9	-5.2	2.0p	5.5	19.3	5.1	53.2	11.9
PL	-2.5	16.6	1.4p	5.2	-6.2	2.9	48.5	-1.6	-1.0	37.6	3.5	8.0	-2.4p	6.0p	4.9	28.0p	2.0	34.8	10.5
PT	-8.4p	19.1p	1.6p	0.0	-47.0	2.0	87.2	-1.7p	-1.9	-0.4	2.2p	-10.7p	-6.7p	4.9p	-1.0	31.1	3.4p	69.5	11.4
RO	-3.9p	24.6p	0.5p	-3.1	-7.2	1.4	46.4	-1.2p	1.0	21.2	5.4p	-1.8p	-2.2p	3.9p	23.5	14.3	2.6p	16.2	9.1
SI	-4.2	18.9	2.2p	6.9	2.0	0.9	42.9	-2.0	-0.2	20.8	1.4	-0.8	-3.7	3.0p	-0.5	21.4	2.3	27.8	9.3
SK	-4.4	19.6	0.9	1.3	-14.8	-0.2	70.4	-2.1	3.8	8.6	-2.2	0.6	-2.5	2.5p	10.1	28.4	3.9	47.2	9.7
FI	-2.9	24.2	2.9	0.9	4.9	-0.8	50.3	-0.9	-1.0	12.8	0.1	1.1	-0.8	1.5p	-5.5	3.9	7.1	69.6	16.0
SE	-2.8	24.8	3.5p	5.7	-4.5	5.3	92.4	-0.8	-7.4	5.0	-0.8	3.3	-1.5	1.0p	7.4	5.8	5.0	94.7	17.6

Forkl.: e: estimat. p: foreløbig.
1) Den officielle frist for indberetning af 2020-data vedrørende nationale bruttoudgifter til FoU er den 31. oktober 2021, og dataene blev udtrukket den 22. oktober 2021. 2) Boligprisindeks e = estimat fra EL's centralbank.
Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle anliggender (for den effektive reale valutakrus), Den Europæiske Centralbank (for gearing i bankerne og misligholdte bruttolån, indenlandske og udenlandske enheder) samt data fra Den Internationale Valutafond, WEO (for verdenseksport i mængder af varer og tjenester).

Tabel 2 (fortsat) **Supplerende indikatorer for 2020**

År 2020	Beskæftigelses-frekvens (procentvis årlig ændring)	Erhvervsfrekvens % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (%)	Langtidsledighed % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (%)	Ungdoms-arbejdsløshed % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (%)	Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under almen eller faglig uddannelse % af den samlede befolkning i alderen 15-24		Personer i risiko for fattigdom eller social udstødelse % af den samlede befolkning		Personer i risiko for fattigdom efter sociale overførsler % af den samlede befolkning		Personer, der lider alvorlige materielle afsagn % af den samlede befolkning		Personer i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet % af den samlede befolkning i alderen 0-59	
					%	ændring i procentpoint over 3 år	%	ændring i procentpoint over 3 år	%	ændring i procentpoint over 3 år	%	ændring i procentpoint over 3 år	%	ændring i procentpoint over 3 år
BE	0.0p	68.6	2.3	15.3	9.2	-0.1b	18.9b	-1.7b	14.1b	-1.8b	3.9b	-1.3b	11.9b	-2.0b
BG	-2.3	72.2	2.3	14.2	14.4	-0.9	32.1	-6.8	23.8	0.4	19.4	-10.6	8.5	-2.6
CZ	-1.7	76.4	0.6	8.0	6.6	0.3	11.9	-0.3	9.5	0.4	2.4	-1.3	4.4	-1.1
DK	-0.7	79.0	0.9	11.6	7.4	-0.2b	15.9b	-1.3b	12.1b	-0.3b	2.4	-0.7	9.1	-0.9
DE	-0.8p	79.3bp	1.1bp	7.4bp	7.3bp	1.0bp	24.0b	5.0b	18.5b	2.4b	6.6bu	3.2bu	9.5b	0.8b
EE	-2.7	79.3	1.2	17.9	8.9	-0.5	23.3	-0.1	20.7	-0.3	2.8	-1.3	4.7	-1.1
IE	-1.5	71.9	1.3	15.3	12.0	1.1b	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	-1.2p	67.4	10.9	35.0	13.2	-2.1	28.9	-5.9	17.7	-2.5	16.5	-4.6	12.8	-2.8
ES	-4.1p	72.2	5.0	38.3	13.9	0.6	26.4	-0.2	21.0	-0.6	7.0	1.9	9.9	-2.9
FR	-0.9p	71.0	2.9	20.2	11.4	0.0	18.2p	1.2p	13.8p	0.6p	4.8p	0.7p	8.8p	0.7p
HR	-1.2p	67.1	2.1	21.1	12.2	-3.2	23.2	-3.2	18.3	-1.7	6.9	-3.4	8.6	-3.6
IT	-2.1	64.1	4.7	29.4	19.0	-1.1	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	-0.6p	75.8	2.1	18.2	14.4	-1.7	21.3	-3.9	14.3	-1.4	8.3	-3.2	5.6	-3.8
LV	-2.3	78.2	2.2	14.9	7.1	-3.2	na	na	na	na	na	na	na	na
LT	-1.6	78.5	2.5	19.6	10.8	1.7	24.8	-4.8	20.9	-2.0	7.7	-4.7	7.3	-2.4
LU	1.9	72.2	1.7	23.2	6.6	0.7	20.9b	1.5b	17.4b	1.0b	1.7b	0.5b	7.9b	1.0b
HU	-1.0	72.8	1.1	12.8	11.7	0.7	17.8	-7.8	12.3	-1.1	8.0	-6.5	5.0	-1.6
MT	2.7	77.1	1.1	10.9	9.3	0.7b	19.0	-0.3	16.9	0.2	3.3	0.0	5.4	-1.7
NL	-0.5p	80.9	0.9	9.1	4.5	0.5	16.3p	-0.7p	13.6p	0.4p	2.1p	-0.5p	8.9p	-0.6p
AT	-1.6	76.6	1.3	10.5	8.0	1.5	17.5	-0.6	13.9	-0.5	2.7	-1.0	7.1	-1.2
PL	-0.1p	71.0	0.6	10.8	8.6	-0.9	17.3p	-2.2p	14.8p	-0.2p	2.6p	-3.3p	4.3p	-1.4p
PT	-1.9p	74.3	2.3	22.6	9.1	-0.2	19.8	-3.5	16.2	-2.1	4.6	-2.3	5.1	-2.9
RO	-1.8p	69.2	1.5	17.3	14.8	-0.4	30.4	-5.3	23.4	-0.2	15.2	-4.5	6.3	-0.6
SI	-0.6	74.6	1.9	14.2	7.7	1.2	15.0	-2.1	12.4	-0.9	3.0	-1.6	4.8	-1.4
SK	-1.9	72.4	3.2	19.3	10.7	-1.4	14.8p	-1.5p	11.4p	-1.0p	5.9p	-1.1p	4.3p	-1.1p
FI	-2.1	78.3	1.2	21.4	9.3	-0.1	16.0	0.3	12.2	0.7	2.6	0.5	9.9	-0.8
SE	-1.3	82.5	1.1	23.9	6.5	0.3	17.9	0.2	16.1	0.3	1.8u	0.7u	8.5	-0.3

Forkl.: b: ophold i tidsserien. p: foreløbig. u: ringe pålidelighed.
1) LFS-indikatorer b = på grund af tekniske problemer med indførelsen af det nye system for integrerede husstandsundersøgelser, herunder LFS, er opgørelserne for Tyskland i 2020 ikke direkte skøn fra LFS mikrodata, men bygger på et større udsnit, som omfatter yderligere data fra andre integrerede husstandsundersøgelser. 2) Den officielle frist for indberetning af 2020-data vedrørende indikatorer for indkomst og leveforhold (EU-SILC) er den 30. november 2021, og dataene blev udtrukket den 22. oktober 2021. b = store indholdsmæssige og metodemæssige ændringer for DE.
Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat.