EUROPA-
KOMMISSIONEN

Strasbourg, den 22.11.2022
COM(2022) 781 final

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

Rapport om varslingsmekanismen 2023

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

{SWD(2022) 381 final}

European Commission

Rapport om varslingsmekanismen 2023

INDHOLD

Sammenfatning 1

1. Makroøkonomisk kontekst 7

2. Ubalancer, risici og tilpasning: hovedtendenser 14

2.1. Situation over for udlandet 14

2.2. Konkurrenceevne 21

2.3. Ikkefinansielle selskaber 27

2.4. Boligmarkeder og husholdningernes gæld 32

2.5. Den offentlige sektor 38

2.6. Finanssektoren 43

3. Landeafsnit 48

Bilag 1: Anmærkning til tabellerne i landeafsnittet 112

Bilag 2: Prognoser og nowcasting af indikatorer i resultattavlen 113

Bilag 3: Resultattavle for makroubalanceproceduren 115

Denne rapport om varslingsmekanismen (rapporten) indleder den 12. årlige runde af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer ("makroubalanceproceduren"). Formålet med proceduren er at afsløre, forebygge og korrigere ubalancer, der har negativ indvirkning på, eller potentielt kan få en negativ indvirkning på, den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Europæiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed, og at anspore til de rette politiske løsninger. Gennemførelsen af makroubalanceproceduren 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).

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 hensyn 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 2023 og vil danne grundlag for Kommissionens vurdering vedrørende tilstedeværelsen af makroøkonomiske ubalancer og alvoren heraf samt for udpegelsen af huller i politikken. Rapporten indeholder også en analyse af, hvordan makroøkonomiske ubalancer i de enkelte medlemsstater påvirker euroområdet som helhed.

Analysen i denne rapport bygger på en økonomisk fortolkning af en resultattavle med udvalgte indikatorer, som bruges til at filtrere dataene for at afsløre umiddelbare tegn på eventuelle risici og sårbarheder. I henhold til forordning (EU) nr. 1176/2011 påhviler det Kommissionen at foretage en økonomisk fortolkning af værdierne i resultattavlen, som giver større indblik i den overordnede økonomiske kontekst og tager landespecifikke hensyn med i betragtning ([1]). Rapporten om varslingsmekanismen bygger også på analytiske værktøjer og vurderingsrammer samt yderligere offentliggjorte data, navnlig data for det indeværende år ([2]).

Med udgangspunkt i den tilgang, der er benyttet i de foregående år, er den første screening af ubalancer i rapporten om varslingsmekanismen fremadrettet, så risici for begyndende ubalancer kan opdages tidligt. Dette kan bevirke, at der indledes dybdegående undersøgelser, når negative tendenser tyder på en høj risiko for udvikling af ubalancer. Til dette formål anvendes der i denne rapport prognoser, nowcasts og fremskrivninger, så den mulige udvikling i risiciene for den makroøkonomiske stabilitet bedre kan vurderes. Værdierne af resultattavlens variabler for 2022 og efterfølgende år er blevet estimeret på grundlag af Kommissionens prognoser, og nowcasts er baseret på data for det indeværende år (se bilag 2 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.

Den nuværende tilgang i rapporten er i overensstemmelse med det forslag vedrørende den fremtidige overvågning af makroøkonomiske ubalancer, som Kommissionen har fremsat i forbindelse med revisionen af den økonomiske styring ([3]) Den sigter navnlig mod en stærkere forebyggende rolle for makroubalanceproceduren i et miljø, der er kendetegnet ved nye risici.

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

([2]) Skæringsdatoen for dataene i resultattavlen, dvs. den dato, hvor dataene blev udtrukket fra Eurostats database med henblik på udarbejdelsen af denne rapport, var den 21.10.2022. For alle andre data var skæringsdatoen den 3.11.2022.

([3]) "Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework", Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, COM(2022) 583 final.

Vurderingen af ubalancer vil i højere grad være baseret på udviklingen i risici og politiske tiltag. Den reformerede makroubalanceprocedure vil fokusere på makroøkonomiske forhold, der påvirker medlemsstaterne, og samtidig øge synligheden af de dimensioner af ubalancer, der gør sig gældende i EU og euroområdet.

SAMMENFATNING

Denne rapport om varslingsmekanismen omhandler udviklingen i ubalancerne på et tidspunkt, hvor EU's økonomi bevæger sig fra genopretningen efter covid-19-pandemien til en kraftig opbremsning i væksten og inflationspres. I begyndelsen af 2022 havde næsten alle EU's økonomier kompenseret for faldet i BNP i 2020, der skyldtes pandemiens udbrud, og voksede kraftigt på trods af en række tilbageværende flaskehalse på udbudssiden og stigende mangel på arbejdskraft. Siden Rusland indledte sin angrebskrig mod Ukraine i februar 2022, har kraftige stigninger i energiomkostningerne ført til en kraftig forværring af udsigterne for EU's økonomi. De nuværende udsigter er præget af en kombination af høj inflation og faldende forbruger- og producenttillid. Usikkerheden i forbindelse med energikrisens mulige dybde og varighed er stor. Den økonomiske aktivitet er faldende, og væksten forventes at blive negativ i fjerde kvartal 2022. Finansieringsvilkårene er blevet mærkbart strammet, især uden for euroområdet, efterhånden som de monetære myndigheder træffer foranstaltninger til at imødegå inflationspresset. Uden for EU er de globale forhold præget af en afmatning i Kina og rystelser på de nye vækstmarkeder.

Inden forværringen af de økonomiske forhold blev nedbringelsen af en række langvarige ubalancer, som var vokset under pandemien, genoptaget, samtidig med at boligpriserne steg. Med genopretningen blev nedbringelsen af de høje private og offentlige gældsniveauer, der havde været i gang i det seneste årti i en række lande, genoptaget i mange tilfælde, men fra et højere startniveau. Genoprettelsen af balancen over for udlandet vendte langsomt tilbage. Den var blevet sat på pause under pandemien, hvor de løbende poster forværredes i en række store nettodebitorlande med betydelige turistsektorer, mens der fortsat var store overskud på betalingsbalancens løbende poster. Den offentlige gæld, som var steget betydeligt under covid-19-krisen som følge af den kraftige recession og behovet for at støtte økonomien, begyndte at finde et moderat leje i 2021. Stigningen i boligpriserne accelererede under pandemien, og den kraftige stigning fortsatte under genopretningen. I nogle lande har en robust lønvækst øget bekymringerne om omkostningskonkurrenceevnen, som i nogle tilfælde begyndte at gøre sig gældende allerede inden pandemien.

Den økonomiske fortolkning af resultattavlen, som afspejler resultaterne for 2021, er baseret på det centrale scenario i Kommissionens efterårsprognose 2022 og den økonomiske udvikling i det indeværende år. Ud over det centrale scenario er der en række øgede risici og sårbarheder, der hænger sammen med den øgede usikkerhed om den økonomiske udvikling på nuværende tidspunkt, som behandles nedenfor. Den økonomiske fortolkning fører til følgende tematiske konklusioner:

- I 2021 vendte de fleste medlemsstaters **løbende poster** tilbage til tæt på niveauet før covid-19-krisen, selv om der var en betydelig restvirkning i nogle af landene med store turistsektorer. De fleste nettodebitorlandes løbende poster lå fortsat under det niveau, der var befordrende for en hurtig korrektion, mens nogle lande opnåede store overskud på betalingsbalancens løbende poster. De store beholdninger over for udlandet indsnævredes generelt, primært takket være højere BNP-vækst, men de er fortsat betydelige. I hele 2022 er der sket en **kraftig nedgang i de løbende poster, både underskud og overskud**, primært som følge af de meget højere energipriser. I nogle tilfælde ledsages de af en nedgang i handelsbalancen, ekskl. energi, hvor valutakurseffekterne spiller en rolle. Finanspolitiske foranstaltninger, der har til formål at afbøde virkningerne af energikrisen, forskubber det relative bidrag fra den offentlige og den private

sektors nettofordringserhvervelse og bidrager til øgede underskud på de løbende poster og reducerede overskud.

- Det har været vanskeligt at fortolke udviklingen i **enhedslønomkostningerne** i de senere år på grund af alvorlige forstyrrelser i målingen af produktiviteten, men de har generelt været stigende. Lønningerne steg kraftigt i nogle lande i 2021, hvilket tyder på en risiko for tab af **omkostningskonkurrenceevne** i euroområdet, især i lande, der oplevede et vedvarende pres allerede før pandemien. I nogle lande er arbejdsmarkederne særligt stramme, hvilket til dels kan skyldes de specifikke konsekvenser af pandemien. I 2022 er lønstigningerne taget yderligere til, uafhængigt af produktiviteten, og det har ført til yderligere pres på konkurrenceevnen. Som følge af den høje inflation er husholdningernes disponible realindkomst imidlertid faldende. De inflationsbaserede **reale effektive valutakurser er indtil videre ikke blevet apprecieret generelt** i euroområdet på grund af den fælles valutas depreciering, men der er betydelige forskelle mellem landene. Energiprischokkets varierende indvirkning på prisdynamikken spiller en rolle som følge af forskelle i energimikset, energimarkedernes struktur og den statslige støtte. Der er også markante udsving i de effektive valutakurser baseret på kerneinflationen, idet landene med et større prispres oplever en appreciering i forhold til euroområdet i løbet af det indeværende år. For lande uden for euroområdet er der både betydelige deprecieringer og apprecieringer undervejs, hvilket til dels afspejler forskellige nominelle valutakursdynamikker, som i nogle, men ikke alle tilfælde er drevet af pengepolitikken.

- I 2021 steg **overskuddet på de løbende poster i euroområdet** til niveauet før pandemien. Data for det indeværende år viser, at et **drastisk fald er undervejs i 2022**, primært som følge af øget import, hvor energiimporten tegner sig for størstedelen på grund af de markante prisvirkninger. Det forventes derfor, at de løbende poster i euroområdet vil falde betydeligt i 2022 og stort set vil forblive uændrede i 2023, selv om den reale efterspørgsel forbliver positiv. Ændringer i enhedslønomkostningerne under pandemien har resulteret i en midlertidig standsning af den **symmetriske tilpasning af stillingen over for udlandet i euroområdet** kumulativt i 2020 og 2021. Overordnet set har stigningerne generelt været de samme for lande med høje positive og høje negative nettostillinger over for udlandet. Fra og med 2022 bør den symmetriske tilpasning genoptages og fortsætte i løbet af prognoseperioden, hvor enhedslønomkostningerne stiger mest i visse overskudslande.

- **Virksomhedernes gældskvote** faldt i 2021, efterhånden som den økonomiske vækst igen tog til. Virksomhederne er kendetegnet ved øget likviditet, som delvis mindsker de umiddelbare risici, der er forbundet med virksomhedernes gæld. Gælden forbliver imidlertid betydelig i mange medlemsstater og ligger i nogle tilfælde over niveauet før pandemien. I 2022 fortsætter nedbringelsen af virksomhedernes gæld som andel af BNP, hvor den økonomiske vækst er positivt med fortsatte finansieringsstrømme. Dette vil imidlertid sandsynligvis blive hæmmet af den vanskelige makroøkonomiske situation. I nogle lande begyndte man at se stigninger i antallet af misligholdte lån og konkurser.

- **Boligpriserne** steg i de fleste medlemsstater i 2021 efter flere år med vedvarende vækst. Priserne steg yderligere i første halvår 2022, men forventes nu at aftage. Husholdningernes gældskvote fortsatte den nedadgående udvikling i 2021, men var fortsat høj og lå over niveauet før pandemien i nogle lande. Rentebyrden for husholdningerne forventes fortsat at falde som andel af BNP i 2022, men vil sandsynligvis stige. Uden for euroområdet steg realkreditrenterne betydeligt i løbet af 2022, mens rentestigningen i euroområdet er mere begrænset, men forventes at fortsætte.

- **Den offentlige gæld i forhold til BNP** faldt i næsten alle medlemsstater i 2021, men ligger stadig over 2019-niveauet i næsten alle tilfælde. Underskuddene var fortsat høje, men den kraftige økonomiske vækst havde en nedadrettet virkning på gældskvoterne. Den offentlige

gældskvote faldt samlet set i 2022 som følge af fortsat økonomisk vækst sammen med en yderligere nedbringelse af underskuddet på trods af betydelige støttepakker til husholdninger og virksomheder i forbindelse de høje energipriser. Udsigterne for 2023 varierer fra land til land, dog med yderligere fald i den offentlige gældskvote for landene med den største gæld. Nye politiske foranstaltninger, der har til formål at afbøde virkningerne af energikrisen, kan øge gældsniveauet. Omkostningerne i forbindelse med opfyldelse af gældsforpligtelser har været stigende siden 2021 som følge af en stramning af de finansielle vilkår efter år med meget gunstige vilkår. Dette har været mest udtalt i landene uden for euroområdet, som har oplevet kraftigere stigninger i rentespændene for deres statsobligationer.

- **Banksektoren** er velkapitaliseret og viste sig at være modstandsdygtig under pandemien. Nedbringelsen af de tilbageværende misligholdte lån fortsatte i 2021 og i 2022, men muligheden for, at der udvikles feedbacksløjfer, kan ikke udelukkes. Bankernes rentabilitet er steget, mens den er fortsat strukturelt svag og forventes at fald igen på trods af stigninger i rentemargenerne, efterhånden som de forværrede økonomiske udsigter påvirker aktiver og kreditrisici. I 2021 fortsatte kreditgivningen selv efter udløbet af de offentlige garantier og en vis makroprudentiel stramning. Der forventes en vis stigning i antallet af misligholdte lån på baggrund af en vis forsinket virkning af tilbagetrækningen af de støtteforanstaltninger, der blev truffet under pandemien, og de nuværende forværrede økonomiske udsigter.

I lyset af de økonomiske forhold er der specifikke risici, der kan føre til mere markante ubalancer. Der kan udvikle sig flere ugunstige scenarier end det, der er beskrevet ovenfor, som vil føre til enten mere akutte eller langvarige tendenser, der kan hæmme den makroøkonomiske stabilitet og økonomiernes funktion mere generelt:

- En langvarig energikrise med **fortsat høje energiomkostninger** kan føre til en større og længere nedgang, hvilket vil øge gældsbeholdningerne både direkte og indirekte og have en række følgevirkninger som følge af konsekvenserne for forbrugerne, arbejdstagerne, virksomhederne og banksektoren. Fortsat høje energiomkostninger kan føre til vedvarende større underskud på betalingsbalancens løbende poster i nogle lande, hvilket vil lægge pres på deres holdbarhed over for udlandet.

- Udsigten til en stærkere **strukturel omstilling** væk fra stor energiafhængighed af fossil energi, navnlig fra Rusland, er positiv, men indebærer risici og tilpasningsomkostninger. Værdikædernes skifte væk fra de mest berørte europæiske virksomheder, der står over for højere inputpriser, kan lægge en dæmper på rentabiliteten og føre til flere konkurser blandt virksomheder, der er grupperet i berørte sektorer og regioner, og et faldt i eksportandelene og den potentielle vækst i de mest berørte lande.

- **Revurderingen af risici** i hele verden vil kunne mærkes på de finansielle markeder og skabe ustabilitet og øge låneomkostningerne for stater og private låntagere, muligvis på idiosynkratisk vis.

De dårligere økonomiske forhold har øget sårbarhederne og risiciene i forbindelse med allerede eksisterende ubalancer. På trods den kraftige afmatning i aktiviteten, der er undervejs, forventes den nominelle BNP-vækst at bidrage til at nedbringe gældskvoterne i både 2022 og 2023, hovedsagelig på grund af virkningen af inflationen. En svagere økonomisk aktivitet og strammere finansieringsvilkår øger imidlertid de risici, der er forbundet med høje gældsniveauer. En stigning i antallet af misligholdte lån og konkurser er en risiko for både virksomhederne og husholdningerne. Virksomhederne oplever stigninger i produktionsomkostningerne, og der kan være begrænsninger for deres mulighed for at vælte dem over på mere sårbare virksomheder, der er grupperet sektormæssigt og geografisk. Husholdningerne står over for en reduceret disponibel realindkomst i de fleste lande, hvor lønstigningerne er lavere end inflationen, men højere end

produktivitetsvæksten. Stigningen i boligpriserne er ved at blive korrigeret i mange medlemsstater på baggrund af stigende realkreditrenter og pres på den disponible indkomst. En fortsat kraftig stigning i boligpriserne i nogle lande ville indebære en risiko for en ukontrolleret tilbagegang, navnlig hvis den ledsages af realkreditlån til variabel rente. Virksomhedernes og husholdningernes stress kan forstærke hinanden og sprede sig til hele økonomien, hvilket også vil få konsekvenser for den finansielle sektor. Yderligere foranstaltninger til støtte for sårbare husholdninger og de mest udsatte virksomheder ville flytte en del af energikrisens omkostninger til den offentlige sektor og øge den offentlige gæld, hvilket kan være en særlig udfordring for lande med høj startgæld, og det vil kræve målrettede og midlertidige foranstaltninger samt fælles europæiske løsninger. Kommissionen vil specifikt revurdere behovet for RePowerEU. Højere renter og en svagere eller negativ BNP-vækst hæmmer nedgearingen af den offentlige gæld, især i meget forgældede lande. Dette kan have en afsmittende virkning på andre sektorer med en negativ indvirkning på væksten.

Efterhånden som den stærke vækst efter pandemien går i stå, kan der opstå nye ubalancer med risiko for divergerende priseffekter som følge af det fælles forsyningschok. Selv om stigningen i råvarepriserne og gasforsyningsrisikoen er et fælles chok for EU, er der betydelige forskelle i virkningerne heraf. Selv om det forventes, at inflationen vil begynde at falde gradvist, kan der ske en trinvis ændring i de relative pris- og omkostningsniveauer i de forskellige lande, når den falder. Dette kan føre til tab af omkostningskonkurrenceevne, som kan være dyrt at afvikle. Dette gælder især for landene i euroområdet og de lande, hvor der er opstået eksterne underskud, selv om højere inflation i lande med store overskud på de løbende poster kan gøre det lettere at genoprette balancen i euroområdet. I nogle lande uden for euroområdet kan valutadeprecieringer bevare omkostningskonkurrenceevnen ved at opveje en række stærkt stigende lønomkostninger, men kan øge inflationen yderligere. Det kan igen føre til strammere finansieringsvilkår, mens afskrivninger også øger omkostningerne ved ekstern låntagning og opfyldelse af gældsforpligtelser.

Der er visse tegn på, at **balancen er ved at blive genoprettet på kort sigt i euroområdet, men dets overordnede resultater fremover kræver fortsat nøje koordinering af de politiske tiltag.** Genoprettelsen af balancen i euroområdet understøttes i et vist omfang af en kraftigere udvikling i enhedslønomkostningerne i nogle af nettokreditorlandene. Den seneste udvikling på de løbende poster, der skyldes det negative eksterne chok, er generelt også befordrende for genoprettelsen af balancen, idet nettokreditorlandene oplever større fald i deres store overskud. Forskelle i omfanget af politiske indgreb, der har til formål at afbøde virkningerne af høje energipriser, og som flytter energikrisens byrde mellem virksomhederne, husholdningerne og den offentlige sektor, og udbredelsen af ikkemålrettede prisforanstaltninger giver anledning til bekymring. Disse foranstaltningers art og sammensætning kan — med hensyn til den måde, hvorpå de påvirker energiefterspørgslen og energipriserne, samt deres indvirkning på virksomheder og husholdninger — have afsmittende indvirkning på resten af euroområdet og bringe de lige konkurrencevilkår i fare. Dette kræver, at disse foranstaltninger er målrettede og midlertidige. Ukoordinerede politiske foranstaltninger kan føre til øget divergens, hindre monetær transmission og forstærke energikrisens heterogene virkninger.

Analysen i denne rapport peger på behovet for nøje at overvåge udviklingen og risiciene i forbindelse med fælles tendenser, som påvirker både medlemsstater med allerede eksisterende ubalancer og medlemsstater med nye sårbarheder. Konsekvenserne af Ruslands krig i Ukraine udgør sammen med de globale begrænsninger på udbudssiden og inflationspresset fælles chok, som kan indebære risici for den makroøkonomiske stabilitet og virkemåden af økonomien i EU som helhed og i euroområdet i særdeleshed. I betragtning af deres fælles karakter skal disse konsekvenser overvejes inden for en fælles ramme for at skabe sammenhæng for enhver differentieret landespecifik analyse.

Som led i den analyse, der ligger til grund for de kommende landespecifikke dybdegående undersøgelser, vil Kommissionens tjenestegrene foretage dybdegående tematiske vurderinger af tre spørgsmål, der har central relevans i den aktuelle situation. Disse vurderinger vil omfatte spørgsmål, der er fælles for en række medlemsstater. De vil identificere fælles faktorer, der er relevante for den landespecifikke analyse, og fokusere mere detaljeret på de lande, som ifølge denne rapport er de lande, der er mest berørt af disse spørgsmål. Vurderingerne vil også blive forelagt Udvalget for Økonomisk Politik i begyndelsen af 2023, og de relevante medlemsstater vil blive opfordret til at give input til en drøftelse. Dette vil danne grundlag for de landespecifikke dybdegående undersøgelser i forårspakken under det europæiske semester. Der vil blive udarbejdet følgende tematiske notater:

- Et dybdegående tematisk notat om **udviklingen på boligmarkedet** vil omhandle de risici og drivkræfter, der er forbundet med udviklingen i boligpriserne, realkreditmarkederne og husholdningernes gæld. Notatet vil fokusere på Tjekkiet, Estland, Tyskland, Ungarn, Letland, Litauen, Luxembourg, Nederlandene, Portugal, Slovakiet og Sverige.

- Et dybdegående tematisk notat om **konkurrencedynamikken** vil omhandle omfanget og virkningen af energiomkostningernes overvæltning på inflationen og lønudviklingen. Dette notat vil fokusere på Tjekkiet, Estland, Ungarn, Letland, Litauen, Rumænien og Slovakiet.

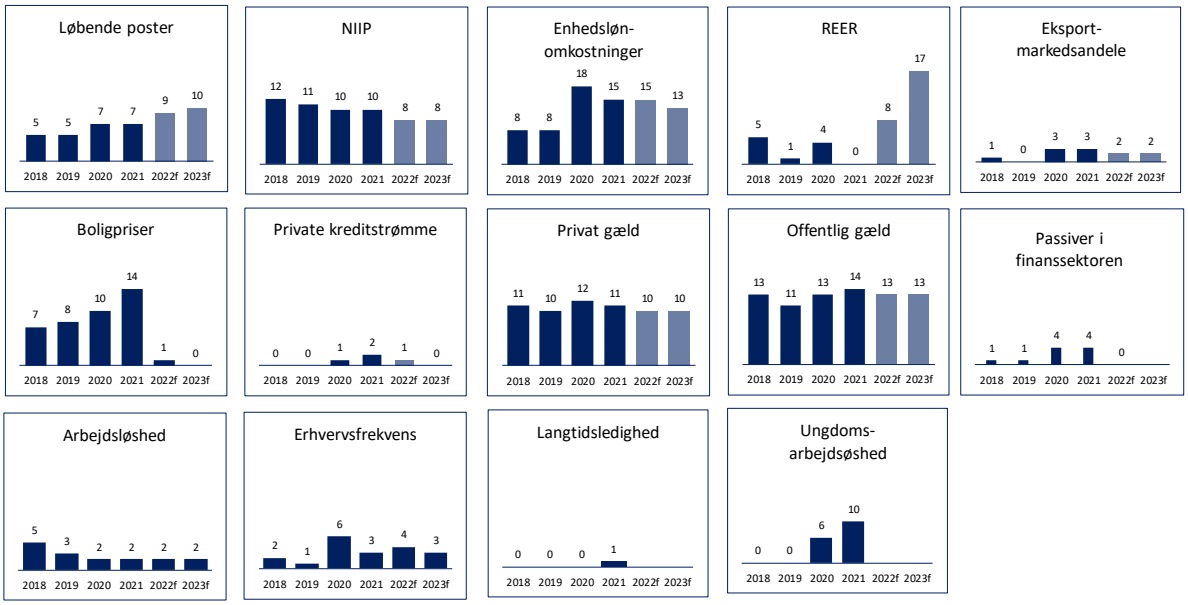
- Et dybdegående tematisk notat om **holdbarheden og balancen over for udlandet** vil omhandle nedgangen i handelsbalancen inden for rammerne af en horisontal tilgang. Dette notat vil fokusere på Cypern, Grækenland, Tyskland, Ungarn, Letland, Litauen, Nederlandene, Portugal, Rumænien og Slovakiet.

På grundlag af vurderingen i denne rapport vil de dybdegående undersøgelser også omfatte yderligere betænkeligheder og landespecifikke spørgsmål. Dette vil omfatte virkningen af den nuværende udvikling for så vidt angår de ubalancer, der blev konstateret i de dybdegående undersøgelser 2022 (**Cypern, Frankrig, Tyskland, Grækenland, Italien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien** og **Sverige)**.

I denne rapport konkluderes det, at der kræves dybdegående undersøgelser for de medlemsstater, der har uforholdsmæssigt store ubalancer eller ubalancer. For de medlemsstater, hvor der tidligere er konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, vil der i de dybdegående undersøgelser 2023 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. Dette vil være tilfældet for **Cypern, Frankrig, Tyskland, Grækenland, Italien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien** og **Sverige.**

Der vil desuden blive **gennemført dybdegående undersøgelser for medlemsstater med særlige risici for nye ubalancer.** De dybdegående undersøgelser vil blive baseret på de dybdegående tematiske vurderingsnotater, som vil danne grundlag for analysen. I denne rapport konkluderes det, at der også er behov for dybdegående undersøgelser for **Tjekkiet, Estland, Ungarn, Letland, Litauen, Luxembourg og Slovakiet**, som ikke har været genstand for dybdegående undersøgelser i den foregående cyklus, men som potentielt kan være udsat for særlige risici for makroøkonomiske ubalancer.

Figur 1: **Antal medlemsstater med variabler uden for grænseværdierne**



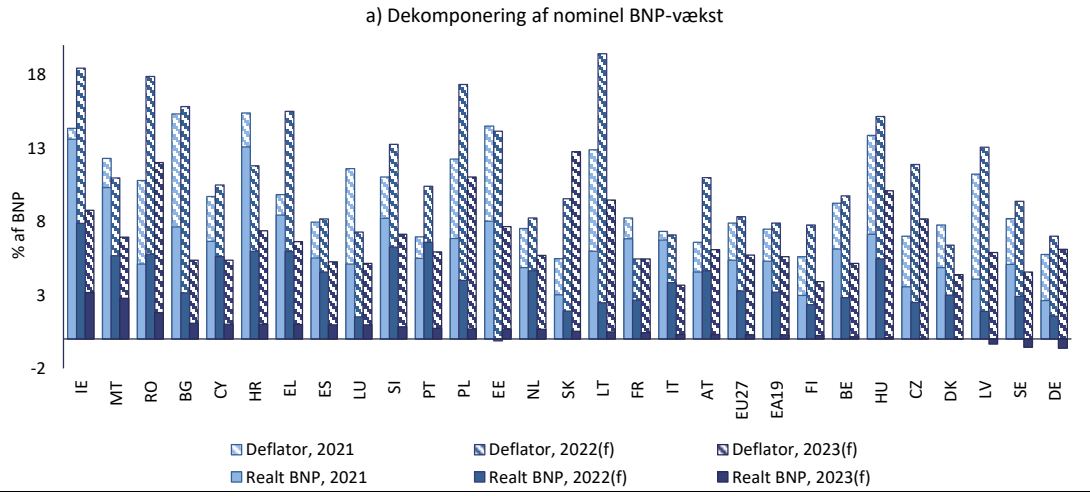
Antallet af medlemsstater med variabler, der ligger uden for grænseværdierne i et bestemt år, afspejler tidspunktet for offentliggørelsen af resultattavlen og den relevante rapport. Eventuelle efterfølgende datarevisioner kan indebære, at antallet af værdier, der på grundlag af beregninger af de seneste tal for variablerne ligger uden for grænseværdierne, afviger fra det antal, der er angivet ovenfor. Stigningen i antallet af medlemsstater, for hvilke værdierne for de løbende poster ligger uden for grænseværdierne i 2019- og 2020-dataserierne i figuren ovenfor, skyldes f.eks. hovedsagelig datarevisioner. Prognoser for den finansielle sektors passiver udarbejdes udelukkende for 2022. Der udarbejdes ingen prognoser for langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed.

Kilde: Eurostat og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene (se bilag 2).

1. MAKROØKONOMISK KONTEKST

I kølvandet på Ruslands invasion af Ukraine befinder EU's økonomi sig ved et vendepunkt, hvor den bevæger sig fra en genopretning efter covid-19-pandemien til en opbremsning i væksten som følge af inflationspres. I begyndelsen af 2022 havde næsten alle EU's økonomier kompenseret for det fald i BNP, der opstod med pandemien i 2020, og de var i kraftig vækst. Med Ruslands invasion af Ukraine i februar 2022 ændrede udsigterne for EU's økonomi sig betydeligt. Ifølge Kommissionens efterårsprognose 2022 forventes realvæksten i EU at falde fra 5,4 % i 2021 til 3,3 % i 2022 og 0,3 % i 2023, hvor en solid produktionsvækst i første halvår 2022 dækker over de forværringer, der allerede er under udvikling i indeværende år (figur 1.1). ([4]) I september 2022 nåede inflationen et rekordhøjt niveau på 10,9 % på årsbasis i EU, hvor inflationsraten før pandemien var lavere end 2 %. I euroområdet nåede inflationen et rekordhøjt niveau på 10,7 % i oktober. De EU-lande, der er mest afhængige af gas som energikilde, forventes at blive mere påvirket af det seneste chok (figur 1.2 b). Forbrugernes og producenternes tillid er faldet som følge af den store usikkerhed. Finansieringsvilkårene er tydeligvis blevet mere udfordrende, idet de monetære myndigheder er begyndt at stramme deres politik for at imødegå det høje inflationspres, som forventes at forblive forholdsvis højt i 2023.

Figur 1.1: **Nedgang i BNP**



Kilde: Eurostat og Ameco. Lande opstillet efter prognosen for realvæksten i BNP 2023.

De kraftigt stigende energipriser har været den vigtigste drivkraft bag inflationen, men en række andre faktorer har øget det samlede prispres. Den hurtige globale genopretning efter pandemiens første bølge førte til øget efterspørgsel efter og priser på energi og andre råvarer. Dette var første fase i den kraftige stigning i energiinflationen. ([5]) I EU blev dette kombineret med et efterspørgselspres som følge af ophobet forbrug og realiseringen af de store

([4]). Europa-Kommissionen (2022), European Economic Forecast, Autumn 2022, Institutional Paper 187, november 2022. Fra og med 2022 svarer de årlige tal til Europa-Kommissionens prognoser.

([5]). Se C. Buelens og V. Zdarek, (2022), "Euro area inflation shaped by two years of COVID-19 pandemic," Quarterly Report on the Euro Area (QREA), Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender (GD ECFIN), Europa-Kommissionen, vol. 21(1), s. 7-20, for en analyse af inflationen i euroområdet inden Ruslands militære aggression mod Ukraine.

opsparinger i husholdningerne, der var blevet akkumuleret i pandemiens akutte fase, hvilket førte til en hurtig stigning i den indenlandske efterspørgsel, da restriktionerne blev lempet. ([6]) De finanspolitiske incitamenter fortsatte også med at støtte efterspørgslen i EU efter den første akutte periode med pandemien. Dette efterspørgselspres blev ledsaget af effektive forsyningsflaskehalse, som lagde et opadrettet pres på priserne på industrivarer. Efter Ruslands invasion af Ukraine i februar 2022 medførte afbrydelsen af forsyningen af russisk gas til Europa en kraftig stigning i energipriserne, og det gjorde energipriserne til de vigtigste drivkræfter bag HICP-inflationen (figur 1.2 a).

Udviklingen i husstandsindkomsten i løbet af pandemien banede vejen for et kraftigt opsving, da restriktionerne blev ophævet, og arbejdsmarkedsforholdene begyndte at stramme op i nogle lande og sektorer. En række politiske foranstaltninger, herunder beskæftigelsesstøtteforanstaltninger, beskyttede husstandsindkomsterne i 2020 og 2021. Som følge heraf steg den reale disponible husstandsindkomst mellem 2019 og 2021 i de fleste EU-lande, dog med betydelige udsving. Samtidig akkumulerede husholdningerne i mange lande nettoopsparinger under pandemien, bl.a. som følge af de begrænsede forbrugsmuligheder. Takket være højere stigninger i den disponible indkomst i forhold til 2021 har husholdningerne kunnet modstå mere bredt funderede prisstigninger uden et fald i efterspørgslen, hvilket igen har gjort det muligt for nogle ikkefinansielle selskaber at bevare eller endda øge indtjeningen i denne periode. ([7]) Denne virkning vil sandsynligvis aftage, idet den reale disponible bruttoindkomst forventes at falde i de fleste EU-lande i 2022 (se afsnit 2.4). Arbejdsløsheden blev stabiliseret af politiske foranstaltninger, men det uudnyttede arbejdskraftpotentiale steg i forhold til 2020. Den har siden været faldende i takt med opsvinget i efterspørgslen og den kraftige stigning i antallet af ledige stillinger i 2021. ([8]) Den mere langsigtede tendens med en faldende befolkningsandel i den erhvervsaktive alder som følge af aldring og ændringer i migrationstendenserne kan også have bidraget til strammere arbejdsmarkeder i flere EU-lande. Det uudnyttede arbejdskraftpotentiale i andet kvartal 2022 var lavt i en række EU-lande med høj kerneinflation (figur 1.2 d).

På trods af omfattende politiske foranstaltninger, der har til formål at begrænse energipriserne, er de kilde til et stort økonomisk pres og stor usikkerhed. Stigningen i energipriserne udgør et handelschok, som påfører EU's økonomi omkostninger. I hele EU har regeringerne forsøgt at begrænse byrden ved de højere energipriser for virksomhederne og husholdningerne ved at omfordele byrden, men de kan ikke fjerne de samlede økonomiske virkninger. Foranstaltningerne varierer betydeligt fra land til land og fra prisstop og skattenedsættelser til indkomststøtteordninger, og der overvejes yderligere støtte. Disse foranstaltninger kan ikke fuldt ud kompensere for den fulde virkning af energiprisstigningerne på husholdninger og virksomheder, som står over for meget øgede omkostninger, om end med store forskelle afhængigt af deres energiforbrug og eksponering for højere detailpriser. Inflationen i elpriserne har varieret i EU, ikke kun på grund af regeringens politik, men også som følge af landenes energimiks og kontraktlige ordninger og den dermed forbundne overvæltning af engrospriserne på elektricitet på detailpriserne. Denne situation indebærer en væsentlig ændring i omkostninger og relative priser, som kan resultere i betydelige og varige strukturelle ændringer på tværs af sektorer og lande afhængigt af dens varighed og intensitet.

([6]). Se også R. Reis (2022), "The Burst of High Inflation in 2021-22: How and Why Did We Get Here?", CEPR discussion paper SP17514, for en diskussion af den rolle, som det hurtige opsving spiller som drivkraft for inflationen.

([7]). Se også Czech National Bank (2022), Monetary Policy Report Summer 2022, Box 1.

([8]). Ifølge Eurostat svarer det uudnyttede arbejdskraftpotentiale til summen af alle uopfyldte beskæftigelsesbehov og omfatter fire grupper: 1) arbejdsløse som defineret af Den Internationale Arbejdsorganisation (ILO), 2) underbeskæftigede deltidsansatte (dvs. deltidsansatte, der ønsker at arbejde mere), 3) personer, der står til rådighed for arbejdsmarkedet, men som ikke søger arbejde, og 4) personer, der søger arbejde, men ikke står til rådighed for arbejdsmarkedet.

Det høje inflationspres har bredt sig ud over energiområdet, hvilket indebærer en risiko for, at inflationsforskellene rodfæstes. Kerneinflationen steg betydeligt i alle EU-lande og lande i euroområdet i 2022, hvor en del af stigningen afspejler de indirekte virkninger af de højere energipriser. Der er store forskelle på tværs af landene med hensyn til kerneinflationen i 2022, som varierer fra 2,8 % til 11,5 % i EU-landene og fra 2,8 % til 9,8 % i euroområdet. Forskelligartetheden i den politiske reaktion på energiprischokket afspejles i forskellige inflationsmålinger, herunder handelsdeflatorer og BNP-deflatoren. Mens overvæltningen af energiinflation spiller en rolle, har andre faktorer som f.eks. forsyningsflaskehalse og tilbageværende ophobet efterspørgsel også en vis betydning. Anden runde-effekter, der udspringer af en stigning i lønomkostningerne, er endnu ikke synlige, men kan være under udvikling i nogle EU-lande. Boligpriserne er steget til et meget højt niveau som følge af mangeårige udbudsbegrænsninger, og deres fortsatte stigning, på trods af de stigende finansieringsomkostninger, kan skubbe yderligere til inflationen over tid.

Flaskehalsene i forsyningskæden mindskes i nogle tilfælde, men begrænser fortsat udbuddet i en række sektorer. Der er fortsat pres som følge af afbrydelser i forsyningskæden i 2022, selv om dette pres kan være aftagende i nogle sektorer. ([9]) PMI-data for januar/februar 2022 (Purchasing Managers' Indices) for leverandørernes leveringstider (SDT) og dynamisk faktoranalyse, der omfatter andre indikatorer (arbejdsefterslæb, forholdet mellem ordrer og lagerbeholdninger, inputpriser og forsendelsesomkostninger), viser, at forsyningskædepresset — selv om det stadig er historisk højt — har toppet og er begyndt at aftage i EU. Ifølge PMI-data for oktober 2022 er leveringstiderne og efterspørgslen fortsat faldende, og det afhjælper flaskehalsene på forsyningssiden. ([10]) Eventuelle forstyrrelser som følge af krigen i Ukraine kan imidlertid give tilbageslag. De stigende energipriser kombineret med bredere geopolitiske spændinger forårsager betydelige forstyrrelser i nøglesektorer, herunder energiintensive industrier, og begrænser deres adgang til kritiske råvarer. Afhængigt af forsyningskædens deltagelse kan denne udvikling også føre til forskelle i kerneinflationsudviklingen i EU.

Trods stigende enhedslønomkostninger i flere lande kan de nominelle lønninger generelt ikke holde trit med inflationen, og det har medført forringet købekraft. I 2022 forventes lønomkostningerne pr. ansat at stige med 4,2 % ([11]) i euroområdet, og arbejdsproduktiviteten forventes at stige med 1,2 %, så der fås en stigning i enhedslønomkostningerne på 3 %. Udviklingen i enhedslønomkostningerne har imidlertid varieret fra land til land (figur 1.2 e). De nominelle lønninger forventes ikke at kunne holde trit med inflationen. Dette bidrager til at beskytte virksomhederne mod en yderligere stigning i produktionsomkostningerne, men det medfører en forringelse af købekraften for husholdningerne. Forringelsen af købekraft påvirker efterspørgslen og øger risikoen for pres på balancen for sårbare husholdninger.

Pengepolitikken er begyndt at blive normaliseret, og det øger finansieringsomkostningerne og giver anledning til korrektioner i aktivpriserne. I juli fulgte ECB op på sin reduktion af opkøbet af aktiver med et yderligere skridt i retning af normalisering af politikken, hvor den hævede tre officielle pengepolitiske renter med 50 basispoint. Dermed signalerede den en yderligere normalisering og godkendte instrumentet til transmissionsbeskyttelse (TPI). Yderligere stigninger i de pengepolitiske renter blev foretaget i september og oktober. Bankernes højere finansieringsomkostninger er delvist blevet væltet over på højere bankudlånsrenter, især for husholdninger, mens aktivpriserne i nogle tilfælde er faldet. I

([9]). https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202202_01~272e32f7f4.en.html.

([10]). https://ihsmarkit.com/research-analysis/flash-pmi-data-to-highlight-recession-risks-and-varying-inflation-trends-at-start-of-fourth-quarter-October2022.html.

([11]). Arbejdstagere, der vender tilbage til arbejdsmarkedet efter jobfastholdelsesordninger, og som modtog direkte overførsler i stedet for lønninger, øger de anslåede enhedslønomkostninger som følge af skiftet i deres aflønning.

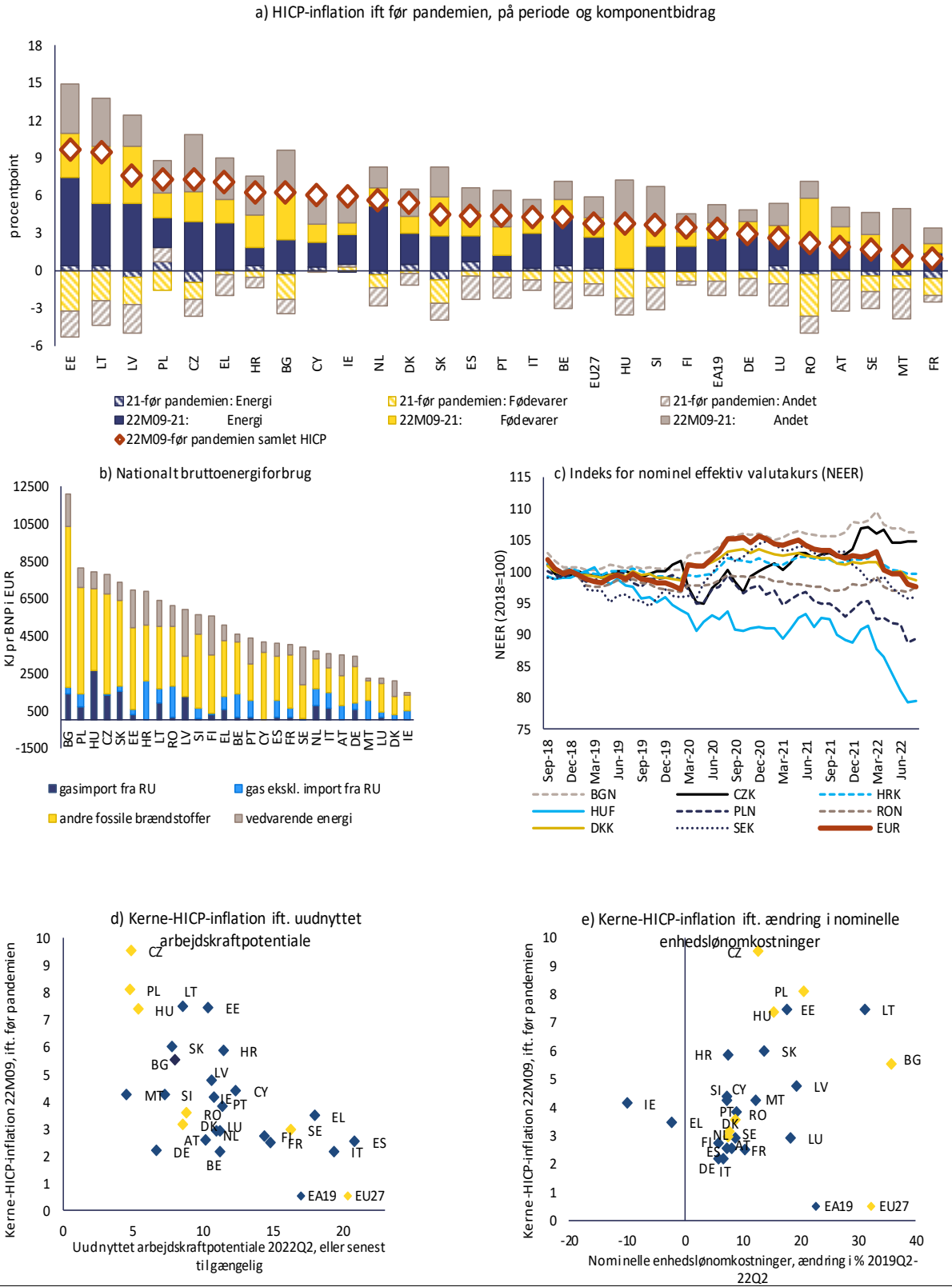
euroområdet blev kreditstandarderne strammet for alle lånekategorier i andet kvartal 2022, og stramningerne fortsatte i tredje kvartal på grund af bekymring over de risici, som låntagerne står over for under de usikre makroøkonomiske forhold. Statsobligationsrenterne i euroområdet var volatile og steg markant i 2022, selv om risikoen for betydelige nominelle rentespænd mellem landene i euroområdet forventes at blive dæmpet af indførelsen af TPI. De monetære forhold er også blevet strammet i medlemsstaterne uden for euroområdet, idet centralbankerne i EU-landene uden for euroområdet har strammet deres politik på baggrund af den høje inflation, og det har medført en stigning i finansieringsomkostningerne for den offentlige og den private sektor.

Den nominelle effektive eurokurs er blevet svækket, mens ændringerne i EU-valutaerne uden for euroområdet har været blandede. Euroen var udsat for betydelig volatilitet i forhold til dollaren i 2022, men presset gjaldt euroens depreciering, da den amerikanske centralbank har strammet pengepolitikken hurtigere end ECB. Euroen er også udsat for geopolitiske og økonomiske risici i forbindelse med krigen i Ukraine, som er specifikke for EU, mens dollaren drager fordel af "safe haven"-strømme, som den oftest gør i usikre tider. I betragtning af de varierende eksponeringer for landene i euroområdet over for handel med lande uden for EU og finansielle strømme udgør euroens bevægelser i sig selv asymmetriske chok, der kan føre til forskellige bevægelser i de nominelle effektive valutakurser (NEER), en kendsgerning, der er dokumenteret i litteraturen. ([12]) Blandt EU-valutaerne uden for euroområdet apprecierede den tjekkiske koruna betydeligt som følge af en markant stramning af pengepolitikken kombineret med valutakursinterventioner (figur 1.2 c). Den polske Polish złoty og især den ungarske forint har været i fortsat depreciering på trods af indenlandske pengepolitiske stramninger. I marts 2022 blev begge landes valutaer kraftigt deprecieret på baggrund af øget usikkerhed efter den russiske aggression mod Ukraine og stramningen af de globale finansielle forhold. Kroatien har truffet foranstaltninger for fortsat at stabiliseret sin valuta i forhold til euroen, mens Danmark har opretholdt sin mangeårige faste eurokurs, og Bulgarien har et euroforankret currency board. Efter mere end to års deltagelse for Kroatiens kuna i ERM II uden gnidninger forventes Kroatien at tiltræde euroområdet i januar 2023. ([13]) Den svenske krone deprecierede i løbet af sidste år på trods af løbende pengepolitiske stramninger.

([12]). Se P. Honohan og P.R. Lane (2003), "Divergent inflation rates in EMU", Economic Policy, 18(37), 357-394, og I. Angeloni og M. Ehrmann (2007), "Euro area inflation differentials", The BE Journal of Macroeconomics, 7(1).

([13]). Omregningskursen fastsat af Rådet er 7,53450 HKR/EUR. Rådets forordning om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98 med hensyn til euro-omregningskursen for Kroatien, juli 2022.

Figur 1.2: **Makroøkonomisk kontekst**



1) Inflationen før pandemien svarer til den gennemsnitlige årlige ændring i HICP-indekset i perioden 2017-2019. Kerneinflationen for 2022 M09 beregnes som gennemsnittet af HICP-indekset, ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak i de første ni måneder af 2022, sammenlignet med gennemsnittet for samme periode i 2021.

Kilde: Eurostat og Ameco

Boks 1.1: Udvikling i beskæftigelsen og andre samfundsforhold

Før Ruslands militære aggression mod Ukraine oplevede arbejdsmarkedet i EU en solid genopretning. Den stærke økonomiske genopretning, der fulgte efter covid-19-recessionen, var ledsaget af en stærk jobskabelse og et fald i arbejdsløsheden (figur 1.3 a). Arbejdsløsheden i EU (15-74 år) nåede op på 6,4 % ved udgangen af 2021 og fortsatte med at falde i 2022 til 6 % i august og september, det laveste niveau i mere end to årtier. De generelle arbejdsmarkedsforhold blev fortsat forbedret ind i 2022 som følge af den fuldstændige åbning af økonomierne, forbedringer af den epidemiologiske situation, virkningen af ophobet efterspørgsel og den gode turistsæson som følge af de lempede mobilitetsmuligheder. Beskæftigelsen i fremstillingssektoren fortsatte dog med at stagnere. Som følge af en hurtig stigning i efterspørgslen nåede manglen på arbejdskraft op på nye højder, og den steg — selv om der blev konstateret mangler i flere sektorer — mere inden for tjenesteydelser end i fremstillingssektoren. Beskæftigelsesvæksten lå tæt på 1,5 %, og beskæftigelsesfrekvensen i EU (20-64 år) nåede op på 74,1 % i fjerde kvartal af 2021, selv om den fortsat lå 2 procentpoint under niveauet før pandemien inden for fremstillingsindustrien. Jobskabelsen var derimod ret robust inden for mindre kontaktintensive tjenester (f.eks. sundhed, offentlig forvaltning og IKT) og bygge- og anlægsvirksomhed (figur 1.3 b).

Arbejdsmarkedet forventes at blive dæmpet i lyset af de forværrede økonomiske udsigter. I 2022 var arbejdsmarkedet fortsat modstandsdygtigt på grund af den stadig positive virkning af den genopretning, der fulgte efter genåbningen af økonomien efter nedlukningen. Stigningen i energipriserne udgør dog stadig en stor risiko for arbejdsmarkedet fremover. De højere energiomkostninger påvirker de mest energiafhængige sektorer mest, men de har afsmittende virkninger på næsten alle sektorer. Indvirkningen på beskæftigelsen af et gasprischok kan variere fra land til land afhængigt af landenes konkurrenceevne. Økonometriske skøn tyder på, at en stigning på 10 % i naturgasprisen kan reducere produktionen med 0,6 % efter to år, mens beskæftigelsen vil falde med 0,3 % og reallønnen med 0,2 %. ([14]) Indvirkningen på beskæftigelsen kan blive dæmpet af en reduktion af antallet af arbejdstimer pr. ansat. Bidraget til stigningen i arbejdsløsheden kan være større for tjenesteydelsessektoren end for fremstillingssektoren, da underudnyttelse af arbejdskraft er mere almindeligt i sidstnævnte, mens beskæftigelsen er mere konjunkturfølsom i førstnævnte, som har en relativt højere andel af midlertidigt ansatte. ([15]).

- Sammenlignet med det årlige tal for 2021 faldt arbejdsløsheden i andet kvartal 2022 i alle lande, navnlig i Grækenland (-2,5 procentpoint), Spanien (-2,3 procentpoint), Irland (-1,9 procentpoint), Østrig (-1,8 procentpoint) og Litauen (-1,6 procentpoint) Forskellen mellem den højeste arbejdsløshedsprocent i Spanien (12,5 %) og den laveste i Tjekkiet (2,4 %) faldt til 10,1 procentpoint, hvilket er den laveste forskel siden oktober 2008.

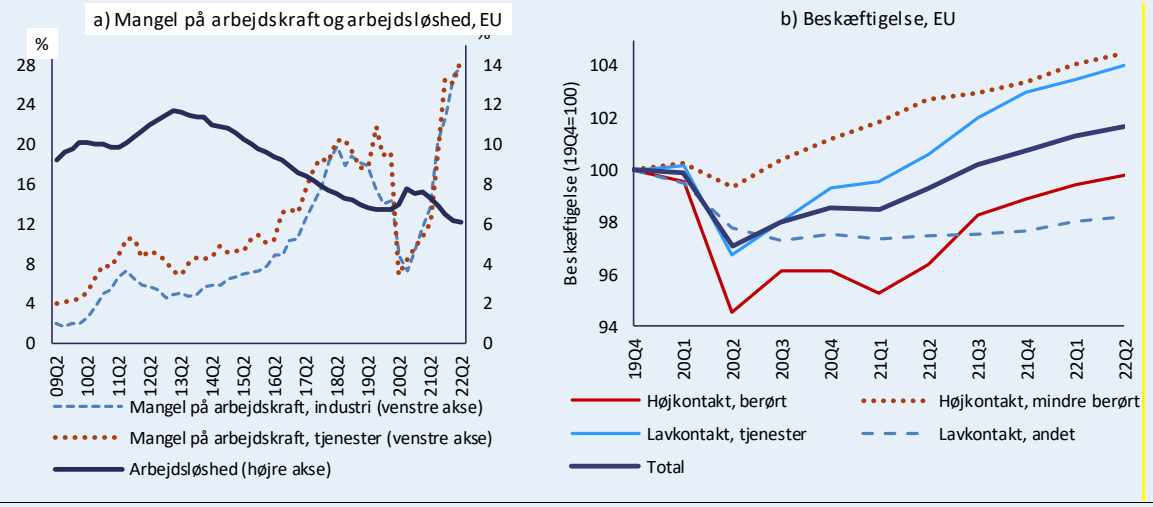
- I 2021 steg beskæftigelsesfrekvensen i næsten alle medlemsstater (20-64 år) hurtigt igen og oversteg niveauet før pandemien. Mellem 2020 og 2021 blev de største stigninger konstateret i Grækenland (4,3 procentpoint), Irland (2,8 procentpoint), Polen (2,7 procentpoint), Spanien (2 procentpoint) og Luxembourg (2 procentpoint). Beskæftigelsesfrekvensen faldt kun i Letland (-1,6 procentpoint). I første halvår 2022 fortsatte beskæftigelsesfrekvensen med at stige i alle lande, navnlig i Irland (+3,6 procentpoint i gennemsnit i første halvår 2022 i forhold til det årlige tal for 2021) og Grækenland (+3,8 procentpoint i gennemsnit i første halvår 2022 i forhold til det årlige tal for 2021).

([14]). For mere indgående redegørelser henvises til Europa-Kommissionen (2022) "Labour Market and Wage Developments in Europe" (endnu ikke offentliggjort).

([15]). Under covid-19-recessionen skete faldet i det samlede antal arbejdstimer for midlertidigt ansatte hovedsagelig som følge af tab af arbejdspladser, mens det for fastansatte skyldtes et fald i antallet af arbejdstimer pr. arbejdstager.

- I andet kvartal 2022 lå beskæftigelsen i fremstillingssektoren generelt under niveauet før pandemien i enkelte medlemsstater, herunder Bulgarien, Rumænien, Spanien, Polen, Slovakiet og Tyskland.

Figur 1.3: **Beskæftigelse, arbejdsløshed og mangel på arbejdskraft**



Bemærk: 1) Berørte højkontaktsektorer: engros- og detailhandel, transport, indkvartering, kunst og husholdningsaktiviteter. Mindre berørte højkontaktsektorer: bygge- og anlægsvirksomhed, offentlig forvaltning, sundhed og uddannelse. Lavkontaktsektorer, tjenesteydelser: IKT, finansielle tjenesteydelser, liberale erhverv og fast ejendom. Lavkontaktsektorer, øvrige: fremstillingsvirksomhed, minedrift, vand og landbrug.
Kilde: Europa-Kommissionens tjenestegrene

2. UBALANCER, RISICI OG TILPASNING: HOVEDTENDENSER

2.1. SITUATION OVER FOR UDLANDET

De løbende poster i de fleste medlemsstater udviste små eller moderate ændringer i 2021, som ofte kun delvis vendte ændringer i forhold til året før. Især genopretningen af rejsebalancen bidrog til en delvis forbedring af de løbende poster i visse store nettodebitorlande. På trods af forbedringen havde nogle af disse EU-lande fortsat et stort underskud på betalingsbalancens løbende poster i 2021, og deres nettostilling over for udlandet (NIIP) er stadig meget negativ. Samtidig visse store overskud på betalingsbalancens løbende poster, så de kom tæt på 2019-niveauet efter et lille fald i 2020. Samlet set oversteg de store overskud på de løbende poster i nogle lande stadig i betydelig grad, hvad der kan forklares ved de underliggende økonomiske forhold. ([16]) Andre lande oplevede små fald, og i enkelte tilfælde faldt balancen til et niveau, der lå betydeligt lavere end i 2019 (figur 2.1.1 a).

Betalingsbalancens løbende poster falder kraftigt i 2022, primært som følge af høje energipriser (figur 2.1.1 a). De to vigtigste drivkræfter bag ændringerne i de løbende poster i 2021 og år til dato i 2022 har været den lavere energihandelsbalance ([17]) og genopretningen inden for internationale rejser, som virker modsatrettet. Genopretningen inden for turisme er primært til gavn for nettodebitorlandene, men er fortsat delvis. De fleste lande, der er stærkt afhængige af turismeeksport, udviser stadig rejsebalancer, der ligger under niveauet før pandemien, selv om dataene for den primære turistsæson stadig mangler at foreligge for tredje kvartal 2022. Forbedringen af rejsebalancen overgås desuden i mange tilfælde af virkningen af de høje energipriser, som påvirker næsten alle lande (figur 2.1.3 d og e). For en række landes vedkommende er en mærkbar forværring af handelsbalancen, ekskl. energi, også på vej i 2022. I nogle tilfælde skyldes dette en robust indenlandsk efterspørgsel. Den samlede virkning er et kraftigt fald i de løbende poster i 2022, hvor en række lande med overskud i de foregående år kunne konstatere et underskud. Ifølge prognosen for 2023 vil der ske mindre stigninger i de løbende poster for mange, men ikke alle EU-lande, men de vil ofte være markant mindre end de fald, der blev konstateret i 2022.

En kraftig vækst i det nominelle BNP i 2021 bidrog til at indsnævre både den negative og den positive nettostilling over for udlandet. I 2021 aftog den kraftige denominatorvirkning

([16]). 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 den metode til beregning af udviklingen i betalingsbalancens løbende poster på grundlag af underliggende økonomiske forhold, der 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.

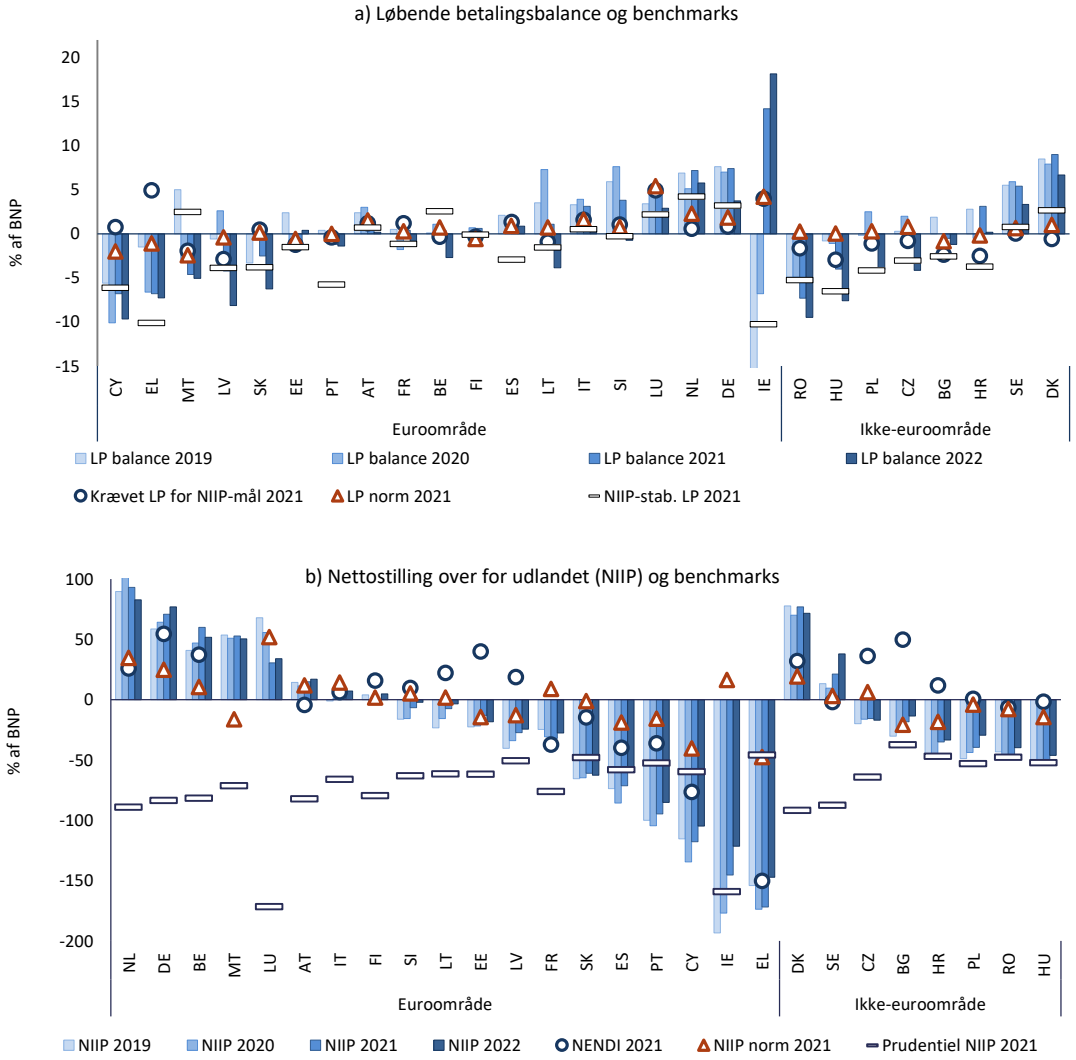
([17]). Energibalancen svarer til handelsbalancen for varer under posten "3 Mineralske brændsels- og smørestoffer o.lign." i SITC (FN's standardvarefortegnelse).

takket være en markant genopretning af den økonomiske vækst, men den opvejede imidlertid ikke fuldstændigt den spredning i nettostillingen (NIIP) over for udlandet, der havde fundet sted i 2020 (figur 2.1.1 b og figur 2.1.3 a). Dette mønster fortsatte ind i 2022, hvor forholdet mellem NIIP og BNP for store nettodebitorlande ofte blev forbedret markant, selv om de fleste af dem fortsat ligger under forsigtighedsniveauet for NIIP. ([18]) For de fleste af disse nettodebitorlande ligger de seneste resultater for betalingsbalancens løbende poster under det niveau, der er befordrende for en hurtig korrektion af deres negative beholdninger, som er det niveau, der kræves for at nå et specifikt NIIP-mål, om end kun lidt for Spaniens og Portugals vedkommende (figur 2.1.1 a og b). Omvendt er NIIP for flere nettokreditorlande fortsat betydeligt højere end det niveau, som de underliggende økonomiske forhold tilsiger.

Fra et sektorperspektiv er husholdningernes nettoudlån faldende i 2022 som følge af den forringede købekraft. I 2021 var nettofordringserhvervelsen i de fleste medlemsstater kendetegnet ved statslig nettolåntagning og positiv nettolångivning i den private sektor, dvs. både husholdninger og virksomheder (figur 2.1.3 b). Den ekstraordinære finanspolitiske støtte, der blev ydet i 2020 for at afbøde pandemikrisen, vendte en smule, hvilket stort set opvejede et mindre fald i den private sektors nettoudlån. Det forventes, at der i 2022 fortsat vil blive ydet finanspolitisk støtte, selv om det forventes, at den statslige nettostilling forventes at blive forbedret for de fleste medlemsstater (figur 2.1.3 c). Samtidig forventes faldet i husholdningernes nettolångivning at dominere, hvilket i de fleste tilfælde vil bidrage til en lavere samlet nettofordringserhvervelse.

([18]). Det NIIP-stabiliserende benchmark for de løbende poster defineres som den saldo, der kræves for at stabilisere NIIP på det nuværende niveau i de næste ti år. Den saldo, der kræves for at nå et specifikt NIIP-mål, er den saldo, der kræves for at nå den prudentielle tærskel inden for de næste ti år eller halvere forskellen i forhold NIIP i overensstemmelse med de underliggende økonomiske forhold, alt efter hvad der er højest. 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. Der opnås en NIIP, der er i overensstemmelse med underliggende forhold, ved at betalingsbalancens løbende poster i en længere periode følger normaludviklingen. For metoden til beregning af de prudentielle benchmarks for NIIP og benchmarks for de underliggende økonomiske forhold, se A. Turrini og S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/2019.

Figur 2.1.1: **Stilling på de løbende poster og nettostilling over for udlandet (NIIP)**



Landene er opstillet i stigende rækkefølge efter stillingen på de løbende poster i 2021 og i faldende rækkefølge efter NIIP i forhold til BNP i 2021. "LP" står for løbende poster. NENDI er NIIP eksklusive ikkemisligholdelige instrumenter. Normen for løbende poster: se fodnote 16. For så vidt angår begreberne NIIP-norm, den prudentielle tærskel for NIIP, det NIIP-stabiliserende benchmark for de løbende poster og LP, der kræves for at nå et specifikt NIIP-mål: se fodnote 18.
Kilde: Eurostat og beregninger fra af Kommissionens tjenestegrene.

En global monetær stramning på baggrund af høj inflation og høje geopolitiske risici kan påvirke de eksterne finansieringsforhold i visse medlemsstater uden for euroområdet. Som anført i afsnit 1 har både pandemien og senest den øgede usikkerhed efter Ruslands aggression mod Ukraine ført til ændringer i visse valutakurser uden for euroområdet, hvor den polske złoty og den ungarske forint er deprecieret. Hvis der opstår risici for ekstern (gen-)finansiering, vil lande med betydelige valutareservebeholdninger og lande med solide overskud i eksterne strømme være mindre udsatte. Behovene for ekstern finansiering, herunder i den offentlige sektor, spiller en rolle i denne sammenhæng (se afsnit 2.6 om den offentlige sektor).

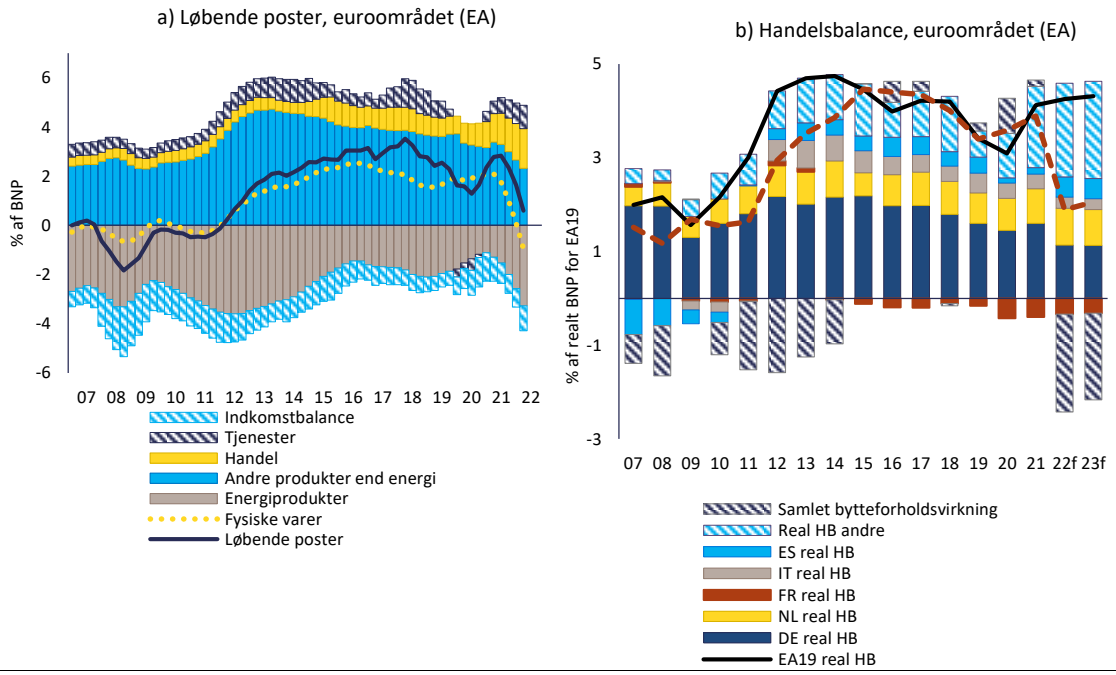
Overskuddet på de løbende poster i euroområdet falder kraftigt i 2022. Energiomkostningerne er den vigtigste faktor bag den kraftige reduktion i de løbende poster i euroområdet i løbet af året (figur 2.1.2 a). Siden 2021 har de globale forsyningsproblemer ført til markante stigninger i importpriserne på varer ud over råvarer. Det afspejles i euroområdets handelsbalance over for Kina, som er faldet med mere end et procentpoint af BNP sammenlignet med 2019. Den store import af lagervarer og de høje importpriser fra Kina forklarer til dels det

kraftige fald i navnlig Tysklands handelsoverskud. Den globale efterspørgsel efter europæisk eksport er desuden aftagende, idet afmatningen i Kina og den monetære stramning i USA påvirker efterspørgslen, ikke kun hos disse to handelspartnere, men også på de fleste nye vækstmarkeder. Som anført i afsnit 1 er euroen blevet deprecieret kraftigt, især over for den amerikanske dollar. Dette påvirker euroområdets handelsbalance, da andelen af import i doller, især af energiprodukter, langt overstiger eksporten i dollar. Indtægterne fra udenlandske aktiver i dollar samt handel med og indtægter fra den globale råvarehandel imidlertid i nogen grad dæmpet den samlede virkning af handelschokket på betalingsbalancen.

Nedgangen i euroområdets handelsbalance i 2022 har været drevet af handelschok, hvor den reale efterspørgsel er forblevet stærk. De handelschok, der har udviklet sig i 2022 som følge af de betydeligt højere energiimportpriser og den svagere euro, har været årsag til nedgangen i euroområdets nominelle handelsbalance — og derved faldet på de løbende poster (figur 2.1.2 b). I reale tal, dvs. i faste priser, forventes handelsbalancen at blive styrket i et vist omfang i 2022, hvor den reale samlede efterspørgsel forventes at stige lidt mindre end BNP. Væksten i den reale efterspørgsel forventes at overstige produktionsvæksten i 2022 i store nettokreditorlande og har reduceret deres bidrag til overskuddet på de løbende poster i euroområdet (figur 2.1.2 b). Dette forventes at fortsætte i 2023. Flere nettodebitorlande forbedrede deres reale handelsbalance, fordi deres efterspørgsel ikke fulgte med den stigende BNP-vækst. Det er de mindre lande, som sammen er drivkraften bag stabiliteten i den reale handelsbalance i 2022, og som modvirker nedgangen i den reale balance for Tyskland, den største bidragyder til euroområdet.

Prognosen for 2023 viser en generel stabilitet i euroområdets handelsbalance, herunder dens sammensætning, men dette er behæftet med stor usikkerhed. Flaskehalse i forsyningskæden og importpriser vil sandsynligvis aftage noget i 2023, men forventes fortsat at belaste euroområdets handelsbalance. Aftagende global efterspørgsel vil lægge en dæmper på eksportudsigterne, men kan give et vist fald i råvarepriserne. Som følge heraf forventes effekten af handelen at blive noget mindre, hvilket vil medføre en marginal forbedring af euroområdets samlede handelsbalance. I stedet er væksten i den indenlandske efterspørgsel fortsat en nøglefaktor for udviklingen i euroområdets betalingsbalance i 2023. Med hensyn til sammensætningen forventes tilpasningen fra de store nettokreditorlandes bidrag at fortsætte.

Figur 2.1.2: **Betalingsbalancens løbende poster og handelsbalancen i euroområdet**



"Fysiske varer": handelsbalancen for SITC i alt, "Energiprodukter": handelsbalancen for SITC3-kategorien, "Andre produkter end energi": forskellen mellem de to. "Handel": forskellen mellem varehandelsbalancen fra betalingsbalancen og "Fysiske varer".

Kilde: Europa-Kommissionens tjenestegrene

Lande med en løbende betalingsbalance (3-årigt gennemsnit) i % af BNP over 6% eller under -4% i 2021 (blå)																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Lande med en nettostilling over for udlandet (% af BNP) under -35% i 2021 (blå)																										
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

På landeniveau bør følgende tendenser fremhæves:

- I 2021 lå stillingen på de løbende poster baseret på treårige gennemsnit for fire medlemsstater under den nedre grænseværdi i resultattavlen på -4 % af BNP: Cypern, Grækenland, Irland og Rumænien. Samtidig lå gennemsnittet for tre medlemsstater over den øvre grænseværdi på 6 % af BNP: Danmark, Tyskland og Nederlandene. Med hensyn til NIIP-værdierne lå de under resultattavlens grænseværdi på -35 % af BNP: Kroatien, Cypern, Grækenland, Ungarn, Irland, Polen, Portugal, Rumænien, Slovakiet og Spanien.

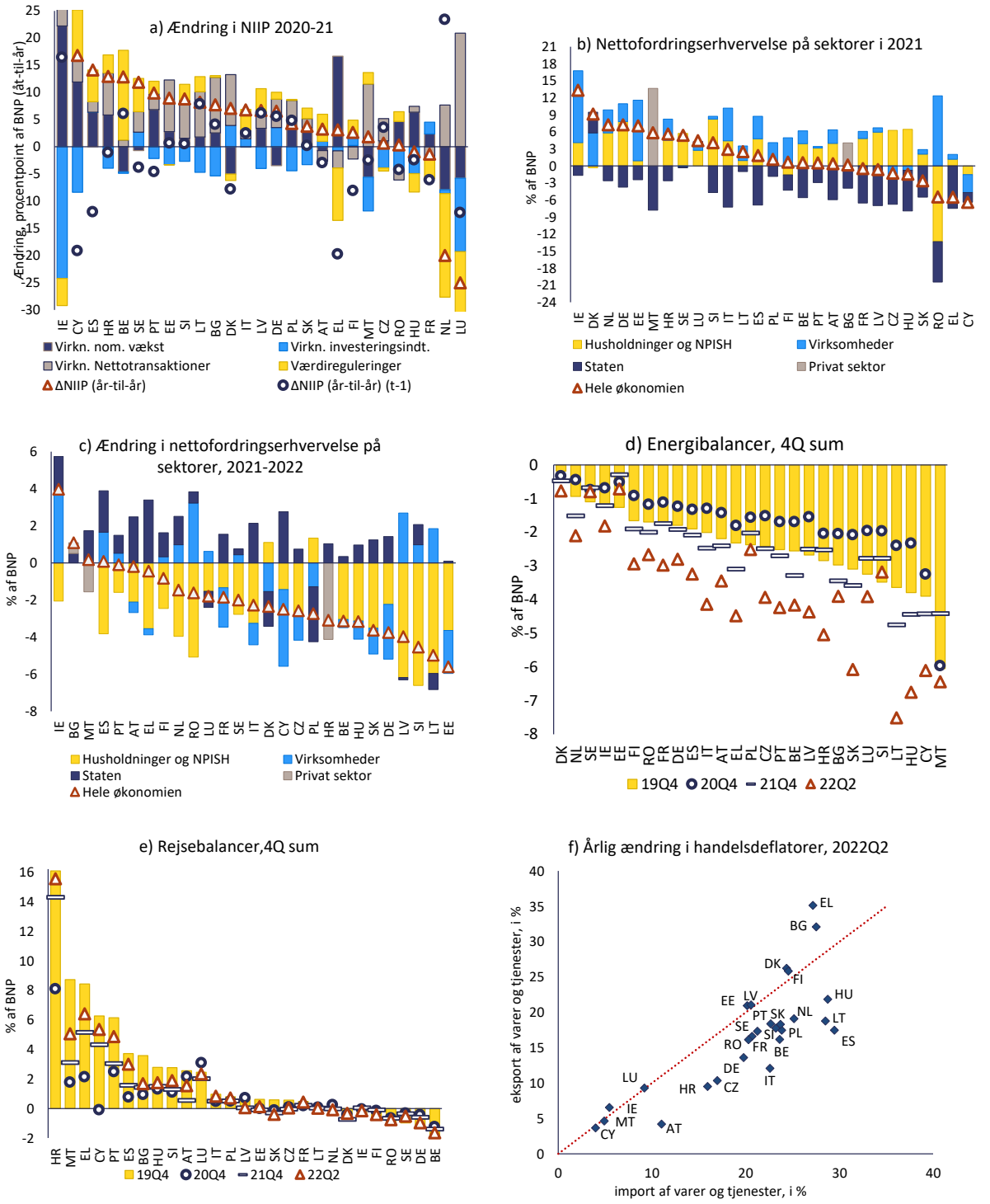
- Der var fortsat store underskud på de løbende poster i visse store nettodebitorlande, f.eks. Cypern og især Grækenland, selv om Cypern kunne konstatere moderate forbedringer. Mens Spaniens lille overskud steg en smule, var Portugals moderate underskud stort set uændret i 2021. I disse lande, bortset fra Spanien, ligger de løbende poster fortsat under det niveau, som de grundlæggende økonomiske forhold tilsiger, om end med forskellige margener. I de første to kvartaler af 2022 sikrer et yderligere solidt opsving i den internationale rejsetrafik kombineret med stigende priser i sektoren kraftig støtte til overskuddet på rejsebalancen, især for Portugal og i mindre grad også for Cypern, Grækenland og Spanien, idet de endnu ikke er nået til deres vigtigste turistsæson, som ligger i årets tredje kvartal. Med undtagelse af Spanien forventer disse lande en forværring af deres løbende poster for året som helhed, primært som følge af en forværring af energibalancen. Deres klart negative NIIP er blevet forbedret, hovedsagelig på grund af den stærke nominelle økonomiske vækst, men forbedringen blev noget svækket af de negative værdireguleringer for Grækenlands vedkommende.

- Underskuddet på de løbende poster er meget stort og ligger på det højeste niveau i mange år for Ungarns og Rumæniens vedkommende. Rumæniens løbende poster forværredes fra et allerede stort underskud og bliver stadig værre i 2022, og der forventes ikke væsentlig forbedring næste år. Ungarn oplever også en mærkbar forværring, hvor der kun forventes en let forbedring i 2023, og en af de største forværringer er i landets energibalance. Deprecieringen af den ungarske forint forstærker bekymringerne over udviklingen i landets eksterne sektor. For begge lande er NIIP klart negativ, men indgående udenlandske direkte investeringer udgør en betydelig del heraf. Dette gør deres NIIP, ekskl. ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI), mere gunstige.

- Letland, Malta og Slovakiet havde et ikke ubetydeligt underskud på det løbende poster i 2021. I mange tilfælde forventes der betydelige forringelser for 2022 og 2023. I Tjekkiet, Bulgarien og Polen forventes underskuddet på de løbende poster i 2021 at stige. Deprecieringen af den polske złoty øger bekymringerne over udviklingen i den eksterne i Polen. Belgien og Litauen forventes at opleve et mærkbart underskud i 2022. Slovakiet og Litauen har registreret nogle af de største fald i handelsbalancen som følge af forværrede energibalancer. Slovakiets underskud forventes at stige yderligere og at overstige dets niveau før pandemien. For Polen og Slovakiet, som har udtalt negativ NIIP, samt for andre medlemsstater i Central- og Østeuropa udgør indgående udenlandske direkte investeringer en betydelig del af deres eksterne passiver. Deres NENDI er derfor mere gunstige.

- Danmarks, Tysklands, Nederlandenes og Sveriges store overskud ligger fortsat over deres normer for løbende poster. I 2021 steg overskuddet på de løbende poster i disse lande, dog ikke i Sverige, men det forventes at falde markant i 2022. De løbende poster er navnlig faldet mærkbart i Tyskland, Nederlandene og Sverige og i en grad, der overstiger forværringen af energibalancen. Danmarks overskud steg i første halvår, men der forventes samlet set et fald i 2022. Nederlandenes, Danmarks, Tysklands og Belgiens NIIP ligger langt over det niveau, som de underliggende økonomiske forhold tilsiger.

Figur 2.1.3: **Situation over for udvalget: udvalgte grafer**



Kilde: Europa-Kommissionens tjenestegrene

2.2. KONKURRENCEEVNE

Enhedslønomkostningerne steg hurtigere i 2020-21 end i perioden før pandemien, og deres vækstrate stiger i 2022. Der er observeret en kraftig stigning i enhedslønomkostningerne i de fleste medlemsstater i 2020 som følge af mekaniske fald i den målte produktivitet, da jobfastholdelsesordningerne afbødede faldet i beskæftigelsen på trods af det markant lavere output. I 2021 vendte denne tendens delvis, da opsvinget i produktiviteten førte til enten et fald i enhedslønomkostningerne eller en synlig nedgang i deres vækst i næsten hele EU (figur 2.2.1 a). Enhedslønomkostningerne forventes at stige i år og næste år, i nogle tilfælde betydeligt (figur 2.2.1 b). Stigningen i enhedslønomkostningerne forventes at blive drevet af en kraftig stigning i de nominelle lønomkostningerne pr. ansat, som forventes at overstige væksten i den reale arbejdsproduktivitet betydeligt i næsten alle EU-lande (figur 2.2.3 a og b), ofte på baggrund af lav og faldende arbejdsløshed. I nogle tilfælde kan disse virkninger være fortsættelsen af tendenser, der førte til bekymring for et potentielt overophedningspres før covid-19-krisen. Efterhånden som det økonomiske momentum aftager, vil produktivitetsgevinsterne blive lavere, og enhedslønomkostningerne vil blive dæmpet i mindre grad, end der er sket for nylig.

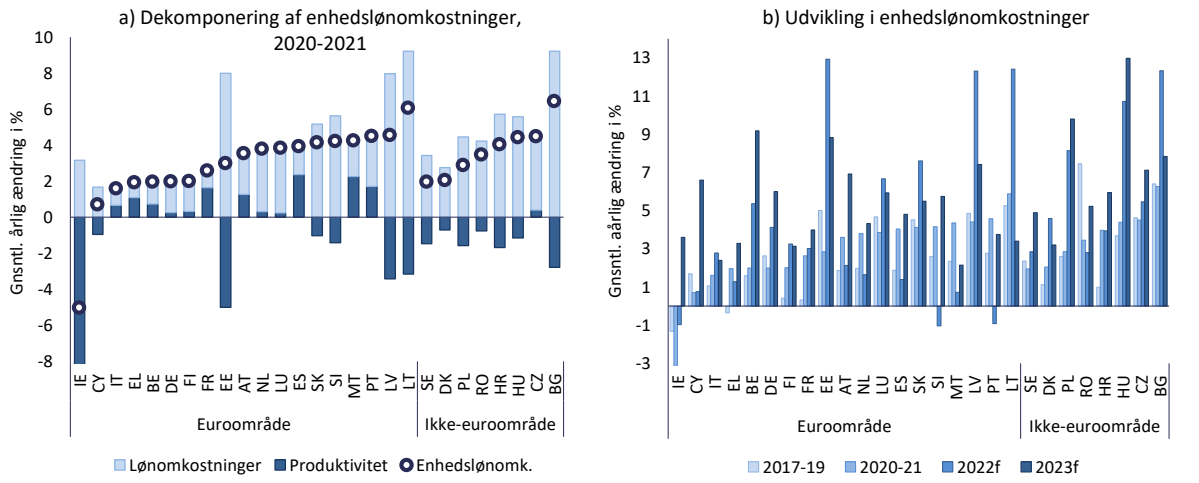
Udviklingen i den reale valutakurs har generelt endnu ikke været væsentlig, men der er tale om divergens, navnlig uden for euroområdet. Ændringerne i de HICP-baserede reale effektive valutakurser forblev beherskede i 2021, selv om der blev observeret små deprecieringer i flere lande end i 2020. Ændringerne i de HICP-baserede og BNP-deflatorbaserede reale effektive valutakurser i de tre år frem til 2021 var også begrænsede (figur 2.2.3 c). I 2022 er den nominelle effektive valutakurs indtil videre blevet deprecieret i næsten alle medlemsstater i euroområdet, og det afspejles i euroens depreciering, mens ændringerne i de HICP-baserede reale effektive valutakurser har været moderate, undtagen i de få tilfælde, hvor inflationen var meget højere end andre steder, eller hvor de nominelle effektive valutakurser faldt mere drastisk (figur 2.2.3 e). I nogle lande uden for euroområdet har ændringerne i den reale effektive valutakurs i løbet af året været mere markante. Den BNP-deflatorbaserede reale effektive valutakurs viser ikke stærke tegn på en forringelse af priskonkurrenceevnen for de fleste medlemsstaters vedkommende, selv om der er betydelige forskelle mellem landene (figur 2.2.3 d). Fremadrettet kan der opstå udfordringer i de reale effektive valutakurser inden for euroområdet som følge af forskelle i inflationsraterne og forskelle i eksponering for ændringer i den nominelle eurokurs i de forskellige lande i euroområdet. Der forventes mere heterogenitet på tværs af landene uden for euroområdet, hvilket til dels afspejler forskellige dynamikker for den nominelle valutakurs.

Høje og divergerende inflationsrater udgør en risiko for konkurrenceevnen i det omfang, de bliver rodfæstet, med særlige risici inden for euroområdet. Som beskrevet i afsnit 1 er inflationen ikke blot høj, men meget forskellig, også inden for euroområdet. Generelt er denne forskel rodfæstet i varierende energiintensitet på tværs af økonomier og påvirkes af omfanget og sammensætningen af de offentlige foranstaltninger. Selv om inflationen i vid udstrækning skyldes stigningen i energiomkostningerne og forventes at falde, medfører forskelle i inflationsraterne en risiko for konkurrenceevnen fra to vinkler. For det første vil energipriserne måske ikke vende tilbage til det tidligere niveau, men stabilisere sig på et højere niveau. Dette vil medføre store omkostninger for specifikke sektorer, f.eks. de energiintensive industrier. I det omfang disse omkostninger bliver permanente, vil lande med højere inflation som følge af energiomkostningernes direkte virkning opleve permanent højere prisniveauer. Denne relative stigning kan have en negativ indvirkning på deres konkurrenceevne og kan føre til risiko for udflytning, hvilket i sidste ende vil føre til et fald i eksportandele og potentiel vækst i de mest

udsatte lande. Med tiden kan dette kræve en ændring i deres forretningsmodel og medføre dyre strukturændringer. For det andet kan inflationsforskelle føre til prisstigninger ud over energi. Forskellene mellem landene hænger ikke kun sammen med den samlede inflation, men bliver er også mere og mere tydelig i kerneinflationen. I boks 2.2.1 redegøres der for risikoen for, at disse forskelle kan blive rodfæstet og medføre yderligere stigninger, herunder lønstigninger. Sådanne voksende forskelle kan resultere i reelle værdistigninger og dermed mindske konkurrenceevnen. De deraf følgende relative ændringer i konkurrenceevnen kan føre til en genskabelse af balancen i euroområdet, hvis lande med allerede eksisterende svagheder i konkurrenceevnen vinder i forhold til deres ligestillede. På nuværende tidspunkt påvirker de mest markante inflationsforskelle imidlertid ikke store nettokreditorer eller nettodebitorer som helhed. Uensartede inflationsforventninger kan desuden i nogle tilfælde føre til øget sårbarhed i euroområdet, hvis for lave forventede realrenter i nogle lande resulterer i en overdreven gældsakkumulering. Uden for euroområdet indebærer valutadeprecieringer andre risici, f.eks. med hensyn til ekstern låntagning og opfyldelse af gældsforpligtelser.

Den nuværende situation, hvor inflationsforskellene stiger, er anderledes end i tiden op til den globale finanskrise, men kan stadig indebære risici for makroøkonomiske ubalancer. I tiden op til finanskrisen resulterede den høje inflation i nogle eurolande i en cyklus, hvor lave realrenter bidrog til overdreven efterspørgsel og gældsakkumulering, hvilket gav næring til stigninger i den reale valutakurs. Denne gang er chokket dog overvejende et kontraktivt energichok, der påvirker omkostningerne, snarere end et ekspansivt chok. Selv om den høje inflation i de hårdest ramte lande denne gang kan bidrage til at holde realrenten nede og til en vis grad afbøde den mere negative indvirkning på efterspørgslen på kort sigt som følge af højere energiregninger, kan fremkomsten af rodfæstede pris- eller lønstigninger vanskeliggøre bestræbelserne på at nedbringe inflationen og føre til tab af konkurrenceevne, der kan lægge en dæmper på den økonomiske vækst fremover.

Figur 2.2.1: **Enhedslønomkostninger**



1) Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra vækst i enhedslønomkostninger i 2020-21
Kilde: Ameco, data vedrørende 2022 og 2023 stammer fra Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2022. Dataene vedrører antallet af ansatte og beskæftigede

Udviklingen i eksportmarkedsandele i 2021 afspejler en delvis afhjælpning af virkningerne af covid-19-krisen, men vil sandsynligvis falde i den nærmeste fremtid som følge af de højere energiomkostninger og nedgangen i handelen. Pandemien medførte lavere eksportmarkedsandele for økonomier med vigtige internationale turistsektorer, hvoraf flere har en mere negativ stilling over for udlandet, og øgede eksportmarkedsandele for flere nettokreditorlande i forhold til niveauet før krisen. Eksportandelene forventes at falde i de fleste EU-lande i 2023, hvilket påvirkes negativt af den særligt høje stigning i energiomkostningerne i

Europa, men afbrydelser i forsyningskæden spiller også en rolle. Der forventes en kraftigere virkning for nettokreditorlande, der har betydelige fremstillingssektorer.

Ændringer i konkurrenceevnen er igen generelt blevet befordrende for en mere symmetrisk genoprettelse af balancen over for udlandet i euroområdet. (Figur 2.2.3 f). Udviklingen i enhedslønomkostningerne er noget mere moderat i nettodebitorlandene end i nettokreditorlandene. Udviklingen i inflationen og navnlig kerneinflationen har imidlertid været enten stort set den samme eller undertiden mere begrænset i nettokreditorlandene, hvilket kan lægge en dæmper på genoprettelsen af balancen på længere sigt, medmindre lønudviklingen fortsat afviger på grund af forskelle i det uudnyttede arbejdskraftpotentiale. Mens nettokreditorlandene generelt har en tendens til at vinde mere ved en depreciering af euroen på grund af deres større andel af handlen med lande uden for euroområdet, peger udviklingen i eksportmarkedsandele i dette tilfælde i retning af en genopretning af balancen over for udlandet, da nettodebitorlandene er ved at genvinde nogle af de tabte eksportmarkeder, mens nettokreditorernes andele forventes at falde fremover.

Lande med vækst i nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år) over 9% (EA) eller 12% (ikke-EA) i 2021 (blå)																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Lande med en real effektiv valutakurs, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år) over +/- 5% (EA) og +/- 11% (ikke-EA) i 2021 (blå)																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Lande med eksportmarkedsandele, % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år) under -6% i 2021 (blå)																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

På landeniveau bør følgende tendenser fremhæves med hensyn til konkurrenceevnen:

- Den akkumulerede vækst i enhedslønomkostningerne i de tre år frem til 2021 lå over resultattavlens grænseværdi i 15 medlemsstater: Østrig, Bulgarien, Tjekkiet, Estland, Ungarn, Letland, Litauen, Luxembourg, Malta, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Slovenien, Slovakiet og Spanien. For den HICP-baserede reale effektive valutakurs var ændringerne over tre år mere begrænsede, og ingen medlemsstater overskred resultattavlens grænseværdier. Ændringerne over fem år i eksportmarkedsandele lå under resultattavlens grænseværdi i Frankrig, Italien og Spanien i 2021. Et fald i Frankrig skyldtes hovedsagelig den faldende andel af vareeksporten, mens faldet i Spanien og Italien skyldtes faldende andel af eksporten af tjenesteydelser. I alle tre lande var ovennævnte fald mest udtalte under pandemien i 2020.

- Bekymringerne over omkostningspresset har været betydelige i nogle lande i en årrække og er stigende eller ikke tilstrækkeligt aftaget, herunder i Bulgarien, Tjekkiet, Estland, Ungarn, Letland, Litauen, Luxembourg, Rumænien og Slovakiet. De var typisk allerede betydelige før covid-19-krisen og fortsatte i de fleste tilfælde i 2021 og første halvår 2022 på baggrund af forholdsvis stramme arbejdsmarkeder. Væksten i enhedslønomkostningerne forventes fortsat at være høj eller at stige kraftigt næste år i de fleste af disse lande. Flere af dem står over for yderligere risici for deres konkurrenceevne som følge af den kraftige stigning i inflationen, som er meget højere end i resten af EU og i euroområdet. Mens den reale effektive valutakurs for de fleste af disse lande forventes at falde i 2023, forventes der en mindre stigning i Slovakiet.

- Malta og Slovenien har oplevet lignende virkninger som de ovennævnte lande i perioden før covid-19, men bekymringerne vedrørende eventuelle tab af konkurrenceevne var mere moderate i 2021 og forventes også at forblive begrænsede i år. I Belgien og Polen forventes enhedslønomkostningerne at stige kraftigt i år og næste år. Omvendt er stigningen i

enhedslønomkostningerne blevet og forventes fortsat at være mere afdæmpet i Italien, hvilket tyder på en lille relativ forbedring af konkurrenceevnen.

- Bekymringerne over omkostningskonkurrenceevnen er aftaget i visse store nettodebitorlande, herunder Cypern, Grækenland, Portugal og Spanien. Enhedslønomkostningerne er eksempelvis steget lidt mindre end hos handelspartnere og i resten af euroområdet.

Boks 2.2.1: Potentiel forankring af inflation og tab af konkurrenceevne

Den høje og divergerende inflation, der er observeret i hele EU siden slutningen af 2021, kan have en negativ indvirkning på konkurrenceevnen, især hvis den varer ved. Hvis de samlede lønstigninger helt eller delvist kompenserer for arbejdstagernes tab af købekraft, vil disse lønstigninger blive afspejlet i højere enhedslønomkostninger, medmindre de opvejes af produktivitetsstigninger. Sådanne stigninger i enhedslønomkostningerne kan så føre til anden runde-effekter og risici for højere inflation i fremtiden. ([19]) Der kan opstå forskelle i konkurrenceevnen mellem landene i euroområdet, hvis inflationschokket er meget forskelligt fra land til land, eller hvis der opstår meget forskellige anden runde-effekter i kølvandet på dette inflationschok. Hvis der ved krav om lønstigninger tages højde for, at inflationen sandsynligvis vil aftage, er risikoen for en pris- og lønspiral imidlertid fortsat begrænset. I Kommissionens rapport om euroområdet 2023 diskuteres den rolle, som inflationsforventningerne spiller for lønstigninger. ([20]) De kraftigt stigende energipriser tegner sig for en stor del af prisstigningerne i de fleste medlemsstater. Hvis inflationen generelt udvides ud over energi til andre varer og tjenesteydelser, kan levestandarden imidlertid ikke opretholdes, medmindre indkomstvæksten fortsætter, selv når energipriserne falder. Energi- og fødevarekomponenterne i de samlede prisindekser kan være ret volatile og påvirkes relativt ikke af pengepolitiske beslutninger, da de typisk er stærkt påvirket af internationale markeder, i det mindste på kort sigt, dvs. i mangel af lovgivningsmæssige eller finanspolitiske indgreb. Som følge heraf anvender centralbankerne mål for kerneinflationen for bedre at afspejle den underliggende inflationstendens. ([21]).

Enhedslønomkostningerne i flere EU-lande, herunder Estland, Letland, Litauen og Luxembourg og to medlemsstater uden for euroområdet, Bulgarien og Polen, steg kraftigt i løbet af året frem til andet kvartal 2022 (figur 2.2.2 a). Stigningen skyldtes en meget kraftig vækst i lønomkostningerne pr. ansat, som oversteg eller lå meget tæt på 10 %. Alligevel steg lønomkostningerne pr. ansat mere end priserne i kun fire medlemsstater, herunder med en særlig stor forskel i Bulgarien. Produktivitetsændringerne var ikke tilstrækkelige til at afbøde væksten i enhedslønomkostningerne, og i nogle tilfælde forstærkede de den. I Bulgarien og Luxembourg steg enhedslønomkostningerne mere end priserne, mens væksten i Estland, Letland, Litauen og Polen oversteg kerneinflationen. Dette gælder også for Belgien, Frankrig, Italien og Rumænien, men væksten i deres enhedslønomkostninger har været noget mere begrænset. Disse stigninger i

([19]). En nylig IMF-analyse viser, at risikoen for løn- og prisspiraler kan være relativt begrænset. Denne konklusion er baseret på sammenligninger af udviklingen i den nuværende inflation, løn og arbejdsløshed med lignende historiske episoder for de udviklede økonomier, dog med forbehold for, at disse episoder ikke behøver at være fuldt repræsentative for de aktuelle begivenheder, især den særlige karakter af covid-19-chokket. I analysen tages der desuden ikke højde for udviklingen i 2022, hvor energiprischokket blev udløst med fuld intensitet i de fleste EU-lande. Se IMF (2022), "Wage dynamics post-COVID-19 and wage-price spiral risks", i: World Economic Outlook: Countering the cost-of-living crisis. kapitel 2, oktober 2022.

([20]). SWD(2022) 382. Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene. 2023 Report on the euro area accompanying the Recommendation for a Council Recommendation on the economic policy of the euro area.

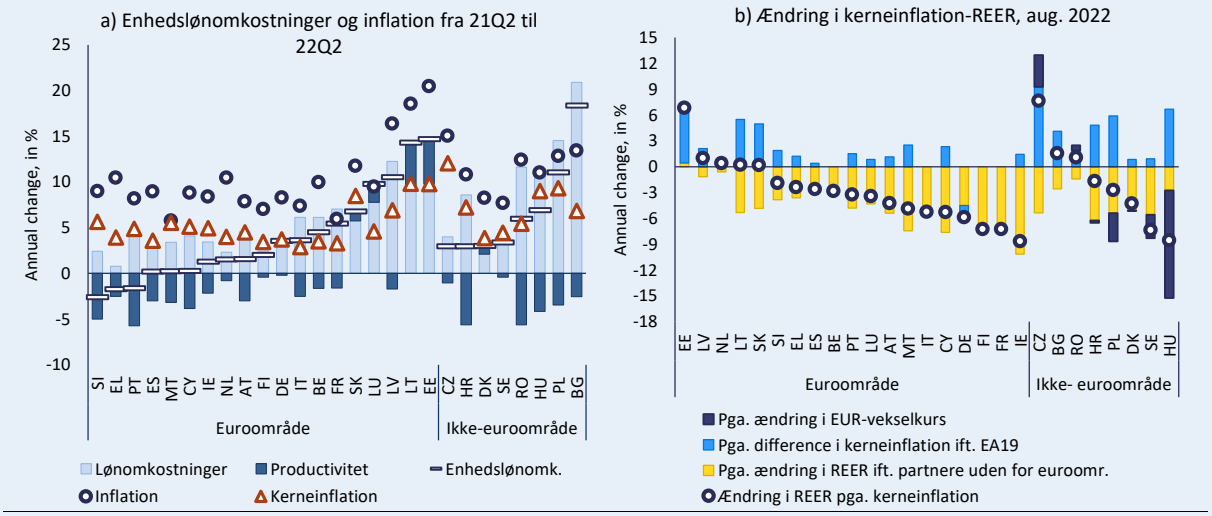
([21]). Se M. Ehrmann, et al. (2018), "Measures of underlying inflation for the euro area", ECB, Economic Bulletin, Issue 4/2018.

enhedslønomkostninger, der overstiger prisstigningerne, skaber risiko for yderligere prisstigninger, som er nødvendige for, at virksomhederne kan bevare pris- og omkostningsmargenerne.

Forskellene i udviklingen i kerneinflationen og enhedslønomkostningerne kan få betydelige og mere varige konsekvenser for nogle landes konkurrenceevne, hvilket er særlig relevant for landene i euroområdet. Ændringen i de kerneinflationsbaserede reale effektive valutakurser (figur 2.2.2 b) viser et ikke ubetydeligt tab af konkurrenceevne for Estland, Litauen og Slovakiet på grund af en meget højere kerneinflation end i resten af euroområdet. For de to sidstnævnte lande opvejes dette af ændringer i den reale effektive valutakurs i forhold til lande uden for euroområdet. Omvendt drager Tysklands og i mindre grad Finlands, Frankrigs og Italiens konkurrenceevne fordel af en lavere kerneinflation end i resten af euroområdet. Den generelle depreciering af den reale effektive valutakurs i forhold til lande uden for euroområdet bidrager yderligere til forbedringen af disse landes konkurrenceevne.

For nogle lande uden for euroområdet blev den reale effektive valutakurs kraftigt påvirket af bevægelserne i den nominelle valutakurs. Dette gælder navnlig Ungarn, hvor den kraftige nominelle depreciering førte til øget konkurrenceevne på trods af en forholdsvis høj kerneinflation. Lignende virkninger kan konstateres i Polen og Sverige. Omvendt oplevede Tjekkiet en appreciering af den (effektive) nominelle valutakurs, som sammen med den forholdsvis høje kerneinflation førte til en kraftig real appreciering. Mens valutadevalueringer kan mindske omkostningspresset, bør det bemærkes, at de kan indebære andre risici, f.eks. højere omkostninger til opfyldelse af gældsforpligtelser i forbindelse med gæld i fremmed valuta, både indenlandsk og udenlandsk. Dette kan begrænse anvendelsen af nominelle devalueringer som et instrument til at afbøde de øgede omkostningers indvirkning på konkurrenceevnen.

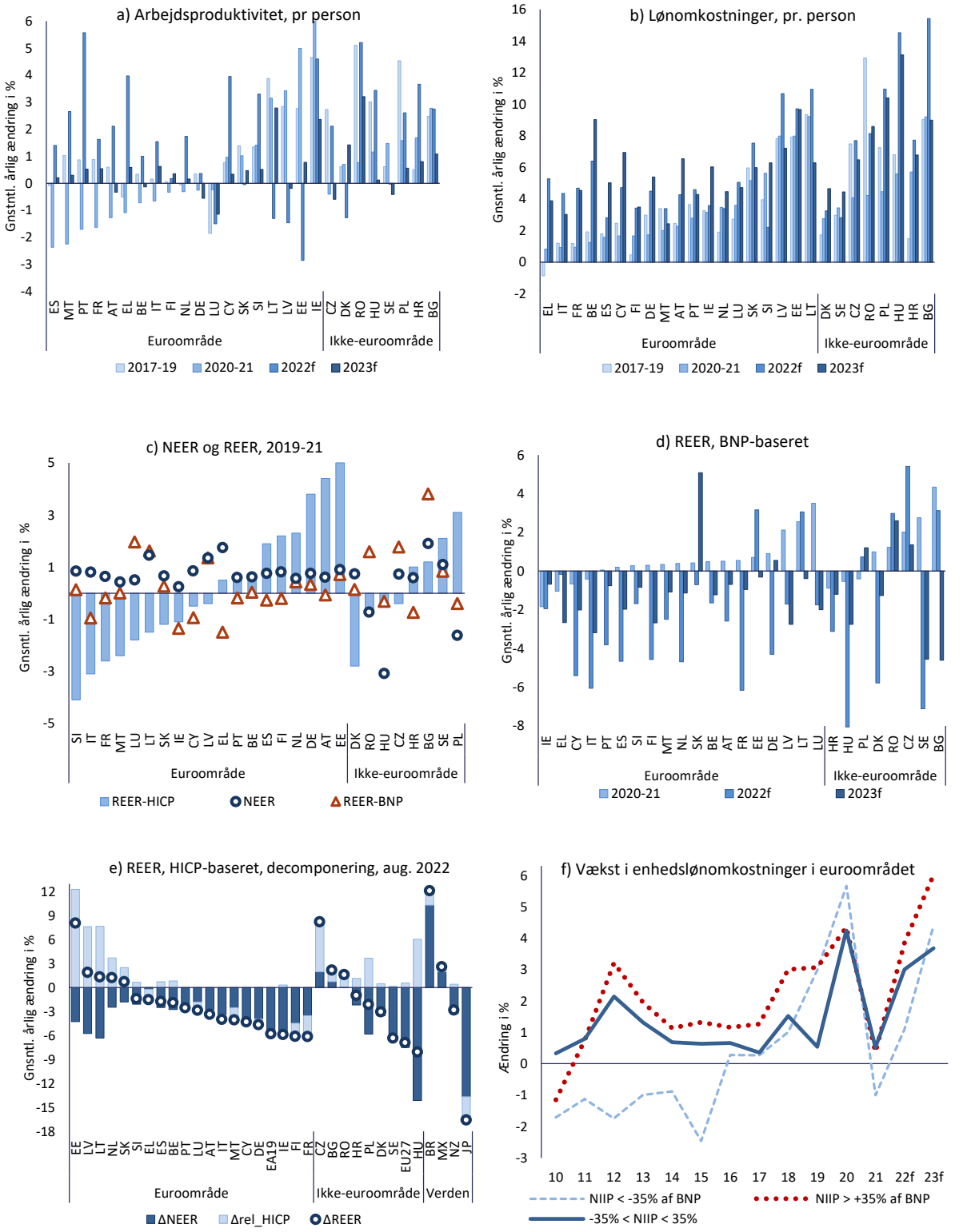
Figur 2.2.2: **Enhedslønomkostninger, (kerne-)inflation og konkurrenceevne**



Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra vækst i enhedslønomkostninger, dvs. i faldende rækkefølge efter de kerneinflationsbaserede reale effektive valutakurser. Kerneinflationsmålet omfatter ikke energi, fødevarer, alkohol og tobak. Den kerneinflationsbaserede reale effektive valutakurs er blevet beregnet til analyseformål, hvor kerneinflationen for handelspartnerne Kina og Japan var profileret med deres samlede vækst i forbrugerprisindekset, da kernemålet ikke var tilgængeligt.

Kilde: Eurostat og beregninger fra af Kommissionens tjenestegrene.

Figur 2.2.3: **Konkurrenceevne: udvalgte grafer**



Kilde: Europa-Kommissionens tjenestegrene

2.3. IKKEFINANSIELLE SELSKABER

De ikkefinansielle selskabers gældskvote var fortsat betydelig i mange lande i 2021, selv om den fortsatte med at falde. Efter den betydelige gældsnedbringelse, der har fundet sted i mange medlemsstater i løbet af det seneste årti, lå de ikkefinansielle selskabers gældskvote i 2021 under deres toppunkt før pandemien i de fleste EU-lande. I 2021 lå gældskvoterne imidlertid over det niveau, som de underliggende økonomiske forhold og niveauerne for prudentielle betænkeligheder tilsiger, i næsten halvdelen af EU-landene, og i mage lande lå de over de niveauer, der blev registreret i 2019 inden covid-19-pandemien (figur 2.3.1 a og b). ([22]) I 2021 faldt virksomhedernes gældskvote i de fleste medlemsstater, især på grund af den markante genopretning af BNP-væksten (figur 2.3.3 a). Nettokreditten til ikkefinansielle selskaber var positiv i hele EU og begyndte at stige i de fleste EU-medlemsstater i 2021, herunder i en række medlemsstater med høj virksomhedsgæld, i lyset af de øgede investeringer (figur 2.3.3 c).

Den gældsnedbringelsesproces, der begyndte igen i 2021, fortsatte ind i 2022, men vil fremover sandsynligvis blive hæmmet af den vanskelige makroøkonomisk situation. Virksomhedernes gældskvote fortsatte med at falde i næsten alle medlemsstater i første halvår 2022 på trods af stigningen i långivningen, hvilket kan være tegn på et stigende likviditetsbehov. Virkningen af ny nettolångivning på virksomhedernes gældskvote blev mere end opvejet af væksten i realt BNP og den kraftige stigning i inflationen (figur 2.3.3 b). Den passive gældsnedbringelse forventes generelt at fortsætte som følge af den stigende inflation snarere end som følge af væksten i realt BNP, men der er en betydelig risiko for, at faldet i gældskvoterne kan aftage eller vende. Stigningen i inflationen kan lægge et pres på avancerne, hvis de stigende omkostninger ikke kan væltes over på kunder og reducerer efterspørgslen generelt. Virksomhedernes andel af fortjenesten begyndte at blive mere moderat i første halvår 2022, men ligger fortsat over niveauet før covid-19. I næsten alle lande i euroområdet indebærer en høj andel af nye udlån til virksomheder med korte løbetider, at strammere udlånsvilkår og stigende renter kan påvirke virksomhederne temmelig hurtigt. ([23]) I flere medlemsstater uden for euroområdet skete der en markant stigning i udlånsrenterne for virksomheder, og det udgør sammen med en høj andel af erhvervslån i fremmed valuta en kilde til yderligere sårbarheder.

Stigende bekymring i forbindelse med virksomheders misligholdte lån og konkurser øger virksomhedernes og den finansielle sektors samlede sårbarheder efter covid-19-chokket. Nogle brancher, f.eks. indkvartering og transport, er blevet hårdt ramt af covid-19-krisen. ([24]) Andelen af misligholdte lån og virksomhedskonkurser har været faldende i de fleste medlemsstater siden 2020, selv efter udfasningen af gældsmoratorierne. Andelen af sårbare

([22]). De landespecifikke benchmarks for gæld 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 underliggende økonomiske faktorer vurderer privat gæld ud fra regressionsanalyser, som omfatter de vigtigste determinanter for udlånsvækst og tager udgangspunkt i en given "startgæld". De prudentielle tærskler afspejler det gældsniveau, over hvilket der er stor sandsynlighed for en bankkrise, og skal således mindske sandsynligheden for en overset krise eller en falsk alarm.

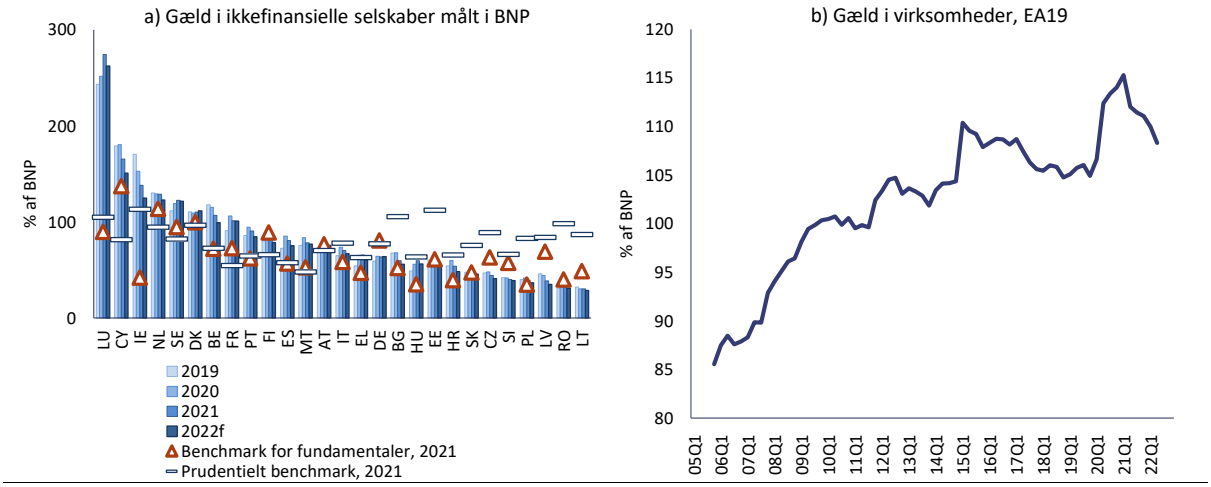
([23]). ECB (2022), Financial Stability Review, maj 2022. Data for 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.pdf.

([24]). Se L. Archanskaia, P. Nikolov og W. Simons (2022), Estimates of corporate cleansing during COVID-19 — using firm-level data to measure its productivity impact, Quarterly Report on the Euro Area (QREA), vol. 21, nr. 2 (2022).

virksomheder efter covid-19 er imidlertid særlig høj i visse lande med en høj andel af misligholdte lån (figur 2.3.3 f). Andelen af misligholdte lån til virksomheder fortsatte med at falde i de fleste medlemsstater i første halvår 2022, men i nogle medlemsstater begyndte den at stige (figur 2.3.3 e). Også antallet af virksomhedskonkurser begyndte at stige i nogle medlemsstater i første halvår 2022. Selv om långivningen fortsat stiger kraftigt, sker der en markant stramning af kreditstandarderne, og de er nu på deres højeste niveau siden 2013 (figur 2.3.3 c og d). Selv om likviditetsbuffere og nettoopsparinger er steget i de seneste år, kan den vanskelige makroøkonomiske situation kombineret med strukturelle forandringer og forstyrrelser i forsyningskæden føre til en forværring af balancerne, mindske avancerne og påvirke opfyldelsen af gældsforpligtelser samt virksomhedernes opsparing og investeringer (se boks 2.3.1).

Energikrisen vil påvirke visse brancher særligt hårdt som følge af prisstigninger og forsyningsafbrydelser og kan have en varig virkning, der fører til strukturelle forandringer. Energiintensive industrier er særligt udsatte og kan blive udsat for pres på deres balancer. De strukturelle forandringer fremskyndes af energikrisen. Det forventes, at energipriserne og -leverancerne vil blive normaliseret, men der kan ske permanente strukturelle ændringer, som kan få vidtrækkende konsekvenser for produktionskapaciteten og den potentielle vækst i de mest berørte lande, afhængigt af deres energiintensitet og specialisering af produktionen. Den akutte fase af energikrisen kan føre til lukning af virksomheder og/eller et skift i efterspørgslen til produktion fra andre — mindre berørte — steder, hvilket resulterer i en permanent udflytning. Normaliseringen af priser og lønninger kan ske til et højere niveau, hvilket kan øge omkostningerne til energiomstilling, og det kan samlet set kan føre til tab af konkurrenceevne, navnlig i visse energiintensive industrier og med forskellige virkninger på tværs af landene.

Figur 2.3.1: **Ikkefinansielle selskabers gæld**



Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra ikkefinansielle selskabers gældskvote i 2021.
Kilde: Eurostats sektorregnskaber — lån (F4) plus gældsinstrumenter (F3), Ameco og estimater fra Kommissionens tjenestegrene.

Politiske indgreb spiller en vigtig rolle med hensyn til at beskytte de nationale økonomier mod virksomhedsstress, mens manglende koordinering kan give anledning til bekymring i forhold til euroområdet og det indre marked. Nationale politiske indgreb fordeler byrden som følge af energikrisen mere ligeligt mellem virksomhederne, husholdningerne og den offentlige sektor. Disse indgreb vil være særlig vigtige med hensyn til at beskytte udsatte industrier og undgå aktivitetsnedskæringer, lukning, udflytning og misligholdelse af lån. Uden sådanne foranstaltninger vil virksomhedernes stress kunne sprede sig til alle dele af de nationale økonomier. Dette er endnu ikke dokumenteret, men de finansielle vilkår og det finanspolitiske råderum kan i sidste ende afgøre det mulige omfang af de nationale indgreb, og forskellige tilgange fra land til land kan forstærke forskellene i virksomhedernes likviditets- eller solvensrisici, navnlig hvis krisen

forværres eller bliver langvarig. Dette vil igen påvirke priserne, da forskelle i virksomhedernes investeringer og prisfastsættelsesadfærd kan føre til forskelle i efterspørgselsvækst og pengepolitisk transmission i betragtning af de eksisterende og nye forskelle i inflationen og konkurrenceevnen i euroområdet. Yderligere integrationsbestræbelser kan bidrage til at overvinde denne kombination af udfordringer samt mindske virksomhedernes sårbarheder og forskelle i vækst og produktivitet. På den nationale side er hensigtsmæssige insolvensordninger vigtige for at minimere de langsigtede økonomiske konsekvenser af virksomhedskonkurser.

På landeniveau bør følgende tendenser fremhæves:

- De ikkefinansielle selskabers gæld er meget stor, over 100 % af BNP, og ligger over de grundlæggende og prudentielle benchmarks i Sverige og Danmark, og der er yderligere tegn på sårbarheder. I Sverige ligger virksomhedernes gældskvote stadig over toppunktet før covid-19-krisen og er stigende. I Danmark faldt selskabernes indskud fra et allerede lavt niveau.

- I Belgien, Cypern, Irland, Luxembourg og Nederlandene overstiger gældskvoten for ikkefinansielle selskaber 100 % og ligger over de grundlæggende og prudentielle benchmarks. Dette skyldes imidlertid også en betydelig andel af lån til udenlandske direkte investeringer og grænseoverskridende virksomhedsintern låntagning, hvilket til dels kan begrænse sårbarhederne.

- De ikkefinansielle virksomheders høje gældskvote, der ligger over de grundlæggende og prudentielle benchmarks, er faldende i Frankrig, Grækenland, Malta og Portugal. I Frankrig og Malta afbødes den høje gæld delvis af betydelige likviditetsbuffere. I Østrig ligger virksomhedernes gældskvote over den prudentielle tærskel, og kreditvæksten har været kraftig. Covid-19-krisen ramte en række brancher hårdt og gjorde erhvervssektorer sårbare i lande som Grækenland og Italien.

- Virksomhedernes gældskvote i Spanien ligger over de grundlæggende og prudentielle benchmarks. I Bulgarien er virksomhedernes gældskvote moderat, men ligger dog over det grundlæggende benchmark og er højere end i regionale ligestillede lande.

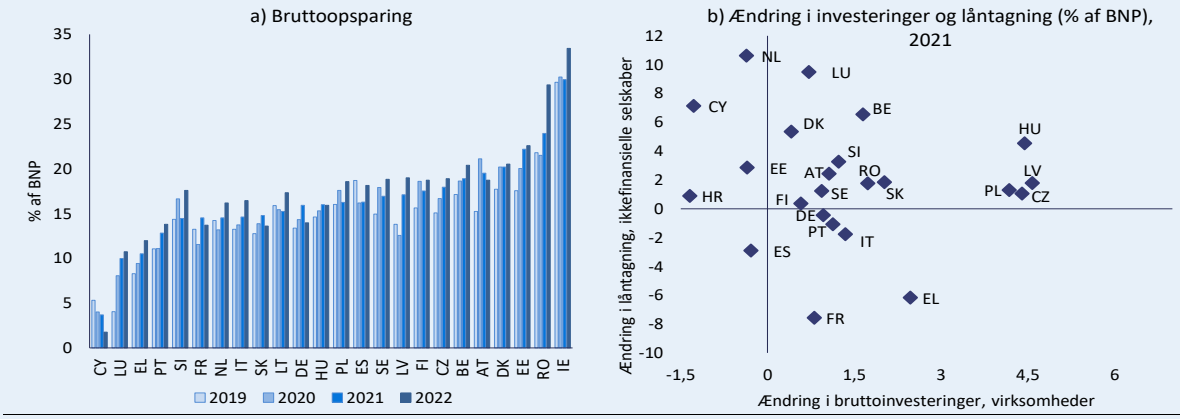
Boks 2.3.1: Udvikling i virksomhedernes opsparing og investeringer

Udviklingen i virksomhedernes opsparing og investeringer kan give nyttig indsigt i virksomhedernes soliditet og sårbarheder i forbindelse med virksomhedernes gæld. En stigning i virksomhedernes gæld til finansiering af investeringer adskiller sig økonomisk fra stigninger i gæld til finansiering af uventede omkostninger, da yderligere låntagning til finansiering af investeringer ofte øger produktiviteten og produktionskapaciteten og dermed virksomhedernes soliditet. Samtidig kan virksomhedernes sårbarhed i forbindelse med stor gæld delvis afbødes ved at øge opsparingen eller indskuddene. I denne boks ses der nærmere på den rolle, som udviklingen i virksomhedernes opsparing og investeringer kan spille med hensyn til at afbøde virksomhedernes sårbarheder i forbindelse med genopretningen efter covid-19-pandemien og den seneste økonomiske afmatning.

Virksomhedernes opsparing er steget i mange medlemsstater siden covid-19-pandemien (figur 2.3.2 a). Mange virksomheder opbyggede forsigtighedsbesparelser ved covid-19-pandemiens begyndelse for at forbedre deres likviditetsstilling, delvis understøttet af støtteforanstaltninger. Virksomhedernes bruttoopsparing begyndte at falde i fjerde kvartal 2021 og fortsatte med at falde kraftigt i første halvår 2022 fra et år tidligere, men i de fleste lande ligger de fortsat over niveauet før covid-19. Virksomhedernes opsparing i procent af BNP forventes dog generelt at stige i de fleste medlemsstater i 2022 (figur 2.3.2 a). Indlånene begyndte at falde i første halvår 2022 i de fleste medlemsstater, da mange virksomheder har brug for betydelig likviditet for at imødegå den kraftige stigning i inputomkostningerne, men forblev over niveauet i 2019. De ikkefinansielle selskabers andel af fortjenesten begyndte at blive mere moderat i første halvår 2022, men ligger fortsat over niveauet før covid-19.

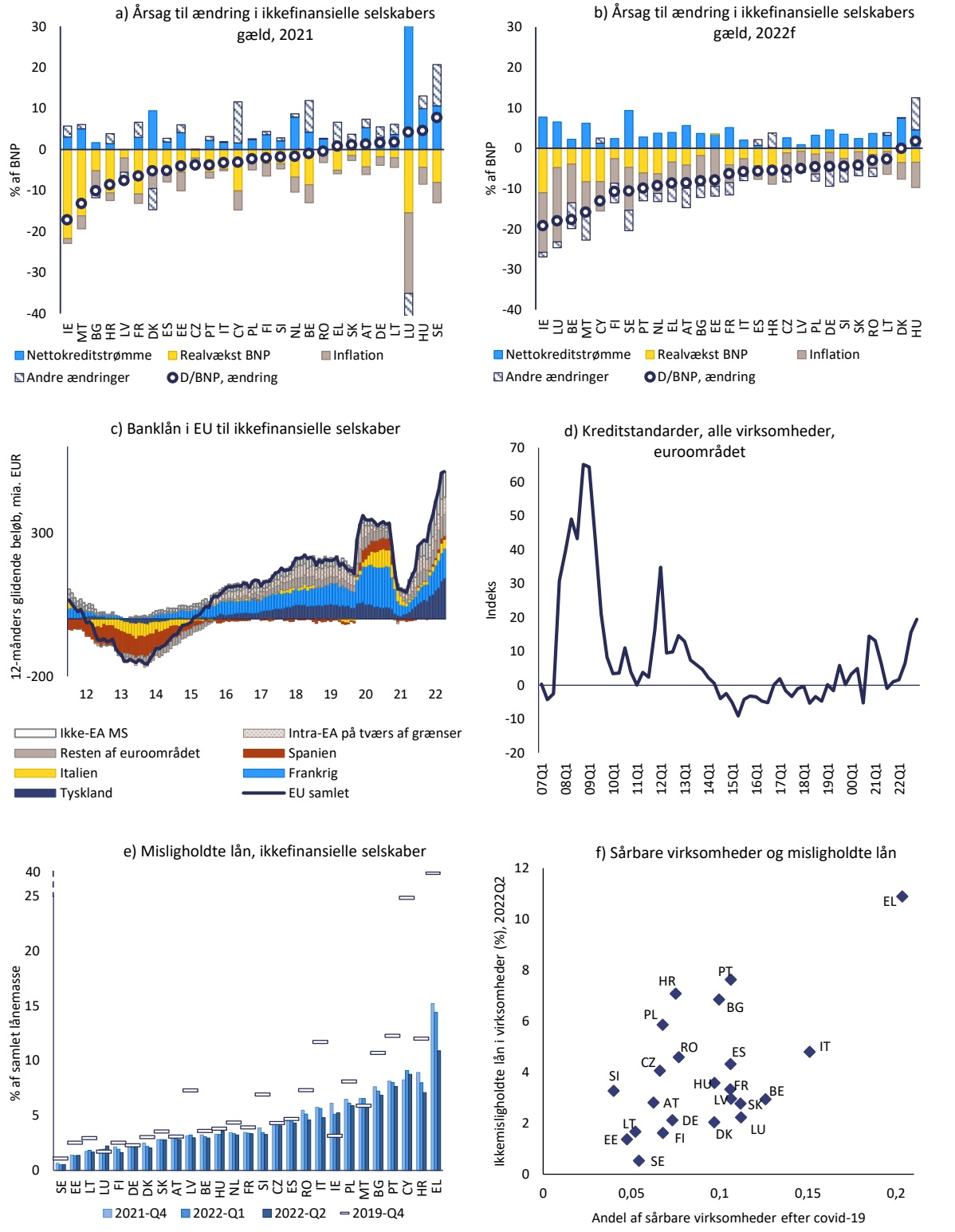
Virksomhedernes investeringer faldt kraftigt som følge af covid-19-krisen, men steg igen i de fleste lande i 2021. Genopretningen var kraftig, idet virksomhedernes bruttoinvesteringer i forhold til BNP i 2021 oversteg deres 2019-niveau i 16 af de 24 medlemsstater, for hvilke der foreligger data, undtagen Østrig, Cypern, Tyskland, Irland, Luxembourg, Nederlandene, Slovakiet og Spanien. I 2021 steg investerings- og nettokreditstrømmene, begge i procent af BNP, i mange medlemsstater (figur 2.3.2 b). Dette tyder på, at der i nogle lande blev anvendt yderligere lån til at finansiere investeringer. Behovet for at finansiere faste investeringer er ifølge ECB's Bank Lending Survey blevet en betydeligt mindre vigtig faktor for efterspørgslen efter lån i løbet af 2022. I faste priser fortsatte investeringerne for EU som helhed med at stige en smule i første halvår 2022, men i et meget lavere tempo end tidligere, og de vendte endnu ikke tilbage til 2019-niveauet.

Figur 2.3.2: **Ikkefinansielle selskabers investeringer, kredit og opsparing**



1) Irland er fjernet fra panelet til højre, da dets investeringer var meget volatile i 2021.
Kilde: Eurostat og Ameco

Figur 2.3.3: **Ikkefinansielle selskaber: udvalgte grafer**



Nettokreditstrømme (gældstransaktioner) svarer til transaktioner i forbindelse med lån (F4) og gældsinstrumenter (F3) i Eurostats sektorregnskaber.
De gennemsnitlige kreditstandarder for virksomheder, udlån, vægtet nettoprocent (strammet minus lempet eller omvendt) baseret på hvert lands andel af det samlede udestående lån i området. Se fodnote 24 for definitionen af sårbare virksomheder.
Kilde: Ameco, Eurostat, ECB.

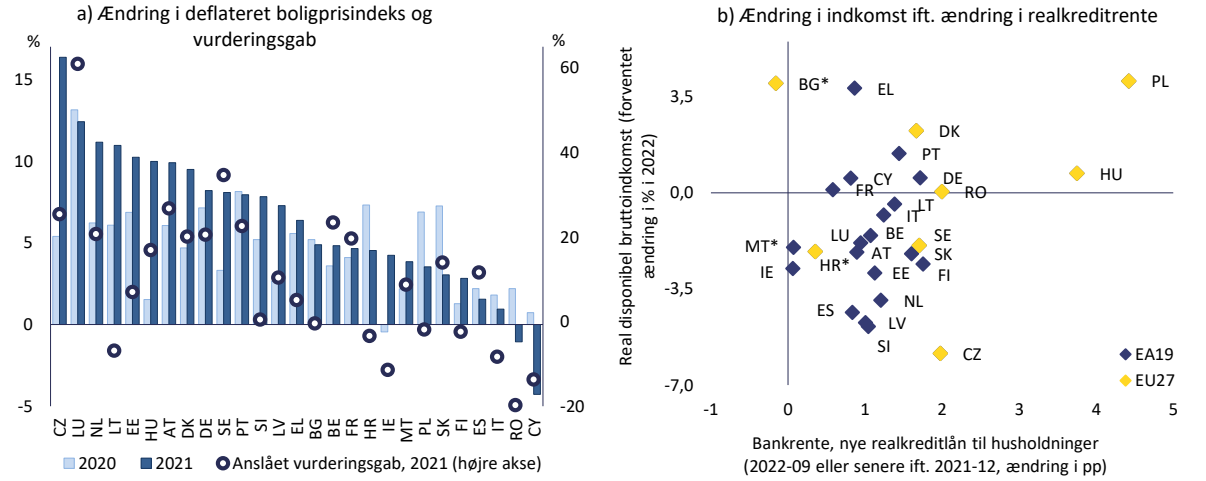
2.4. BOLIGMARKEDER OG HUSHOLDNINGERNES GÆLD

Boligpriserne steg yderligere i 2021 og skønnes at være overvurderet med mere end 10 % i halvdelen af EU-landene. Siden udbruddet af covid-19-pandemien er væksten i boligpriserne steget, og priserne blev anslået til at være overvurderet med mere end 10 % i flere medlemsstater og i mange med over 20 % ved udgangen af 2021 (figur 2.4.1 a). ([25]) Stigningen i boligpriserne er mere tydelig nominelt, men selv deflaterede boligpriser i en periode med høj inflation steg i de fleste lande. Der er stadig forsyningsproblemer på boligmarkedet, og sammen med høje byggeomkostninger bidrager de til højere boligpriser sammen med en kraftig efterspørgsel.

I første halvår 2022 var der en rekordhøj vækst i boligpriserne, og på kort til mellemlangt sigt forventes der dog en afdæmpning. Lave realkreditrenter og indkomstvækst var forbundet med stigningen i både kredit- og boligpriserne i de seneste ti år, selv om stigningen siden pandemiens udbrud er for stor til at kunne forklares med disse faktorer. Rentestigningen forventes at medføre en vis afdæmpning af boligpriserne, og de seneste data for det indeværende år 2022 viser, at dette er undervejs i mange, men ikke alle EU-lande. Realkreditrenterne er fortsat betydeligt lavere end inflationen, hvilket giver en rekordnegativ realrente og et incitament til yderligere køb af fast ejendom, men den forventede stigning i omkostningerne ved nye realkreditlån forventes at dæmpe efterspørgslen efter boliger og boligpriserne fremover. På samme måde vil faldet i købekraften som følge af den højere inflation samt usikkerheden om økonomiens styrke og husstandsindkomsterne også kunne dæmpe efterspørgslen efter boliger og dermed også bidrage til at dæmpe væksten i boligpriserne. I nogle lande er realkreditrenterne allerede steget betydeligt, mens realindkomsterne er faldende eller stagnerende i de fleste EU-lande (figur 2.4.1 b).

([25]). 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", Europa-Kommissionen, Discussion Paper 048, maj 2017).

Figur 2.4.1: **Udviklingen i boligpriserne og de grundlæggende forhold**



1) I panel a præsenteres landene i faldende rækkefølge efter deflateret vækst i boligpriserne i 2021. Nærmere oplysninger og metode findes i fodnote 25.
2) I panel b vises bankrenterne for nye realkreditlån for husholdninger som gennemsnittet af de samlede lån beregnet ved vægtning af volumen med et glidende gennemsnit (defineret med henblik på låneomkostninger) for lande i euroområdet (blå ruder) og det månedlige gennemsnit uden vægtning af volumenet for lande uden for euroområdet (gule ruder). (*) Den reale disponible bruttoindkomst udtrykkes ved realløn til ansatte. Den seneste tilgængelige rentesats for Ungarn er 2022-08.
Kilde: Eurostat, Ameco, ECB, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2022 og skøn foretaget af Kommissionens tjenestegrene for vurderingsgabet for boligpriser i 2021.

Efter stigningen i 2020 faldt husholdningernes gæld i forhold til BNP i 2021 i de fleste EU-lande, selv om nettokreditstrømmene steg. Husholdningernes gæld i forhold til BNP faldt i 2021 sammenlignet med 2020 som følge af stigningen i BNP, men forblev højere end i 2019 i flere lande og forventes ikke at ændre sig fundamentalt i 2022 (figur 2.4.3 a and b). Nettokreditstrømmene til husholdningerne var imidlertid positive i næsten alle EU-lande og er stigende, selv om husholdningernes gæld i forvejen er høj. Husholdningernes gæld er høj i næsten halvdelen af EU-landene sammenlignet med benchmarks, der tager højde for landespecifikke underliggende økonomiske forhold, og med tærskler, der tager højde for prudentielle betænkeligheder. ([26]).

Udviklingen i bankernes kreditgivning i 2022 har været ujævn i EU, hvor væksten i kreditgivning har været aftagende, navnlig i medlemsstaterne uden for euroområdet. Uden for euroområdet steg realkreditrenterne betydeligt sammen med pengemarkedsrenterne. Dette er især tilfældet blandt lande, der oplever en depreciering af deres nominelle valutakurs. I euroområdet er udviklingen mere ujævn, men kreditomkostningerne er også steget på det seneste (figur 2.4.1 b). Bankernes nettokreditstrømme aftog kun i et meget begrænset antal lande i euroområdet, mens opbremsningen i lande uden for euroområdet er mere synlig (figur 2.4.2 b).

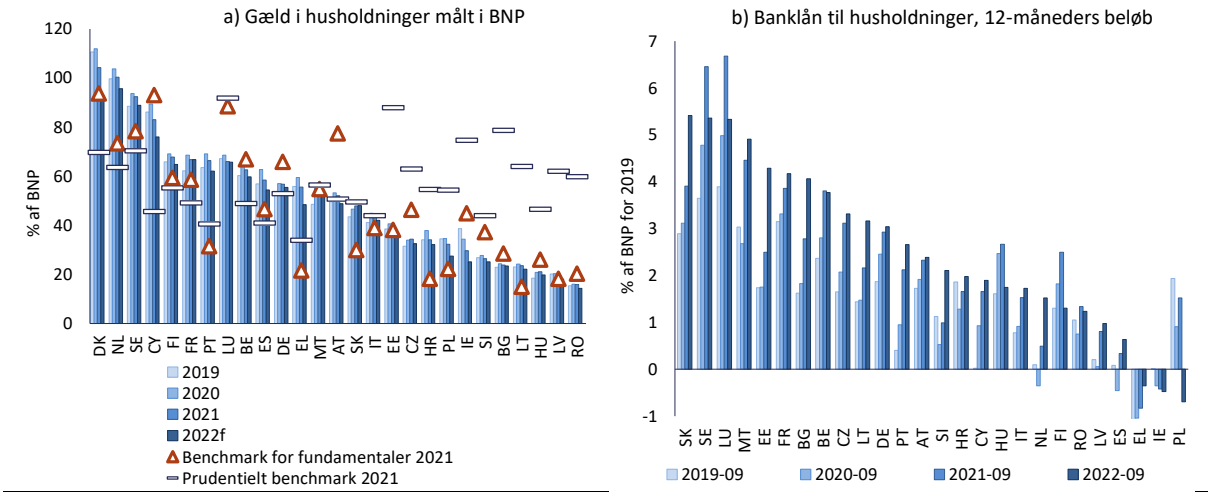
Fremover er der risici forbundet med husholdningernes evne til at betale realkreditlån. I de fleste medlemsstater er andelen af lån med rentesatser fastsat for en periode på op til fem år høj, over 80 % i otte EU-lande og mellem 40 % og 80 % i andre ni lande, hvilket gør husholdningerne i disse lande mere sårbare over for rentestigninger. Husstandsindkomsterne vil være under pres med stigende energiregninger, der reducerer de disponible indtægter til andre udgifter. Disse to virkninger skaber en risiko for balancestress på trods af meget lave og endda negative realrenter. En dybere eller længere økonomisk afmatning med en negativ indvirkning på beskæftigelsen kan udløse yderligere vanskeligheder med tilbagebetaling af lån og henstand.

([26]). Se fodnote 22.

Risiciene for økonomien som følge af en betydelig nedjustering af boligpriserne afbødes i nogen grad af sektorens lavere vægt i økonomien og af makroprudentielle foranstaltninger, men de kan ikke udelukkes. I 2021 var byggeaktiviteten højere i de lande, hvor boligpriserne blev overvurderet mest, men stadig under toppunktet. Dette kan mindske virkningen af en eventuel nedjustering på priserne, da værditilvæksten og beskæftigelsen vil blive mindre påvirket end før den globale finanskrise, selv om væksten i husholdningernes forbrug kan blive dæmpet af formuevirkninger. Ethvert fald i boligpriserne vil desuden sandsynligvis være mere afdæmpet, da de strukturelle faktorer, der har ført til en begrænsning af boligudbuddet, fortsat vil være til stede. De gældende makroprudentielle foranstaltninger har også mindsket risiciene for den samlede finansielle stabilitet i forbindelse med boligmarkedet (se boks 2.4.1). På trods af disse formildende faktorer er der fortsat risici, som kan sprede sig til andre sektorer og skabe negative feedbacksløjfer, der afslører systemiske svagheder.

De forskellige dynamikker på landenes boligmarkeder kan sammen med den fælles pengepolitik føre til divergerende tendenser inden for euroområdet. Selv om risikoen for store boligpriskorrektioner lader til at være afdæmpet, er der udfordringer forbundet med den høje realkreditgæld, især når renterne har en lav rentebindingsperiode, realkreditlån har lange løbetider, og boligværdiansættelserne ligger over de grundlæggende forhold. Situationen varierer meget mellem landene i euroområdet, og det kan give anledning til visse udfordringer på baggrund af en fælles pengepolitik. Den nuværende stramning af de monetære og finansielle forhold i euroområdet kan være utilstrækkelig til at dæmpe boligpriserne i lande, hvor boligudbuddet er meget begrænset. Tværtimod kan stramningen af de finansielle vilkår i lande med et mere fleksibelt udbud presse boligpriserne ned, og det kan have negative følger for byggesektoren. Dette kan lægge pres på de landespecifikke politikker, især politikkerne vedrørende boligskatter og husholdningernes gæld og tilbagebetalinger, samt makroprudentielle foranstaltninger og politikker på udbudssiden.

Figur 2.4.2: **Husholdningernes gæld og banklån til husholdninger**



1) I panel a er landene opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra husholdningernes gældskvote i 2021. Gæld omfatter lån (F4) og gældsinstrumenter (F3). Nærmere oplysninger og metode findes i fodnote 25.
2) I panel b er landene opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra bankernes udlån i forhold til BNP. Udlån er justerede udlån (nettostrømme) som indberettet af ECB. Der foreligger ingen data for Danmark.
Kilde: Eurostat, Ameco, ECB, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2022 og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.

Lande med vækst i boligprisindekset, deflateret (procentvis årlig ændring) over 6% i 2021 (blå)																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

På landeniveau bør følgende tendenser fremhæves med hensyn til udviklingen på boligmarkedet og for husholdningernes gæld:

- I 2021 oversteg den deflaterede vækst i boligpriserne resultattavlens grænseværdi på 6 % i 14 medlemsstater: Østrig, Tjekkiet, Danmark, Estland, Tyskland, Grækenland, Ungarn, Letland, Litauen, Luxembourg, Nederlandene, Portugal, Slovenien og Sverige. I andet kvartal 2022 var boligpriserne stadig i vækst og steg nominelt mere end 20 % i forhold til året før i Tjekkiet, Estland, Litauen og Ungarn. I andre 12 medlemsstater, Østrig, Bulgarien, Kroatien, Tyskland, Irland, Letland, Luxembourg, Nederlandene, Polen, Portugal, Slovakiet og Slovenien, lå prisvæksten på mellem 10 % og 20 %.

- De medlemsstater, hvis boligpriser anslås at være overvurderet med mere end 20 %, omfatter Østrig, Belgien, Tjekkiet, Danmark, Tyskland, Luxembourg, Nederlandene, Portugal og Sverige. I Frankrig og Sverige ligger husholdningernes gæld over forsigtighedsniveauet, långivningen til husholdningerne er høj, og husholdningernes gæld anslås at være højere ved udgangen af 2022 end i 2019. Mens de fleste realkreditlån i Frankrig er fastforrentede, har over to tredjedele af realkreditlånene i Sverige variabel rente med en fast løbetid på kun et år, hvilket i højere grad udsætter husholdningerne for risikoen for øgede realkreditbetalinger som følge af højere renter. I Luxembourg er overvurderingen af boligpriserne den højeste i EU, og husholdningernes gæld er meget høj i forhold til husstandsindkomsten. Desuden vokser kreditgivningen hurtigt. I Østrig, Tjekkiet og Tyskland ligger husholdningernes gæld under eller på linje med forsigtighedsniveauet, men kreditstrømmene til husholdningerne er høje. Østrig og Tyskland har for nylig modtaget henstillinger fra ESRB om deres boligmarkeder. I Belgien ligger husholdningernes gæld over forsigtighedsniveauet, og i Portugal ligger den over både forsigtighedsniveauet og det niveau, som de underliggende økonomiske forhold tilskriver. I Portugal har to tredjedele af realkreditlånene kun en fast rente på op til et år, og renten for det resterende realkreditlån er for det meste fastsat for en periode på mellem et og fem år.

- I Estland, Frankrig, Grækenland, Ungarn, Letland, Malta, Slovakiet og Spanien blev boligpriserne også overvurderet i 2021 og steg hurtigt i første halvår 2022. I disse lande, undtagen Estland og Letland, ligger husholdningernes gæld også over den prudentielle tærskel, eller den er stigende og nærmer sig benchmarkene. I Slovakiet er husholdningernes gæld steget med tiden, idet den er højere end det grundlæggende benchmark og forventes at overskride den prudentielle tærskel i år.

- I Bulgarien, Kroatien, Irland, Litauen, Polen og Slovenien stiger de nominelle boligpriser også hurtigt, nemlig med over 10 % i forhold til året før i første halvår 2022.

- I Cypern og Finland synes boligpriserne ikke at være overvurderede, men der er problemer med husholdningernes gæld. I Cypern er husholdningernes gæld faldende og ligger under det grundlæggende benchmark, men skønnes at ligge over den prudentielle tærskel. I Finland ligger husholdningernes gæld også over det grundlæggende og prudentielle niveau. I begge lande er mere end 90 % af realkreditlånene med variabel rente eller kun fastsat for op til et år.

Boks 2.4.1: ESRB's vurdering af sårbarheder i forbindelse med fast ejendom til beboelse

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) har siden 2016 systematisk vurderet de mellemlangsigtede sårbarheder på boligmarkedet i landene i Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde (EØS) ([27]). ESRB har vurderet sårbarhederne på boligmarkedet i hele EØS og udstedte, efter at det udstedte det første sæt advarsler i 2016, et sæt landespecifikke henstillinger i 2019 sammen med yderligere advarsler om mellemlangsigtede sårbarheder på boligmarkedet. ESRB kan udstede advarsler, hvis det mener, at der er behov for at gøre opmærksom på sårbarheder og tendenser, der potentielt kan forstyrre den finansielle stabilitet, og det udsteder henstillinger ikke blot for at markere risici for den finansielle stabilitet, men også for at pege på nødvendige afhjælpende foranstaltninger. Den seneste vurdering blev offentliggjort i februar 2022.

I ESRB's vurdering fra februar 2022 konkluderes det, at risiciene for boligmarkedet som følge af den hurtige vækst i boligpriserne og husholdningernes stigende gældsætning er fortsat med at stige i flere lande. De vigtigste sårbarheder, der fremhæves i ESRB's vurdering, er af mellemlangsigtet karakter og vedrører, afhængigt af landet, den hurtige vækst i boligpriserne og en mulig overvurdering af risiciene for boligmarkedet (da forskellen mellem væksten i boligpriserne og husholdningernes disponible indkomst øges), niveauet og dynamikken i husholdningernes gældsætning, væksten i boligkredit og tegn på en lempelse af udlånsstandarderne. De specifikke sårbarheder varierer fra land til land, og nærmere oplysninger om de mest relevante forhold findes i de enkelte advarsler og henstillinger. Ud over makroprudentielle politiske overvejelser vil nogle underliggende sårbarheder i en række lande blive afbødet mere effektivt ved hjælp af reformer af bolig- og skattepolitiken.

Tabel 2.4.1:

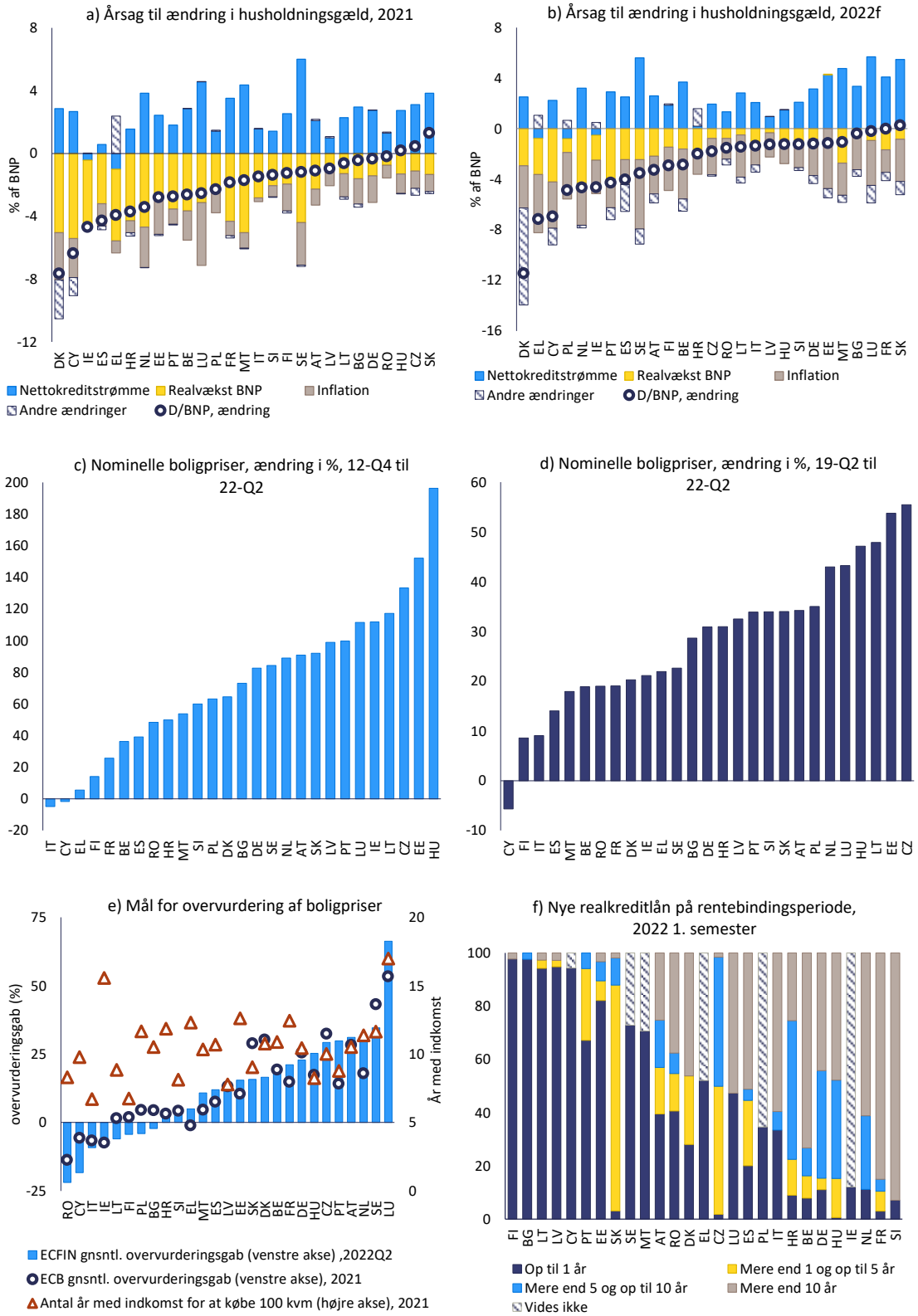
		LU	SE	NL	DK	AT	CZ	DE	PT	BE	SK	MT	EE	HU	SI	HR	BG	LT	FR	PL	FI	IE	LV	ES	EL	IT	CY	RO
ESRB riskikovurdering 2022	Risici vedr. beholdninger	H	H	H	H	M	M	M	M	M	M	M	M	L	L	L	L	L	M	M	M	M						
	Risici vedr. strømme	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	M	M	M	M						
	Samlede risici	H	H	H	H	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Hensigtsmæssig og tilstrækkelig politisk indsats, 2022		**Nej**	**Nej**	**Nej**	**Nej**	**Nej**	Ja	**Nej**	Ja	Ja	**Nej**	Ja	Ja	**Nej**	Ja	**Nej**	**Nej**	Ja	Ja	Ja	**Nej**	Ja						
Varsling (V) eller Henstilling (H) i	2016	V	V	V	V	V				V											V							
	2019	**H**	**H**	**H**	**H**		V	V		**H**									V		H							
	2022					**H**		**H**			V			V		V	V											

1) NA — Ikke vurderet.
Kilde: ESRB

Efter vurderingen fremsendte ESRB fire landespecifikke advarsler og to henstillinger om mellemlangsigtede sårbarheder på boligmarkedet til EU-landene. Der blev udsendt advarsler til fire EU-lande med nyligt identificerede sårbarheder: Bulgarien, Kroatien, Ungarn og Slovakiet. Der blev udstedt henstillinger til Østrig og Tyskland, som allerede havde modtaget advarsler fra ESRB i henholdsvis 2016 og 2019, og hvis sårbarheder ikke er blevet afhjulpet i tilstrækkelig grad. Sårbarhederne på boligmarkedet for fortsat store i de lande, der modtog ESRB's henstillinger i 2019. I Danmark, Finland, Luxembourg, Nederlandene og Sverige er der fortsat sårbarheder på trods af de seneste foranstaltninger, der er truffet for at afhjælpe dem. I de fleste af disse tilfælde er boligpriserne fortsat steget eller er steget endnu hurtigere end tidligere, hvilket har resulteret i uændrede eller øgede boligpriser. Risiciene i forbindelse med husholdningernes gældsætning er også forblevet uændrede eller er steget i flere lande. For de resterende EØS-landes vedkommende har ESRB enten ikke identificeret en ophobning af væsentlige sårbarheder på boligmarkedet, eller sådanne sårbarheder er blevet identificeret, men den nuværende politiske kurs vurderes at være tilstrækkelig til at afhjælpe dem.

([27]). ESRB (2016), "Vulnerabilities in the EU residential real estate sectors", november 2016, ESRB (2019), "Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries", september 2019, og ESRB (2022), "Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries", februar 2022.

Figur 2.4.3: **Husholdningernes gæld og boligpriser: udvalgte grafer**



Kilde: Ameco, Eurostat, ECB og Kommissionens tjenestegrene

2.5. DEN OFFENTLIGE SEKTOR

Den offentlige gældskvote faldt i de fleste medlemsstater i 2021, men ligger fortsat et godt stykke over niveauet før pandemien. I 2021 faldt gældskvoten i næsten alle EU-lande, og EU's samlede gæld faldt med ca. to procentpoint. Dette fald skyldes opsvinget i det nominelle BNP efter 2020, samtidig med at de gunstige finansieringsvilkår fortsatte. Omvendt var budgetunderskuddet, selv om det var lavere end i 2020, ofte betydeligt og lå i gennemsnit på 5,1 % af BNP for euroområdet og 4,6 % af BNP for EU, da finanspolitikken fortsat var ekspansiv. Budgetunderskuddet afspejlede navnlig fortsat virkningen af betydelige midlertidige nødforanstaltninger under covid-19-pandemien til støtte for husholdninger og virksomheder, der var berørt af pandemien, hvilket svarede til ca. 3,25 % af BNP for EU samlet set.

Den offentlige sektors gældskvote forventes at falde yderligere i de fleste EU-lande i 2022. I de fleste medlemsstater forventes den offentlige gæld at falde med 3½ procentpoint samlet set i 2022, men at forblive højere end niveauet i 2019, i nogle tilfælde med næsten 15 procentpoint. Forbedringen er et resultat af fortsat nominel økonomisk vækst, som er højere end de implicitte gældsomkostninger, sammen med en yderligere reduktion af underskuddet på trods af betydelige støttepakker til husholdninger og virksomheder i forbindelse med høje energipriser efter to år med betydelig finanspolitisk støtte ydet under covid-19-pandemien. Faldet i gældskvoten var størst i de mest forgældede lande, da den økonomiske vækst har en kraftigere nedgearing, når gældskvoten er større. I nogle lande med lave eller moderate offentlige gældskvoter forventes disse at stige yderligere.

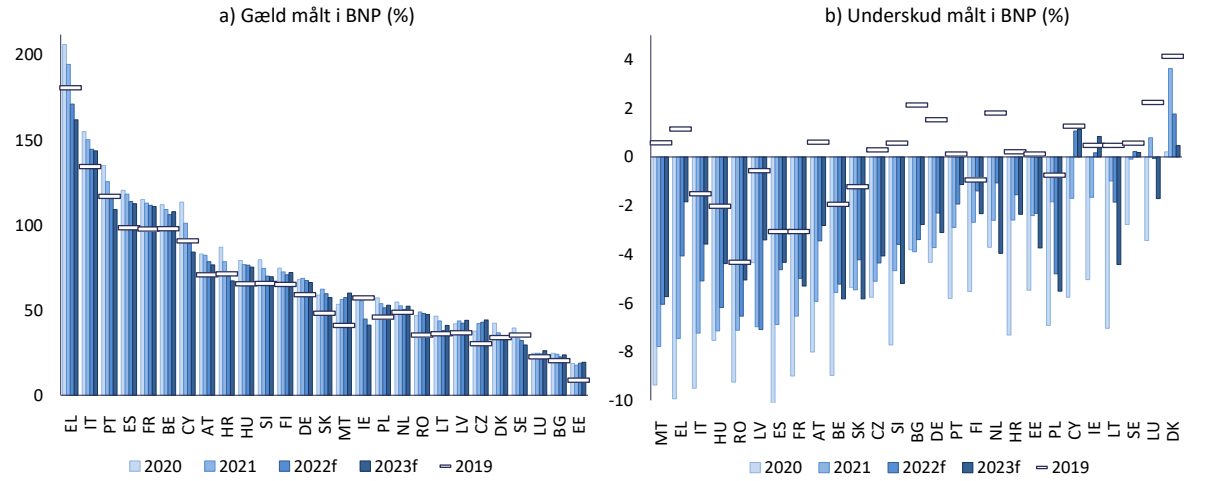
Udsigterne for 2023 peger i retning af et mindre fald eller en stabilisering af den offentlige gældskvote i de fleste EU-lande. I 2023 forventes svækkelsen af den økonomiske aktivitet at medføre mindre reduktioner af gældskvoten, mens det offentlige underskud forventes at stige samlet set, dog med visse forskelle mellem landene. De offentlige gældskvoter forventes kun at nå op på deres niveauer før covid-19 i 2023 i et mindretal af medlemsstaterne (figur 2.5.1). I de kommende måneder vil der muligvis blive gennemført yderligere målrettede foranstaltninger til støtte for sårbare husholdninger og virksomheder, som vil flytte en del af energikrisens omkostninger til den offentlige sektor og øge den offentlige gæld. En yderligere stramning af finansieringsvilkårene eller valutakursudviklingen kan desuden have en negativ indvirkning på de finanspolitiske resultater, navnlig i lande uden for euroområdet, hvor andelen af gæld i udenlandsk valuta ofte er betydelig. Højere inflation kan bidrage til at reducere gældsbyrden, for så vidt som den øger det nominelle BNP, men højere risikopræmier og svagere økonomisk aktivitet kan bidrage til at øge den offentlige gældskvote og til gengæld udgøre en udfordring ikke blot for den finanspolitiske holdbarhed, men også for andre dele af økonomien (se boks 2.5.1).

Omkostningerne til opfyldelse af gældsforpligtelser kan stige som følge af højere nominelle renter. Realrenten forventes i øjeblikket at forblive negativ i euroområdet. Statsobligationsrenterne er steget i hele euroområdet i 2022, og spændet er steget noget i takt med den risikofyldte markedspris. Trods stramningen af pengepolitikken forventes realrenterne stadig at forblive negative, og statsobligationsrenterne i euroområdet er fortsat blandt de laveste i verden. Statsobligationsrenterne i medlemsstater med stor gæld steg dog noget kraftigere i tredje kvartal, men længere løbetider bidrager til at afbøde effekten. Muligheden for en stigning i rentesatserne og et negativt nominelt BNP, som ville være en situation, der er mere negativ end den nuværende prognose, kan ikke udelukkes. I dette tilfælde kan rentesatserne overstige den nominelle BNP-vækst og dermed øge presset for at forbedre budgetstillingen i visse lande med stor

gæld. ECB's indførelse af instrumentet til transmissionsbeskyttelse i juli 2022 for at sikre en velordnet monetær transmission i alle medlemsstater i euroområdet giver en vis forsikring mod en kraftig forværring af finansieringsvilkårene, så længe betingelserne vedrørende den økonomiske politik er opfyldt.

Medlemsstater uden for euroområdet står over for højere omkostninger til opfyldelse af gældsforpligtelser som følge af de øgede rentespænd for statsobligationer og eksponeringen over for gæld i fremmed valuta. Den globale stramning af finansieringsvilkårene har haft en mere udtalt effekt uden for euroområdet. Statsobligationsrenterne er særlig høje i Ungarn, Polen og Rumænien. En betydelig andel af den offentlige gæld for lande uden for euroområdet er denomineret i udenlandsk valuta, navnlig Bulgarien[28] (74 %) og Rumænien (52 %), men også Ungarn (22 %), Polen (22 %) og Sverige (17 %).

Figur 2.5.1: **Offentlig gæld og offentligt underskud i forhold til BNP**



1) Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra gældskvote og underskudskvote i 2021.
Kilde: Ameco og Kommissionens tjenestegrene

Lande med en offentlig gæld (% af BNP) over 60% i 2021 (blå)																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

På landeniveau bør følgende tendenser fremhæves med hensyn til den offentlige sektor:

- Ved udgangen af 2021 lå den offentlige gældskvote på over 60 % i Østrig, Kroatien, Finland, Tyskland, Ungarn, Slovenien og Slovakiet og over 100 % i Grækenland, Italien, Portugal, Spanien, Frankrig, Belgien og Cypern. Gældskvoten faldt i alle disse medlemsstater 2021, dog ikke i Tyskland og Slovakiet, og forventes fortsat at falde i de fleste af disse lande i 2022 og 2023.

- Det er konstateret, at Grækenland på kort sigt står over for risici med hensyn til den finanspolitiske holdbarhed (se boks 2.5.1). Grækenlands gældskvote er den højeste i EU og ligger et godt stykke over 100 %. Landets budgetunderskud er stadig betydeligt, men forventes at falde markant. Bruttofinansieringsbehovet forventes at falde i de kommende år.

- På mellemlang sigt vurderes det, at ni medlemsstater står over for store risici for den finanspolitiske holdbarhed, nemlig Belgien, Frankrig, Grækenland, Italien, Portugal, Rumænien, Slovakiet, Slovenien og Spanien. Landene med de højeste gældskvoter er særligt sårbare over

([28]). Bulgarien opretholder en fast vekselkurs over for euroen via et currency board-arrangement og tilsluttede sig ERM II i juli 2020.

for ændringer i finansieringsvilkårene. I et scenario med en stigning på 1 procentpoint i rentevækstraten vil gælden stige med mere end 10 procentpoint i forhold til BNP frem til 2023 i Italien, Grækenland, Spanien og Portugal (se boks 2.5.1).

- Rumænien og Ungarn er kendetegnet ved vedvarende store budgetunderskud og stigende obligationsrenter, og gæld i fremmed valuta er relevant for begge lande, især førstnævnte. I Ungarn overstiger den offentlige gæld også 60 % af BNP, og det offentlige bruttofinansieringsbehov er højt. I Rumænien forventes den offentlige gældskvote at falde en smule i lyset af de forventede bedre finanspolitiske resultater.

Boks 2.5.1: Ændring i finansieringsvilkårene — et negativt scenario med "rente-vækst"

Kommissionen vurderer medlemsstaternes risici for holdbarheden på kort, mellemlang og lang sigt. Den konstaterer, at der på kort sigt er tale om sårbarheder for Grækenland på grund af både finanspolitiske og makrofinansielle variabler. ([29]) På mellemlang sigt vurderes det, at ni medlemsstater står over for store risici for den finanspolitiske holdbarhed, nemlig Belgien, Frankrig, Grækenland, Italien, Portugal, Rumænien, Slovakiet, Slovenien og Spanien. Risiciene er et resultat af:

- høje eller stigende gældskvoter, navnlig i forbindelse med en svag budgetstilling
- øget usikkerhed omkring basisfremskrivningerne
- sårbarhed over for negative makrofinansielle scenarier
- størrelsen af den nødvendige finanspolitiske tilpasning for at bringe gældskvoten ned på 60 % på mellemlang sigt, dvs. S1-indikatoren.

Ud over gældsanalysen og risikoklassificeringen er der andre faktorer, der kan påvirke den finanspolitiske holdbarhed. ([30]) På den negative side kan eventualforpligtelser, der er høje for EU som helhed, men med store forskelle landene imellem, have en betydelig indvirkning på den offentlige gæld og det offentlige underskud. Dette gælder også for eventualforpligtelsernes risiko fra banksektoren. På den positive side afbødes risiciene for den finanspolitiske holdbarhed af den forlængede gældsløbetid, der er konstateret i de seneste år, eller virkningen af genopretnings- og resiliensfacilitetens reformer og investeringer på BNP-væksten, som forventes på mellemlang sigt snarere end på lang sigt.

Indvirkning af negativt 'r-v' scenario på forventet gældsniveau i 2032

land	indvirkning
IT	11,86
EL	10,92
FR	8,62
ES	8,42
BE	7,89
PT	7,48
HU	5,97
HR	5,61
AT	5,47
SI	5,20
FI	5,00
DE	4,95
PL	4,65
CY	4,45
NL	4,33
SK	4,23
MT	4,21
RO	4,00
CZ	3,62
LT	2,75
LV	2,72
BG	2,20
IE	1,98
DK	1,85
EE	1,84
LU	1,66
SE	1,38

Kilde: Europa-Kommissionen

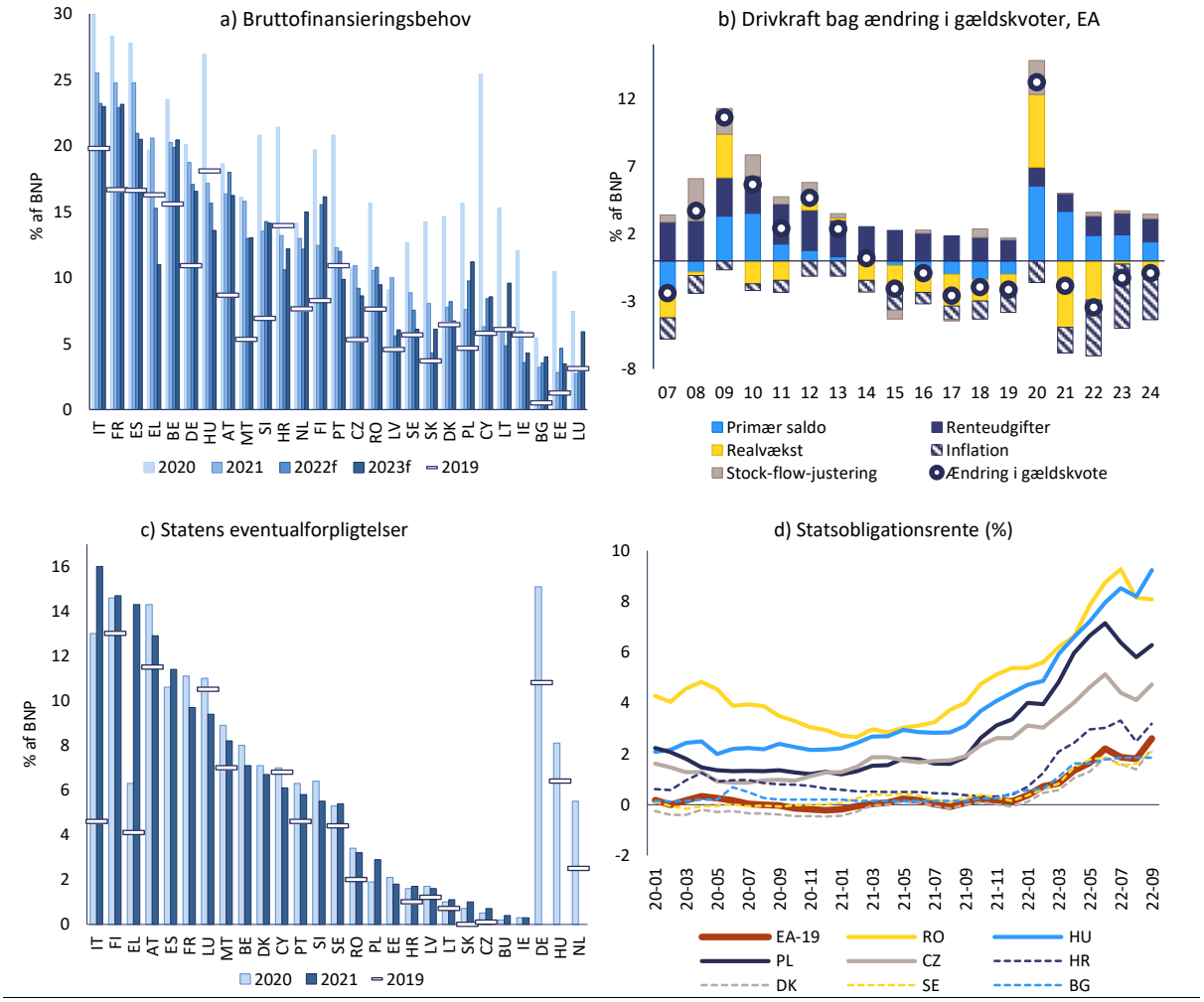
Usikkerhed og ændrede økonomiske forhold kan spille en afgørende rolle for de offentlige finansers holdbarhed. Finansieringsvilkårene har været gunstige i de seneste ti år, hvor den lave rente har været resultatet af de aldrende samfund, lavere produktivitetsvækst og centralbankernes pengepolitik. En negativ "rente-vækst", hvor den økonomiske vækst overstiger renten, afbøder i et vist omfang de finanspolitiske udfordringer, men fjerner dem ikke, da forskellen kan vende rundt, når forholdene ændrer sig. Dette er netop grunden til, at vurderingen af risici for holdbarheden er af særlig betydning, når renten er stigende, mens væksten er faldende, som følge af de ændrede finansieringsvilkår og den generelle svækkelse af den økonomiske situation.

Svagere vækstresultater eller højere renter i løbet af det næste årti kan føre til højere gældskvoter, hvis der ikke træffes politiske foranstaltninger. Basisanalysen af den finanspolitiske holdbarhed er blevet gennemført under antagelse af gunstige finansieringsvilkår. Der er desuden opstillet et negativt scenario for at opfange en stigning eller endda et fald i "rente-vækst". Under dette scenario forventes fremskrivningen af "rente-vækst" i de fleste EU-lande at forblive negativ i 2032, men vil være højere end antaget i basisscenariet. Som følge heraf vil den forventede gæld i det negative scenario være højere i 2032 end i basisscenariet.

([29]). Risikoklassificeringen for finanspolitisk holdbarhed er baseret på Kommissionens forårsprognose 2022 (som også præsenteres i landeafsnittet i denne rapport om varslingsmekanismen).

([30]). Europa-Kommissionen (2022): Fiscal Sustainability Report, Institutional Paper 171.

Figur 2.5.2: **Den offentlige sektor: udvalgte grafer**



Kilde: Europa-Kommissionens tjenestegrene

2.6. FINANSSEKTOREN

EU's banksektor udviste modstandsdygtighed over for virkningerne af pandemien i 2021, men er fortsat udfordret af strukturelt lav rentabilitet. Den egentlige kernekapitalprocent forblev høj og stabil i det seneste år (tredje kvartal 2021 til andet kvartal 2022) (figur 2.6.1 a). Egenkapitalforrentningen er steget til over niveauet før pandemien i en situation med højere driftsindtægter og lavere hensættelser i denne periode, men rentabilitet er stadig en strukturel udfordring i hele EU på grund af overkapacitet og lav omkostningseffektivitet. ([31]) Afviklingen af de tilbageværende misligholdte lån fortsatte i 2021 og første halvår 2022, mens der ikke var nogen bemærkelsesværdig stigning i nye misligholdte lån på trods af den gradvise tilbagetrækning af moratorier for tilbagebetaling af lån, der blev indført efter covid-19-pandemiens udbrud (figur 2.6.1 b). Kreditgivningen til ikkefinansielle selskaber fortsatte trods det gradvise udløb af de statsgarantier, der blev ydet under covid-19-udbruddet, og i nogle lande den makroprudentielle stramning. Kreditgivningen til husholdningerne steg støt i 2021 på baggrund af stigende boligpriser i hele EU (figur 2.6.2 a). Kreditvilkårene begyndte at blive strammet op i andet halvår 2021, og udlånsrenterne steg sideløbende med den monetære stramning, især i landene uden for euroområdet (figur 2.6.2 b og c).

Fremadrettet vil de forværrede økonomiske udsigter sandsynligvis have en negativ indvirkning på aktivernes kvalitet og bankernes rentabilitet. Selv om Ruslands invasion af Ukraine indtil videre kun har haft begrænset indvirkning på EU's finansielle sektor på grund af den lave direkte finansielle eksponering, er der risiko for anden runde-effekter. De forværrede økonomiske udsigter og den forsinkede virkning af tilbagetrækningen af støtteforanstaltningerne kan øge andelen af misligholdte, som for en gennemsnitlig stor bank i EU lå på 1,8 % ved udgangen af andet kvartal 2022. ([32]) Dette understøttes af en høj andel af lån med henstand og lån, der kunne kategoriseres som underpræsterende (fase 2-lån) (figur 2.6.2 d), som lå på 9,5 % i euroområdet i andet kvartal 2022. ([33]) ([34]) Dette ligger et godt stykke over niveauet før pandemien, og tilstrømningen fortsætter for sektorer, der ikke er kommet helt på fode igen efter pandemien. ([35]) Kapitalprocenterne faldt en smule i begyndelsen af 2022 som følge af stigninger i risikovægtede aktiver, men forblev stabile i andet kvartal 2022, idet den samlede egentlige kernekapitalprocent for store banker stadig lå på 15 %. ([36]) Egenkapitalforrentning lå på 7,9 % i andet kvartal 2022 understøttet af nettorenteindtægter. ([37]) Højere energipriser og forværringen af de økonomiske udsigter begrænser mange låntagere, og den forventede stigning i kreditrisici afspejles allerede i faldet i den finansielle sektors værdiansættelser i 2022, selv om de stort set er

([31]). ECB, Financial Stability Review, maj 2022.

([32]). EBA, Key Risk Indicators.

([33]). I henhold til IFRS 9 skal relevante virksomheder nu placere finansielle instrumenter i tre særskilte faser: "ikkemisligholdte" (fase 1), "underpræsterende" (fase 2) og "misligholdte" (fase 3). Fase 2 vedrører lån med en betydelig stigning i kreditrisiko siden første indregning.

([34]). ECB, Supervisory Banking Data.

([35]). Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) lancerede i september 2022 sin årlige gennemsigtighedsøvelse i hele EU i 2022 og forventer at offentliggøre oplysningerne om bankernes eksponeringer og aktivernes kvalitet i begyndelsen af december sammen med EBA's risikovurderingsrapport.

([36]). EBA, Key Risk Indicators. EBA offentliggjorde i juli 2022 sit udkast til en EU-dækkende stresstestmetode for 2023, som drøftes med branchen. Metoden dækker alle risikoområder og bygger på den metode, der blev udarbejdet til 2021-stresstesten for hele EU, med visse metodologiske forbedringer og et større udsnit af banker.

([37]). EBA, Risk Dashboard, andet kvartal 2022, og ECB, Supervisory Banking Statistics, andet kvartal 2022.

i overensstemmelse med den generelle markedstendens. Undersøgelser af bankernes udlån i euroområdet tyder på, at bankerne fortsatte med at stramme deres udlånsstandarder for både husholdninger og virksomheder i 2022, og at der skete en betydelig stramning i tredje kvartal 2022. ([38]). I september 2022 udsendte Det Almindelige Råd under Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) advarsel om sårbarheder i det finansielle system i EU, hvori det understregede, at risiciene for den finansielle stabilitet i EU og sandsynligheden for, at halerisikoscenarier bliver til virkelighed, er steget. De identificerede risici vedrører: i) forværringen af de makroøkonomiske udsigter, ii) risiciene for den finansielle stabilitet som følge af en mulig kraftig korrektion af aktivpriserne og iii) konsekvenserne af en sådan udvikling for aktivernes kvalitet. ([39]).

Stigende renter udgør både en mulighed og en udfordring for den europæiske finansielle sektor, hvor risikoen er steget. Det vedvarende lave renteniveau udfordrede EU's finansielle sektor i det foregående årti og var en af årsagerne til dens lave rentabilitet. Selv om de højere renter øger bankernes renteindtægter, kan de fremover også medføre en forøgelse af deres finansieringsomkostninger. Højere renter kan desuden have en negativ indvirkning på værdiansættelsen af bankaktiver og -sikkerhedsstillelse, herunder fast ejendom, og værdipapirer. Banker og institutionelle investorer, navnlig forsikringsselskaber, kan også blive udfordret af flade eller omvendt rentekurver i en situation med truende recessionsrisici. Stigningen i finansieringsomkostningerne kombineret med høj inflation og lav økonomisk vækst kan forventes at lægge pres på sårbare låntagere. ([40]) Vedvarende eller øget fragmentering af omkostningerne til statslig finansiering i euroområdet kan have en negativ indvirkning på banksektorer med en stærk indenlandsk skævhed. Mens højere rentesatser er en positiv udvikling for forsikringsselskaber med aktivporteføljer, der hovedsagelig investeres i aktiver med lav risiko, kan investerings- og pensionsfondene lide under værdiansættelsestab på deres portefølje med fast afkast. Stigende renter og revurdering af aktivpriserne påvirker også erhvervsejendomme, som bankerne i stigende grad er eksponeret for. ([41]) Kompleksiteten af markedet for erhvervsejendomme, hvor både ikkebanker og internationale enheder er aktører, og der er betydelige datamangler, komplicerer imidlertid risikovurderingen. ([42]).

([38]). ECB, Euro Area Bank Lending Survey, tredje kvartal 2022.

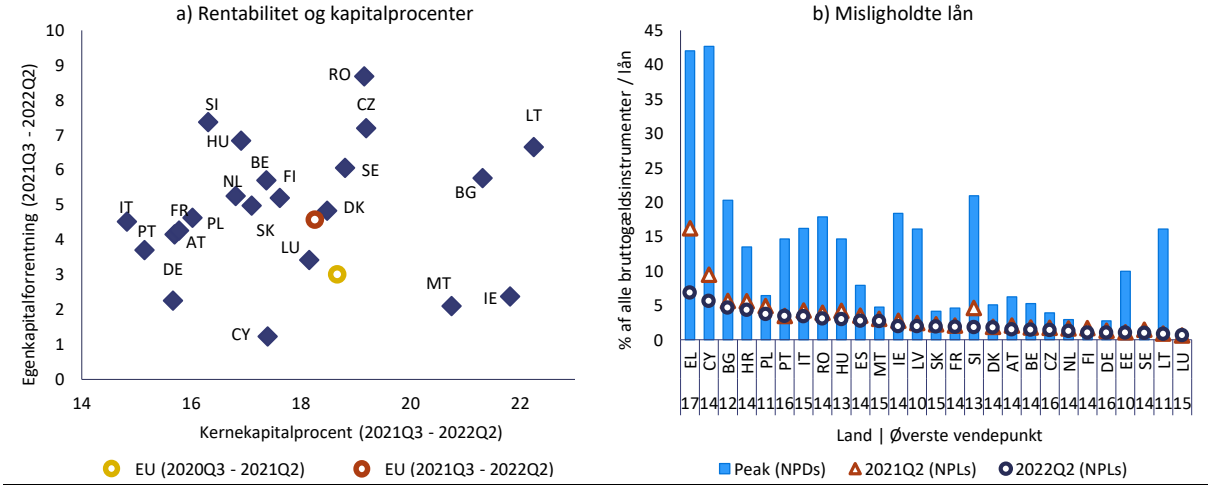
([39]). ESRB//2022/7

([40]). ECB, Financial Stability Review, maj 2022.

([41]). Erhvervsejendomme udgør mere end 9 % af bankernes risikoeksponering i euroområdet. I euroområdet vedrørte næsten halvdelen (5,6 procentpoint) af væksten i lån til ikkefinansielle selskaber på 12,6 % fast ejendom og erhvervstjenester.

([42]). "Commercial real estate and financial stability — new insights from the euro area credit register", ECB, Macroprudential Bulletin, Issue 19, oktober 2022.

Figur 2.6.1: **Banker: rentabilitet, kapitalprocenter og misligholdte lån**



Den egentlige kernekapitalprocent omfatter ordinære aktier og tilbageholdt overskud. Kernekapitalprocenten og egenkapitalforrentningen er gennemsnittet af kvartalsdata for det seneste år (tredje kvartal 2021 til andet kvartal 2022). Gennemsnitsværdien for EU er ikke vægtet efter økonomiens størrelse. Grækenland, der har en meget negativ egenkapitalforrentning (-6 %), er ikke medtaget i venstre panel. Dataene for det "øvre vendepunkt" vedrører andelen af misligholdte låneinstrumenter (brutto) i forhold til alle gældsinstrumenter (brutto). Andelen af misligholdte lån indberettes for andet kvartal 2021 og andet kvartal 2022. Årstallet under landekoderne angiver der år, hvor andelen toppede
Kilde: ECB, konsoliderede bankdata, Europa-Kommissionens tjenestegrene

Risiciene for global finansiel stabilitet er steget betydeligt i det forløbne år. Risiciene for finansiel stabilitet er i 2022 steget over hele verdenen som følge af høj inflation, skærpelse af finansielle betingelser og forhøjet markedsvolatilitet. ([43]) Revurderingen af risici i hele verden kan få konsekvenser på finansielle markeder og kan føre til ustabilitet samt øge låneomkostningerne for stater og private låntagere og undertiden endda på idiosynkratiske måder. Dette udgør forskellige udfordringer for forskellige dele af den finansielle sektor, og det globale finansielle systems indbyrdes sammenhæng gør det vanskeligt at forudsige, hvor sårbarhederne kan opstå.

Det finansielle system er udsat for nye systemiske risici, som kan have en forskelligartet indvirkning både i EU og euroområdet. Sandsynligheden for nogle negative systemiske risici, navnlig risici for markedssvigt og likviditetsmangel, er øget i hele EU og kan påvirke både banker og andre finansielle institutter end banker. ([44]) En realisering af disse systemiske risici kan få en forskelligartet indvirkning i hele EU. Selv om forskellige udviklinger i euroområdet kan forårsages af uensartede politiske indgreb foretaget af medlemsstaterne, er medlemsstaterne uden for euroområdet genstand for yderligere risici i forbindelse med likviditetsmangel og valutamarkedets funktion. Operationelle risici forventes at forblive store, hvilket er forbundet med en højere risiko for cyberangreb som følge af voksende digitalisering. ([45]) Klimarelaterede risici og en øget sårbarhed for cryptoaktiver udgør en særlig udfordring for nogle finansielle institutter uden for banksektoren.

Lande med kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP) over 14% i 2021 (blå)																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	**LU**	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	**SE**

Lande med samlede finansielle passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring) over 16,5% i 2021 (blå)																									
BE	BG	CZ	DK	DE	**EE**	**IE**	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	**LT**	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	**SK**	FI	SE

([43]) IMF (2022): Global Financial Stability Report: Navigating the High-Inflation Environment, oktober 2022.

([44]) ESRB Advarsel om sårbarheder i Unionens finansielle system (ESRB/2022/7), oktober 2022.

([45]) EBA's Risk Dashboard, 2. kvartal 2022.

På nationalt plan er følgende udviklinger i den finansielle sektor værd at fremhæve:

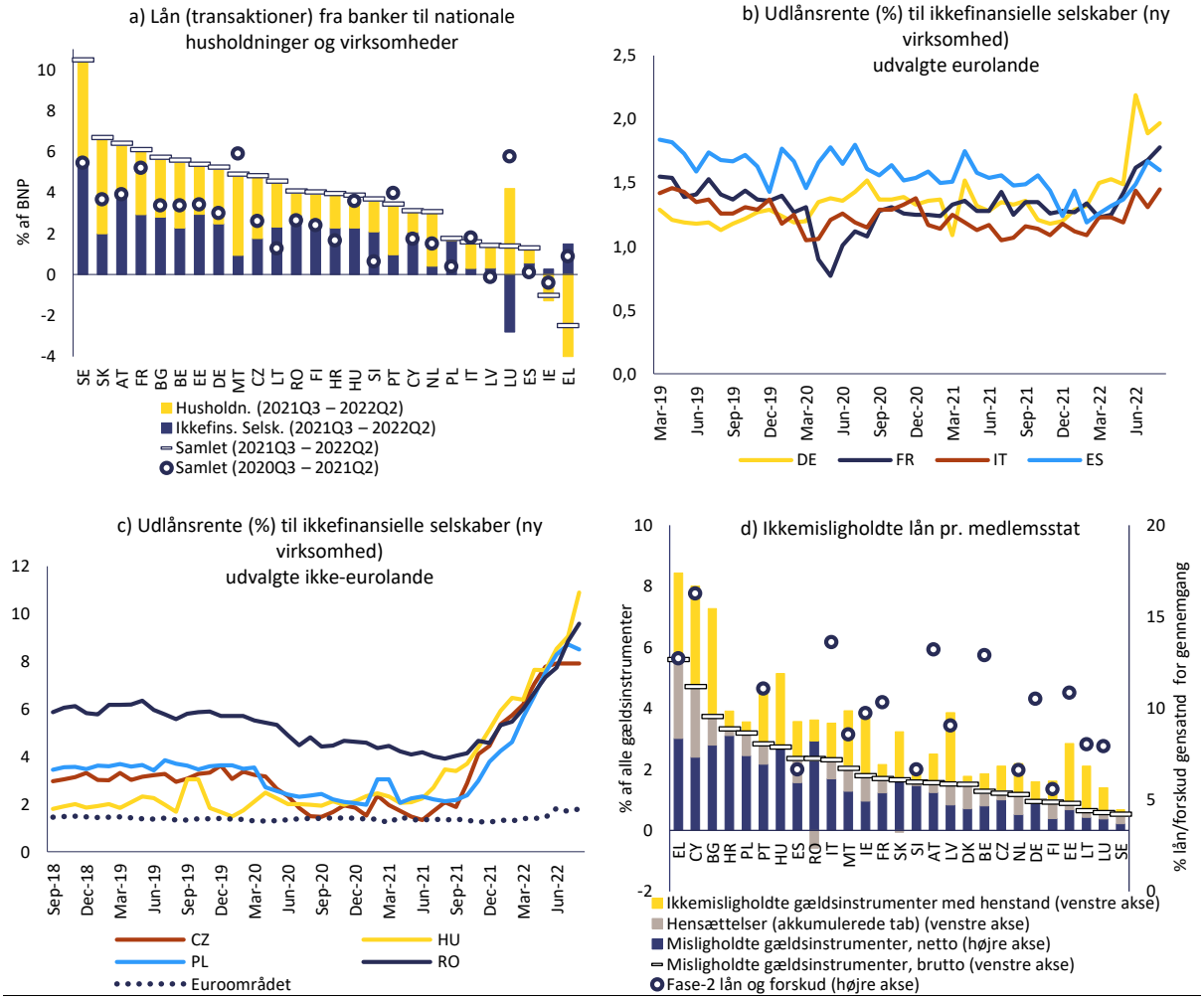
- Nogle få lande, herunder Cypern, Grækenland og Italien, lider under en kombination af svag rentabilitet i den finansielle sektor, en sårbar erhvervssektor og stor offentlig gæld, hvilket øger risikoen for negative feedbacksløjfer. Alle tre lande har registreret store forbedringer af deres andel af misligholdte lån, som ikke desto mindre fortsat ligger over EU-gennemsnittet (kun en smule for Italien), mens fase 2-lån og lån med henstand er øget. I Grækenland er bankernes andel af misligholdte lån faldet betydeligt som følge af salg af misligholdte lån, hvilket fjernede risikoen fra bankerne, men delvist overførte den til nogle finansielle institutter uden for banksektoren. Bankers negative rentabilitet og negative kreditstrømme i 2021 giver anledning til yderligere bekymringer, mens kapitalprocenten var blandt de laveste i EU. Cypriotiske banker har også registreret meget lav rentabilitet i 2021, mens kapitalprocenten har ligget tæt på EU-gennemsnittet. Italienske banker har registeret en kapitalprocent, som ligger under gennemsnittet, og høj eksponering for offentlig gæld.

- I Bulgarien er kvaliteten af bankernes aktiver et problem, hvor andelen af misligholdte lån fortsat er høj, selv om den falder, i forbindelse med forhøjet gældshenstand. I euroområdet er fase 2-lån særligt store i Østrig. Andelen af gældshenstand steg betydeligt i Ungarn i 2021.

- Banksektorerne i Tyskland, Malta og Irland er fortsat kendetegnet ved en meget lav rentabilitet, og forværringen af de økonomiske udsigter frembyder risici for, at der lægges en yderligere dæmper herpå.

- Den finansielle sektors passiver voksede i 2021 over resultattavlens grænseværdi på 16,5 % i Estland, Irland, Litauen og Slovakiet. Kreditstrømmene i den private sektor overskred resultattavlens grænseværdi på 14 % i Luxembourg og Sverige.

Figur 2.6.2: **Den finansielle sektor: udvalgte figurer**



Kilde: ECB

3. LANDEAFSNIT

3.1. BELGIEN

I Belgien er den private sektors og det offentliges gældskvoter høje, selv om dertil knyttede risici synes at være begrænsede. Bekymringer om omkostningskonkurrenceevnen vinder frem, og det forventes at de nominelle enhedslønomkostninger vil stige kraftigt. Belgiens offentlige gæld er fortsat stor til trods for landets seneste gældsnedbringelser.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Belgien. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Belgien.

Den reale BNP-vækst forventes at være 2,8 % i 2022 og 0,2 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år steg den til 13,1 % i oktober med en kerneinflation anslået til 4,8 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af resultattavlen for Belgien viser, at tre indikatorer i 2021 lå uden for de vejledende grænseværdier, nemlig den private sektors gæld, den offentlige gæld og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer om **omkostningskonkurrenceevnen** vinder frem. Nominelle enhedslønomkostninger faldt svagt i 2021 efter en kraftig pandemirelateret stigning i 2020, men de forventes at stige betydeligt i 2022 og 2023 som følge af relativt kraftige nominelle lønstigninger. Denne stigning markerer en acceleration i forhold til perioden umiddelbart før pandemien og er mere udtalt i sammenligning med de øvrige eurolande. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg marginalt i 2021. Målt fra år til år faldt den imidlertid i august 2022.

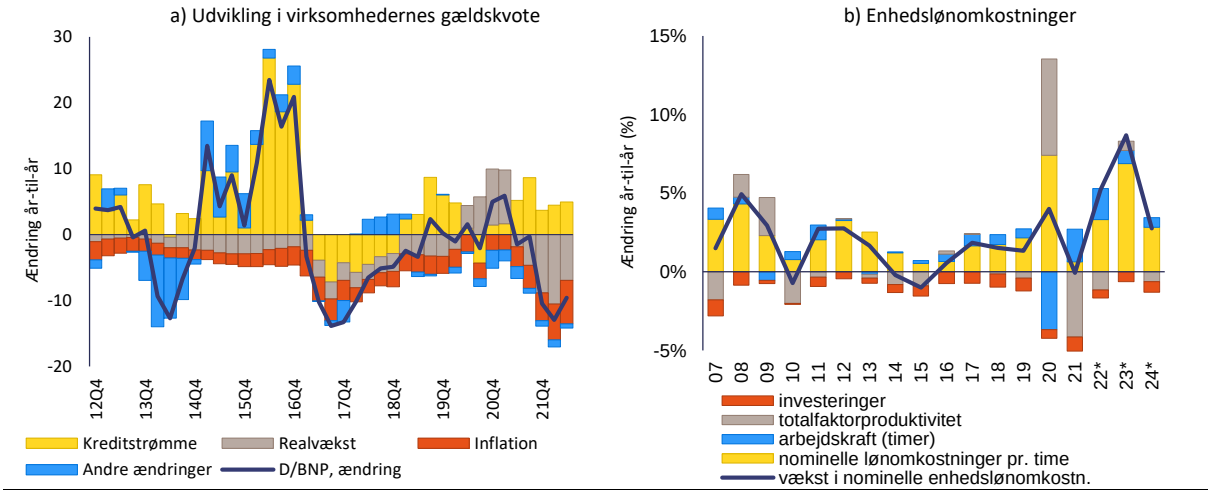
- De **ikkefinansielle virksomheders gældskvote** er fortsat en af de højeste i EU, men den er faldende. Den faldt moderat i 2021 til 106,9 %, hvor stærk vækst igangsatte en genoptagelse af kreditstrømmene. Den fortsatte med at falde i første halvår af 2022, men der er risikofaktorer forbundet med det makroøkonomiske miljø. Gælden er nu 11 procentpoint lavere end i 2019, men den er fortsat højere end både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Den store andel af koncernintern finansiering på tværs af grænserne inden for virksomhedsgæld mindsker risiciene.

- **Husholdningernes gældskvote** bevæger sig ned, men er stadig høj. Efter en kraftig stigning i 2020 faldt den i 2021, da nettokreditstrømme forventes at forblive moderate. Husholdningernes gældskvote faldt en smule, også i den første halvdel af 2022, til tæt på dens niveau før pandemien. Den nominelle vækst i produktionen kommer med sandsynlighed til at støtte en nedgearing i 2020 henset til inflationsraten. Husholdningernes gældskvote ligger over benchmarket baseret på fundamentaler, men under det prudentielle benchmark. Husholdningernes misligholdte gæld er fortsat lav: Den store andel af realkreditlån med lange faste renter og den forventede reelle stigning i kompensation mindsker de risici, som er forbundet med husholdningsgæld på kort sigt.

- Bekymringer vedrørende **boligprisudviklingen** vokser. Væksten i de nominelle boligpriser steg til 7,1 % i 2021. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år endte på 5,9 % i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 23,4 % for i 2021.

- Der er risici forbundet med Belgiens høje **offentlige gæld**. Offentlig gæld faldt i 2021 til 109,2 % af BNP, da kraftig vækst skabte en denominatoreffekt på markedet. Den er stadig ca. 12 procentpoint over 2019-niveauet. Offentlig gæld forventes at falde igen i 2020, men forventes at stige i løbet af 2023 og 2024. Det offentlige underskud er fortsat højt, selv om det faldt til 5,6 % i 2021 og forventes at indsnævres en smule i 2022, inden det stiger igen. Risiciene for finanspolitisk holdbarhed er store, både på mellemlang og lang sigt som følge af langsigtede prognoser for gældsudviklinger og stigende omkostninger forbundet med aldring.

Figur 3.1.1: **Udvalgte figurer: Belgien**



Kilde: Ameco, Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.1.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Belgien**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, 3-årigt gennemsnit)	**-4%/6%**			**0.0**	**0.1**	**0.5**	**-0.4**	**-1.7**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.8 (1)	2.2 (2)	0.1	1.1	0.4	-2.7	-2.9
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-81.5 (3)**	**11.1 (4)**	**40.9**	**47.0**	**59.9**	**51.7**	**45.7**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				36.1	34.6	37.3		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**4.8**	**7.1 p**	**5.4 p**	**9.6**	**15.0**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				1.4	4.1 p	-0.1 p	5.4	9.2
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**2.7**	**2.5**	**0.6**	**-1.9**	**-5.0**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.2	1.3	0.5	-3.6	-2.0
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**-2.3**	**10.1**	**2.4**	**2.2**	**2.4**
Ekeportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-0.5	4.7	-0.5	0.1	-1.3
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**178.3**	**180.9 p**	**169.0 p**	**159.9**	**154.1**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**4.7**	**-3.3 p**	**3.8 p**	**5.9**	**7.6**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		48.8 (6)	66.8 (7)	60.4	65.6	62.1	60,7	60,3
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolidert (% af BNP)		72.3 (6)	71.9 (7)	117,9	115,3	106,9	99,2	93,8
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**2.5**	**3.3**	**4.5**	**-2.1**	**-1.4**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		23.4 (8)		4,0	4,2	7,1	3,5	1,1
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige forvaltning (% af BNP)	**60%**			**97.6**	**112.0**	**109.2**	**106.2**	**107.9**
Offentlig saldo (% af BNP)				-1,9	-9,0	-5,6	-5,2	-5,8
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikkekonsolideret (årlig procentvis ændring)	**16.5%**			**5.8**	**8.8**	**7.5**	**6.1**	
Egenkapitalforrentning (%)				8,6	5,9	9,9		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		15,5	17,1	17,6		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				2.1e	2.1e	1.6p	1,4	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**6.2 b**	**5.8**	**5.9**	**6.0**	**6.2**
Arbejdsløshed (ålig sats)		6.4 (10)		5.5	5.8	6.3	5.8	6.4
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**1.4**	**0.4 b**	**1.1**	**1.9**	**2.3**
Langtdsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.6**	**-1.0**	**0.0**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-5.8**	**-3.5**	**2.2**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.2. BULGARIEN

I Bulgarien er der bekymringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen og virksomhedsgælden, selv om dertil knyttede risici synes at være begrænsede. De nominelle enhedslønomkostninger er vokset kraftigt i de seneste år og forventes at fortsætte med at vokse i en situation med en meget høj kerneinflation og stærke nominelle lønstigninger. Ikke-finansiel virksomhedsgæld falder, men er fortsat forholdsvis høj.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Bulgarien. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Bulgarien.

Den reale BNP-vækst forventes at være 3,1 % i 2022 og 1,1 % i 2023. Inflationen er høj, herunder i sammenligning med mange af Bulgariens samhandelspartnere i euroområdet. Målt fra år til år steg den til 15,6 % i september med en kerneinflation anslået til 9,4 %. Lønninger vil stige hurtigt i overensstemmelse med priser.

Fortolkningen af Bulgariens resultattavle viser, at en indikator i 2021 lå uden for sin vejledende grænseværdi, nemlig de nominelle enhedslønomkostninger. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er ikke særligt udtalte. Der blev registreret et mindre underskud på de løbende poster på 0,5% af BNP i 2021, som ventes at stige fremover. Den negative nettostilling over for udlandet (NIIP), som hovedsageligt består af direkte investeringer i udlandet, blev forbedret i 2021 og forventes at komme tæt på balance i 2024. NIIP korrigeret for ikkemisligholdelige instrumenter er positiv og høj.

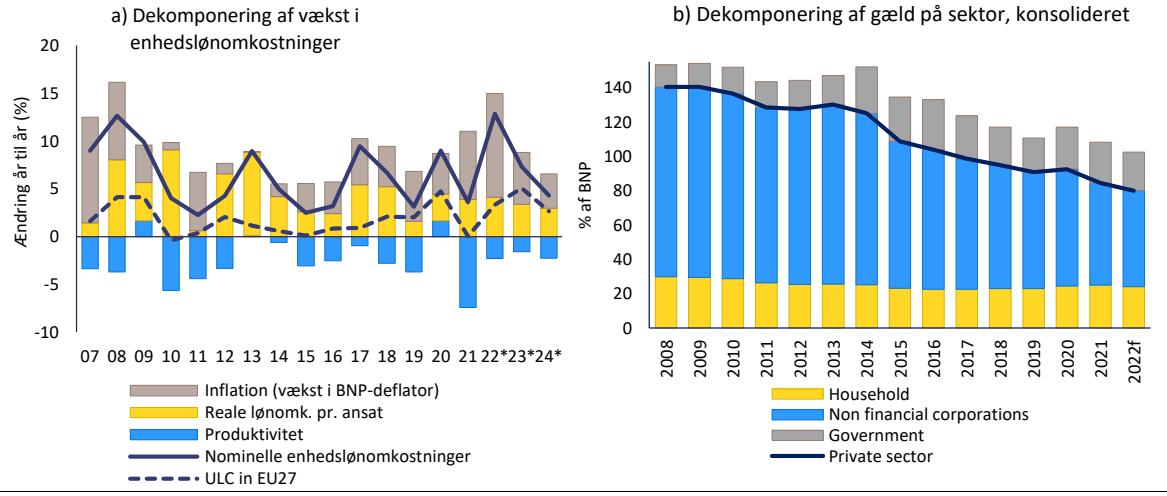
- Presset fra **omkostningskonkurrenceevnen**, som forelå allerede inden covid-19-pandemien, fortsætter. De nominelle enhedslønomkostninger er vokset kraftigt i de seneste år og forventes at fortsætte med at vokse i en situation med en meget høj kerneinflation, mangel på arbejdskraft og stærke nominelle lønstigninger. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg marginalt i 2021 og steg yderligere i august 2022.

- Den **ikkefinansielle virksomhedsgæld** er fortsat høj sammenlignet med regionale lande og ligger over de grundlæggende forhold, men er faldende. Efter at være steget i 2020 under covid-19-krisen faldt de ikkefinansielle virksomheders gældskvote igen i 2021 til 59,5 %. Den fortsatte med at falde i første halvår af 2022, men der er risici forbundet med det makroøkonomiske miljø. Som for mange andre medlemsstater uden for euroområdet er andelen af virksomhedslån stiftet i udenlandsk valuta høj. Virksomhedernes gældsætning ledsages af store likviditetsbuffere, som mindsker risici, men der er misligholdte lån. Husholdningernes gældskvote ligger under det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler, men overvægten af variable satser for boliglån udsætter gældsatte husholdninger for risikoen for højere rentesatser.

- Der er bekymringer forbundet med **boligprisudviklingen**. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 4,6 % til 8,7 % i 2021. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år endte på 14,6 % i andet kvartal af 2022. Parametrene for vurderingsgab viser imidlertid ikke tegn på potentiel overvurdering.

- I **banksektoren** er der fortsat bekymringer med hensyn til dens aktivers kvalitet. Andelen af misligholdte lån faldt yderligere til 4,8 % i 2021, men den er fortsat langt højere en EU-gennemsnittet. Andelen af svagt præsterende (fase 2-)lån og lån med henstand, som steg efter pandemien, er også fortsat høj. Den private lånemoratorium er først udløbet i december 2021. Andelen af kernekapital er langt over EU-gennemsnittet, men egenkapitalforrentningen er lav.

Figur 3.2.1: **Udvalgte figurer: Bulgarien**



Kilde: Ameco, Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.2.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Bulgarien**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**2.0**	**0.9**	**0.5**	**-0.6**	**-1.6**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		-0.8 (1)	-4.0 (2)	1.9	0.0	-0.5	-1.2	-3.0
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-37.2 (3)**	**-20.9 (4)**	**-30.2**	**-26.1**	**-18.4**	**-13.7**	**-13.3**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				40.2	47.9	49.8		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**20.4**	**19.9**	**16.4**	**26.9**	**25.5**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				3.1	9.0	3.6	12.3	7.8
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**4.6**	**7.1**	**3.8**	**4.6**	**-1.6**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				0.0	2.9	0.8	1.0	-3.5
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**15.1**	**15.7**	**12.2**	**10.6**	**9.2**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				2.7	-0.7	5.0	3.1	-1.1
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**90.7**	**92.5**	**84.4**	**80.0**	**75.2**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**5.6**	**3.6**	**4.4**	**7.1**	**6.0**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		78.6 (6)	28.5 (7)	23.0	24.4	24.9	24,1	25,5
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		105.3 (6)	52.0 (7)	67,7	68,1	59,5	55,9	49,7
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**3.9**	**5.2**	**2.5 p**	**0.9**	**0.5**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		-0.5 (8)		6,0	4,6	8,7	9,3	5,3
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**20.0**	**24.5**	**23.9**	**22.5**	**23.6**
Offentlig saldo (% af BNP)				2,1	-3,8	-3,9	-3,4	-2,8
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**5.2**	**10.6**	**9.5**	**2.6**	
Egenkapitalforrentning (%)				11,2	4,9	8,8		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		18,4	22,0	22,0		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				6.5e	5.9e	4.8p	4,3	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**6.2**	**5.8**	**5.5**	**5.5**	**5.2**
Arbejdsløshed (årlig sats)		4.9 (10)		5.2	6.1	5.3	5.2	5.2
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**4.5**	**0.9**	**0.6**	**0.6**	**1.7**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-2.1**	**-1.2**	**-1.0**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-8.3**	**1.3**	**-0.1**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.3. TJEKKIET

I Tjekkiet er der forsat bekymringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen og boligprisudviklingen, som allerede fandtes inden covid-19-pandemien. De nominelle enhedslønomkostninger forventes at vokse yderligere, idet en stigning af den reale effektive valutakurs er undervejs, og kerneinflationen er meget høj i sammenligning med de øvrige eurolande. Væksten i de nominelle boligpriser har været blandt de højeste i EU, samtidig med at boligpriserne skønnes at være overvurderet.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Tjekkiet. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge nytilkomne sårbarheder og deres konsekvenser i en dybdegående undersøgelse af Tjekkiet.

Den reale BNP-vækst forventes at være 2,5 % i 2022 og 0,1 % i 2023. Inflationen er i øjeblikket meget høj sammenlignet med Tjekkiets samhandelspartnere i euroområdet samtidig med en restriktiv pengepolitik. Målt fra år til år voksede den 17,8 % i september, mens den centrale pengepolitiske rente steg til 7 % Kerneinflationen blev skønnet til 13,7 % i september. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Tjekkiets resultattavle viser, at to indikatorer i 2021 lå uden for deres vejledende grænseværdier, nemlig væksten i de nominelle enhedslønomkostninger og realvæksten i boligpriserne. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er fortsat begrænsede. Efter syv års overskud flyttede de løbende poster sig i 2021 til et underskud på 0,8 % af BNP drevet af et reduceret vareoverskud som følge af stigende import og højere energiomkostninger. Underskuddet forventes at stige, idet data fra indeværende år peger på en yderligere reduktion i varebalancen. Den svagt negative nettostilling over for udlandet (NIIP) blev yderligere forbedret, men den forventes fremover at blive forringet en anelse. NIIP korrigeret for ikkemisligholdelige instrumenter er positiv og høj.

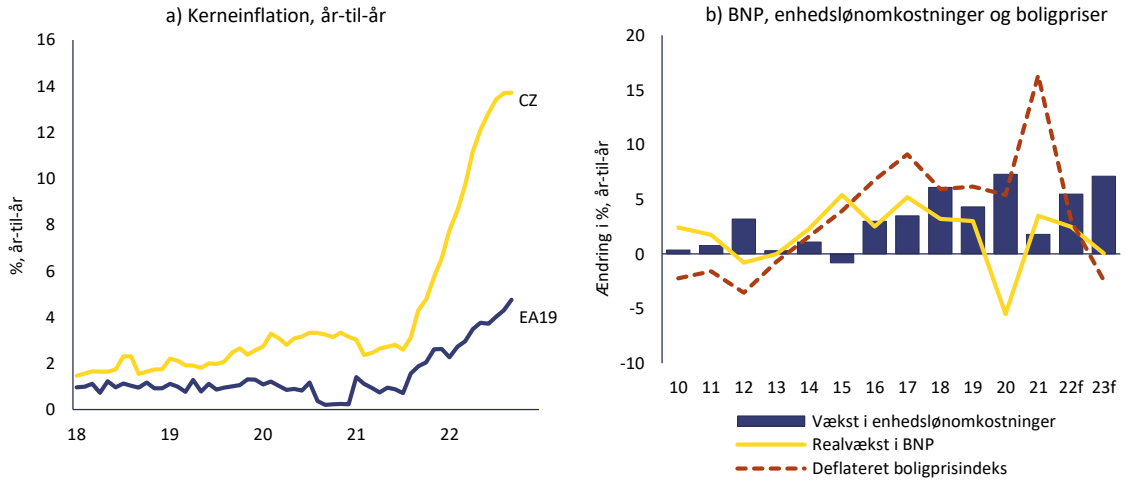
- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen**, som forelå allerede inden covid-19-pandemien, er der stadig. De nominelle enhedslønomkostninger er vokset kraftigt i de seneste år som følge af et stramt arbejdsmarked. Efter en midlertidig tilbageholdenhed i 2021 forventes væksten i enhedslønomkostninger at være høj igen i 2022 og 2023. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg i 2021, og der er også en stigning på vej i 2022. Både inflationsspænd og styrkelsen af den nominelle effektive valutakurs i forhold til euroområdet bidrog til denne stigning.

- Den meget høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 8,5 % i 2020 til 19,7 % i 2021 og voksede med en af de højeste hastigheder i EU. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år steg til 23,1 % i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 25 % i 2021. Der var endvidere en betydelig stigning i realkreditlån i 2021, herunder nye lån i forventning om opstramning af pengepolitikken. Denne tendens blev vendt i 2020, efter at strenge makroprudentielle foranstaltninger blev indført, og renterne på realkreditlån steg betydeligt. Husholdningernes gældskvote forblev stort set uforandret og var under benchmarksene.

- Risiciene forbundet med **offentlig gæld** er fortsat relativt lave. Den offentlige gældskvote er stadig relativt lav, selv om den steg til 42 % i 2021 og forventes at fortsætte med at stige lidt. Det offentlige underskud faldt til 5,1 % i 2021 og forventes fortsat at falde fremover. Endvidere er risiciene for den finanspolitiske holdbarhed på lang sigt store som følge af en aldrende befolkning.

- **Banksektoren** er stabil og modstandsdygtig. Bankerne har et solidt kapitalgrundlag, og deres rentabilitet er høj. Andelen af misligholdte lån er fortsat lav. En betydelig stigning i udlånsrenter kan nedbringe den relativt høje udlånsmasse og i nogen grad bidrage til korrektion af boligpriser.

Figur 3.3.1: **Udvalgte figurer: Tjekkiet**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.3.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Tjekkiet**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**0.8**	**0.9**	**0.5**	**-1.0**	**-3.5**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.8 (1)	-2.9 (2)	0.3	2.0	-0.8	-4.1	-5.4
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-64.0 (3)**	**6.5 (4)**	**-19.8**	**-16.3**	**-15.6**	**-17.1**	**-15.8**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				30.2	37.3	36.4		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**14.5**	**18.7**	**13.9**	**15.2**	**15.0**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				4.3	7.3	1.8	5.5	7.1
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**8.7**	**5.6**	**5.0**	**8.7**	**7.5**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				0.3	0.7	3.9	3.9	-0.3
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**4.8**	**8.1**	**-1.1**	**-1.6**	**-2.4**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-1.0	2.4	-4.5	0.7	0.1
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**78.6**	**81.7**	**78.8**	**74.9**	**69.4**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**1.4**	**0.6**	**2.9**	**5.9**	**5.6**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		62.8 (6)	46.3 (7)	31.5	33.9	34.4	34,1	33,7
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		88.5 (6)	63.1 (7)	47,1	47,8	44,4	40,8	35,7
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**6.2**	**5.4**	**16.4**	**3.8**	**-4.4**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		25.3 (8)		9,2	8,5	19,7	15,1	2,8
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**30.0**	**37.7**	**42.0**	**42.9**	**44.2**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,3	-5,8	-5,1	-4,3	-4,1
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**4.6**	**4.8**	**7.9**	**0.2**	
Egenkapitalforrentning (%)				13,9	6,7	10,6		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		18,2	20,3	19,8		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				1.7e	1.9e	1.7p	1,4	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**2.4**	**2.3**	**2.5**	**2.7**	**2.9**
Arbejdsløshed (årlig sats)		2.7 (10)		2.0	2.6	2.8	2.7	3.3
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**1.7**	**0.5**	**0.0**	**-1.7**	**-0.9**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.1**	**-0.4**	**0.1**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-4.9**	**0.1**	**1.5**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.4. DANMARK

I Danmark er væksten i boligpriser og den private gæld høj, selv om dertil knyttede risici synes at være begrænsede. Overskuddet på de løbende poster er betydeligt. Væksten i de nominelle boligpriser har været blandt de højeste i EU, og der er en anslået moderat overvurdering af boligpriser. Husholdningernes og de ikkefinansielle virksomheders gældskvoter er høje og ligger over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler, men de er faldende.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Danmark. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Danmark.

Den reale BNP-vækst forventes at være 3,0 % i 2022 og 0 % i 2023. Inflationen er høj parallelt med betydelige stramninger af pengepolitikken. Målt fra år til år steg inflationen til 11,1 % i september med en kerneinflation anslået til 5,2 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Danmarks resultattavle viser, at tre indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig de løbende poster, realvæksten i boligpriserne og den private sektors gæld. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Spørgsmål i **forhold til udlandet** vedrører et meget højt overskud på de løbende poster, som voksede til 9 % af BNP i 2021. Overskuddet forventes at falde i 2022, men fortsat at ligge klart over den øverste grænseværdi, efterhånden som handelsbalancen for tjenesteydelser begynder at vokse. Akkumulerede overskud har bidraget til en stor nettostilling over for udlandet (NIIP), som nåede op på 77 % af BNP i 2021, selv om den forventes at falde fremover. Den store NIIP giver en positiv primær nettoindtægt, som styrker det store overskud på de løbende poster.

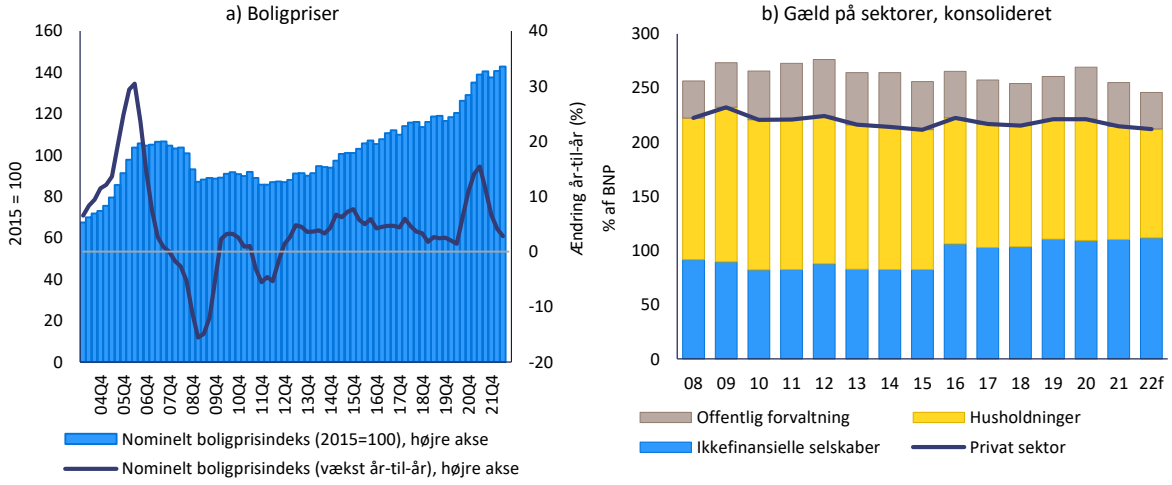
- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen** er fortsat begrænsede. De nominelle enhedslønomkostninger steg i 2021 og forventes at stige mere kraftigt i 2022 og 2023. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs faldt marginalt i 2021. Målt fra år til år faldt den fortsat i august 2022.

- **Ikkefinansielle selskabers gæld** er høj og steg moderat til 110,4 % af BNP i 2021. Den ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Ikkefinansielle selskabers kreditstrømme i % af BNP er store, men faldt i andet kvartal af 2022.

- **Husholdningernes gældskvote** er fortsat den højeste i EU og ligger både over det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Den er imidlertid faldet i 2021 og fortsatte med at falde i den første halvdel af 2022, idet nettokreditstrømmene fortsat er beskedne. Den nominelle BNP forventes stadig at støtte en nedgearing i 2022. Husholdningernes misligholdte gæld er fortsat lav. Ca. halvdelen af realkreditlån har variable rentesatser eller er faste i op til fem år.

- Den meget høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 5,1 % til 11,7 % i 2021 og voksede med en af de højeste hastigheder i EU. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år faldt til 2,8 % i andet kvartal af 2022. Boligpriser blev anslået til at være overvurderet med 20 % i 2021.

Figur 3.4.1: **Udvalgte figurer: Danmark**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.4.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Danmark**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**7.9**	**7.9**	**8.5**	**7.9**	**7.7**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		1.1 (1)	2.7 (2)	8.5	7.9	9.0	6.7	7.4
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-91.7 (3)**	**19.9 (4)**	**77.7**	**70.0**	**77.0**	**71.7**	**80.6**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				29.0	32.6	32.1		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**3.4**	**6.7**	**6.1**	**8.9**	**8.6**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				1.9	3.5	0.6	4.6	3.2
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**-0.2**	**0.9**	**-1.1**	**-4.9**	**-8.7**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.8	1.5	-0.9	-5.5	-2.5
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**1.7**	**10.6**	**6.5**	**8.7**	**9.3**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				2.3	6.6	-2.3	1.5	1.0
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**221.2**	**221.3**	**214.7**	**212.2**	**206.9**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**10.5**	**5.0**	**12.3**	**10.4**	**13.6**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		69.7 (6)	93.7 (7)	110.6	111.9	104.3	100,5	97,8
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		96.2 (6)	99.6 (7)	110,6	109,4	110,4	111,7	109,1
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**1.4**	**4.7**	**9.5**	**-6.3**	**-1.6**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		20.0 (8)		2,4	5,1	11,7	1,1	-0,7
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**33.7**	**42.2**	**36.6**	**33.7**	**32.8**
Offentlig saldo (% af BNP)				4,1	0,2	3,6	1,8	0,5
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**13.4**	**5.6**	**11.7**	**0.3**	
Egenkapitalforrentning (%)				8,7	4,5	8,2		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		18,0	19,1	18,7		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				1.9e	1.9e	1.8p	1,5	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**5.3 b**	**5.2**	**5.2**	**5.1**	**5.0**
Arbejdsløshed (årlig sats)		4.7 (10)		5.0	5.6	5.1	4.5	5.5
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**1.6 b**	**1.1 b**	**1.4**	**3.0**	**2.6**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-0.4**	**-0.3**	**0.0**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-2.1**	**-0.8**	**0.3**		

Anm.: Se bilag 1.
Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.5. TYSKLAND

Tysklands store overskud på de løbende poster er på det seneste faldet betydeligt som følge af forværringen af bytteforhold, der skyldes negative eksterne chok. Væksten i de nominelle boligpriser har indtil starten af 2022 været blandt de højeste i EU, og boligpriserne anslås at være overvurderet. Kerneinflation og lønstigninger i Tyskland kan fremme genoprettelsen af euroområdets balance.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Tyskland er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes beståen eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Tyskland.

Den reale BNP-vækst forventes at være 1,6 % i 2022 og -0,6 % i 2023. Målt fra år til år var inflationen med sine 11,6 % høj og steg i oktober, men dog lavere end de fleste eurolande, med en kerneinflation, der anslås til 5,1 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Tysklands resultattavle viser, at tre indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig de løbende poster, realvæksten i boligpriserne og den offentlige gæld. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

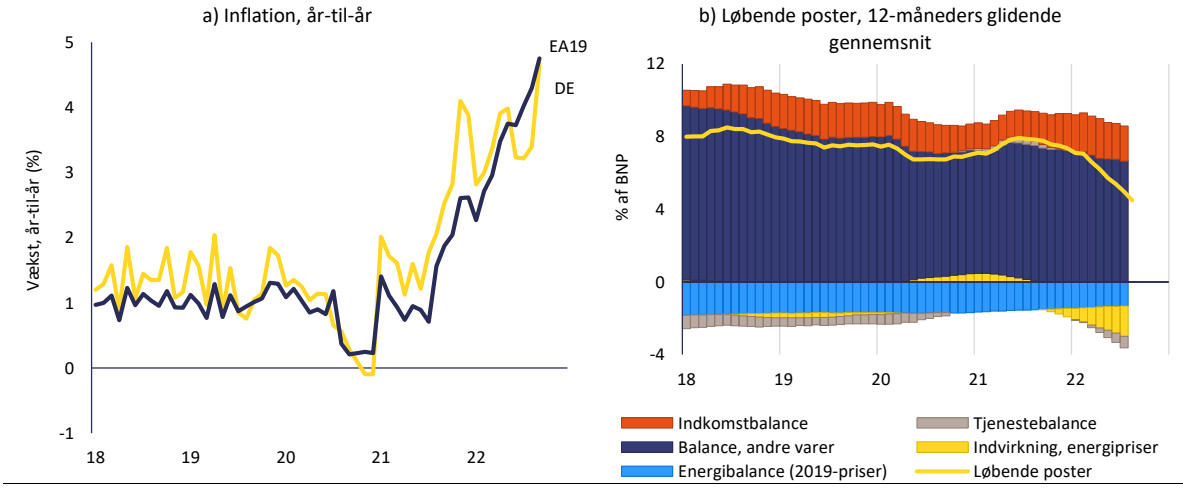
- **Overskuddet på de løbende poster** steg en anelse til 7,4 % af BNP i 2021 relateret til begrænsede private og offentlige investeringer til trods for gunstige finansieringsvilkår. I 2022 er overskuddet på de løbende poster på vej til at falde et godt stykke under 6 % af BNP for første gang siden 2010. Dette fald afspejler faldende energipriser og en dertil knyttet forværring af bytteforhold, relativt robust indenlandsk efterspørgsel og vækst i lagerbeholdningen. Overskuddet forventes at falde igen i 2023, men forbliver et godt stykke under 6 % af BNP.

- Udviklinger af **omkostningskonkurrenceevnen** kan fremme genoprettelsen af euroområdets balance. Væksten i de nominelle enhedslønomkostninger er forblevet afdæmpet til trods for et stramt arbejdsmarked, men den forventes at stige i 2022 og 2023. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs faldt i 2022.

- Væksten i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 7,8 % til 11,5 % i 2021 og voksede med en af de højeste hastigheder i EU. De nominelle boligpriser voksede yderligere og nåede 10,2 % målt fra år til år i andet kvartal af 2022 med en stort set uændret pris-/indkomstkvote. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 21 % i 2021.

- Risici forbundet med **offentlig gæld** er fortsat begrænsede. Den offentlige gældskvote lå uden for resultattavlens vejledende grænseværdi på 60 % af BNP, idet den steg til 68,6 % i 2021. Fremover forventes den at falde, og risiciene for finanspolitisk holdbarhed på lang sigt anses for mellemstore. Det finanspolitiske underskud faldt til 3,7 % af BNP i 2021, hvilket udgør et mindre underskud end gennemsnittet i euroområdet. Det forventes fortsat at falde i 2022, men at vokse i 2023.

Figur 3.5.1: **Udvalgte diagrammer: Tyskland**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.5.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Tyskland**

	Tærskel	Benchmark I	Benchmark II	2019	2020	2021	prognose 2022	prognose 2023
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**7.8**	**7.5**	**7.3**	**6.0**	**5.2**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		1.9 (1)	2.9 (2)	7.6	7.0	7.4	3.7	4.6
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-83.3 (3)**	**25.1 (4)**	**58.5**	**64.1**	**70.7**	**76.8**	**76.4**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				51.0	54.9	54.6		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**8.1 p**	**10.3 p**	**7.4 p**	**8.3**	**11.0**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				3.3 p	3.4 p	0.6 p	4.1	6.0
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**2.0**	**2.4**	**0.5**	**-2.3**	**-5.5**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.5	1.4	0.8	-4.3	-2.0
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**-1.2**	**0.9**	**-5.9**	**-7.0**	**-7.3**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-1.9	2.1	-3.6	-2.4	-1.7
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**112.7 p**	**121.2 p**	**120.4 p**	**120.2**	**111.3**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**6.4 p**	**6.4 p**	**5.7 p**	**7.7**	**5.2**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		52.8 (6)	65.9 (7)	53.4	57.0	56.7	56,1	55,2
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		76.9 (6)	80.6 (7)	59,3	64,2	63,7	64,1	56,1
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**4.4**	**7.1**	**8.2 p**	**4.6**	**-0.9**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		20.5 (8)		5,8	7,8	11.5 p	8,2	2,2
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**58.9**	**68.0**	**68.6**	**67.4**	**66.3**
Offentlig saldo (% af BNP)				1,5	-4,3	-3,7	-2,3	-3,1
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**7.3**	**11.4**	**7.2**	**9.7**	
Egenkapitalforrentning (%)				2,1	2,2	4,0		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		15,5	16,0	15,7		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				1.2e	1.2e	1.1p	1,0	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**3.3**	**3.3 b**	**3.4 b**	**3.5**	**3.4**
Arbejdsløshed (årlig sats)		3.3 (10)		3.0	3.7 b	3.6	3.1	3.5
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**1.3**	**0.3 b**	**1.2**	**1.5**	**1.9**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-0.5**	**-0.4 b**	**-0.2**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-1.3**	**0.8 b**	**0.3**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.6. ESTLAND

I Estland er der voksende bekymring vedrørende omkostningskonkurrenceevnen. Væksten i de nominelle enhedslønomkostninger forventes at vokse, og kerneinflationen er høj i sammenligning med de øvrige eurolande. Væksten i de nominelle boligpriser er blandt de højeste i EU, og der er en anslået moderat overvurdering af boligpriser.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Estland. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge nytilkomne sårbarheder og deres konsekvenser i en dybdegående undersøgelse af Estland.

Den reale BNP-vækst forventes at være -0,1 % i 2022 og 0,7 % i 2023. Inflationen er høj, endda i sammenligning med Estlands samhandelspartnere i euroområdet. Målt fra år til år steg den til 22,4 % i oktober med en kerneinflation anslået til 12,5 % i september. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Estlands resultattavle viser, at fem indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, realvæksten i boligpriserne, væksten i den finansielle sektors passiver, ændringen i erhvervsfrekvensen og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er fortsat begrænsede. Der blev registeret et underskud på de løbende poster på 1,8 % af BNP i 2021, men de forventes at udvise et mindre overskud i 2022 og i fremtiden at blive forbedret yderligere. Det offentlige underskud er faldet til 2,4 % af BNP i 2021, og det forventes at forblive stort set uændret i 2022, men at begynde at stige i 2023. Nettostillingen over for udlandet (NIIP) er negativ, men blev forbedret i 2021. Efter en midlertidig forværring i 2022 er det forventningen, at den fortsat vil blive forbedret i 2023. Da den akkumulerede beholdning af direkte investeringer i udlandet udgør den største del af passiverne, er NIIP korrigeret for ikkemisligholdelige instrumenter positiv og høj.

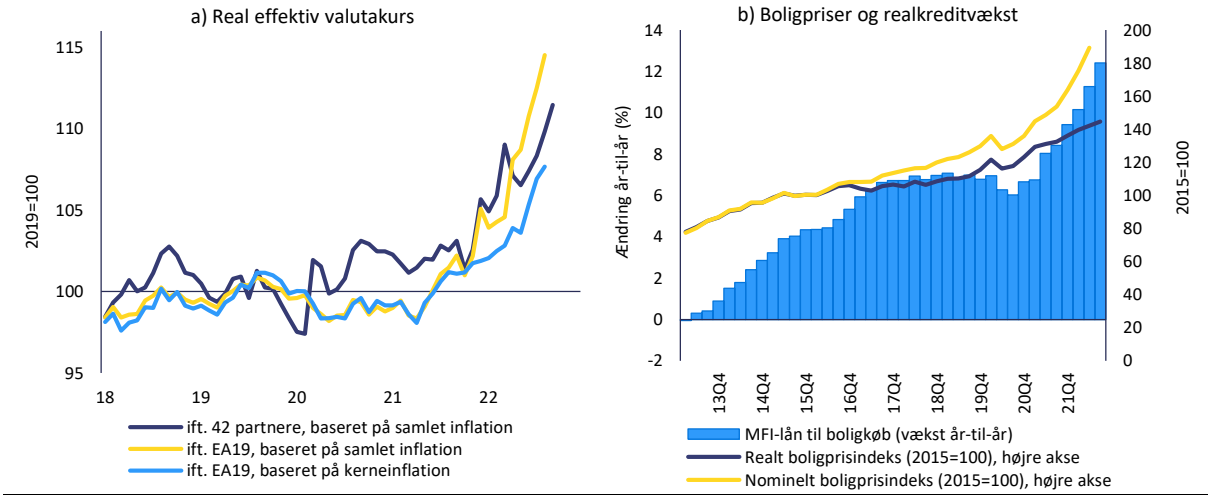
- Bekymringer om **omkostningskonkurrenceevnen** vinder frem. De nominelle enhedslønomkostninger steg i 2021 og forventes at stige kraftigt i 2022 og 2023 i forbindelse med Estlands høje nominelle lønstigninger, som ikke modsvares af produktivitet. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg i 2021, og der er en større stigning på vej i 2022.

- Den høje **vækst i boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i nominelle boligpriser steg fra 6 % i 2020 til 15,1 % i 2021, hvilket er en af de højeste hastigheder i EU i de seneste kvartaler, og nåede op på 27,4 % i andet kvartal af 2022. En af de højeste pris-/indkomstkvoter i EU giver anledning til bekymringer om prisoverkommelighed. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 7 % i 2021.

- **Husholdningernes gældskvote** er tæt på benchmarket baseret på fundamentaler og under det prudentielle benchmark. Nettokreditstrømmene til husholdningerne har været begrænsede frem til 2021 på ca. 2 % af BNP. Nettokreditstrømmene er steget i 2022 til tæt på 4 % af BNP, men gældskvoten fortsatte med at falde i den første halvdel af 2022.

- **Arbejdsløshedsprocenten** faldt til 6,2 % i 2021 og forventes at falde en anelse i 2022, men at stige i 2023. Beskæftigelsesfrekvensen faldt i 2021, idet den stadig afspejler restriktioner i forbindelse med pandemien, men den forventes fremadrettet at stige. Ungdomsarbejdsløsheden er stadig høj, selv om den er faldet.

Figur 3.6.1: **Udvalgte figurer: Estland**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.6.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Estland**

							prognose	
	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**1.8**	**0.8**	**-0.1**	**-0.8**	**-0.2**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		-0.6 (1)	-2.6 (2)	2.4	-1.0	-1.8	0.4	0.7
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-61.6 (3)**	**-14.3 (4)**	**-22.6**	**-21.9**	**-13.0**	**-18.4**	**-14.2**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				31.0	41.5	39.9		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**15.8**	**15.7**	**10.7**	**19.5**	**25.2**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				4.7	3.9	1.8	12.9	8.8
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**6.1**	**5.3**	**1.9**	**0.0**	**-3.5**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				0.0	0.7	1.2	-2.1	-2.9
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**1.7**	**16.4**	**17.8**	**19.4**	**16.0**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				2.6	4.8	7.8	1.2	-1.1
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**98.9**	**101.4**	**95.3**	**91.3**	**81.5**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**3.4**	**3.0**	**6.5**	**7.8**	**3.9**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		87.8 (6)	38.2 (7)	38.6	40.7	37.8	37,3	37,5
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		111.8 (6)	61.0 (7)	60,3	60,7	57,5	54,0	44,0
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**4.4**	**7.0**	**10.4**	**1.3**	**-0.6**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		6.9 (8)		7,0	6,0	15,1	20,8	7,0
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**8.5**	**18.5**	**17.6**	**18.7**	**19.3**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,1	-5,5	-2,4	-2,3	-3,7
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**11.6**	**17.9**	**17.5**	**1.5**	
Egenkapitalforrentning (%)				8,3	7,4	9,5		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		25,7	27,0	23,3		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				1.6e	1.6e	1.1p	1,0	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**5.2**	**5.6**	**5.9**	**6.4**	**6.3**
Arbejdsløshed (årlig sats)		6.2 (10)		4.5	6.9	6.2	6.1	6.6
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**1.3**	**0.4**	**-0.2**	**4.8**	**2.0**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.3**	**-0.8**	**0.3**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-2.4**	**6.2**	**4.7**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.7. IRLAND

I Irland er gældskvoten over for udlandet samt husholdningernes, de ikkefinansielle virksomheders og det offentliges gældskvoter høje, men fortsætter med at falde markant. Som følge heraf synes dertil knyttede bekymringer at være begrænsede. Gældskvoterne i Irland påvirkes af multinationale virksomheders tilstedeværelse. Væksten i de nominelle boligpriser stiger, og boligernes prisoverkommelighed vækker bekymring.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse ogfastslog, at Irland ikke længere er berørt af makroøkonomiske ubalancer. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Irland.

Den reale BNP-vækst forventes at være 7,9 % i 2022 og 3,2 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år steg den til 9,6 % i oktober med en kerneinflation anslået til 5,1 % i september. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Irlands resultattavle viser, at fire indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig de løbende poster, nettostillingen over for udlandet, gælden i den private sektor og væksten i den finansielle sektors passiver. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er reduceret i væsentlig grad i de senere år. Situationen over for udlandet er stærkt oppustet af multinationale virksomheders aktiviteter. Der blev registreret et stort overskud på de løbende poster på 14,2 % af BNP i 2021, som ventes at stige yderligere i 2022. Overskuddet på de løbende poster korrigeret for de multinationale virksomheder er også højt i 2021. Nettostillingen over for udlandet (NIIP) er forbedret til -145,5 % af BNP i 2021. I de næste to år forventes en fortsat forbedring af NIIP.

- **Gælden i de ikkefinansielle virksomheder** er høj, men for nedadgående. Den faldt moderat til 130 % af BNP eller 252 % af bruttonationalindkomsten (BNI) i 2021. De ikkefinansielle virksomheders gældskvote faldt i første halvår af 2022, men der er risikofaktorer forbundet med det makroøkonomiske miljø. Den ligger fortsat over både benchmarket baseret på fundamentaler og det prudentielle benchmark, selv om den høje andel af koncernintern finansiering på tværs af grænserne inden for virksomhedsgæld mindsker risiciene. Andelen af virksomhedslån stiftet i udenlandsk valuta (12 %) er en af de højest i eurolandene, men den er forbundet med de multinationale virksomheders tilstedeværelse. **Husholdningernes gældskvote** er relativ lav og for nedadgående. Den ligger under benchmarkene, men den irske gældskvote er overvurderet af multinationale virksomheders aktiviteter. Husholdningernes gæld som en andel af husholdningernes bruttonationalindkomst faldt betydeligt, men den er stadig tæt på 100 %. Andelen på 20 % i 2021 af realkreditlån med variabel rente er relativ lav.

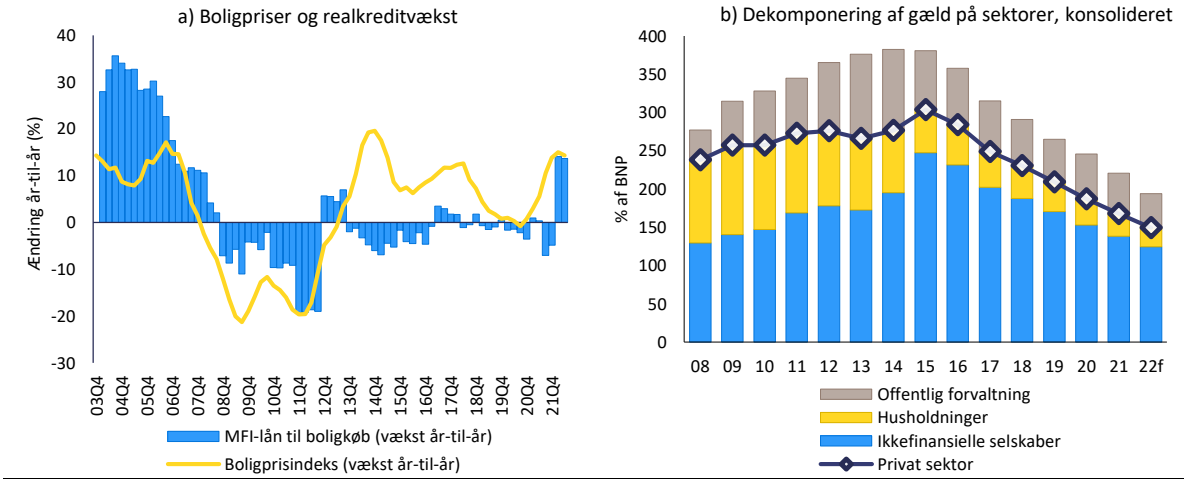
- Bekymringer vedrørende **boligprisudviklingen** vokser. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 0,3 % til 8,3 % i 2021. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år var 14,4 % i andet kvartal af 2022. En af de højeste pris-/indkomstkvoter i EU giver anledning til bekymringer om prisoverkommelighed. De parametre for vurderingsgab, som Kommissionens tjenestegrene anvender, viser ikke tegn på potentiel overvurdering.

- **Banksektoren** er overordnet set stabil. Bankerne har et solidt kapitalgrundlag, og rentabiliteten steg i 2021, selv om den forblev lav sammenlignet med de europæiske lande. Misligholdte lån fortsatte med at falde, selv om eksponeringer for svagt præsterende (fase 2-)lån, navnlig hvad angår ikkefinansielle selskaber, fortsat er relativ høje. Den irske finansielle sektor uden for banksektoren er meget stor, men kun i mindre grad forbundet med den indenlandske økonomi.

- **Risiciene forbundet med den offentlige gældskvote** er ganske lave. Den faldt til 55,4 % i 2021 og forventes at fortsætte med at falde kraftigt i 2022. Den offentlige gæld set i forhold

til BNI er derimod fortsat stor på ca. 100 %. Den offentlige saldo forventes at give et mindre overskud i 2022 og forventes fortsat at forbedres. Risiciene for finanspolitisk holdbarhed på lang sigt er mellemstore.

Figur 3.7.1: **Udvalgte figurer: Irland**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.7.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Irland**

							prognose	
	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**-4.7**	**-7.2**	**-4.2**	**8.5**	**16.9**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		4.3 (1)	-4.9 (2)	-19.8	-6.8	14.2	18.2	18.3
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-159.0 (3)**	**17.0 (4)**	**-193.4**	**-177.0**	**-145.5**	**-121.4**	**-93.7**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-282.6	-294.4	-335.1		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**-3.9**	**-6.3**	**-7.9**	**-10.0**	**-1.7**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				1.3	-5.1	-4.2	-1.0	3.6
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**-1.4**	**-1.2**	**-2.6**	**-6.1**	**-7.2**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-2.7	0.3	-0.1	-6.3	-0.9
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**73.1**	**51.5**	**39.9**	**47.3**	**41.3**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				9.7	23.2	-4.0	6.8	1.9
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**209.3 p**	**187.3 p**	**168.1 p**	**149.4**	**144.0**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**-9.6 p**	**-3.6 p**	**2.6 p**	**7.2**	**13.2**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		74.6 (6)	44.9 (7)	38.6p	34.4p	29.7p	24,6	22,9
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		112.8 (6)	42.0 (7)	170,7	152,9	138,4	124,8	121,1
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**0.5**	**-0.5**	**4.2**	**5.5**	**0.4**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		-11.5 (8)		2,3	0,3	8,3	12,5	12,7
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**57.0**	**58.4**	**55.4**	**44.7**	**41.2**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,5	-5,0	-1,7	0,2	0,8
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**15.4 p**	**7.4 p**	**18.8 p**	**2.1**	
Egenkapitalforrentning (%)				3,7	-2,2	4,5		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		22,3	22,3	22,2		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				3.4e	3.4e	2.4p	2,0	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**5.8**	**5.6**	**5.7**	**5.5**	**5.1**
Arbejdsløshed (årlig sats)		5.1 (10)		5.0	5.9	6.2	4.4	4.8
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**0.6**	**-1.8**	**1.8**	**1.6**	**3.5**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-2.6**	**-1.6**	**-0.3**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-4.3**	**1.4**	**0.7**		

Anm.: Se bilag 1.
Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.8. GRÆKENLAND

I Grækenland er der stadig bekymringer vedrørende det offentliges gældskvote og gældskvoten over for udlandet, selv om de begyndte at falde igen efter covid-19-krisen. Underskuddet på de løbende poster stiger fortsat og forventes at forblive stort. Der er fortsat bekymringer om banksektoren, som er bebyrdet af en høj, men stærkt reduceret, beholdning af misligholdte lån. Sårbarheder på arbejdsmarkedet kan stadig iagttages til trods for væsentlige forbedringer.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Grækenland er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes beståen eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Grækenland.

Den reale BNP-vækst forventes at være 6 % i 2022 og 1 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år faldt den til 9,8 % i oktober med en kerneinflation anslået til 6,9 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Grækenlands resultattavle viser, at seks indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig de løbende poster, nettostillingen over for udlandet, realvæksten i boligpriserne, den offentlige gæld, ændringen i arbejdsløsheden og ændringen i erhvervsfrekvensen. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- **Holdbarheden over for udlandet** udgør fortsat en bekymring. Underskuddet på de løbende poster steg til 6,8 % af BNP i 2021. Den stærke turistsæson forventes at forbedre handelsbalancen for tjenesteydelser og delvist, dog ikke fuldt ud, opveje den forværrede varehandelsbalance, herunder inden for energi. Underskuddet på de løbende poster forventes at stige i 2022 og stadig være betydeligt større end sine niveauer før pandemien. Nettostillingen over for udlandet (NIIP) forbliver stor og negativ på -171,9 % af BNP i 2021, hvilket er lidt mindre end i 2020, og det forventes, at den fortsat forbedres. En stor andel af NIIP-passiverne er offentlig gæld, der er stiftet på fordelagtige vilkår og med lange løbetider.

- Der er fortsat bekymringer vedrørende **husholdningernes og de ikkefinansielle virksomheders gældskvoter**. Begge ligger over det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler, men er for nedadgående. Husholdningernes og de ikkefinansielle virksomheders gældskvoter faldt i den første halvdel af 2022. Mere end halvdelen af realkreditlån har variable renter.

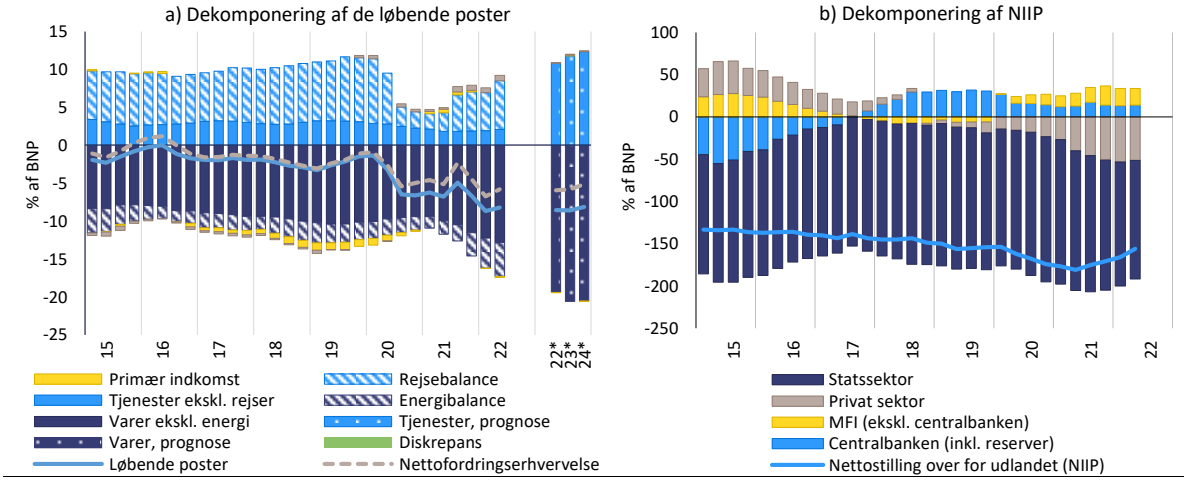
- **Den offentlige gæld** er meget høj. Den offentlige gældskvote er blandt de højest i EU, selv om den faldt med 12 procentpoint i 2021 til 194,5 % af BNP og forventes at falde yderligere i 2022 til under 2019-niveauet og i 2023. Det offentlige underskud er fortsat højt, selv om det faldt til 7,5 % i 2021 og forventes fortsat at falde. Da Grækenlands gæld hovedsageligt tilhører offentlige långivere, sikrer disse låns fordelagtige rentesatser, at renteudgifter begrænses på kort og mellemlang sigt. Grækenland har fortsat en betydelig kontantreserve, som giver mulighed for effektiv likviditetsstyring og mindsker rolloverrisici. Statsobligationernes rentespænd er vokset, men ligger nu stabilt på en sats, som er højere end gennemsnittet i euroområdet. Risiciene for finanspolitisk bæredygtighed på kort og mellemlang sigt er store, men er mellemstore på lang sigt.

- Der er fortsat bekymringer vedrørende **banksektoren**. Den er fortsat bebyrdet af en høj, men stærkt reduceret, beholdning af misligholdte lån. Der findes dertil knyttede risici i økonomien, da en del af de tilbageværende misligholdte lån er på balancerne hos finansielle institutioner uden for banksektoren. I det forløbne år er nettoforøgelsen af nye misligholdte lån fortsat begrænset, men de svagt præsterende (fase 2-)lån og andelen af lån med henstand ligger over gennemsnittet i euroområdet. Rentabiliteten blev meget negativ i 2021, og den egentlige

kernekapitalprocent er fortsat en af de laveste i EU. Væksten i boligpriser er stadig høj, men moderat i begyndelsen af 2022.

- Sårbarheder på **arbejdsmarkedet** udgør fortsat en bekymring, selv om der er væsentlige forbedringer. Arbejdsløshedsprocenten faldt betydeligt, men på 14,7 % i 2021 er den stadig blandt de højeste i EU. Den forventes fortsat at falde i 2022, men at forblive stort set uændret i 2023. Erhvervsfrekvensen er relativ lav, selv om den steg i 2021. Ungdomsarbejdsløsheden og langtidsledigheden faldt, men er stadig blandt de højeste i EU.

Figur 3.8.1: **Udvalgte figurer: Grækenland**



Kilde: Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.8.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Grækenland**

							prognose	
	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**-2.1**	**-3.7**	**-5.0**	**-6.9**	**-7.1**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		-1.1 (1)	-2.6 (2)	-1.5	-6.6	-6.8	-7.3	-7.4
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-45.7 (3)**	**-47.6 (4)**	**-154.1**	**-173.8**	**-171.9**	**-147.3**	**-143.8**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-133.5	-155.1	-150.2		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**-1.1**	**6.2 p**	**4.0 p**	**5.3**	**1.4**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				0.0	7.2 p	-3.1 p	1.3	3.3
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**0.5**	**0.4**	**-3.1**	**-5.0**	**-9.9**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-2.1	0.4	-1.4	-3.9	-5.0
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**3.2**	**-10.7**	**9.6**	**13.3**	**6.7**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				0.7	-19.7	20.1	8.5	1.2
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**110.3**	**124.9 p**	**120.7 p**	**107.6**	**102.0**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**-1.0**	**5.1 p**	**-0.1 p**	**3.1**	**4.0**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		33.8 (6)	21.6 (7)	55.9	59.5	55.2	47,3	43,9
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		62.7 (6)	47.0 (7)	54,4	65,4	65,5	60,3	58,1
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**7.2 e**	**5.7 e**	**6.4 e**	**-0.9**	**-1.5**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		5.0 (8)		7,2	4,5	7,5	6,0	2,1
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**180.6**	**206.3**	**194.5**	**171.1**	**161.9**
Offentlig saldo (% af BNP)				1,1	-9,9	-7,5	-4,1	-1,8
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**11.6**	**27.5**	**14.3**	**1.9**	
Egenkapitalforrentning (%)				0,7	-7,9	-20,1		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		16,2	15,0	13,6		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				35.5e	26.5e	8.6p	6,8	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**19.8**	**18.4**	**16.7**	**15.0**	**13.3**
Arbejdsløshed (årlig sats)		8.8 (10)		17.9	17.6	14.7	12.6	12.6
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**0.3**	**-2.9**	**-0.8**	**-0.7**	**1.3**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-4.1**	**-3.8**	**-3.3**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-10.7**	**-6.5**	**-5.7**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.9. SPANIEN

I Spanien er der fortsat bekymringer vedrørende husholdningernes, de ikkefinansielle virksomheders og det offentliges gældskvoter samt gældskvoten over for udlandet, selv om de igen er for nedadgående efter covid-19-krisen, idet udlandsgælden og den private gæld falder kraftigt i forbindelse med en stærk nominel BNP-vækst. Den offentlige gældskvote er meget høj, og budgetunderskuddet er betydeligt til trods for en lille forbedring. Arbejdsløshedsprocenten er, selv om den er høj, allerede under niveauet fra før krisen, og den forventes at forblive stabil næste år.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Spanien er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes bestående eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Spanien.

Den reale BNP-vækst forventes at være 4,5 % i 2022 og 1 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år steg den til 7,3 % i oktober med en kerneinflation anslået til 4,8 % i september. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Spaniens resultattavle viser, at seks indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, eksportmarkedsandelene, væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, gælden i den private sektor og ændringen i arbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- **Holdbarheden over for udlandet** udgør fortsat en bekymring til trods for nogle forbedringer. Den negative nettostilling over for udlandet (NIIP) blev væsentligt forbedret til -71,5 % af BNP i 2021, hvilket navnlig skyldtes stærke positive værdireguleringer og høj nominel BNP-vækst. NIIP forventes fortsat at blive forbedret, dog i et lavere tempo. Forbedringen vedrørte hovedsageligt NIIP eksklusive ikkemisligholdelige instrumenter, der flyttede sig fra -52,1 % til -39,7 % af BNP. De løbende poster udviste igen et lille overskud på 1,2 % af BNP i 2021, men forventes at falde lidt. Den stærke turistsæson forventes at forbedre handelsbalancen for tjenesteydelser og delvist, dog ikke fuldt ud, opveje den forværrede varehandelsbalance, herunder inden for energi, i 2022.

- Nogle bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen** er fortsat begrænsede. De nominelle enhedslønomkostninger steg lidt i 2021 og forventes at stige yderligere med stigningen af kerneinflationen. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg marginalt i 2021. Målt fra år til år faldt den imidlertid i august 2022.

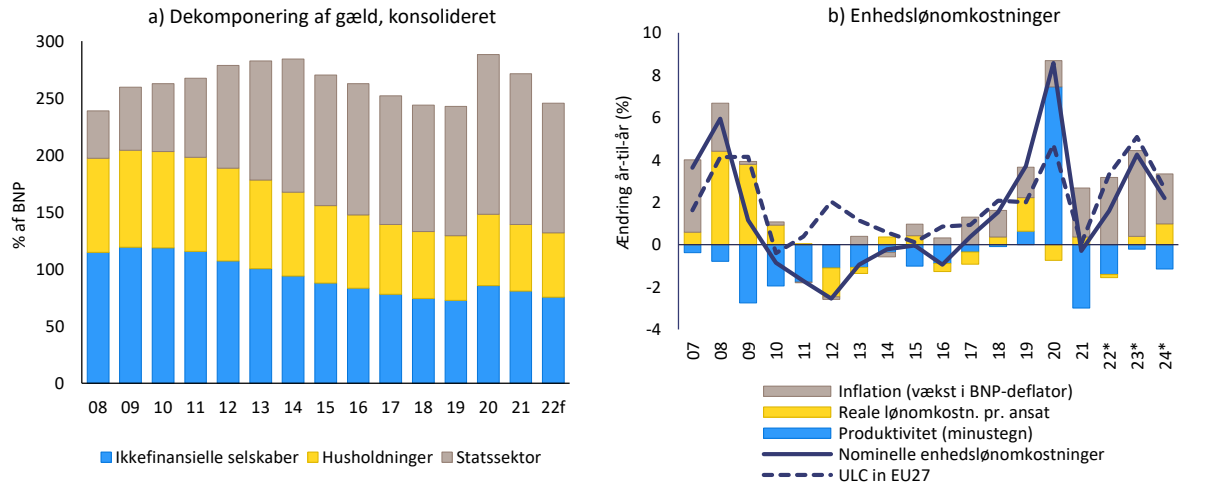
- Der er fortsat bekymringer vedrørende de **ikkefinansielle virksomheders gældskvote**, selv om den er for nedadgående. Den faldt moderat til 80 % i 2021 og fortsatte med at falde i første halvår af 2022, men der er risikofaktorer forbundet med det makroøkonomiske miljø. Den ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler og er stadig otte procentpoint højere end i 2019. Husholdningernes gældskvote er stadig højere, men tæt på både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler, og er på vej nedad igen.

- Bekymringer vedrørende den **offentlige gæld** er fortsat høje. Den faldt lidt i 2021, hvor den nåede 118,3 % af BNP, og forventes at falde igen i 2022 og 2023. Det offentlige underskud er fortsat højt, selv om det faldt til 6,9 % i 2021. Det forventes at falde yderligere i 2022 og 2023. Risiciene for finanspolitisk bæredygtighed er store på mellemlang sigt og mellemstore på lang sigt, også delvis som følge af omkostningerne forbundet med en aldrende befolkning.

- Sårbarheder på **arbejdsmarkedet** udgør fortsat en bekymring til trods for markante forbedringer. Arbejdsløshedsprocenten er faldet betydeligt i løbet af det sidste årti, men er fortsat blandt de højeste i EU på 14,8 % i 2021, særligt blandt unge og langtidsledige. Den forventes at falde i 2022, men at forblive stort set uændret herefter. Ungdomsarbejdsløsheden

og langtidsledigheden er fortsat blandt de højeste i EU til trods for de seneste hurtige fald. Arbejdsmarkedets modstandsdygtighed nyder godt af de reformer, som er iværksat som led i genopretnings- og resiliensplanen, der støtter arbejdsmarkedet i forbindelse med de forværrede økonomiske udsigter.

Figur 3.9.1: **Udvalgte diagrammer: Spanien**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.9.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Spanien**

	Tærskler	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**2.3**	**1.5**	**1.2**	**0.8**	**0.9**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.9 (1)	-1.6 (2)	2.1	0.6	1.0	0.9	0.8
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-58.0 (3)**	**-18.8 (4)**	**-73.7**	**-85.7**	**-71.5**	**-60.2**	**-54.9**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-46.1	-52.1	-39.7		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**5.7**	**14.3 p**	**12.3 p**	**9.8**	**6.0**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				3.7	8.6 p	-0.3 p	1.4	4.8
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**1.7**	**1.1**	**-0.5**	**-3.2**	**-6.4**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.7	0.7	0.5	-4.3	-2.7
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**2.3**	**-7.2**	**-10.5**	**0.9**	**2.1**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-0.9	-10.5	2.0	12.8	0.0
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**129.3**	**148.1 p**	**139.1 p**	**131.8**	**129.4**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**1.5**	**4.7 p**	**2.5 p**	**3.2**	**7.2**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		40.8 (6)	46.6 (7)	56.8	62.7	58.4	56,5	55,2
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		57.4 (6)	56.6 (7)	72,5	85,4	80,7	75,3	74,2
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**4.1**	**2.2**	**1.5**	**-2.3**	**-2.7**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		11.5 (8)		5,2	2,2	3,7	6,0	0,8
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**98.2**	**120.4**	**118.3**	**114.0**	**112.5**
Offentlig saldo (% af BNP)				-3,1	-10,1	-6,9	-4,6	-4,3
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**1.6**	**9.8**	**6.6**	**2.5**	
Egenkapitalforrentning (%)				6,7	-3,5	10,2		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		12,5	13,2	13,3		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				3.1e	2.8e	2.9p	2,7	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**15.5**	**15.0**	**14.8 d**	**14.3**	**13.4**
Arbejdsløshed (årlig sats)		11.8 (10)		14.1	15.5	14.8 d	12.7	12.7
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**-0.4**	**-1.7**	**0.0 d**	**-0.5**	**1.8**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-4.2**	**-2.7**	**-0.2 d**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-11.9**	**-0.3**	**0.5 d**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.10. FRANKRIG

I Frankrig er der fortsat bekymringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen og den høje offentlige gældskvote. Herudover nødvendiggør en høj gæld i det private nøje overvågning. Kerneinflationen er lavere end i mange andre eurolande. Ikke desto mindre kræver bekymringer vedrørende holdbarheden over for udlandet og omkostningskonkurrenceevnen nøje overvågning. Selv om de er faldende, er den offentlige gældskvote og det offentlige underskud fortsat høje. Ikkefinansielle virksomheders gæld er for nedadgående efter at have vokset kraftigt under pandemien.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Frankrig er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes bestående eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Frankrig.

Den reale BNP-vækst forventes at være 2,6 % i 2022 og 0,4 % i 2023. Inflationen er høj, men dog lavere end i de fleste eurolande. Målt fra år til år steg den til 7,1 % i oktober med en kerneinflation anslået til 4,1 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Frankrigs resultattavle viser, at tre indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig ændringen i eksportmarkedsandelene, gælden i den private sektor og den offentlige gæld. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Problemer med **holdbarheden over for udlandet** kræver nøje overvågning. De løbende poster udviste et mindre overskud på 0,4 % af BNP i 2021 og vendte tilbage til niveauerne før pandemien. Der forventes et underskud i 2022 og 2023. Nettostillingen over for udlandet fortsatte sin forværring i 2021 til -32,1 % af BNP som følge af negative løbende poster og værdireguleringer. Den forventes fremadrettet at blive forbedret.

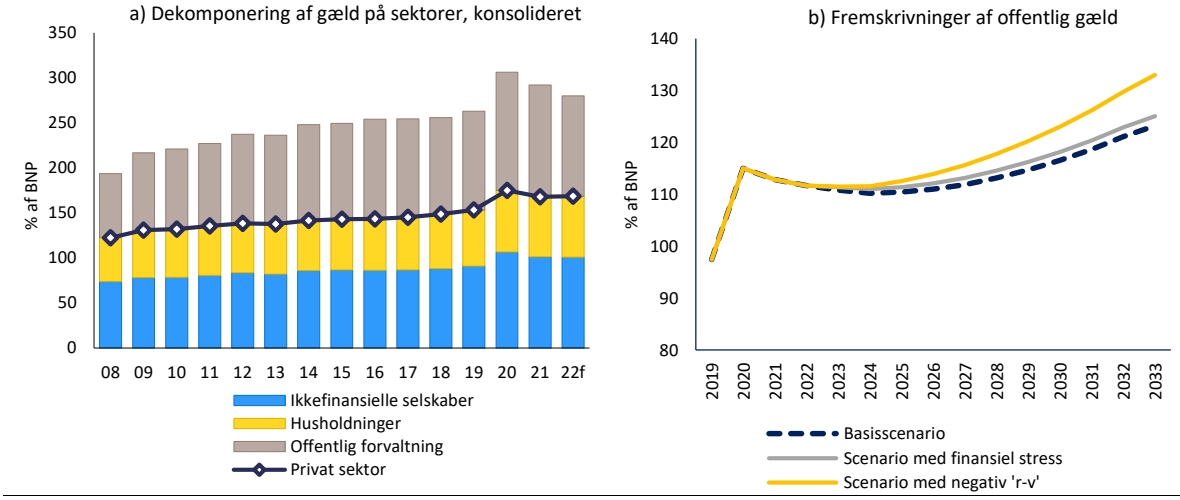
- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen**, som forelå allerede inden covid-19-pandemien, er stadig relevante. De nominelle enhedslønomkostninger steg i 2021 og forventes at stige endnu kraftigere fremover som følge af en lavere kerneinflation end i de fleste andre eurolande. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs faldt marginalt i 2021. Målt fra år til år faldt den fortsat i august 2022.

- Uanset faldet til 101 % i 2021 er de ikkefinansielle virksomheders gældskvote stadig høj. De ikkefinansielle virksomheders gæld fortsatte med at falde i den første halvdel af 2022. Den ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler og er stadig ti procentpoint højere end i 2019. Virksomhedernes gældsætning ledsages af store og voksende likviditetsbuffere, hvilket mindsker risiciene.

- Bekymringer vedrørende **boligprisudviklingen** vokser. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 5,2 % til 6,3 % i 2021. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år steg til 7,1 % i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 20 % i 2021. **Husholdningernes gæld** målt i forhold til BNP ligger over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler, og kreditstrømmene til husholdningerne er store. Imidlertid mindskes risiciene af den høje andel af lån til faste renter, forsigtige lånestandarder og makroprudentielle foranstaltninger.

- Bekymringerne vedrørende den **offentlige gæld** er betydelige. Den allerede høje offentlige gældskvote, som overstiger resultattavlens grænseværdi, faldt en smule i 2021 til 112,8 % af BNP og forventes at forblive stort set stabil i prognoseperioden over 2019-niveauet. Det offentlige underskud er fortsat højt, selv om det faldt til 6,5 % i 2021, og det forventes, at det fortsat vil snævre ind i 2022. Risiciene for finanspolitisk holdbarhed er fortsat store på mellemlang sigt og mellemstore på lang sigt.

Figur 3.10.1: **Udvalgte figurer: Frankrig**



Med scenariet "negativ rentevækst" antages en mindre gunstig sneboldeffekt end i referencescenariet (dvs. forskellen mellem markedsrenten og den nominelle BNP-vækst er permanent et procentpoint højere). I scenariet "finansiel krise" står landet midlertidigt (et år) over for en højere markedsrente i 2023 (dvs. markedsrenten antages at stige midlertidigt med et procentpoint i 2023).

Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.10.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Frankrig**

							prognose	
	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**-0.4**	**-0.7**	**-0.3**	**-0.9**	**-0.4**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.3 (1)	-1.7 (2)	0.5	-1.8	0.4	-1.4	-0.1
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-75.8 (3)**	**9.4 (4)**	**-24.6**	**-30.7**	**-32.1**	**-27.6**	**-27.5**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-35.2	-41.3	-37.2		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**0.9 p**	**5.0 p**	**4.6 p**	**8.5**	**7.6**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				-0.7 p	4.8 p	0.5 p	3.0	4.0
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**1.6**	**2.7**	**-0.4**	**-5.9**	**-9.2**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.4	1.5	-0.5	-6.8	-2.2
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**-0.7**	**-8.5**	**-11.4**	**-5.2**	**-5.1**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-1.0	-6.9	-1.1	3.7	0.4
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**153.1 p**	**175.0 p**	**167.8 p**	**168.4**	**158.2**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**8.4 p**	**13.5 p**	**6.5 p**	**9.2**	**7.3**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		49.1 (6)	58.6 (7)	62.2	68.6	66.7p	67,4	67,0
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		54.2 (6)	72.5 (7)	90,9	106,4		101,0	91,2
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**2.5**	**4.1**	**4.7**	**2.5**	**-0.5**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		19.6 (8)		3,3	5,2	6,3	5,2	1,2
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**97.4**	**115.0**	**112.8**	**111.7**	**110.8**
Offentlig saldo (% af BNP)				-3,1	-9,0	-6,5	-5,0	-5,3
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**6.0 b**	**11.3**	**7.3 p**	**4.3**	
Egenkapitalforrentning (%)				6,0	4,1	7,1		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		15,2	16,0	16,2		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				2.5e	2.2e	1.9p	1,8	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**8.9**	**8.5**	**8.1 d**	**7.9**	**7.9**
Arbejdsløshed (årlig sats)		8.1 (10)		8.4	8.0	7.9 d	7.7	8.1
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**0.3**	**-0.4**	**0.2 d**	**1.3**	**2.4**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-0.8**	**-1.0**	**-0.2 d**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-5.3**	**-2.0**	**-3.1 d**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.11. KROATIEN

I Kroatien fortsætter det offentliges og det privates gældskvote samt gældskvoten over for udlandet med at falde og dertil knyttede risici synes at være begrænsede. Den offentlige gældskvote er fortsat meget høj, men budgetunderskuddet er faldende. Væksten i de nominelle boligpriser stiger, men parametrene for vurderingsgab viser ingen tegn på potentiel overvurdering af boligpriser.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Kroatien ikke længere er berørt af makroøkonomiske ubalancer. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Kroatien.

Den reale BNP-vækst forventes at være 6 % i 2022 og 1 % i 2023. Inflationen er høj og forventes at forblive over gennemsnittet i euroområdet i 2022 og 2023. Målt fra år til år steg den til 12,6 % i september med en kerneinflation anslået til 9,8 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Kroatiens resultattavle viser, at to indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet og den offentlige gæld. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er i væsentlig grad reduceret. De løbende poster steg til et overskud på 3,1 % af BNP i 2021. Den moderate negative nettostilling over for udlandet (NIIP) på -35,1 % af BNP i 2021 forventes fortsat at blive forbedret i 2022. NIIP korrigeret for ikkemisligholdelige instrumenter blev positiv og var lig med 12 % af BNP i 2021.

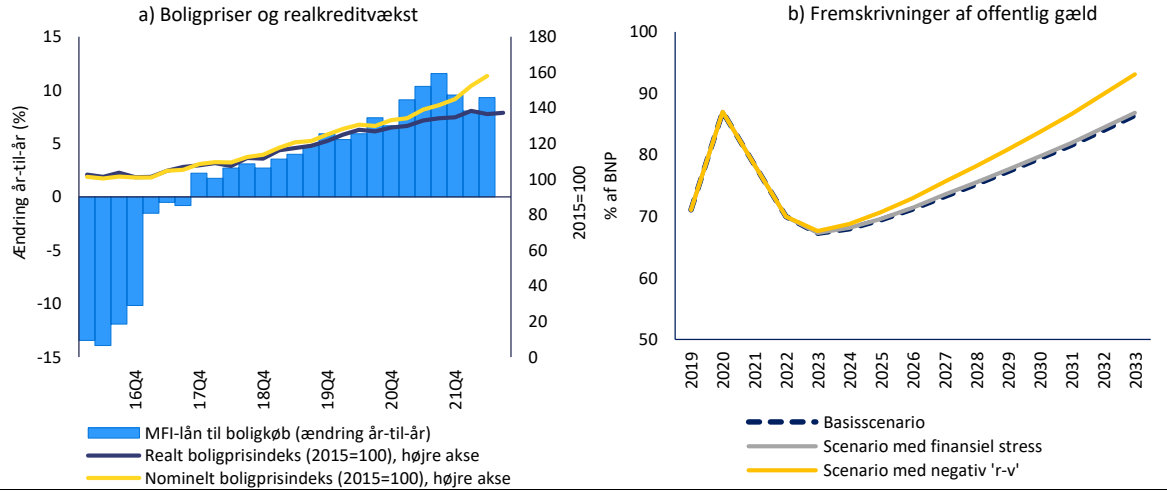
- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen** forekommer begrænsede. Høj inflation er en risiko, selv om lønindeksering ikke er udbredt. De nominelle enhedslønomkostninger faldt i 2021, men forventes at stige kraftigt i 2022 og 2023. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg marginalt i 2021. Målt fra år til år er der iagttaget et mindre fald i august 2002.

- **Husholdningernes gældskvote** ligger over benchmarket baseret på fundamentaler, men et godt stykke under det prudentielle benchmark. Nettokreditstrømmene til husholdningerne har været begrænsede i 2021 og 2022. Husholdningernes gældskvote fortsatte med at falde i første halvdel af 2022. Andelen af boliglån med variabel rente er relativ lav.

- Bekymringer vedrørende **boligprisudviklingen** vokser. Væksten i de nominelle boligpriser faldt til 7,3 % i 2021, men målt fra år til år steg den til 13,6 % i andet kvartal af 2022. Parametrene for vurderingsgab viser ikke tegn på potentiel overvurdering. Selv om **banksektoren** er velkapitaliseret, og dens rentabilitet er høj, er den også kendetegnet ved en relativt høj, men dog faldende, andel af misligholdte lån. Svagt præsterende (fase 2-)lån er steget betydeligt siden pandemiens begyndelse og er ikke faldet betydeligt siden.

- Risiciene forbundet med den offentlige gæld er ikke ubetydelige. Den **offentlige gældskvote** faldt til 78,4 % i 2021 og forblev under resultattavlens grænseværdi på 60 %. Den forventes at falde yderligere og nå ned under sit 2019-niveau i 2022. Statsobligationernes rentespænd er faldet, men ligger fortsat over gennemsnittet i euroområdet. Risikoen for valutakursen, som er forbundet med den offentlige gæld, vil blive fjernet med euroens indførelse den 1. januar 2023. Det offentlige underskud faldt til 2,6 % i 2021 og forventes at falde yderligere i 2022. Risiciene for den finanspolitiske holdbarhed er mellemstore på kort og på lang sigt.

Figur 3.11.1: **Udvalgte figurer: Kroatien**



Med scenariet "negativ rentevækst" antages en mindre gunstig sneboldeffekt end i referencescenariet (dvs. forskellen mellem markedsrenten og den nominelle BNP-vækst er permanent et procentpoint højere). I scenariet "finansiel krise" står landet midlertidigt (et år) over for en højere markedsrente i 2023 (dvs. markedsrenten antages at stige midlertidigt med ét procentpoint i 2023).

Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.11.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Kroatien**

							prognose	
	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**2.6**	**1.3**	**1.8**	**0.9**	**0.9**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		-0.2 (1)	-4.0 (2)	2.8	-0.5	3.1	0.2	-0.6
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-46.7 (3)**	**-18.5 (4)**	**-47.0**	**-48.1**	**-35.1**	**-33.3**	**-26.0**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				1.2	3.0	12.0		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**2.8**	**13.7 p**	**6.4 p**	**12.4**	**8.8**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				0.0	9.8 p	-3.1 p	3.9	5.9
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**1.5**	**0.5**	**-1.5**	**-4.7**	**-7.5**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.5	-0.5	0.5	-4.6	-3.6
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**22.0**	**-1.3**	**7.9**	**27.8**	**25.2**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				4.2	-16.1	19.1	21.2	-0.9
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**88.3**	**98.0 p**	**88.5 p**	**80.5**	**79.4**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**1.1**	**1.3 p**	**3.0 p**	**2.8**	**4.4**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		54.6 (6)	18.3 (7)	34.1	38.0	34.7	32,0	33,1
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		65.2 (6)	39.3 (7)	54,2	60,0	53,8	48,5	46,3
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**7.8**	**7.3**	**4.5**	**0.8**	**-0.5**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		-3.4 (8)		9,0	7,7	7,3	9,8	4,2
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**71.0**	**87.0**	**78.4**	**70.0**	**67.2**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,2	-7,3	-2,6	-1,6	-2,4
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**6.8**	**7.3**	**11.7**	**0.7**	
Egenkapitalforrentning (%)				9,1	4,7	7,7		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		21,7	22,7	23,8		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				5.2e	5.3e	4.2p	3,7	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**8.8**	**7.5**	**7.2**	**7.1**	**6.7**
Arbejdsløshed (årlig sats)		7.4 (10)		6.6	7.5	7.6	6.3	6.3
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**0.9**	**0.7**	**2.4**	**2.6**	**2.3**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-4.2**	**-2.5**	**-0.6**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-14.7**	**-6.3**	**-1.8**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.12. ITALIEN

I Italien er bekymringerne vedrørende den høje offentlige gældskvote uændrede. Svaghederne på arbejdsmarkedet kan vokse på ny. Til trods for forbedringer i banksektoren vokser risikoen for feedbackløjfer som følge af den makroøkonomiske sammenhæng og kræver nøje overvågning.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Italien er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes bestående eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Italien.

Den reale BNP-vækst forventes at være 3,8 % i 2022 og 0,3 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år steg den til 12,8 % i oktober med en kerneinflation anslået til 4,5 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Italiens resultattavle viser, at tre indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig ændringen i eksportmarkedsandelene, den offentlige gæld og ændringen erhvervsfrekvensen. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen** synes at være begrænsede. De nominelle enhedslønomkostninger forblev uændrede i 2021, men forventes at stige fremover. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs faldt marginalt i 2021. Målt fra år til år faldt den fortsat i august 2022. Produktivitetsvæksten har derimod været bagud i forhold til EU-landene i årtier.

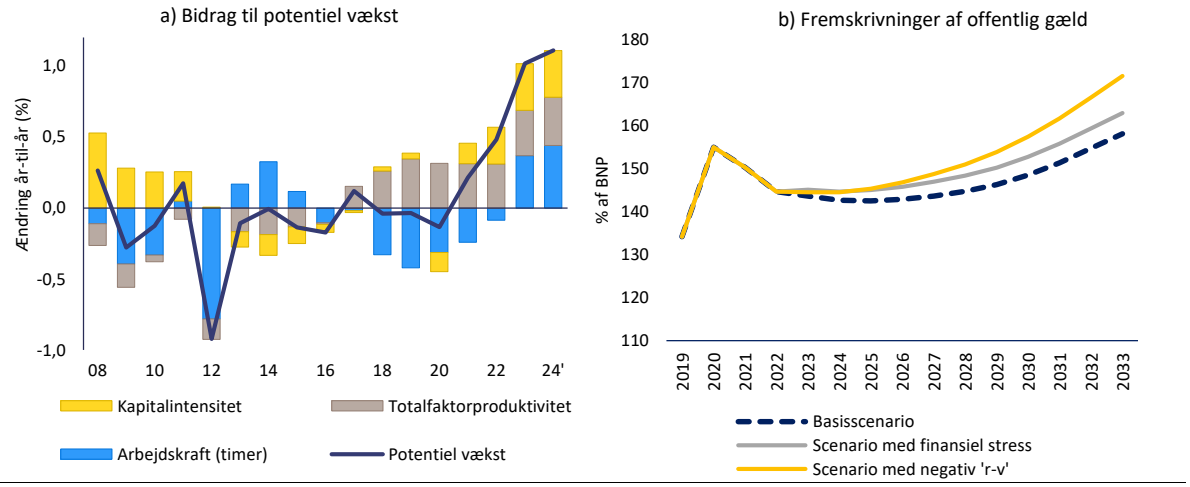
- **Husholdningernes gældskvote** ligger fortsat tæt på benchmarkene, og nettokreditstrømmene til husholdningerne forblev moderate i 2021 og 2022. Husholdningernes gældskvote forblev stort set stabil i første halvdel af 2022. Andelen af lån med variabel rente er relativ lav.

- Den **offentlige gæld** er fortsat høj, selv om forholdet til BNP faldt til 150,3 % i 2021. Selv om gældskvoten forventes at fortsætte med at falde, ventes den at forblive et godt stykke over 2019-niveauet. Det offentlige underskud er fortsat højt, selv om det faldt til 7,2 % i 2021, og det forventes, at det fortsat vil snævre ind. Statsobligationernes rentespænd afveg i betydelig grad fra gennemsnittet i euroområdet, hvilket øger finansieringsomkostningerne, dog ganske gradvist henset til stigningen i den gennemsnitlige løbetid for udestående gæld. Risiciene for finanspolitisk holdbarhed er store på mellemlang sigt, samtidig med at det forventede fald i omkostninger som følge af befolkningens aldring begrænser risiciene til mellemstore på lang sigt.

- **Banksektoren** oplevede betydelige forbedringer i de senere år. Reduktionen af andelen af misligholdte lån fortsatte og nåede ca. 3,5 % i 2021. Selv om denne andel fortsat kun er lidt over gennemsnittet i euroområdet, er de svagt præsterende (fase 2-)lån vokset siden 2020. En væsentlig forbindelse mellem stat og banker og tilknytningen til nogle af den finansielle sektors sårbarheder kan øge risikoen for feedbackløjfer.

- Sårbarheder på **arbejdsmarkedet** udgør fortsat en bekymring. Arbejdsløshedsprocenten steg til 9,5 % i 2021 og er fortsat relativ høj, selv om den ligger under grænseværdien på 10 %. Den forventes at falde i 2022, men at vokse på ny i 2023. Erhvervsfrekvensen er meget lav, særligt for kvinder, selv om den er vokset i 2021. Ungdomsarbejdsløsheden og langtidsledigheden er stadig blandt de højeste i EU.

Figur 3.12.1: **Udvalgte figurer: Italien**



Med scenariet "negativ rentevækst" antages en mindre gunstig sneboldeffekt end i referencescenariet (dvs. forskellen mellem markedsrenten og den nominelle BNP-vækst er permanent et procentpoint højere). I scenariet "finansiel krise" står landet midlertidigt (et år) over for en højere markedsrente i 2023 (dvs. markedsrenten antages at stige midlertidigt med et procentpoint i 2023).

Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.12.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Italien**

							prognose	
	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**2.9**	**3.3**	**3.4**	**2.6**	**1.2**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		1.6 (1)	0.2 (2)	3.3	3.9	3.1	0.8	-0.2
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-65.8 (3)**	**14.7 (4)**	**-1.2**	**1.4**	**8.1**	**7.2**	**7.4**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-0.1	1.2	6.4		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**3.2**	**6.6**	**4.6**	**6.1**	**5.3**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				1.3	3.2	0.0	2.8	2.4
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**0.2**	**0.6**	**-1.8**	**-5.7**	**-9.4**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-2.2	0.9	-0.5	-6.1	-3.2
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**-2.4**	**-2.9**	**-6.2**	**0.8**	**1.1**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-1.4	-2.8	-0.8	6.7	-0.4
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**106.0**	**118.5**	**113.5**	**109.7**	**106.4**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**0.3**	**4.0**	**3.3**	**4.0**	**4.5**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		43.8 (6)	39.0 (7)	41.1	44.9	43.4	42,6	42,5
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		77.7 (6)	58.4 (7)	64,9	73,6	70,1	67,1	63,9
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**-0.7**	**1.8**	**0.9**	**-2.2**	**-3.5**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		-8.4 (8)		-0,1	1,9	2,6	4,9	1,6
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**134.1**	**154.9**	**150.3**	**144.6**	**143.6**
Offentlig saldo (% af BNP)				-1,5	-9,5	-7,2	-5,1	-3,6
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**4.7**	**7.3**	**6.2**	**0.9**	
Egenkapitalforrentning (%)				4,9	1,0	5,7		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		13,9	15,5	15,1		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				6.7e	4.5e	3.5p	3,0	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**10.6**	**9.9**	**9.6**	**9.0**	**8.8**
Arbejdsløshed (årlig sats)		9.6 (10)		9.9	9.3	9.5	8.3	8.7
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**0.9**	**-1.8**	**-1.1**	**0.8**	**2.4**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.2**	**-1.8**	**-1.1**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-8.5**	**-4.8**	**-2.5**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.13. CYPERN

I Cypern er der stadig bekymringer vedrørende husholdningernes, de ikkefinansielle virksomheders og det offentliges gældskvote samt gældskvoten over for udlandet, selv om de begyndte at falde igen efter covid-19-krisen. Til trods for forbedringer er de ikkefinansielle virksomheders og husholdningernes gældskvoter fortsat blandt de højeste i EU. De store underskud på de løbende poster faldt, men forventes at stige igen som følge af forværringen af situationen i udlandet. Banksektoren viste sig at være modstandsdygtig, selv om der stadig er risici, herunder dem, som er forbundet med misligholdte lån.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Cypern er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes bestående eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Cypern.

Den reale BNP-vækst forventes at være 5,6 % i 2022 og 1 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år faldt den til 8,6 % i oktober med en kerneinflation anslået til 5,9 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Cyperns resultattavle viser, at fire indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig de løbende poster, nettostillingen over for udlandet, gælden i den private sektor og den offentlige gæld. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- **Holdbarheden over for udlandet** udgør fortsat en bekymring. Underskuddet på de løbende poster er stadig stort til trods for en vis indsnævring til 6,8 % af BNP i 2021. Forbedringen skyldtes den delvise stigning i rejseaktiviteten, hvilket mere end opvejer forværringen af handelsbalancen på energiområdet. Et negativt bidrag kom fra den forværrede primære indkomstbalance. Underskuddet på de løbende poster forventes at stige i 2022, inden det falder igen, samtidig med at det fortsat er stort, og formår ikke at fastholde nettostillingen over for udlandet (NIIP) på et forsigtigt niveau. Selv om NIIP fortsat var betydelig og negativ på -117,8 % af BNP i 2021, afspejler den i vid udstrækning SPV'ers aktiviteter med angiveligt begrænsede forbindelser til den indenlandske økonomi. NIIP forventes fortsat at falde.

- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen** er begrænsede. De nominelle enhedslønomkostninger faldt en smule i 2021, men forventes at stige noget i lyset af den høje kerneinflation. Der er en delvis indeksregulering af lønninger efter inflationen. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs faldt marginalt i 2021. Målt fra år til år faldt den fortsat i august 2022.

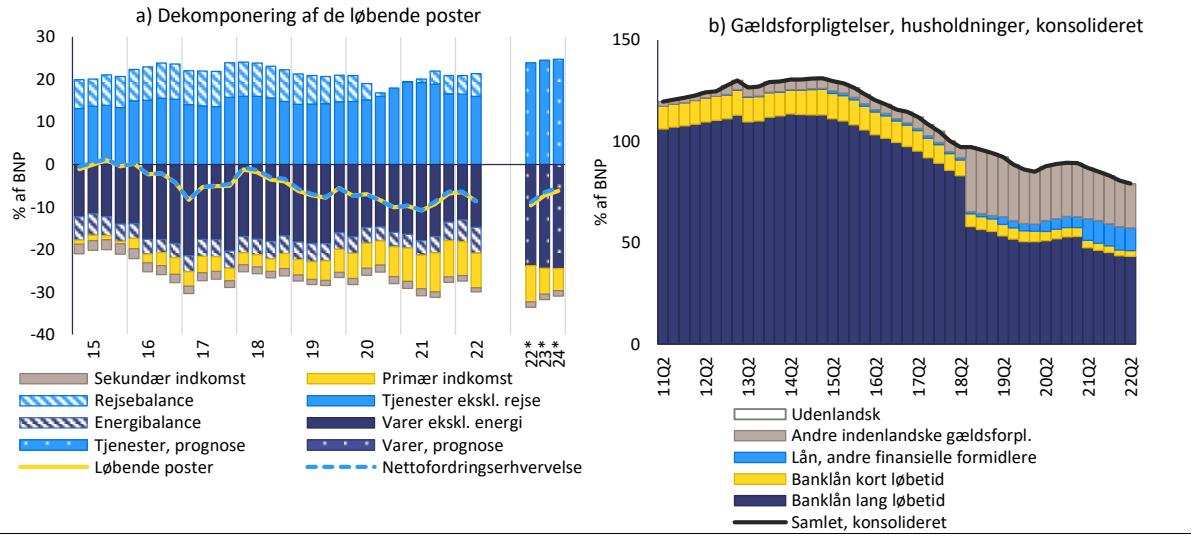
- De **ikkefinansielle virksomheders gældskvote** er fortsat en af de højeste i EU, men den er faldende. Den fortsatte med at falde i første halvdel af 2022, men den ligger stadig over det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Ikkefinansielle SPV-rederiers høje andel af udenlandsk gæld og de store likviditetsbuffere mindsker risiciene. Virksomhedernes misligholdte lån hos bankerne er fortsat høje, og der er også misligholdte lån, som virksomheder, der opnår lån, har optaget. Husholdningernes gældskvote er endvidere blandt de højeste i EU, og den ligger over sin anslåede prudentielle benchmark. Imidlertid faldt kvoten i 2021 og fortsatte med at falde i første halvdel af 2022. En del af husholdningernes gæld er i form af misligholdte lån, som er optaget af banker eller virksomheder, der opnår lån. Den gentagne udsættelse af tvangsfuldbyrdelser skader betalingsdisciplinen. Højere renter vil sandsynligvis lægge pres på ikkefinansielle selskabers gældsservicering og husholdningerne, da gæld med variable rentesatser er fremherskende.

- Der er stadig bekymringer vedrørende den **offentlige gældskvote**. Den offentlige gældskvote faldt til 101 % af BNP i 2021 og forventes at falde yderligere i 2022 til under 2019-niveauet i 2022. Statsobligationernes rentespænd har tendens til at være højere end i andre eurolande.

Budgetbalancen forventes at udvise overskud i 2022, og de planlagte primære overskud forventes at holde det offentlige bruttofinansieringsbehov på et forholdsvis lavt niveau. Cypern har endvidere betydelige likviditetsbuffere. Risiciene for den finanspolitiske holdbarhed er mellemstore både på mellemlang og på lang sigt.

- **Banksektoren** viste sig modstandsdygtig, selv om der fortsat er udfordringer. I 2021 faldt beholdningen af misligholdte lån yderligere til ca. 5,6 % som følge af salg af aktiver, mens den i 2022 forbliver stabil. Pandemiens konsekvenser er synlige i den øgede andel af lån, der er klassificeret som havende øget risiko. Andelen af fase 2-lån og andelen af lån med henstand ligger et godt stykke over gennemsnittet i euroområdet. Ikke desto mindre har nye misligholdelser efter ophævelsen af moratorierne været begrænset ind til videre. Selv om andelen af kernekapital er tæt på EU-gennemsnittet, er egenkapitalforrentningen en af de laveste i EU og blev kun en anelse positiv i 2021. Højere renter forventes at forøge bankernes nettorenteindtægter, henset til den betydelige størrelse af bankernes likviditetsbeholdninger og overvægten af lån med flydende renter. Dog kan aktivernes kvalitet forværres med presset på den private sektors balance.

Figur 3.13.1: **Udvalgte figurer: Cypern**



Kilde: Eurostat, Comext og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.13.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Cypern**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**-4.9**	**-6.5**	**-7.5**	**-8.8**	**-7.9**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		-2.0 (1)	-1.3 (2)	-5.6	-10.1	-6.8	-9.7	-7.3
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-59.4 (3)**	**-40.1 (4)**	**-115.4**	**-134.5**	**-117.8**	**-104.8**	**-108.0**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-155.3	-111.4	-76.4		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**5.2**	**6.9**	**4.1 p**	**2.2**	**5.9**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				2.7	2.9	-1.4 p	0.7	6.6
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**0.0**	**0.1**	**-2.4**	**-5.8**	**-8.8**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-2.2	0.5	-0.8	-5.8	-2.9
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**25.3**	**38.9**	**24.9**	**25.1**	**19.5**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				5.3	13.6	-2.7	3.9	-1.2
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**265.5**	**269.8**	**248.4 p**	**228.2**	**213.0**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**-0.5**	**-1.2**	**4.3 p**	**3.4**	**-0.4**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		45.6 (6)	93.1 (7)	86.2	89.4	83.0	77,4	74,5
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		81.2 (6)	137.2 (7)	179,3	180,4	165,4	150,8	138,5
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**3.4**	**0.7**	**-4.3**	**-5.5**	**-4.0**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		-13.7 (8)		3,7	-0,2	-3,4	0,9	3,3
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**90.4**	**113.5**	**101.0**	**89.6**	**84.0**
Offentlig saldo (% af BNP)				1,3	-5,8	-1,7	1,1	1,1
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**7.5**	**-7.1**	**-0.8**	**-0.2**	
Egenkapitalforrentning (%)				3,5	-3,3	0,6		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		17,4	17,6	17,6		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				18.1e	11.0e	5.6p	5,6	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**8.9**	**7.7**	**7.4**	**7.4**	**7.3**
Arbejdsløshed (årlig sats)		8.9 (10)		7.1	7.6	7.5	7.2	7.2
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**2.6**	**1.9**	**1.7**	**-0.9**	**0.1**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-3.7**	**-2.4**	**-0.1**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-12.5**	**-6.5**	**-3.1**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.14. LETLAND

I Letland var der allerede bekymringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen og boligprisudviklingen inden covid-19-pandemien, og disse vokser. De nominelle enhedslønsomkostninger forventes at fortsætte med at stige som følge af den svækkede produktivitetsvækst. Væksten i de nominelle boligpriser er fortsat hurtig og er for nyligt taget til, hvilket fører til en mindre overvurdering, selv om husholdningernes gæld er lav. Stigningen i energipriserne har bredt sig til kerneinflationen, som er blandt de højeste i EU, og har bidraget til en svækkelse af de løbende poster.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Letland. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge nytilkomne sårbarheder og deres konsekvenser i en dybdegående undersøgelse af Letland.

Den reale BNP-vækst forventes at være 1,9 % i 2022 og -0,3 % i 2023. Inflationen er blandt de højeste i euroområdet. Målt fra år til år steg den til 21,8 % i oktober med en kerneinflation anslået til 8,9 % i september. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Letlands resultattavle viser, at fire indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, realvæksten i boligpriserne, ændringen i erhvervsfrekvensen og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Risiciene for **holdbarheden over for udlandet** er begrænsede til trods for de forværrede udsigter. De løbende poster blev negative i 2021, idet de nåede -4,2 %, og forventes at forværres yderligere i 2022, hvilket navnlig skyldes de stigende omkostninger forbundet med importeret energi. Det offentlige underskud voksede betydeligt under covid-19-krisen, idet det nåede 7 % i 2021, og forventes at holde sig på dette niveau i 2022, inden det indsnævres i 2023. Nettostillingen over for udlandet (NIIP) fortsatte imidlertid sin forbedring til -27,4 % af BNP i 2021. Da Letlands passiver i vid udstrækning består af statsobligationer og udenlandsk direkte investering er NIIP eksklusive ikkemisligholdelige instrumenter positiv.

- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen** forelå allerede inden covid-19-pandemien og er stadig relevante. Væksten i de nominelle enhedslønomkostninger faldt til 4 % i 2021, men forventes at stige kraftigt på ny i 2022 og forblive høj i 2023. Den høje inflation kan lægge yderligere pres på lønstigningerne, og de forværrede økonomiske udsigter forventes at mindske produktivitetsvæksten. Selv om inflationen har været særlig høj, steg den HICP-baserede reale effektive valutakurs marginalt i 2021, og målt fra år til år steg den ligeledes i august 2022.

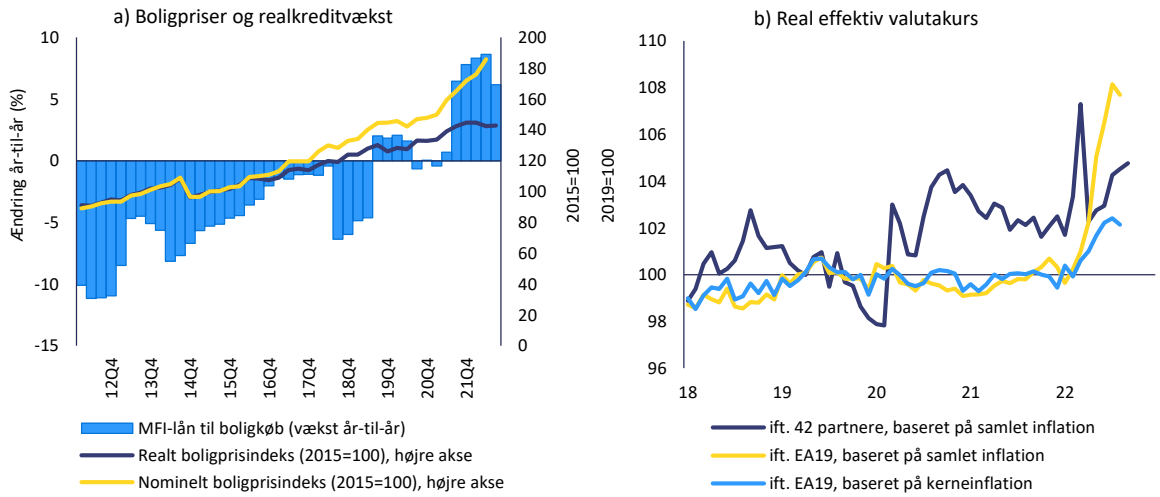
- Den høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser var på 10,9 % i 2021 og steg betydeligt i første halvdel af 2022. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år var 16,5 % i andet kvartal af 2022. Stigningen følger efter et årti, hvor væksten i boligpriser stort set forblev i takt med lønstigningerne. I 2021 blev boligpriserne anslået til at være overvurderet med 10 %. Realkreditlån er begrænsede, og husholdningernes gæld er lav og for nedadgående.

- **Banksektoren** er solid og velkapitaliseret. Rentabiliteten blev forbedret i 2021 til over EU-gennemsnittet, og andelen af ikkemisligholdelige lån faldt med mere end to procentpoint til 2,1 %. Kreditdynamikken har været afdæmpet, og gælden i den private sektor er fortsat med at falde.

- **Arbejdsmarkedet** forværredes under covid-19-pandemien og er endnu ikke fuldt ud på fode igen. Arbejdsløshedsprocenten faldt til 7,6 % i 2021 og forventes at falde i 2022, inden den stiger på ny i 2023. Erhvervsfrekvensen faldt betydeligt i 2021 og brød en næsten tiårig lang

tendens til forbedring, men den forventes at starte med at stige igen i 2022. Ungdomsarbejdsløsheden er ikke blevet bedre efter stigningen i 2020.

Figur 3.14.1: **Udvalgte figurer: Letland**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.14.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Letland**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**0.2**	**0.6**	**-0.7**	**-3.2**	**-6.9**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		-0.4 (1)	-3.8 (2)	-0.6	2.6	-4.2	-8.1	-8.4
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-50.5 (3)**	**-13.3 (4)**	**-40.3**	**-34.1**	**-27.4**	**-24.4**	**-25.0**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				5.8	14.1	18.9		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**15.3**	**16.1**	**14.5**	**22.4**	**25.5**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				5.0	4.8	4.0	12.3	7.4
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**3.8**	**5.9**	**2.3**	**-2.9**	**-7.5**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				0.0	2.0	0.3	-5.2	-2.8
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**3.3**	**19.7**	**13.4**	**15.6**	**10.0**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-1.3	11.8	-1.8	3.7	-2.1
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**66.2**	**64.7**	**58.0**	**53.1**	**51.4**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**1.1**	**-1.9**	**0.9**	**1.8**	**3.0**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		61.9 (6)	18.2 (7)	20.2	20.3	19.4	18,1	18,1
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		83.5 (6)	68.9 (7)	46,0	44,4	38,6	35,0	33,3
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**5.8**	**2.7**	**7.3**	**-2.5**	**-2.2**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		10.3 (8)		9,0	3,5	10,9	11,1	-0,4
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**36.5**	**42.0**	**43.6**	**42.4**	**44.0**
Offentlig saldo (% af BNP)				-0,6	-4,3	-7,0	-7,1	-3,4
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**4.6**	**10.8**	**13.2**	**1.8**	
Egenkapitalforrentning (%)				9,6	5,2	4,5		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		22,0	25,7	29,2		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				3.9e	4.6e	2.1p	1,8	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**7.5**	**7.3**	**7.3**	**7.6**	**7.6**
Arbejdsløshed (årlig sats)		7.4 (10)		6.3	8.1	7.6	7.1	8.1
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**1.1**	**1.1**	**-1.8**	**2.0**	**2.5**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.7**	**-1.2**	**-1.1**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-4.8**	**-2.1**	**2.6**		

Anm.: Se bilag 1.
Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.15. LITAUEN

I Litauen var der bekymringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen før covid-19-pandemien, og den nuværende udvikling blotlægger dem. Væksten i de nominelle enhedslønomkostninger har i de seneste år været stærk og forventes at forblive høj, selv om kerneinflationen også har været høj i sammenligning med de øvrige eurolande. Væksten i de nominelle boligpriser er blandt de højeste i EU, og væksten i lån fortsætter.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Litauen. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge nytilkomne sårbarheder og deres konsekvenser i en dybdegående undersøgelse af Litauen.

Den reale BNP-vækst forventes at være 2,5 % i 2022 og 0,5 % i 2023. Inflationen er høj, herunder i sammenligning med Litauens samhandelspartnere i euroområdet. Målt fra år til år steg den til 22 % i oktober med en kerneinflation anslået til 11,9 % i september. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Litauens resultattavle viser, at fem indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, realvæksten i boligpriserne, væksten i den finansielle sektors passiver, ændringen i langtidsledigheden og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

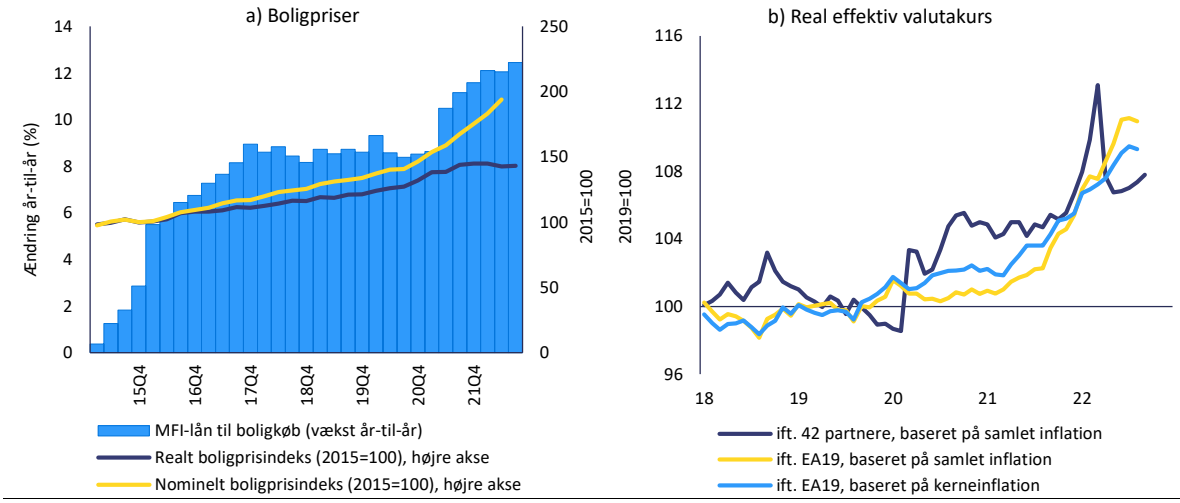
- Bekymringer vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er fortsat begrænsede til trods for de forværrede udsigter. Overskuddet på de løbende poster faldt til 1,1 % i 2021, hvilket ophævede dets midlertidige stigning under pandemien, og som skyldes en forværret handelsbalance, inden for både energi og andre varer. Der forventes en forværring af de løbende poster til et betydeligt underskud i 2022. Efter at være faldet betydeligt i 2021 forventes det offentlige underskud at stige til 1,9 % i 2022 og fortsat at stige i 2023. Nettostillingen over for udlandet (NIIP) er næsten afbalanceret og forventes fortsat at blive forbedret. Da Letlands passiver i vid udstrækning består af udenlandsk direkte investering er NIIP korrigeret for ikkemisligholdelige instrumenter positiv.

- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen**, som forelå allerede inden covid-19-pandemien, er stadig presserende. De nominelle enhedslønomkostninger er vokset kraftigt i de seneste år, og deres vækst forventes at accelerere i 2022 i forbindelse med Litauens kraftige nominelle lønstigninger. Der forventes yderligere stigninger, dog betydeligt mindre udtalt, for resten af prognoseperioden. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg i 2021. Målt fra år til år forblev den imidlertid stort set uændret i august 2022.

- Den høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 7,3 % i 2020 til 16,1 % i 2021, hvilket er en af de højeste hastigheder i EU. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år steg til 22,1 % i andet kvartal af 2022. Parametrene for boligpriser indeholder ikke potentielle tegn på overvurdering for 2021. Husholdningernes lån er i de seneste måneder vokset.

- **Arbejdsløshedsprocenten** genoptog sin faldende tendens, idet den nåede 7,1 % i 2021, og forventes også at falde i 2022, inden den stiger igen i 2023. Arbejdsløshedsprocenten er fortsat højere end i mange andre EU-lande, mens ledighedsraten steg til et historisk højt niveau. Langtidsledigheden steg en smule i 2021. Ungdomsarbejdsløsheden faldt i 2021.

Figur 3.15.1: **Udvalgte figurer: Litauen**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.15.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Litauen**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**1.5**	**3.7**	**4.0**	**1.5**	**-1.8**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.7 (1)	-2.5 (2)	3.5	7.3	1.1	-3.9	-2.8
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-61.2 (3)**	**1.5 (4)**	**-23.5**	**-15.6**	**-7.4**	**-3.4**	**-4.2**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				5.6	15.2	22.2		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**16.6**	**17.4**	**19.2**	**26.0**	**24.2**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				6.3	4.9	6.8	12.4	3.4
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**3.8**	**6.9**	**4.4**	**-0.7**	**-8.7**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-0.7	3.3	1.8	-5.5	-5.2
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**16.4**	**38.7**	**37.9**	**30.0**	**21.7**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				6.5	8.9	3.4	3.3	-1.7
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**55.2**	**54.4**	**53.9**	**51.1**	**46.8**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**2.6**	**0.3**	**5.9**	**6.0**	**5.6**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		63.9 (6)	14.9 (7)	23.0	24.2	23.6	22,6	22,7
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		86.7 (6)	48.8 (7)	32,2	30,2	30,3	28,5	24,1
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**4.5**	**6.1**	**11.0**	**-1.6**	**-2.8**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		-7.0 (8)		6,8	7,3	16,1	14,1	2,8
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**35.8**	**46.3**	**43.7**	**38.0**	**41.0**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,5	-7,0	-1,0	-1,9	-4,4
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**6.2**	**28.5**	**25.2**	**8.1**	
Egenkapitalforrentning (%)				14,5	10,0	10,4		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		19,5	21,5	23,2		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				1.7e	2.2e	1.2p	1,0	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**6.5**	**7.0**	**7.3**	**7.2**	**6.7**
Arbejdsløshed (årlig sats)		6.4 (10)		6.3	8.5	7.1	6.0	7.1
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**2.5**	**2.6**	**0.9**	**1.0**	**-1.2**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.1**	**-0.2**	**0.6**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-2.6**	**6.3**	**3.2**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.16. LUXEMBOURG

I Luxembourg er bekymringerne vedrørende boligprisudviklingen og den høje gæld i husholdningerne vokset. Væksten i de nominelle boligpriser er blandt de højeste i EU, hvilket vækker bekymring om overvurdering og høj gæld i husholdningerne. Husholdningernes gæld som en procentdel af husholdningernes disponible bruttoindkomst falder, men er fortsat meget høj. Banksektoren er stabil, men står over for nogle risici. Der kan opstå nogle bekymringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen som følge af fortsat vækst i enhedslønomkostningerne.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Luxembourg. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge nytilkomne sårbarheder og deres konsekvenser i en dybdegående undersøgelse af Luxembourg.

Den reale BNP-vækst forventes at være 1,5 % i 2022 og 1 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år forblev den på 8,8 % i oktober, mens kerneinflationen anslås til 4,9 % i september, hvilket er lavere end i mange andre eurolande. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Luxembourgs resultattavle viser, at fem indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, realvæksten i boligpriserne, kreditstrømmene i den private sektor, gælden i den private sektor og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- **Omkostningskonkurrenceevnen** kan blive et problem. De nominelle enhedslønomkostninger steg med 3,9 % i 2021 og forventes at stige kraftigere i 2022 og 2023. Den brede pakke af foranstaltninger, som er vedtaget til at bremse inflation, forventes fremadrettet at moderere de nominelle lønstigninger. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs steg marginalt i 2021. Målt fra år til år faldt den i august 2022.

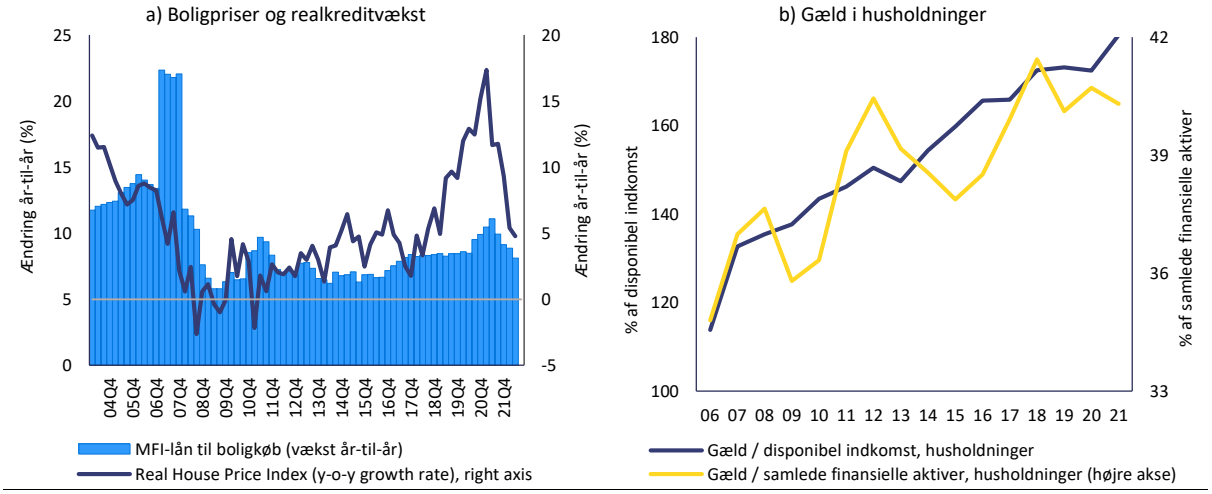
- De **ikkefinansielle virksomheders gældskvote** er den højeste i EU, selv om den faldt en anelse til 274 % af BNP i 2021. Den ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler og er stadig 31 procentpoint højere end i 2019. Den store andel af koncernintern finansiering på tværs af grænserne inden for virksomhedsgæld mindsker disse risici. Andelen af erhvervslån stiftet i udenlandsk valuta er med sine 11 % en af de højeste blandt eurolandene. De ikkefinansielle virksomheders gældskvote faldt i første halvår af 2022, men der er risikofaktorer forbundet med det makroøkonomiske miljø. Kreditstrømmene til ikkefinansielle virksomheder faldt, men er også fortsat meget store på 16,7 % af BNP.

- **Husholdningernes gæld** som en procentdel af husholdningernes disponible bruttoindkomst falder, selv om den fortsat er en af de højeste i EU. Nettokreditstrømmene til husholdningerne aftog i andet kvartal af 2022. Gælden er faldet som følge af den nominelle GDP-vækst og fortsatte med at falde i første halvår af 2022. Husholdningernes finansieringsomkostninger begyndte at stige, til dels som følge af den høje andel af realkreditlån med variable renter og i overensstemmelse med euroområdets stigning, og udlånsbetingelserne for realkreditlån er blevet skærpet.

- Den meget høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser var stadig meget høj og udgjorde 13,9 % i 2021 sammenlignet med 14,5 % i 2020, hvilken er en af de højeste hastigheder i EU. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år var 11,5 % i andet kvartal af 2022. En af de højeste pris-/indkomstkvoter i EU giver anledning til bekymringer om prisoverkommelighed. Boligpriserne blev i 2021 med sine 61 % skønnet til at være de mest overvurderede blandt EU-medlemsstater ifølge Kommissionens vurderingsmodel. Risikoen for en markant korrektion i boligpriserne er begrænset henset til forsyningsvanskeligheder, men den er vokset som følge af strammere finansieringsvilkår.

- **Banksektoren** er stabil, men står over for nogle risici. Bankerne er velkapatiliserede og likvide. Rentabiliteten voksede i 2021, men forblev et godt stykke under EU-gennemsnittet. Andelen af misligholdte lån er den laveste i EU. Dynamisk vækst i realkreditlån, til trods for en nylig nedgang, udgør den største risiko for banksektoren som følge af den allerede store gæld i husholdningerne og overvurderede boligpriser.

Figur 3.16.1: **Udvalgte figurer: Luxembourg**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.16.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Luxembourg**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**4.0**	**3.9**	**4.2**	**4.0**	**3.4**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		5.5 (1)	3.0 (2)	3.4	4.6	4.7	2.9	2.5
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-171.4 (3)**	**53.7 (4)**	**67.8**	**55.7**	**30.6**	**33.9**	**35.3**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-4153.8	-4172.4	-4766.5		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**14.7**	**13.0**	**11.2 p**	**15.0**	**17.4**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				3.1	3.8	3.9 p	6.7	5.9
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**2.0**	**1.5**	**0.6**	**-1.9**	**-4.7**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-0.6	0.4	0.8	-3.0	-2.5
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**7.0**	**17.6**	**13.1**	**13.9**	**14.2**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				3.1	15.2	-1.4	-1.2	-1.3
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**310.8**	**320.3**	**340.6 p**	**329.7**	**309.9**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**24.9**	**42.9**	**53.9 p**	**12.2**	**8.0**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		91.7 (6)	88.5 (7)	67.2	68.5	66.0	67,2	67,6
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		104.6 (6)	89.7 (7)	243,6	251,8	274,6	262,5	242,3
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**8.3**	**13.1**	**12.4**	**3.9**	**2.2**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		60.9 (8)		10,1	14,5	13,9	10,0	3,1
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**22.4**	**24.5**	**24.5**	**24.3**	**26.0**
Offentlig saldo (% af BNP)				2,2	-3,4	0,8	-0,1	-1,7
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**3.7**	**-2.6**	**11.4**	**0.2**	
Egenkapitalforrentning (%)				5,2	4,4	5,5		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		18,8	19,5	18,3		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				0.6e	0.7e	0.6p	0,7	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**5.6**	**6.0**	**5.9**	**5.6**	**5.0**
Arbejdsløshed (årlig sats)		5.7 (10)		5.6	6.8	5.3	4.7	5.1
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**2.0**	**2.0**	**2.1**	**-1.2**	**-2.3**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-0.9**	**-0.4**	**0.4**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-1.9**	**7.8**	**2.7**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.17. UNGARN

I Ungarn stiger bekymringer vedrørende holdbarheden over for udlandet, omkostningskonkurrenceevnen, den finanspolitiske holdbarhed og boligprisudviklingerne fortsat. Underskuddet på de løbende poster voksede i 2021 og forventes at stige yderligere, og valutakursen har haft en faldende tendens. Stigningerne i enhedslønomkostningerne har været meget store i årevis og fortsætter med at være kraftige, idet omkostningskonkurrenceevnen ind til videre opretholdes gennem nominel depreciering. Væksten i de nominelle boligpriser har været blandt de højeste i EU som følge af begrænsede forsyninger og en anslået overvurdering af boligpriser. Det offentlige underskud er fortsat højt.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Ungarn. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge nytilkomne sårbarheder og deres konsekvenser i en dybdegående undersøgelse af Ungarn.

Den reale BNP-vækst forventes at være 5,5 % i 2022 og 0,1 % i 2023. Inflationen er meget høj, herunder i sammenligning med Ungarns samhandelspartnere i euroområdet. Målt fra år til år steg den til 20,7 % i september med en kerneinflation anslået til 13,2 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Ungarns resultattavle viser, at fem indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, realvæksten i boligpriserne, den offentlige gæld og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Risiciene for **holdbarheden over for udlandet** er vokset som følge af eksterne strømmes forværring. Underskuddet på de løbende poster steg til 4 % af BNP i 2021 med en tydelig yderligere stigning på vej i 2022. Ungarns store nettoimport af energi gør betalingsbalancen følsom over for internationale prisudviklinger. Nettostillingen over for udlandet (NIIP) forblev stort set uændret i 2021. NIIP korrigeret for ikkemisligholdelige instrumenter er næsten afbalanceret. Valutareservebeholdningerne dækker lidt mere end tre måneders import og overstiger den kortfristede eksterne gæld.

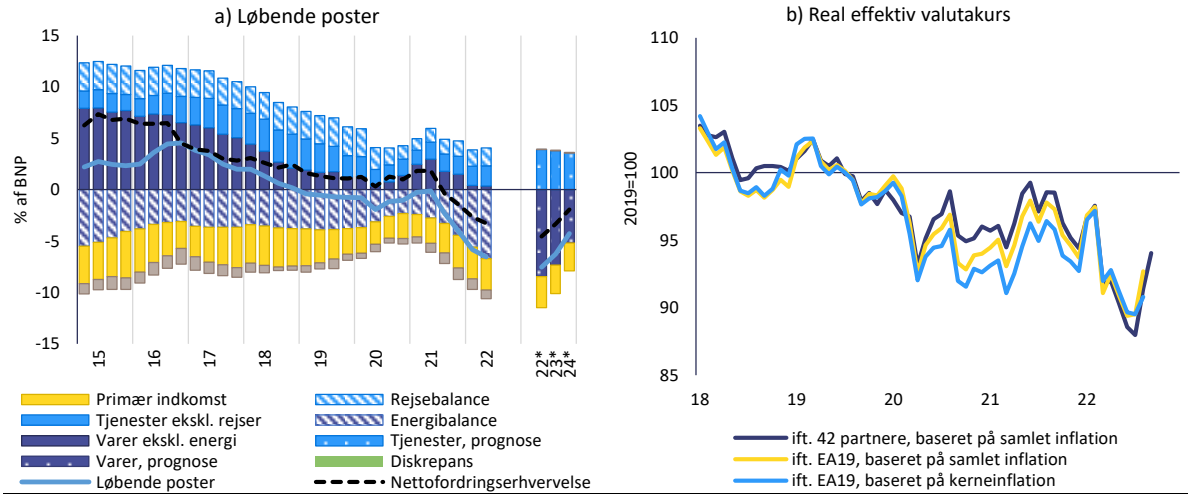
- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen**, som forelå allerede inden covid-19-pandemien, er der stadig. Fortsat nominelle fald af forinten har delvist opvejet de store stigninger i de nominelle enhedslønomkostninger i de seneste år. Enhedslønomkostningerne steg igen i 2021 i forbindelse med et stramt arbejdsmarked og forventes at stige kraftigt i 2022 og 2023. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs forblev stort set uændret i 2021 og faldt derefter kraftigt i august 2022.

- Den meget høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 4,9 % til 16,5 % i 2021 og voksede med en af de højeste hastigheder i EU. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år faldt til 22,8 % i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 17 % i 2021. Samtidig var boliginvestering et godt stykke under EU-gennemsnittet på 3,9 % af BNP i 2021.

- Den **offentlige gæld** faldt en smule i 2021 til 76,8 % af BNP som følge af en markant nominel BNP-vækst og forventes at stabilisere sig omkring dette niveau. Det offentlige underskud faldt til 7,1 % af BNP i 2021 og forventes at fortsætte med at falde som følge af foranstaltninger, som regeringen har bebudet. Andelen af offentlig gæld, som er stiftet i udenlandske valutaer eller indehaves af ikkeresidenter, er vokset. Afkastene på statsobligationer er vokset for alle løbetider, især siden sommeren sidste år. Samtidig er det offentlige bruttofinansieringsbehov højt. Risiciene for finanspolitisk holdbarhed er mellemstore på mellemlang sigt og store på lang sigt, også som følge af en aldrende befolkning.

- **Banksektoren** er stadig generelt robust, men står over for udfordringer i den kommende tid. Rentabiliteten er en af de højeste i EU, andelen af kernekapital er tæt på EU-gennemsnittet, og andelen af ikkemisligholdelige lån er forblevet lav, selv om der var en stigning i gældshenstand i 2021. En netop indført uforudset beskatning for 2022 og 2023 og et lovgivningsmæssigt loft for fleksible renter på realkreditlån frem til midten af 2023 vil sandsynligvis mindske bankernes overskud betydeligt. Den offentlige gælds beholdninger tegner sig for næsten en femtedel af bankernes aktiver. Den private sektors gældskvote er lav, men husholdningernes og virksomhedernes låntagning er vokset kraftigt siden 2020, og lån i udenlandsk valuta har betydning, særligt for erhvervsejendomme.

Figur 3.17.1: **Udvalgte figurer: Ungarn**



Kilde: Eurostat, Comext og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.17.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Ungarn**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**0.5**	**-0.5**	**-1.9**	**-4.2**	**-6.0**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.0 (1)	-6.1 (2)	-0.8	-1.1	-4.0	-7.6	-6.3
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-52.0 (3)**	**-14.4 (4)**	**-49.8**	**-52.2**	**-53.1**	**-46.1**	**-44.7**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-2.6	-2.4	-1.5		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**11.5**	**13.7**	**12.4 p**	**20.6**	**27.8**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				3.1	6.7	2.1 p	10.7	13.0
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**0.4**	**-4.9**	**-4.1**	**-13.1**	**-13.5**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-0.8	-3.6	0.3	-10.0	-4.2
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**5.0**	**7.4**	**0.0**	**2.0**	**3.3**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				1.1	2.6	-3.8	2.6	0.9
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**67.3**	**76.8**	**80.5 p**	**75.9**	**65.5**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**4.2**	**8.1**	**12.7 p**	**6.0**	**2.0**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		46.4 (6)	26.0 (7)	18.5	20.8	21.0	19,7	18,6
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		63.4 (6)	35.1 (7)	48,8	56,0	59,5	56,2	46,9
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**11.8**	**1.5**	**10.0 p**	**4.5**	**-15.3**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		16.8 (8)		17,0	4,9	16,5	17,1	3,5
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**65.3**	**79.3**	**76.8**	**76.4**	**75.2**
Offentlig saldo (% af BNP)				-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-4,4
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**36.8**	**55.0**	**16.4**	**0.0**	
Egenkapitalforrentning (%)				14,3	7,6	12,7		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		15,8	15,9	17,7		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				4.2e	3.6e	3.2p	3,4	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**3.6**	**3.7**	**3.8**	**3.9**	**4.0**
Arbejdsløshed (årlig sats)		3.3 (10)		3.3	4.1	4.1	3.6	4.2
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**2.6**	**2.0**	**2.1**	**3.4**	**3.8**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.2**	**-0.5**	**-0.1**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-1.5**	**2.0**	**3.6**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.18. MALTA

I Malta er underskuddet på de løbende poster fortsat betydeligt, og de ikkefinansielle virksomheders gæld er høj, selv om dertil knyttede risici synes at være begrænsede. De ikkefinansielle virksomheders høje gældskvote er fortsat for nedadgående. De nominelle boligpriser er anslået til at være moderat overvurderede.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Malta. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Malta.

Den reale BNP-vækst forventes at være 5,7 % i 2022 og 2,8 % i 2023. Inflationen er høj, men dog lavere end i de fleste EU-lande. Målt fra år til år steg den til 7,5 % i oktober med en kerneinflation anslået til 6,7 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Maltas resultattavle viser, at en indikator i 2021 lå uden for sin vejledende grænseværdi, nemlig væksten i de nominelle enhedslønomkostninger. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Prognosen vedrørende **holdbarheden over for udlandet** forværres. Underskuddet på de løbende poster steg til 4,6 % i 2021 og forventes at forværres yderligere i 2022. ([46]) Forbedringer i rejseaktiviteterne blev udlignet af den forværrede handelsbalance på energiområdet. Det samlede fald skyldtes i vid udstrækning handelsunderskuddet på varer uden for energisektoren. Nettostillingen over for udlandet er fortsat stor og positiv, hvilket afspejler landets stilling som et internationalt finanscenter. Den forventes at blive på et lignende niveau til trods for et højt underskud på de løbende poster.

- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen** synes at være begrænsede. De nominelle enhedslønomkostninger faldt i 2021 efter en kraftig stigning i 2020, men forventes at stige en smule igen i 2022. Væksten i enhedslønomkostningerne ligger fortsat under gennemsnittet i euroområdet. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs faldt i 2021. Målt fra år til år faldt den fortsat i august 2022.

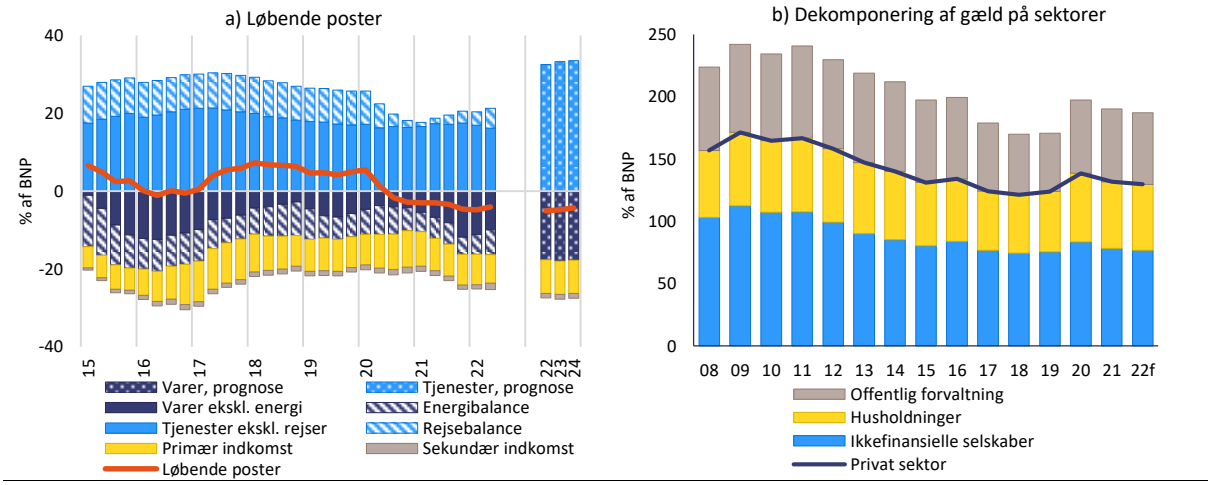
- Der er fortsat sårbarheder vedrørende de **ikkefinansielle virksomheders gældskvote**, selv om den er for nedadgående. Den faldt moderat til 78,4 % i 2021. De ikkefinansielle virksomheders gældskvote fortsatte med at falde i første halvår af 2022, men der er risikofaktorer forbundet med det makroøkonomiske miljø. Den ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler og er tre procentpoint højere end i 2019. Kreditstrømmene til ikkefinansielle virksomheder er fortsat store i % af BNP.

- Der er stadig bekymringer vedrørende **boligprisudviklingen**. Væksten i de nominelle boligpriser steg til 5,1 % i 2021. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år steg til 7,7 % i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 9 % i 2021. Banksektoren er generelt solid med høje kapitaliseringsniveauer, men lav rentabilitet. Bankernes eksponering for ejensdomssektoren er stadig meget høj.

- Den **offentlige gældskvote** steg til 56,3 % af BNP i 2021 og forventes at stige yderligere og nærmer sig BNP-grænseværdien på 60 %. Det offentlige underskud faldt til 7,8 % af BNP i 2021 og forventes at falde yderligere. Risiciene for finanspolitisk holdbarhed er mellemstore på mellemlang sigt og store på lang sigt som følge af en aldrende befolkning og et stort indledende underskud på de offentlige finanser.

([46]) Der er en stor forskel mellem betalingsbalancen og nationale regnskabstal på de løbende poster, hvor sidstnævnte udviser et betydeligt overskud i 2021, som dog er betydeligt lavere end i årene før pandemien. Resultattavlen og vurderingerne i rapporten om varslingsmekanismen er baseret på betalingsbalancetal.

Figur 3.18.1: **Udvalgte figurer: Malta**



Kilde: Eurostat, Comext og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.18.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Malta**

	Tærskler	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**5.7**	**2.8**	**-0.8**	**-4.2**	**-4.8**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		-2.4 (1)	3.2 (2)	5.0	-2.9	-4.6	-5.1	-4.8
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-71.1 (3)**	**-15.8 (4)**	**53.5**	**51.0**	**52.8**	**50.3**	**52.8**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				234.8	254.6	259.4		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**7.2**	**19.6**	**12.9**	**9.7**	**0.6**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				3.6	11.4	-2.2	0.7	2.1
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**1.8**	**2.1**	**-1.2**	**-4.8**	**-8.1**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.2	1.4	-1.3	-5.0	-2.2
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**20.0**	**12.5**	**-0.9**	**-1.4**	**2.2**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				4.0	4.1	-8.9	3.2	0.4
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**124.1**	**138.6**	**131.8**	**129.9**	**120.9**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**12.7**	**6.6**	**9.4**	**11.0**	**9.8**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		56.4 (6)	54.8 (7)	48.5	55.1	53.4	53,0	53,6
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		47.8 (6)	52.6 (7)	75,6	83,5	78,4	76,9	67,3
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**4.2**	**2.2**	**3.8 p**	**0.5**	**-1.5**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		8.6 (8)		6,1	3,4	5,1	7,0	7,0
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**40.7**	**53.3**	**56.3**	**57.4**	**59.9**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,6	-9,4	-7,8	-6,0	-5,7
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**7.5**	**1.7**	**7.7**	**0.2**	
Egenkapitalforrentning (%)				6,0	0,3	3,5		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		20,2	21,3	20,6		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				3.2e	3.6e	3.0p	2,8	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**3.8**	**3.9**	**3.8**	**3.7**	**3.2**
Arbejdsløshed (årlig sats)		3.8 (10)		3.6	4.4	3.4	3.2	3.1
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**5.3**	**4.9**	**3.5**	**1.5**	**0.9**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.5**	**-0.9**	**-0.9**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-1.4**	**0.3**	**0.3**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.19. NEDERLANDENE

I Nederlandene er overskuddet på de løbende poster, husholdningernes og ikkefinansielle virksomheders gældskvoter samt overvurderingen af boligpriser fortsat betydelige. Overskuddet på de løbende poster og nylige udviklinger af omkostningskonkurrenceevnen kræver nøje overvågning, herunder med henblik på genopretning af balancen i euroområdet. Væksten i de nominelle boligpriser er blandt de højeste i EU i 2021 som følge af en anslået overvurdering af boligpriser.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Nederlandene er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes beståen eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Nederlandene.

Den reale BNP-vækst forventes at være 4,6 % i 2022 og 0,6 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år faldt den til 16,8 % i oktober med en kerneinflation anslået til 6,8 %. Inflationen forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Nederlandenes resultattavle viser, at fire indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig de løbende poster, væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, realvæksten i boligpriserne og den private sektors gæld. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Spørgsmål i **forhold til udlandet** vedrører det store og langvarige overskud på de løbende poster, selv om det er blevet nedjusteret. I 2021 steg det til 7,2 % af BNP, hovedsageligt som følge af en høj indkomstbalance. Det forventes at falde i 2022 som følge af forværrede handelsvilkår og konsekvenserne af Shells flytning til Det Forenede Kongerige, men forbliver over de vejledende grænseværdier. Nettostillingen over for udlandet som andel af BNP på 93 % i 2021 er fortsat den største i EU til trods for et kraftigt fald, der hovedsageligt skyldes negative værdireguleringer. Den forventes at fortsætte med at falde i 2022.

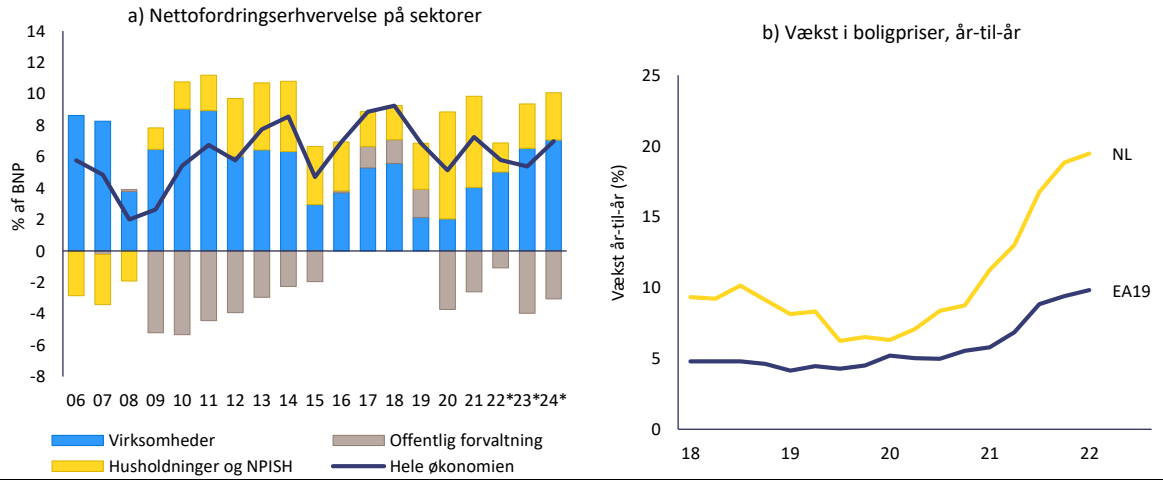
- Udviklinger af **omkostningskonkurrenceevnen** kan forhindre genoprettelsen af euroområdets balance. Nominelle enhedslønomkostninger faldt en smule i 2021 til trods for et yderligere skærpet arbejdsmarked, men forventes at stige, dog under gennemsnittet i euroområdet. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs forblev stort set uændret i 2021 og målt fra år til år i august 2022.

- De **ikkefinansielle virksomheders gældskvote** er fortsat en af de højeste i EU, selv om den er for nedadgående. Den faldt moderat i 2021 til 129 %. De ikkefinansielle virksomheders gældskvote fortsatte med at falde i første halvår af 2022, men der er risikofaktorer forbundet med det makroøkonomiske miljø. Den ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Den store andel af koncernintern finansiering på tværs af grænserne og virksomhedernes likviditetsbuffere mindsker risiciene. Kreditstrømmene til ikkefinansielle virksomheder steg som andel af BNP i 2021.

- **Husholdningernes gældskvote** er fortsat den højeste i EU og lå på 100 % af BNP over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Imidlertid faldt kvoten i 2021 til trods for et positivt bidrag af kreditstrømme og fortsatte hermed i første halvdel af 2022. Husholdningernes misligholdte gæld er fortsat lav.

- Den høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 7,6 % i 2020 til 15 % i 2021 og voksede med en af de højeste hastigheder i EU. Den nåede op på 18, 2 % målt fra år til år i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 21 % i 2021. Risici forbundet med priskorrektioner kræver overvågning, selv hvis banksektoren er stabil og velkapitaliseret, og dens rentabilitet steg i 2021. Andelen af misligholdte lån er lav. Væksten i realkreditlån er også fortsat lav.

Figur 3.19.1: **Udvalgte figurer: Nederlandene**



Kilde: Eurostat, Ameco og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.19.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Nederlandene**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**8.4**	**7.1**	**6.4**	**6.0**	**6.1**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		2.3 (1)	5.6 (2)	6.9	5.1	7.2	5.7	5.3
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-88.8 (3)**	**35.0 (4)**	**89.6**	**113.0**	**93.0**	**82.7**	**85.2**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-0.3	12.9	26.0		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**6.0**	**14.4 p**	**11.2 p**	**9.5**	**5.3**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				3.2	8.5 p	-0.6 p	1.6	4.3
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**2.4**	**3.8**	**2.2**	**-2.4**	**-5.6**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				0.4	1.8	0.0	-4.2	-1.5
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**-0.3**	**6.8**	**1.1**	**0.7**	**-2.1**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-1.3	5.0	-5.0	0.7	-1.2
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**229.9**	**233.1 p**	**229.3 p**	**218.7**	**213.8**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**-0.3**	**-0.7 p**	**11.7 p**	**6.9**	**13.4**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		63.5 (6)	73.4 (7)	99.7	103.8p	100.4p	95,9	92,7
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		94.1 (6)	113.5 (7)	130,2			122,8	121,1
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**4.6**	**6.2**	**11.2 p**	**8.4**	**-0.7**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		20.7 (8)		7,3	7,6	15,0	16,8	3,3
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**48.5**	**54.7**	**52.4**	**50.3**	**52.4**
Offentlig saldo (% af BNP)				1,8	-3,7	-2,6	-1,1	-4,0
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**7.9**	**1.4 p**	**-0.3 p**	**3.4**	
Egenkapitalforrentning (%)				7,7	3,1	8,3		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		16,9	17,9	17,8		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				1.8e	1.9e	1.4p	1,3	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**5.1**	**4.7**	**4.5**	**4.3**	**4.1**
Arbejdsløshed (årlig sats)		4.7 (10)		4.4	4.9	4.2	3.7	4.3
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**1.2**	**1.2**	**1.0**	**1.9**	**2.5**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.4**	**-1.0**	**-0.4**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-3.6**	**0.2**	**0.4**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.20. ØSTRIG

I Østrig steg væksten i boligpriserne, og ikkefinansielle virksomheders og det offentliges gældskvote er fortsat høje, selv om dertil knyttede risici synes at være begrænsede. Væksten i de nominelle boligpriser er vokset med en markant hastighed i mange år som følge af en betydelig anslået overvurdering af boligpriser. De ikkefinansielle virksomheders gældskvote steg og forbliver over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Den offentlige gæld stiger, selv om den stadig er højere end i 2019.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Østrig. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Østrig.

Den reale BNP-vækst forventes at være 4,6 % i 2022 og 0,3 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år steg den til 11,5 % i oktober med en kerneinflation anslået til 5,7 % i september. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Østrigs resultattavle viser, at tre indikatorer i 2021 lå uden for deres vejledende grænseværdier, nemlig væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, realvæksten i boligpriserne og den offentlige gæld. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **ikkefinansiel virksomhedsgæld** er vokset. De ikkefinansielle virksomheders gældskvote steg til 78 % i 2021 og ligger både over det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Den er stadig seks procentpoint højere end i 2019. Samtidig faldt de ikkefinansielle virksomheders gældskvote i første halvdel af 2022 til trods for en stigning i kreditstrømmene i % af BNP. Bekymringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen er begrænsede. Væksten i de nominelle enhedslønomkostninger er aftaget betydeligt i 2021, men forventes de kommende år at stige en smule hurtigere end i andre eurolande.

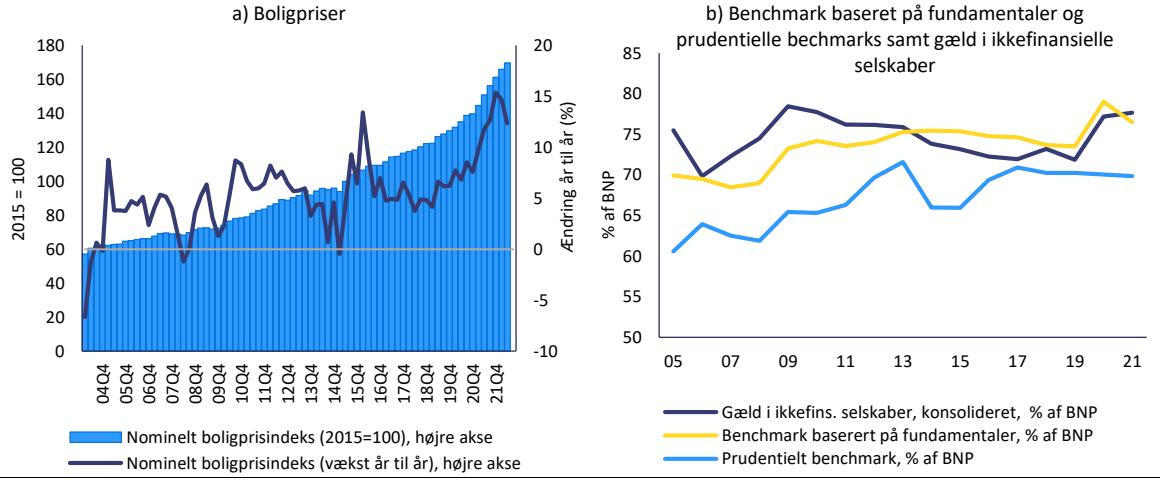
- **Husholdningernes gældskvote** er på det prudentielle benchmark og under benchmarket baseret på fundamentaler. Den faldt i 2021 og forblev stort set uændret i første halvdel af 2022. Husholdningernes misligholdte gæld er fortsat lav.

- Den meget høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 7,7 % i 2020 til 12,4 % i 2021 og voksede med en af de højeste hastigheder i EU. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år faldt en smule, men forblev med sine 12,4 % meget høj i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 27 %. Imidlertid begrænser en lav variabel renterisiko, husholdningernes lave gældskvote, den lave ejerskab-/lejekvote, en sund finansiel sektor og en lav andel af ikkemisligholdte lån de makroøkonomiske risici.

- Bekymringerne vedrørende den **offentlige gæld** er begrænsede. Den offentlige gæld faldt en smule i 2021 til 82,3 % af BNP og forventes at falde yderligere, men er fortsat højere end i 2019. Det offentlige underskud er fortsat højt, selv om det faldt til 5,9 % i 2021 og forventes fortsat at falde. Risiciene for den finanspolitiske holdbarhed er mellemstore både på mellemlang og på lang sigt.

- **Banksektoren** er overordnet set robust. Selv om andelen af kernekapital har ligget under EU-gennemsnittet, har rentabiliteten lagt over. Andelen af misligholdte lån har også været meget lav, men andelen af svagt præsterende (fase 2-)lån er meget høj. Raiffeisen Bank Internationals (RBI) eksponering over for Rusland udgør en moderat risikokilde.

Figur 3.20.1: **Udvalgte figurer: Østrig**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.20.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Østrig**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, 3-årigt gennemsnit)	**-4%/6%**			**1.6**	**2.1**	**1.9**	**1.2**	**0.1**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		1.5 (1)	0.5 (2)	2.4	3.0	0.4	0.2	-0.1
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-82.1 (3)**	**12.3 (4)**	**14.4**	**11.5**	**14.7**	**16.8**	**16.1**
NENDI - NIIP ekskl. ikkemisligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-0.6	-4.6	-4.2		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**5.6**	**12.0**	**9.9**	**9.6**	**9.5**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (ændring år-til-år i %)				2.3	7.1	0.3	2.1	6.9
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**2.1**	**3.2**	**1.2**	**-2.9**	**-6.7**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.0	2.1	0.1	-5.0	-2.0
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**1.2**	**5.4**	**-2.7**	**4.9**	**1.5**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-0.1	0.5	-3.8	6.4	-1.2
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**121.5**	**130.4**	**129.7**	**125.1**	**115.6**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**5.1**	**4.4**	**7.4**	**8.3**	**5.4**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		50.7 (6)	77.4 (7)	49.6	53.2	52.1	49,5	48,7
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		69.9 (6)	76.5 (7)	71,9	77,2	77,6	75,6	66,9
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentivs årlig ændring)	**6%**			**4.0**	**6.1**	**9.9**	**2.1**	**1.3**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		26.7 (8)		5,8	7,7	12,4	8,9	-0,1
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**70.6**	**82.9**	**82.3**	**78.5**	**76.6**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,6	-8,0	-5,9	-3,4	-2,8
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**3.6**	**11.4**	**8.0**	**3.9**	
Egenkapitalforrentning (%)				7,8	4,1	6,4		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		15,6	16,1	16,0		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				2.2e	2.0e	1.8p	1,8	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (3-årigt gennemsnit)	**10%**			**5.3**	**5.3**	**5.7**	**5.7**	**5.5**
Arbejdsløshed (årlig sats)		5.4 (10)		4.8	6.0	6.2	5.0	5.2
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**0.7**	**-0.4**	**0.1**	**1.9**	**3.0**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.0**	**-0.6**	**0.3**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-2.9**	**1.2**	**1.0**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.21. POLEN

I Polen stiger enhedslønomkostningerne og boligpriserne, selv om dertil knyttede risici synes at være begrænsede. Væksten i de nominelle enhedslønomkostninger forventes at stige med den meget høje kerneinflation og manglen på arbejdskraft. Væksten i de nominelle boligpriser er blandt de højeste i EU som følge af en anslået begrænset overvurdering af boligpriser. Deprecieringen af valutaen lægger pres på inflationen, og de løbende poster har udvist et underskud som følge af engangsvirkninger.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Polen. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Polen.

Den reale BNP-vækst forventes at være 4 % i 2022 og 0,7 % i 2023. Inflationen er i øjeblikket meget høj, herunder i sammenligning med Polens samhandelspartnere i euroområdet, men forventes at falde. Målt fra år til år steg den til 15,7 % i september med en kerneinflation anslået til 11,5 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Polens resultattavle viser, at en indikator i 2021 lå uden for sin vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

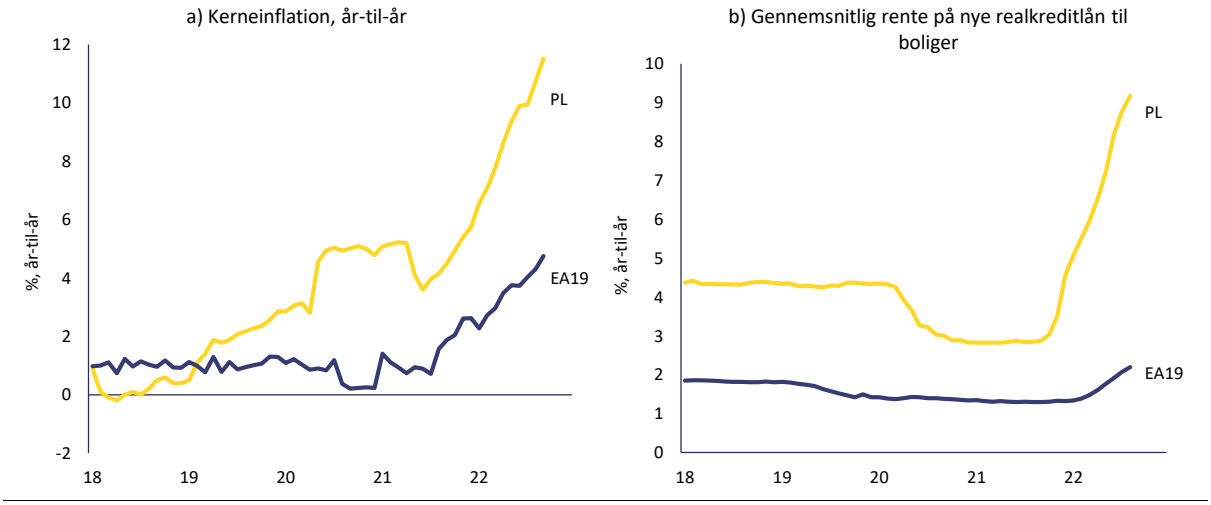
- Bekymringer vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er endnu ikke særligt udtalte. På grund af stærk efterspørgsel og ugunstige handelsvilkår forvandledes de løbende poster til et underskud på 1,4 % af BNP i 2021, som forventes at falde yderligere i 2022. Nettostillingen over for udlandet (NIIP) forventes ikke desto mindre at forbedres yderligere og forblive inden for den vejledende grænseværdi på -35 % fra 2022 og frem. Hovedparten af NIIP er kendetegnet ved direkte investeringer, som begrænser umiddelbare bekymringer vedrørende stillingen over for udlandet.

- Den høje inflation og den kraftige vækst i de nominelle lønstigninger kan give anledning til bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen**, hvis de fortsætter. De nominelle enhedslønomkostninger faldt i 2021, men forventes fremover at stige markant. Den reale effektive valutakurs i forhold til Polens handelspartnere er faldet.

- De nominelle **boligpriser** er vokset hurtigt i de seneste år, men forbliver stort set i overensstemmelse med de grundlæggende forhold i en situation med stærk indkomstvækst. De monetære stramninger i 2021/22 udløste den største stigning i renterne på realkreditlån i EU samt et kraftigt fald i husholdningernes kreditstrømme. Forekomsten af realkreditlån med flydende renter vil sandsynligvis overføre sådanne renteudgifter direkte til både nye og eksisterende panthavere. Polens **banksektor** er imidlertid stadig velkapitaliseret i en situation med lav gæld i husholdningerne og en relativ lav belåningsprocent. Andelen af misligholdte lån er fortsat lav og er fortsat faldende.

- **Manglen på arbejdskraft** forværrer inflationspresset. De nominelle lønstigninger nåede op på 12,4 % målt fra år til år i august 2022. Arbejdsløshedsprocenten er med sine 3,4 % i 2021 fortsat blandt de laveste i EU og forventes at falde i 2022, inden den stiger lidt i 2023. Erhvervsfrekvensen steg yderligere. Styrkelsen af arbejdsstyrken som følge af tilstrømningen af fordrevne personer fra Ukraine forventes at reducere manglen på arbejdskraft, hvilket allerede er afspejlet inden for nogle sektorer, såsom tjenesteydelser.

Figur 3.21.1: **Udvalgte figurer: Polen**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.21.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Polen**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognoe *2022*	prognoe *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**-1.1**	**0.1**	**0.3**	**-1.0**	**-3.0**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.3 (1)	-4.4 (2)	-0.2	2.5	-1.4	-4.1	-3.5
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-52.7 (3)**	**-4.1 (4)**	**-48.8**	**-43.9**	**-39.5**	**-29.4**	**-27.0**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-10.7	-4.5	0.8		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**8.0**	**14.0**	**9.9 b**	**14.4**	**16.9**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				3.9	7.5	-1.6 b	8.1	9.8
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**2.8**	**1.1**	**-0.4**	**-0.7**	**-0.2**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-0.9	1.1	-0.6	-1.2	1.5
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**22.0**	**33.6**	**24.9**	**19.1**	**15.2**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				3.8	11.3	-0.7	0.3	0.1
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**74.2**	**76.1**	**71.6**	**63.5**	**57.8**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**3.6**	**1.8**	**4.0**	**2.4**	**2.8**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		54.3 (6)	22.2 (7)	34.4	34.6	32.3	26,8	24,3
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		82.4 (6)	34.5 (7)	39,8	41,5	39,3	36,7	33,5
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**6.4**	**6.7**	**3.7**	**-2.6**	**-5.8**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		-1.9 (8)		8,7	10,5	9,2	9,9	5,0
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**45.7**	**57.2**	**53.8**	**51.3**	**52.9**
Offentlig saldo (% af BNP)				-0,7	-6,9	-1,8	-4,8	-5,5
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**4.3**	**11.6**	**13.6**	**0.1**	
Egenkapitalforrentning (%)				6,9	3,1	4,8		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		15,9	17,5	16,1		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				6.1e	6.0e	5.0p	4,7	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**4.1**	**3.5**	**3.3**	**3.1**	**3.0**
Arbejdsløshed (årlig sats)		3.4 (10)		3.3	3.2	3.4	2.7	3.0
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**2.1**	**1.4**	**3.4**	**1.7**	**1.2**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.5**	**-0.9**	**-0.1**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-7.9**	**-4.0**	**0.1**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.22. PORTUGAL

I Portugal er der stadig bekymringer vedrørende husholdningernes, de ikkefinansielle virksomheders og det offentliges gældskvote samt gældskvoten over for udlandet, selv om gældskvoterne begyndte at falde igen efter covid-19-krisen. Væksten i de nominelle boligpriser er stigende, og der er opstået tegn på overvurdering af boligpriserne. Der er fortsat risici i forbindelse med feedbacksløjfer mellem den finansielle sektoren og den offentlige sektor.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Portugal er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes beståen eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Portugal.

Den reale BNP-vækst forventes at være 6,6 % i 2022 og 0,7 % i 2023. Inflationen er høj og forventes stort set at lægge sig på linje med gennemsnittet i euroområdet. Målt fra år til år steg den til 10,6 % i oktober med en kerneinflation anslået til 6,5 % i september. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Portugals resultattavle viser, at seks indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, realvæksten i boligpriserne, gælden i den private sektor, den offentlige gæld og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- **Holdbarheden over for udlandet** udgør fortsat et problem. Selv om nettostillingen over for udlandet er kraftigt forbedret og nåede det højeste niveau i 15 år, er den stadig stor og negativ med yderligere forbedringer forventet indtil 2024. Underskuddet på de løbende poster steg til 1,2 % af BNP i 2021, da forbedringerne i rejseaktiviteten og eksporten af varer blev mere end opvejet af den forværrede handelsbalance inden for energiprodukter. Underskuddet forventes at stige en smule i 2022 som følge af prismæssige virkninger. Væksten i de nominelle enhedslønomkostninger var begrænset i 2021 og forventes at blive negativ i 2022. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs faldt i 2021. Målt fra år til år faldt den også i august 2022.

- Der er fortsat sårbarheder vedrørende de **ikkefinansielle virksomheders gældskvote**, selv om den er for nedadgående. Den faldt til 90,5 % i 2021, men er stadig mere end fire procentpoint højere end i 2019. De ikkefinansielle virksomheders gældskvote fortsatte med at falde i første halvår af 2022, men der er risikofaktorer forbundet med det makroøkonomiske miljø. Den ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Virksomheders misligholdte lån i procent af bankernes erhvervslån fortsatte med at falde. Husholdningernes gældskvote ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler, selv om den er faldet i 2021 og fortsatte med at falde i første halvår af 2022.

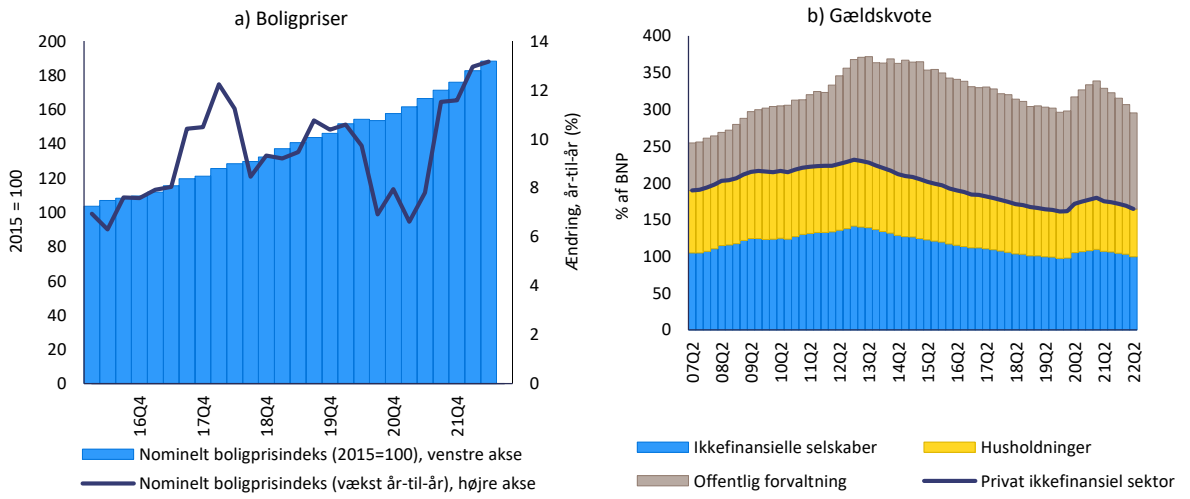
- Bekymringer vedrørende **boligprisudviklingen** vokser. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 8,8 % til 9,4 % i 2021. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år faldt til 13,2 % i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 23 % i 2021. Over to tredjedele af realkreditlån har renter, som kun er faste i op til et år.

- Bekymringer vedrørende den **offentlige gæld** er fortsat betydelige. I 2021 faldt den med ni procentpoint til 125,5 % af BNP og forventes at falde yderligere, så den i 2022 når under niveauet før pandemien. Det offentlige underskud faldt til 2,9 % af BNP i 2021 og forventes at falde yderligere i prognoseperioden. Risiciene for finanspolitisk holdbarhed er store på mellemlang sigt og mellemstore på lang sigt.

- Bekymringerne vedrørende **banksektoren** aftog, men der er fortsat nogle sårbarheder. Rentabiliteten steg og soliditetsgraden forblev modstandsdygtig. Andelen af kernekapital ligger

imidlertid over de lovbestemte krav, men er lav i sammenligning med europæiske lande, mens rentabiliteten forbliver relativ lav. Andelen af misligholdte lån fortsatte sin nedadgående kurve, men ligger fortsat over EU-gennemsnittet, og andelen af svagt præsterende (fase 2-)lån er også høj. Risiciene i forbindelse med feedbacksløjfer mellem den finansielle sektor og den offentlige sektor foreligger endvidere stadig.

Figur 3.22.1: **Udvalgte figurer: Portugal**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.22.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Portugal**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**0.8**	**0.0**	**-0.6**	**-1.2**	**-1.1**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.0 (1)	-2.4 (2)	0.4	-1.0	-1.2	-1.4	-0.8
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-52.3 (3)**	**-15.7 (4)**	**-100.0**	**-104.6**	**-94.7**	**-85.2**	**-79.3**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-46.7	-46.7	-36.1		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**8.5**	**15.6**	**12.5 p**	**8.4**	**3.4**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				2.8	8.7	0.6 p	-0.9	3.8
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**-0.3**	**0.0**	**-2.8**	**-5.3**	**-7.3**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.9	0.8	-1.8	-4.4	-1.4
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**8.3**	**-1.5**	**-5.3**	**3.3**	**1.3**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				0.8	-10.2	0.1	12.2	-0.3
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**149.5**	**163.7**	**156.9 p**	**147.8**	**137.6**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**2.6**	**4.4**	**4.0 p**	**5.7**	**3.5**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		40.4 (6)	31.5 (7)	63.5	69.1	66.4	63,0	61,4
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		64.4 (6)	62.0 (7)	86,0	94,6	90,5	84,8	76,2
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**9.0**	**8.1**	**7.9**	**5.7**	**2.0**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		22.5 (8)		10,0	8,8	9,4	10,9	2,1
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**116.6**	**134.9**	**125.5**	**115.9**	**109.1**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,1	-5,8	-2,9	-1,9	-1,1
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**-0.2**	**6.6**	**7.1**	**1.8**	
Egenkapitalforrentning (%)				4,3	0,0	4,9		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		14,1	15,4	15,5		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				6.1e	4.9e	3.6p	3,4	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**7.7**	**7.0**	**6.8**	**6.5**	**6.1**
Arbejdsløshed (årlig sats)		6.2 (10)		6.7	7.0	6.6	5.9	5.9
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**2.2**	**0.0**	**0.7**	**0.3**	**1.4**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-3.6**	**-2.3**	**-0.3**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-9.7**	**-1.4**	**3.1**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.23. RUMÆNIEN

I Rumænien fortsætter bekymringer vedrørende holdbarheden over for udlandet og det offentlige underskud med at vokse. Underskuddet på de løbende poster steg i 2021, og der er en yderligere stigning på vej. Det offentlige underskud er forbedret og forventes fortsat at blive forbedret, men forbliver højt. De nominelle enhedslønomkostninger forventes at stige i en situation med høj inflation, mangel på arbejdskraft og kraftige nominelle lønstigninger, hvilket resulterer i nogle bekymringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Rumænien er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes bestående eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Rumænien.

Den reale BNP-vækst forventes at være 5,8 % i 2022 og 1,8 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år steg den til 13,4 % i september med en kerneinflation anslået til 6,5 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Rumæniens resultattavle viser, at tre indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig de løbende poster, nettostillingen over for udlandet og væksten i de nominelle enhedslønomkostninger. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er yderligere forværret. Underskuddet på de løbende poster steg til 7,3 % af BNP i 2021, og der forventes en yderligere forværring i 2022. Nettostillingen over for udlandet (NIIP) blev forbedret en smule til -47,2 % af BNP i 2021 som følge af en kraftig nominel BNP-vækst og nogle positive værdireguleringer og forventes yderligere at blive forbedret i 2022, men at falde igen i 2023. NIIP korrigeret for ikkemisligholdte instrumenter forblev negativ, men tæt på balance.

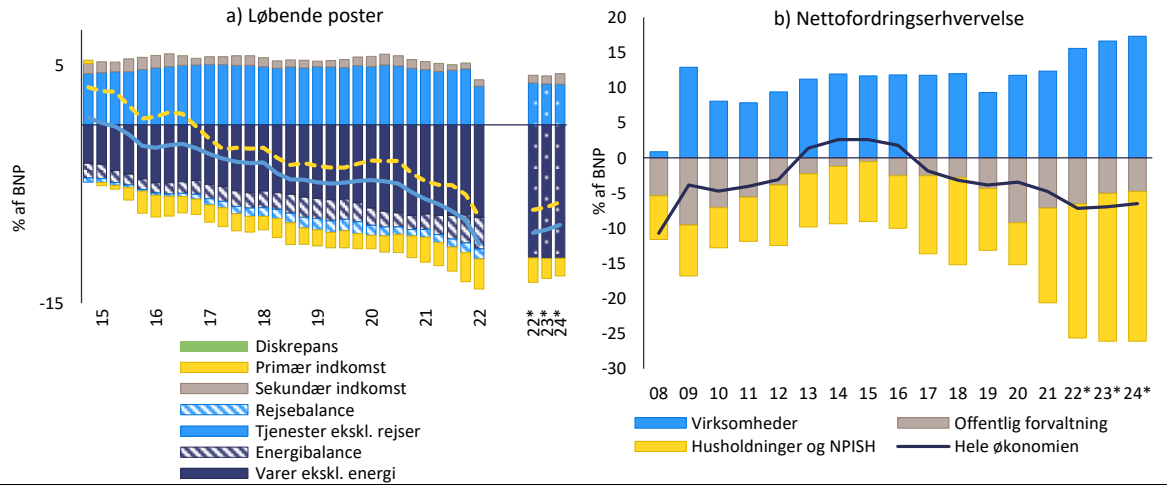
- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen**, som forelå allerede inden covid-19-pandemien, vokser yderligere. De nominelle enhedslønomkostninger steg en smule i 2021 og forventes at stige markant i 2022 og derefter i en situation med høj inflation, mangel på arbejdskraft og kraftige nominelle lønstigninger. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs forblev stort set uændret i 2021 og fortsatte med at være stort set stabil målt fra år til år i august 2022.

- Bekymringer vedrørende **boligprisudviklingen** er fortsat begrænsede. Væksten i de nominelle boligpriser faldt en smule fra 4,7 % til 4,4 % i 2021. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år steg til 8,5 % i andet kvartal af 2022. Parametrene for vurderingsgab viser ikke tegn på en potentiel overvurdering af boligpriser.

- Risiciene vedrørende den **offentlige gæld** vokser. Det offentlige underskud er forbedret, men er med sine 7,1 % af BNP i 2021 fortsat stort. Det forventes at falde yderligere. Den offentlige gæld er vokset til 48,9 % af BNP i 2021 og forventes at falde en smule dette år og næste år. Den overstiger fortsat langt niveauerne før covid. Afkastene på statsobligationer er blandt de højeste i EU. Valutakursrisiciene er høje, idet ca. halvdelen af statsgælden er stiftet i udenlandsk valuta, og ca. halvdelen af den offentlige gæld tilhører ikke-hjemmehørende i slutningen af 2021. Risiciene for finanspolitisk holdbarhed er store på mellemlang sigt og mellemstore på lang sigt.

- **Banksektoren** er stabil. Andelen af misligholdte lån faldt til 3,4 % af de samlede lån i 2021. Selv om andelen af kernekapital er tæt på EU-gennemsnittet, er rentabiliteten meget høj. Efter den monetære skærpelse er rentesatserne steget betydeligt i 2021 og 2022.

Figur 3.23.1: **Udvalgte figurer: Rumænien**



Kilde: Eurostat, Comext og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.23.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Rumænien**

	Tærskel	Benchmark I	Benchmark II	2019	2020	2021	prognose 2022	prognose 2023
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**-4.2**	**-4.8**	**-5.7**	**-7.2**	**-8.7**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.3 (1)	-5.0 (2)	-4.9	-4.9	-7.3	-9.5	-9.2
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-47.5 (3)**	**-8.0 (4)**	**-43.4**	**-47.6**	**-47.2**	**-39.8**	**-42.3**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-4.0	-7.0	-6.5		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**24.0**	**20.7**	**14.4 p**	**10.0**	**9.4**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				6.9	5.8	1.2 p	2.8	5.2
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**0.2**	**3.4**	**1.0**	**2.8**	**0.5**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-0.3	1.4	0.0	1.5	-0.9
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**17.4**	**19.9**	**10.6**	**12.1**	**9.2**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				1.5	1.9	0.5	4.1	0.8
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**46.5**	**48.0**	**48.1 p**	**45.8**	**39.5**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**2.0**	**1.3**	**3.8 p**	**5.0**	**3.1**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		59.8 (6)	20.4 (7)	15.4	16.1	15.8	14,8	14,2
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		97.9 (6)	39.9 (7)	31,1	31,9	32,3	31,0	25,3
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**-1.9**	**2.3**	**-1.1**	**-4.5**	**-5.8**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		-19.8 (8)		3,4	4,7	4,4	8,9	1,4
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**35.1**	**46.9**	**48.9**	**47.9**	**47.3**
Offentlig saldo (% af BNP)				-4,3	-9,2	-7,1	-6,5	-5,0
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**10.3**	**13.4**	**14.3**	**0.8**	
Egenkapitalforrentning (%)				12,3	9,0	13,1		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		19,0	21,8	19,9		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				4.3e	3.9e	3.4p	3,1	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**5.4**	**5.4**	**5.5**	**5.7**	**5.6**
Arbejdsløshed (årlig sats)		5.5 (10)		4.9	6.1	5.6	5.4	5.8
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**3.1**	**2.3**	**3.2**	**2.2**	**2.2**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.4**	**-0.6**	**-0.2**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-4.9**	**-1.4**	**0.5**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.24. SLOVENIEN

I Slovenien er der fortsat nogle bekymringer vedrørende udviklingen af boligpriserne og det offentlige underskud, selv om dertil knyttede risici synes at være begrænsede. Væksten i de nominelle boligpriser er blandt de højeste i EU, men boligpriserne viser ingen tegn på potentiel overvurdering. Begrænsningerne på forsyningssiden og den høje inflation kan få indvirkning på omkostningskonkurrenceevnen og væksten på mellemlang sigt. Det offentlige underskud er fortsat højt.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Slovenien. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Slovenien.

Den reale BNP-vækst forventes at være 6,2 % i 2022 og 0,8 % i 2023. Inflationen er høj. Målt fra år til år steg den til 10,3 % i oktober med en kerneinflation anslået til 6,6 % i september. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Sloveniens resultattavle viser, at fire indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, realvæksten i boligpriserne, den offentlige gæld og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er ikke udtalte. Efter flere år med registrering af meget store overskud faldt stillingen på de løbende poster til 3,8 % af BNP i 2021. Den væsentligste drivkraft var den faldende varehandelsbalance, herunder i mindre grad inden for energiprodukter. De løbende poster forventes at falde yderligere og gå i negativ i 2022. Nettostillingen over for udlandet (NIIP) fortsatte sin stabile stigning og nåede -6,8 % af BNP i 2021, og den forventes at gå i balance inden 2024. NIIP korrigeret for ikkemisligholdelige instrumenter er svagt positiv.

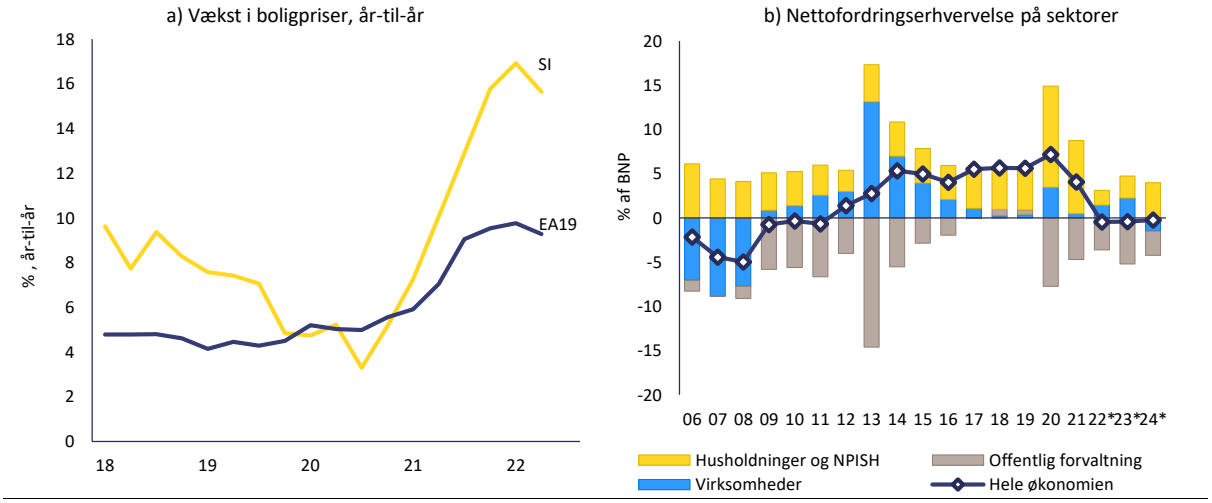
- **Omkostningskonkurrenceevnen** giver endnu ikke anledning til betydelige bekymringer. Væksten i de nominelle enhedslønomkostninger ændrede sig betydeligt i 2021 og forventes at gå i negativ i 2022. Enhedslønomkostninger forventes at stige i 2023. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs faldt marginalt i 2021. Målt fra år til år faldt den i august 2022.

- Den meget høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 4,6 % i 2020 til 11,5 % i 2021, hvilket er en af de højeste hastigheder i EU. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år var 15,6 % i andet kvartal af 2022. Parametrene for vurderingsgab viser ikke tegn på en potentiel overvurdering af boligpriser. De seneste transaktionsdata peger i retning af en mulig afmatning på markedet.

- Dynamikken i den **offentlige gæld** udgør fortsat en bekymring til trods for forbedringer. Det offentlige underskud faldt til 74,5 % af BNP i 2021 og forventes fortsat at falde gradvist. Det offentlige underskud er fortsat stort, men faldt til 4,7 % af BNP i 2021. Det forventes at falde yderligere i 2022, men at vokse i 2023. Risiciene for den finanspolitiske holdbarhed er store både på mellemlang og på lang sigt som følge af den ugunstige oprindelige budgetstilling samt en aldrende befolkning.

- **Banksektoren** er fortsat stabil. Selv om kapitaliseringen ligger under EU-gennemsnittet, steg rentabiliteten i 2021 og ligger et godt stykke herover. Andelen af misligholdte lån er i løbet af de seneste år faldet i betydelig grad og er fortsat lav.

Figur 3.24.1: **Udvalgte figurer: Slovenien**



Kilde: Eurostat, Ameco og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.24.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Slovenien**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**6.0**	**6.5**	**5.8**	**3.5**	**0.8**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.8 (1)	-1.1 (2)	5.9	7.6	3.8	-0.7	-0.6
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-63.0 (3)**	**5.1 (4)**	**-16.2**	**-15.6**	**-6.8**	**-2.0**	**0.2**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				0.8	1.6	9.7		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**8.0**	**14.5**	**12.8**	**7.4**	**5.8**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				3.9	7.3	1.1	-1.0	5.7
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**1.0**	**1.9**	**-0.4**	**-4.5**	**-6.6**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-0.5	0.6	-0.5	-4.5	-1.8
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**15.8**	**19.5**	**11.6**	**9.1**	**5.8**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				0.7	1.7	-0.5	3.1	0.7
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**68.6**	**69.5**	**66.4**	**64.4**	**59.0**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**0.8**	**-0.9**	**3.5**	**5.8**	**4.3**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		43.9 (6)	37.2 (7)	26.8	27.8	26.4	25,5	25,4
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		65.9 (6)	57.3 (7)	41,8	41,7	40,0	38,9	33,6
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**5.3**	**5.2**	**7.8**	**2.5**	**1.9**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		0.4 (8)		6,7	4,6	11,5	10,5	3,3
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**65.4**	**79.6**	**74.5**	**69.9**	**69.6**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,6	-7,7	-4,7	-3,6	-5,2
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**9.9**	**14.0**	**14.1**	**1.5**	
Egenkapitalforrentning (%)				10,3	11,3	9,5		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		17,8	16,7	16,9		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				3.4e	3.0e	2.1p	1,9	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**5.4**	**4.8**	**4.7**	**4.6**	**4.4**
Arbejdsløshed (årlig sats)		6.0 (10)		4.4	5.0	4.8	4.1	4.3
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**3.5**	**0.2**	**0.6**	**2.1**	**2.8**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-2.4**	**-1.2**	**-0.3**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-7.2**	**3.0**	**3.9**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.25. SLOVAKIET

I Slovakiet var der allerede bekymringer vedrørende omkostningskonkurrenceevnen og boligprisudviklingen inden covid-19-pandemien, og disse vokser. Væksten i de nominelle enhedslønomkostninger forventes at stige, og kerneinflationen er meget høj i sammenligning med de øvrige eurolande. Den kraftige vækst i boligpriserne fortsætter og ledsages af vedvarende stigninger i husholdningernes gæld i de seneste år. Underskuddet på de løbende poster stiger kraftigt. Det store offentlige underskud kræver nøje overvågning.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Slovakiet. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge nytilkomne sårbarheder og deres konsekvenser i en dybdegående undersøgelse af Slovakiet.

Den reale BNP-vækst forventes at være 1,9 % i 2022 og 0,5 % i 2023. Inflationen er meget høj, herunder i sammenligning med mange samhandelspartnere i euroområdet. Målt fra år til år steg den til 14,5 % i september med en kerneinflation anslået til 9,3 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Slovakiets resultattavle viser, at fem indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, væksten i de nominelle enhedslønomkostninger, den offentlige gæld, væksten i den finansielle sektors passiver og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Prognosen vedrørende **holdbarheden over for udlandet** er forværret. De løbende poster udviklede sig til et underskud på -2,5 % af BNP i 2021. I år forventes det at forværres markant og forblive stærkt negativt som følge af både energibalancen og et kraftigt fald i varebalancen uden for energisektoren. Den mindre forbedring i nettostillingen over for udlandet (NIIP), som var på -61 % af BNP i 2021, var resultatet af BNP-væksten og nogle positive værdireguleringer. Der forventes en mindre forværring i 2022, inden forbedringen fortsætter. Hovedparten af NIIP består af direkte investeringer, hvilket begrænser bekymringer vedrørende stillingen over for udlandet.

- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen**, som forelå allerede inden covid-19-pandemien, vokser yderligere. De nominelle enhedslønomkostninger steg i 2021, dog mindre end i tidligere år, men forventes at fortsætte med at stige kraftigt i 2022 og 2023 i forbindelse med Slovakiets høje kerneinflation og kraftige nominelle lønstigninger. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs forblev stort set uændret i 2021 og forblev også stort set stabil målt fra år til år i august 2022.

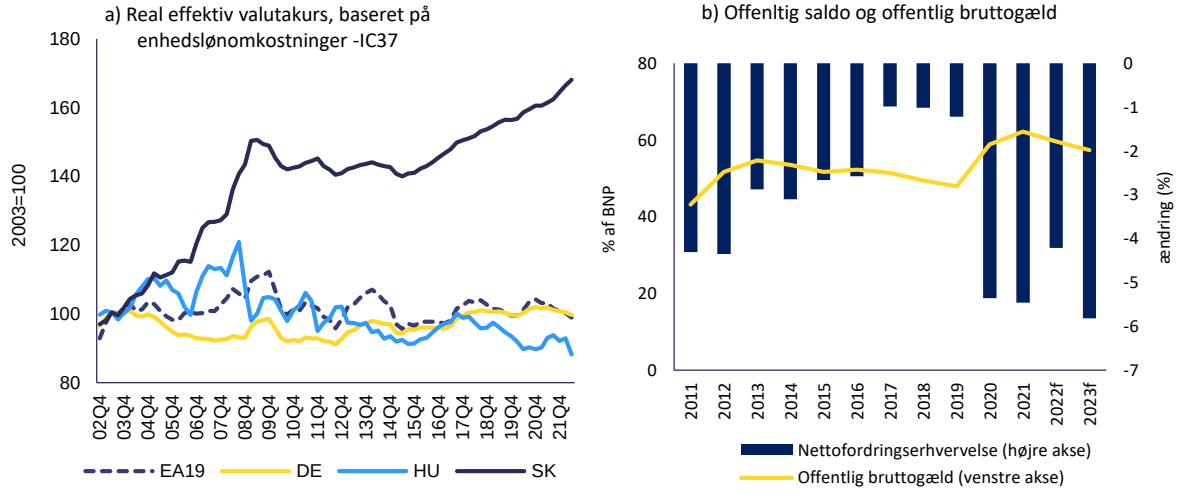
- **Husholdningernes gældskvote** ligger over benchmarket baseret på fundamentaler og tæt på det prudentielle benchmark. Husholdningernes gæld er betydelig større end blandt de øvrige lande og ligger på ca. 50 % af BNP. Nettokreditstrømmene til husholdningerne var relativt dynamiske i 2021, ca. 4 % af BNP, og forventes at stige i 2022. Husholdningernes gældskvote forblev stort set uændret i første halvdel af 2022. Husholdningernes misligholdte lån er lave og fortsatte med at falde i 2021.

- Udviklingen i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 9,6 % i 2020 til 6,4 % i 2021. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år steg til 16,6 % i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 14 % i 2021. Realkreditlån har været meget dynamiske og udgør en risiko. Stigningen i ejendomspriser var kraftig, især siden anden halvdel af 2021.

- Risiciene vedrørende den **offentlige gæld** er under kontrol på kort sigt. Den offentlige gæld steg til 62,2 % af BNP i 2021 og overskred resultattavlens grænseværdi for første gang. Den

forventes at fortsætte med at falde en smule, så den igen kommer under 60 % af BNP i 2022, hvilket stadig er 12 procentpoint højere end i 2019. Det offentlige underskud er forværret siden pandemien og nåede 5,5 % i 2021. Det offentlige underskud forventes at falde i 2022, men at stige igen i 2023. Risiciene for finanspolitisk holdbarhed er store både på mellemlang og lang sigt som følge af langsigtede gældsudviklinger og stigende omkostninger som følge af befolkningens aldring.

Figur 3.25.1: **Udvalgte figurer: Slovakiet**



Kilde: Eurostat, Ameco og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.25.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Slovakiet**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**-2.5**	**-1.7**	**-1.8**	**-2.7**	**-4.7**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.1 (1)	-3.2 (2)	-3.3	0.6	-2.5	-6.3	-5.4
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-47.9 (3)**	**-1.5 (4)**	**-65.6**	**-64.8**	**-61.0**	**-62.6**	**-57.4**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-14.1	-14.8	-14.7		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**14.2**	**15.4**	**14.1**	**16.6**	**16.6**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				5.3	5.5	2.8	7.6	5.5
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**2.6**	**5.3**	**3.1**	**1.2**	**-0.8**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				0.6	2.5	-0.1	-1.2	0.5
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**1.3**	**7.4**	**-2.9**	**-6.8**	**-9.3**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				-2.3	3.3	-4.2	-5.4	-0.8
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**91.0**	**94.5**	**95.0**	**94.8**	**79.3**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**4.5**	**2.5**	**5.5**	**8.0**	**2.3**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		49.5 (6)	30.0 (7)	43.4	46.6	47.8	49,3	47,5
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		75.3 (6)	47.4 (7)	47,6	47,9	47,2	45,5	31,8
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**6.2**	**7.2**	**3.0**	**-0.5**	**-4.0**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		13.9 (8)		9,1	9,6	6,4	10,0	5,9
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**48.0**	**58.9**	**62.2**	**59.6**	**57.4**
Offentlig saldo (% af BNP)				-1,2	-5,4	-5,5	-4,2	-5,8
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**5.8**	**10.2**	**24.0**	**3.0**	
Egenkapitalforrentning (%)				8,3	5,3	8,4		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		15,8	16,8	16,7		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				2.9e	2.5e	2.0p	1,9	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**6.8**	**6.3**	**6.4**	**6.6**	**6.5**
Arbejdsløshed (årlig sats)		7.4 (10)		5.7	6.7	6.8	6.3	6.4
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**0.8**	**0.4**	**0.2**	**1.0**	**1.6**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-2.9**	**-2.2**	**-0.8**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-6.3**	**0.4**	**4.8**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.26. FINLAND

I Finland er husholdningernes gæld høj, selv om dertil knyttede risici synes at være begrænsede. Næsten alle lån til boligkøb er med variable rentesatser, hvilket udsætter husholdningerne for risikoen for eventuelle højere satser. Banksystemet forekommer stærkt og modstandsdygtigt til trods for betydelige grænseoverskridende eksponeringer, særligt med andre nordiske lande.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen ikke en dybdegående undersøgelse og fandt ikke makroøkonomiske ubalancer med hensyn til Finland. I år finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage en dybdegående undersøgelse af Finland.

Den reale BNP-vækst forventes at være 2,3 % i 2022 og 0,2 % i 2023. Inflationen er høj, men dog lavere end i mange andre eurolande. Målt fra år til år faldt den til 8,3 % i oktober med en kerneinflation anslået til 4,4 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Finlands resultattavle viser, at to indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig gælden i den private sektor og den offentlige gæld. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Bekymringer vedrørende **omkostningskonkurrenceevnen** er begrænsede. De nominelle enhedslønomkostninger steg yderligere i 2021 og forventes at fortsætte med at stige, selv om Finland har en lavere kerneinflation end mange andre eurolande. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs faldt i 2021. Målt fra år til år faldt den i august 2022.

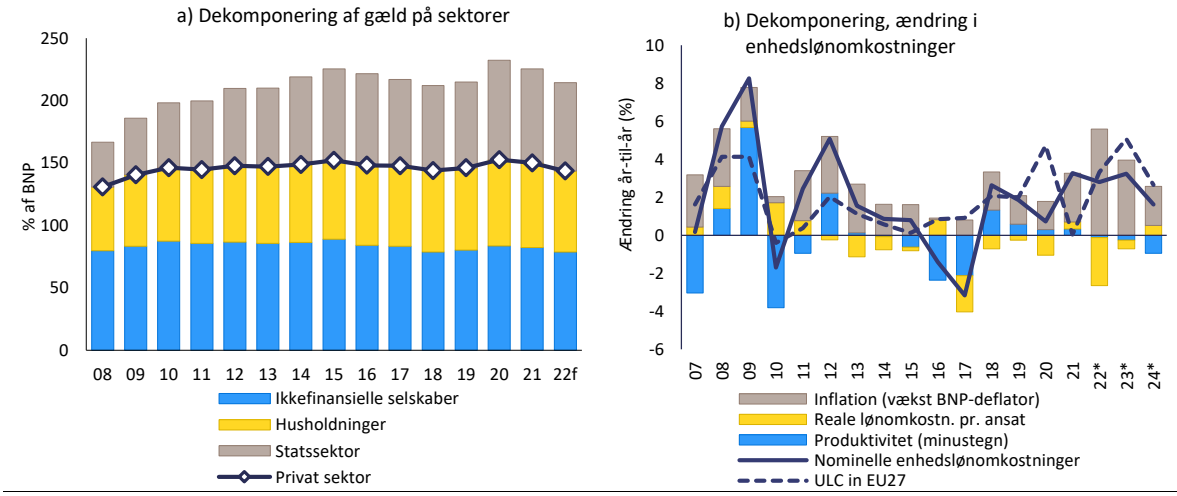
- **Husholdningernes gældskvote** ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler, dog er den er faldet i 2021 og forblev stort set stabil i første halvår af 2022, idet nettokreditstrømmene forventes at forblive moderate. Den nominelle BNP-vækst forventes stadig at støtte en nedgearing i 2022. Husholdningernes misligholdte gæld er fortsat lav. Næsten alle lån til boligkøb er med variable renter.

- Udviklingen i **boligpriser** vækker fortsat begrænset bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg til 4,6 % i 2021. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år var på 2,2 % i andet kvartal af 2022. Parametrene for vurderingsgab viser ikke tegn på en potentiel overvurdering af boligpriser.

- Risiciene vedrørende den **offentlige gæld** er begrænsede. Den faldt til 72,4 % af BNP i 2021 og forventes at stabilisere sig omkring dette niveau, men forblev over 2019-niveauet. Det offentlige underskud faldt til 2,7 % af BNP i 2021 og forventes at falde yderligere. Risiciene for den finanspolitiske holdbarhed er mellemstore både på mellemlang og på lang sigt.

- **Banksektoren** er fortsat stabil og modstandsdygtig. Andelen af kernekapital var i 2021 langt over EU-gennemsnittet, og rentabiliteten var høj. Andelen af misligholdte lån er meget lav og er faldet yderligere i 2021. Risiciene for finansiel stabilitet er fortsat begrænsede til trods for betydelige grænseoverskridende eksponeringer, særligt med andre nordiske lande.

Figur 3.26.1: **Udvalgte figurer: Finland**



Kilde: Eurostat, Ameco og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.26.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Finland**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**-1.0**	**-0.5**	**0.3**	**0.4**	**0.1**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		-0.5 (1)	-0.2 (2)	-0.3	0.7	0.6	-0.2	-0.3
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-79.3 (3)**	**2.0 (4)**	**4.0**	**-4.0**	**-1.4**	**4.7**	**4.3**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				6.9	5.8	15.8		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**1.3**	**5.3**	**6.0**	**7.4**	**10.0**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				1.9	0.7	3.3	3.2	3.1
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**0.1**	**2.3**	**-0.7**	**-5.4**	**-10.2**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-1.5	1.6	-0.8	-6.2	-3.6
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**3.1**	**11.6**	**4.9**	**-1.5**	**-2.8**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				2.7	1.0	-3.5	-2.4	-0.4
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**146.1**	**152.6**	**150.1**	**143.5**	**140.9**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**6.6**	**6.1**	**6.1**	**4.2**	**6.9**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		55.1 (6)	59.4 (7)	65.8	69.0	67.8	64,7	63,5
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		65.7 (6)	89.0 (7)	80,3	83,6	82,3	78,8	77,4
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**-0.6**	**1.3**	**2.8**	**-3.5**	**-1.9**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		-2.5 (8)		0,4	1,8	4,6	2,4	2,0
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**64.9**	**74.8**	**72.4**	**70.7**	**72.0**
Offentlig saldo (% af BNP)				-0,9	-5,5	-2,7	-1,4	-2,3
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**7.8**	**8.0**	**9.4**	**9.2**	
Egenkapitalforrentning (%)				4,9	5,8	9,2		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		17,6	18,1	17,8		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				1.4e	1.5e	1.2p	1,0	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**7.7**	**7.3**	**7.4**	**7.5**	**7.3**
Arbejdsløshed (årlig sats)		6.7 (10)		6.8	7.7	7.7	7.0	7.2
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**2.3**	**1.5**	**1.8**	**2.8**	**3.4**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-1.4**	**-1.1**	**-0.2**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**-2.8**	**1.0**	**-0.2**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

3.27. SVERIGE

I Sverige er der fortsat bekymringer vedrørende vedvarende høj vækst i boligpriserne og stor gæld i husholdningerne og virksomhederne. Væksten i de nominelle boligpriser er, selv om den er faldende, fortsat høj som følge af en anslået overvurdering af boligpriser.

I den seneste makroubalanceprocedure foretog Kommissionen en dybdegående undersøgelse og fastslog, at Sverige er berørt af makroøkonomiske ubalancer. Dette år finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at undersøge ubalancernes bestående eller deres afvikling i en dybdegående undersøgelse af Sverige.

Den reale BNP-vækst forventes at være 2,9 % i 2022 og -0,6 % i 2023. Inflationen er høj, selv om den er noget lavere end i mange andre EU-lande, parallelt med betydelige pengepolitiske stramninger. Målt fra år til år steg den til 10,3 % i september med en kerneinflation anslået til 5,8 %. Priser forventes at stige hurtigere end lønninger.

Fortolkningen af Sveriges resultattavle viser, at fire indikatorer i 2021 lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig realvæksten i boligpriserne, kreditstrømmene i den private sektor, gælden i den private sektor og ændringen i ungdomsarbejdsløsheden. En økonomisk fortolkning af resultattavlen fremhæver følgende relevante udviklinger:

- Udviklinger af **omkostningskonkurrenceevnen** forekommer ikke bekymrende for øjeblikket. De nominelle enhedslønomkostninger steg kun lidt i 2021, men forventes at stige mere kraftigt i 2022 og 2023. Ikke desto mindre steg den HICP-baserede reale effektive valutakurs i 2021. Målt fra år til år faldt den imidlertid markant i august 2022. Den nominelle valutakurs faldt i 2022. Det solide overskud på de løbende poster mindsker risiciene for store valutabevægelser. Overskuddet faldt til 5,4 % af BNP i 2021 og forventes at fortsætte med at falde i 2022. Nettostillingen over for udlandet er positiv og forventes at stige.

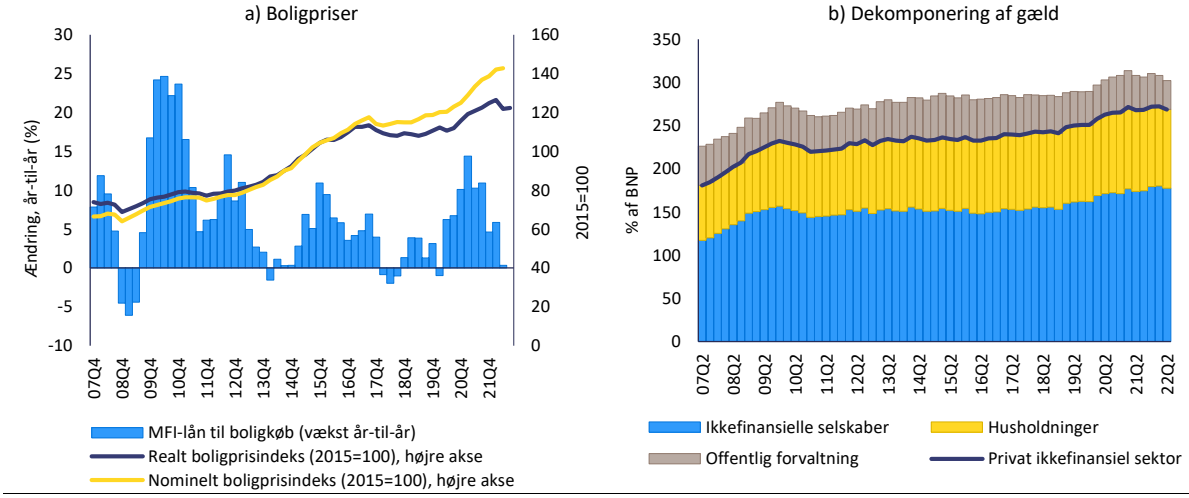
- De **ikkefinansielle virksomheders gældskvote** er fortsat blandt de højeste i EU og steg til 123 % i 2021. Den ligger fortsat over både det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler og er 11 procentpoint højere end i 2019. Den store andel af koncernintern finansiering på tværs af grænserne inden for virksomhedsgæld mindsker risiciene. Virksomhedernes gældsætning ledsages af store og voksende likviditetsbuffere, hvilket yderligere mindsker risiciene, selv om dele af erhvervssektoren er udsat for stigninger i energipriser og rentesatser. Kreditstrømmene til ikkefinansielle virksomheder i % af BNP er store. Erhvervsejendomme udgør en særlig kilde til bekymring, også på grund af deres finansiering.

- **Husholdningernes gældskvote** er fortsat blandt de højeste i EU og ligger både over det prudentielle benchmark og benchmarket baseret på fundamentaler. Den er faldet i forhold til BNP i 2021 og fortsatte med falde en smule i første halvdel af 2022 som følge af dynamiske nettokreditstrømme. Husholdningernes gæld har i forhold til husholdningernes disponible bruttoindkomst været støt stigende siden 2013 og er i 2021 nået tæt på 190 % af BNP. Husholdningernes misligholdte gæld er fortsat lav, men gældsbetjeningen stiger hurtigt med hensyn til rentesatser. Over to tredjedele af realkreditlån har variable rentesatser, som kun er faste i op til et år.

- Den meget høje vækst i **boligpriser** udgør fortsat en bekymring. Væksten i de nominelle boligpriser steg fra 4,2 % til 10,1 % i 2021 og voksede med en af de højeste hastigheder i EU. Væksten i de nominelle boligpriser målt fra år til år faldt til 7,1 % i andet kvartal af 2022. Boligpriserne blev anslået til at være overvurderet med 35 % i 2021, hvilket er en af de højeste procentsatser i EU. Boligpriserne begyndte at falde markant fra midten af 2022 som følge af stigninger i rentesatser og energipriser, hvilket lægger pres på husholdningernes finanser, da gældsniveauet fortsat er højt.

- **Banksektoren** er fortsat sund. Andelen af kernekapital er tæt på EU-gennemsnittet, og rentabiliteten er meget høj. Andelen af misligholdte lån er meget lav. Kreditgivningen til både virksomheder og husholdninger er den højeste i EU og er vokset yderligere i 2021. Den nuværende korrektion af boligpriser og ændringer i betingelserne for erhvervsejendomme udgør en udfordring for den finansielle sektor. Sektoren er også stærkt afhængig af internationale markeder og interbanklångivning blandt svenske banker til sin finansiering, hvilket udsætter banksektoren for globale markedsrisici.

Figur 3.27.1: **Udvalgte figurer: Sverige**



Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens tjenestegrene.

Tabel 3.27.1: **Vigtige økonomiske og finansielle indikatorer, Sverige**

	Tærskel	*Benchmark I*	*Benchmark II*	*2019*	*2020*	*2021*	prognose *2022*	prognose *2023*
Stilling over for udlandet								
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP, gennemsnit over 3 år)	**-4%/6%**			**3.7**	**4.7**	**5.6**	**4.9**	**4.0**
Betalingsbalancens løbende poster (% af BNP)		0.7 (1)	0.3 (2)	5.5	5.9	5.4	3.3	3.4
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	**-35%**	**-87.4 (3)**	**4.1 (4)**	**13.2**	**9.4**	**21.2**	**37.9**	**39.9**
NENDI - NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP) (5)				-11.4	-10.9	-2.0		
Konkurrenceevne								
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis ændring over 3 år)	**9% (EA) 12% (Ikke-EA)**			**7.2**	**8.7**	**5.5**	**6.9**	**8.5**
Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (procentvis årlig ændring)				1.5	3.4	0.5	2.8	4.9
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	**±5% (EA) ±11% (Ikke-EA)**			**-8.3**	**-4.8**	**2.1**	**-2.4**	**-8.6**
Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis årlig ændring)				-3.8	3.0	3.0	-8.0	-3.5
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	**-6%**			**-2.9**	**3.1**	**-1.0**	**1.8**	**1.5**
Eksportmarkedsandele - % af verdenseksporten (procentvis årlig ændring)				2.9	4.1	-3.2	0.4	-2.5
Gæld i den private sektor								
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**133%**			**200.0**	**212.8**	**215.2**	**211.8**	**200.2**
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	**14%**			**9.7**	**14.4**	**16.6**	**15.0**	**12.0**
Gæld i husholdningerne, konsolideret (% af BNP)		70.3 (6)	78.3 (7)	88.5	93.7	92.5	90,2	88,8
Gæld i ikkefinansielle selskaber, konsolideret (% af BNP)		82.0 (6)	94.6 (7)	111,5	119,1	122,7	121,6	111,4
Boligmarkedet								
Boligprisindeks, deflateret (procentvis årlig ændring)	**6%**			**0.4**	**3.3**	**8.1**	**-5.9**	**-8.3**
Boligprisindeks, nominelt (procentvis årlig ændring)		34.6 (8)		2,5	4,2	10,1	6,5	1,9
Gæld i den offentlige sektor								
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	**60%**			**35.2**	**39.5**	**36.3**	**32.1**	**29.4**
Offentlig saldo (% af BNP)				0,6	-2,8	-0,1	0,2	0,2
Banksektoren								
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	**16.5%**			**11.5**	**10.7**	**10.9**	**0.9**	
Egenkapitalforrentning (%)				10,9	8,4	10,0		
Egentlig kernekapitalprocent		10.6 (9)		17,7	19,2	19,2		
Misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder (% af bruttolån)				1.1e	1.0e	1.0p	0,8	
Arbejdsmarkedet								
Arbejdsløshed (gennemsnit over 3 år)	**10%**			**6.8 b**	**7.3 b**	**8.1**	**8.2**	**7.9**
Arbejdsløshed (årlig sats)		6.7 (10)		7.0	8.5	8.8	7.2	7.6
Erhvervsfrekvens - % af befolkningen i alderen 15-64 (ændring over 3 år, procentpoint)	**-0.2 pp**			**0.8**	**0.0**	**0.6 b**	**1.0**	**1.2**
Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring over 3 år, procentpoint)	**0.5 pp**			**-0.5**	**-0.2**	**0.2**		
Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring over 3 år, procentpoint)	**2 pp**			**1.1**	**6.3**	**7.9**		

Anm.: Se bilag 1.

Kilde: Kommissionens tjenestegrene, Eurostat og ECB, Europa-Kommissionen for så vidt angår prognosetal (efterårsprognose 2022).

Tabel A1.1: **Anmærkninger til tabellerne i landeafsnittet**

Notes to the tables of the country section
Anm.: De markedere felter indeholder værdier, der ligger på eller uden for grænseværdierne. Forklaring: b: brud i talrækken. d: definition er forskellig. e: estimat p: foreløbig.
(1) 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 assessement of current account benchmarks", European Economy, Discussion Paper 86/2018.
(2) Stilling på de løbende poster der er nødvendig for at holde NIIP stabilt over -35% af BNP over 20 år: Beregninger på grundlag af Kommissionens T+10 fremskrivnnger. Se L. Coutinho m.fl. (2018), "Methodlogies for the assemsent oof current account bencghmarks", European Economy, Discussion Paper 86/2018.
(3) Prudentielt benchmark for NIIP/NENDI: det prudentielle benchmark for NIIP er det landespecifikke niveau, over hvilket der skønnes at være større sandsynlighed for at opstå betalingsbalanceproblemer. Benchmark for NENDI er tilfældigvis det samme. A. Turrini og S. Zeugner (2019) "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/ maj 2019.
(4) NIIP-benchmark pba. fundamentaler (NIIP-norm): Det opnåede NIIP, hvis landet har bevaret en stilling på de løbende poster i overensstemmelse med fundamentalerne siden 1994. Den udgør således den del af NIIP, der kan tilskrives de grundlæggende økonomiske forhold. A. Turrini og S. Zeugner (2019) "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/ maj 2019.
(5) NIIP ekskl. ikkemisholdelige instrumenter (NENDI): undergruppe af NIIP, der udelukker rent egenkapitalrelaterede komponenter, dvs. udenlandske direkte investeringer (FDI) egenkapital og aktier, samt selskabsintern grænseoverskridende gæld relateret til FDI, og den repræsenterer således NIIP eksklusive instrumenter, der ikke kan misligholdes. A. Turrini og S. Zeugner (2019) "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper 097/ maj 2019.
(6) Prudentielt benchmark for gæld i ikkefinansielle selskaber og husholdninger målt i BNP: svarer til det niveau, over hvilket der er større risiko for vanskeligheder. Det udledes ved regressioner, som mindsker sandsynligheden for undgåede kriser og falske advarsler. J. C. Bricongne,L. Coutinho, A.Turrini, S.Zeugner (2019), "Is Private Debt Excessive?", Open Economies Review, 1- 42.
(7) Det fundamentale benchmark for gæld i ikkefinansielle selskaber og husholdninger målt i BNP: defineret som den gennemsnitlige stilling på de løbende poster, der er nødvendig for at nå en NIIP på eller over -35% af BNP og holde den der de næste 20 år. J.C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini, S. Zeugner (2019), "Is Private Debt Excessive?", Open Economies Review, 1- 42.
(8) Gennemsnitlig boligprisgab: det simple gennemsnit af pris-/indkomstkvoten, pris-/lejekvoten og modelværdier for vurderingsgab. Modelværdien for vurderingsgabet asnslås ud fra kointegration ved hjælp af et system med fem grundlæggende variable; samlet befolkning, real boligmasse, real disponibel indkomst pr. indbygger, real lang rente og pris-deflator for udgifter til endeligt forbrug. Baseret på N.Philiponnet, A. Turrini (2017), "Assessing House Price Developments in the EU," European Economy - Discussion Papers 2015 - 048, Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender (DG ECFIN), Europa-Kommissionen.
(9) Egentlig kernekapitalprocent som krævet af ECB i tilsynskontrol- og vurderingsprocessen 2021.

Kilde: Europa-Kommissionens tjenestegrene.

BILAG 2: PROGNOSER OG NOWCASTING AF 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 for 2022 og derefter. Opgørelserne bygger på Kommissionens efterårsprognose 2022, for så vidt som de foreligger. Er dette ikke tilfældet, bygger opgørelserne hovedsagelig på prognoser udarbejdet af Kommissionens tjenestegrene til denne rapport om varslingsmekanismen.

Nedenstående tabel indeholder en oversigt over de antagelser, der ligger til grund for prognoserne vedrørende værdierne for de overordnede indikatorer i resultattavlen. De BNP-opgørelser, der anvendes som nævner i forbindelse med visse nøgletal, stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2022.

I de tilfælde, hvor variablen vedrører en ændring over flere år (f.eks. ændring over fem år for eksportmarkedsandele), er det kun komponenten for 2022 og 2023, der bygger på prognoser, mens komponenterne for 2021 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 (treårigt gennemsnit)	Værdier fra Kommissionens efterårsprognose 2022 vedrørende stillingen på betalingsbalancens løbende poster (betalingsbalancekonceptet)	Ameco
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	Prognoser udarbejdet af Kommissionens tjenestegrene baseret på Kommissionens efterårsprognose 2022 over den samlede økonomis nettofordringserhvervelse	Kommissionens tjenestegrene
Real effektiv valutakurs, 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over tre år)	Værdierne er baseret på Kommissionens efterårsprognose 2022	Ameco
Eksportmarkedsandele, % af verdenseksporten (procentvis ændring over fem år)	Værdierne er baseret på Kommissionens efterårsprognose 2022: 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 tre år)	Værdierne er baseret på Kommissionens efterårsprognose 2022	Ameco
Boligprisindeks (2015=100), deflateret (procentvis årlig ændring)	Prognose udarbejdet af Kommissionens tjenestegrene	Kommissionens tjenestegrene
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Prognose udarbejdet af Kommissionens tjenestegrene	Kommissionens tjenestegrene
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Prognose udarbejdet af Kommissionens tjenestegrene	Kommissionens tjenestegrene
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2022	Ameco
Ledighed (treårigt gennemsnit)	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2022	Ameco
Samlede passiver i den finansielle sektor, ikke-	Prognose udarbejdet af Kommissionens tjenestegrene	Kommissionens tjenestegrene

konsolideret (procentvis årlig ændring)		
Erhvervsfrekvens, % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (ændring i procentpoint over tre år)	Prognose udarbejdet af Kommissionens tjenestegrene	Kommissionens tjenestegrene

År2021	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 (2015=100) (procentvis ændring over 3 år)	Boligpris-indeks (2015=100), deflateret (procentvis årlig ændring)	Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	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)
Thresholds	-4%/+6%	-35%	±5% (EA) ±11% (ikke-EA)	-6%	9% (EA) 12% (ikke-EA)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0.5	59.9	0.6	2.4	5.4p	4.5	3.8p	169.0p	109.2	5.9	7.5	1.1	0.0	2.2
BG	0.5	-18.4	3.8	12.2	16.4	2.5p	4.4	84.4	23.9	5.5	9.5	0.6	-1.0	-0.1
CZ	0.5	-15.6	5.0	-1.1	13.9	16.4	2.9	78.8	42.0	2.5	7.9	0.0	0.1	1.5
DK	8.5	77.0	-1.1	6.5	6.1	9.5	12.3	214.7	36.6	5.2	11.7	1.4	0.0	0.3
DE	7.3	70.7	0.5	-5.9	7.4p	8.2p	5.7p	120.4p	68.6	3.4b	7.2	1.2	-0.2	0.3
EE	-0.1	-13.0	1.9	17.8	10.7	10.4	6.5	95.3	17.6	5.9	17.5	-0.2	0.3	4.7
IE	-4.2	-145.5	-2.6	39.9	-7.9	4.2	2.6p	168.1p	55.4	5.7	18.8p	1.8	-0.3	0.7
EL	-5.0	-171.9	-3.1	9.6	4.0p	6.4e	-0.1p	120.7p	194.5	16.7	14.3	-0.8	-3.3	-5.7
ES	1.2	-71.5	-0.5	-10.5	12.3p	1.5	2.5p	139.1p	118.3	14.8d	6.6	0.0d	-0.2d	0.5d
FR	-0.3	-32.1	-0.4	-11.4	4.6p	4.7	6.5p	167.8p	112.8	8.1d	7.3p	0.2d	-0.2d	-3.1d
HR	1.8	-35.1	-1.5	7.9	6.4p	4.5	3.0p	88.5p	78.4	7.2	11.7	2.4	-0.6	-1.8
IT	3.4	8.1	-1.8	-6.2	4.6	0.9	3.3	113.5	150.3	9.6	6.2	-1.1	-1.1	-2.5
CY	-7.5	-117.8	-2.4	24.9	4.1p	-4.3	4.3p	248.4p	101.0	7.4	-0.8	1.7	-0.1	-3.1
LV	-0.7	-27.4	2.3	13.4	14.5	7.3	0.9	58.0	43.6	7.3	13.2	-1.8	-1.1	2.6
LT	4.0	-7.4	4.4	37.9	19.2	11.0	5.9	53.9	43.7	7.3	25.2	0.9	0.6	3.2
LU	4.2	30.6	0.6	13.1	11.2p	12.4	53.9p	340.6p	24.5	5.9	11.4	2.1	0.4	2.7
HU	-1.9	-53.1	-4.1	0.0	12.4p	10.0p	12.7p	80.5p	76.8	3.8	16.4	2.1	-0.1	3.6
MT	-0.8	52.8	-1.2	-0.9	12.9	3.8p	9.4	131.8	56.3	3.8	7.7	3.5	-0.9	0.3
NL	6.4	93.0	2.2	1.1	11.2p	11.2p	11.7p	229.3p	52.4	4.5	-0.3p	1.0	-0.4	0.4
AT	1.9	14.7	1.2	-2.7	9.9	9.9	7.4	129.7	82.3	5.7	8.0	0.1	0.3	1.0
PL	0.3	-39.5	-0.4	24.9	9.9b	3.7	4.0	71.6	53.8	3.3	13.6	3.4	-0.1	0.1
PT	-0.6	-94.7	-2.8	-5.3	12.5p	7.9	4.0p	156.9p	125.5	6.8	7.1	0.7	-0.3	3.1
RO	-5.7	-47.2	1.0	10.6	14.4p	-1.1	3.8p	48.1p	48.9	5.5	14.3	3.2	-0.2	0.5
SI	5.8	-6.8	-0.4	11.6	12.8	7.8	3.5	66.4	74.5	4.7	14.1	0.6	-0.3	3.9
SK	-1.8	-61.0	3.1	-2.9	14.1	3.0	5.5	95.0	62.2	6.4	24.0	0.2	-0.8	4.8
FI	0.3	-1.4	-0.7	4.9	6.0	2.8	6.1	150.1	72.4	7.4	9.4	1.8	-0.2	-0.2
SE	5.6	21.2	2.1	-1.0	5.5	8.1	16.6	215.2	36.3	8.1	10.9	0.6b	0.2	7.9

De markerede felter indeholder værdier, der ligger på eller uden for grænseværdien. Forkl.: b: brud i serien. d: definition forskellig. e: estimat. p: foreløbig.

1) For beskæftigelsesindikatoren henvises til side 2 i rapporten om varslingsmekanismen fra 2016. 2) Boligprisindeks e = estimat fra EL's centralbank. 3) Beskæftigelsesindikator, d = Spanien og Frankrig har foretaget en vurdering om arbejdstilknytning og medtaget personer med arbejdsfravær af ukendt varighed, men som ventes at vende tilbage i samme stilling, når covid-19-sundhedssituationen tillader det, i beskæftigelsestallene.
Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender (for den reale effektive valutakurs), og data fra Den Internationale Valutafond, WEO (for verdenseksport i mængder af varer og tjenester)

År 2021	Realt BNP (procentvis årlig ændring)	Faste bruttoinvesteringer (% af BNP)	Nationalr bruttoudgifter til FoU (% af BNP)	Løbende poster plus kapitalposter (fordringserhvervelse, netto) (% af BNP)	Nettostilling over for udlandet ekskl. ikkemisligholdelige instrumenter (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningsinadet - 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)	Byttеforhold (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 banksektoren, konsolideret, indenlandske og udenlandske enheder (aktiver i alt/egenkapital i alt)
BE	6.1p	24.2p	na	0.6	37.3	4.0	166.7	-3.3p	0.4	7.1	-1.2p	1.0p	4.2p	1.6p	-3.3	16.1	6.3p	62.1	13.8p
BG	7.6	16.3	0.8p	0.2	49.8	2.6	80.8	-3.4	2.3	17.4	8.2	0.7	7.4	4.8p	54.2	20.5p	2.8	24.9	8.0p
CZ	3.5	26.0	2.0p	0.7	36.4	2.7	82.1	-2.5	4.5	3.4	0.8	-3.4	3.2	1.7p	15.1	41.7	4.6	34.4	12.3p
DK	4.9	22.6	2.8p	9.1	32.1	3.3	56.6	-0.5	-1.3	11.3	1.9	-2.3	2.3	1.8p	-6.6	20.2	6.0	104.3	16.2p
DE	2.6p	21.8p	3.1p	7.3	54.6	1.7	49.6	-1.9p	0.6	-1.6	-1.6p	-0.6p	2.5p	1.1p	12.9	27.1p	7.2p	56.7	14.1p
EE	8.0	28.9	1.7p	7.1	39.9	19.6	125.9	-0.3	1.4	23.2	1.4	9.6	7.9	1.1p	21.7	30.5	4.9	37.8	9.4p
IE	13.6	23.3	1.3p	15.1	-335.1	16.5	418.6	-1.2	-1.7	46.3	-4.4	3.8	7.1	2.4p	-37.6	11.2	2.1	29.7p	8.8p
EL	8.4p	13.3p	1.4p	-4.6	-150.2	3.1	23.4	-3.1p	-4.3	14.6	-5.2p	13.8p	5.6p	8.6p	-22.5	20.4e	1.3p	55.2	17.0p
ES	5.5p	19.8p	na	1.9	-39.7	3.0	76.4	-2.1p	-0.7	-6.4	0.0p	4.1p	3.0p	2.9p	-8.5	11.5	5.4p	58.4	15.8p
FR	6.8p	24.2	2.2	0.8	-37.2	3.0	51.9	-1.7	-0.5	-7.4	-1.0	-1.5p	4.2p	1.9p	-5.2	15.6	6.7p	66.7p	15.8p
HR	10.2p	21.6p	1.3p	5.5	12.0	6.9	63.4	-2.5p	-2.3	12.8	-1.8p	23.0p	8.9p	4.2p	-16.6	25.9	3.1p	34.7	7.8p
IT	6.7	20.0	1.5p	3.0	6.4	0.9	30.8	-2.5	-2.1	-1.9	-2.0	3.1	6.1	3.5p	-6.1	4.5	4.8	43.4	14.3p
CY	6.6p	19.5p	na	-6.4	-76.4	-123.3	1595.5	-4.4p	-2.4	30.6	-1.6p	3.3p	5.3p	5.6p	-16.3	0.0	7.6p	83.0	16.0p
LV	4.1	22.3	0.7p	-2.8	18.9	9.5	67.1	-2.5	1.1	18.5	7.7	-4.4	6.8	2.1p	35.8	25.0	2.2	19.4	10.3p
LT	6.0	21.4	1.1p	2.6	22.2	4.5	55.5	-4.8	3.2	44.2	-4.3	6.7	4.7	1.2p	30.7	33.0	3.0	23.6	15.7p
LU	5.1p	16.5p	na	5.9	-4766.5	-269.1	5498.4	-2.8p	0.6	18.2	2.0p	-0.6p	2.1p	0.6p	9.8	43.6	3.3p	66.0	15.2p
HU	7.1p	27.2p	1.6	-1.5	-1.5	16.1	323.0	-4.4p	-4.4	4.6	-2.2p	0.0p	6.0p	3.2p	14.9	43.0p	3.9p	21.0	10.8p
MT	10.3	22.1p	0.7	-3.6	259.4	25.1	1481.5	-4.4	-1.2	3.6	1.6	-1.3	7.2	3.0p	14.8	15.3p	3.7p	53.4	12.6p
NL	4.9p	21.6p	na	7.3	26.0	-14.4	549.9	-1.5p	2.4	5.7	-0.8p	-5.1p	2.8p	1.4p	1.6	32.8p	5.5p	100.4p	16.3p
AT	4.6	26.5	3.2p	0.4	-4.2	2.6	60.1	-2.4	1.1	1.7	-2.6	-0.7	2.5	1.8p	7.2	28.1	5.3	52.1	11.7p
PL	6.8	17.0	1.4p	-0.8	0.8	5.5	50.1	-2.0	-0.6	30.6	1.1	2.2	5.3b	5.0p	5.1	31.1	2.3	32.3	12.9p
PT	5.5p	20.3p	1.7p	0.6	-36.1	3.1	85.6	-2.7p	-3.0	-1.0	-0.5p	3.2p	3.5p	3.6p	2.3	30.9	3.8p	66.4	12.0p
RO	5.1p	24.1p	0.5p	-5.1	-6.5	4.1	46.6	-2.0p	0.2	15.7	5.6p	2.2p	3.2p	3.4p	35.4	13.0	2.6p	15.8	10.2p
SI	8.2	20.3	na	3.9	9.7	3.4	43.3	-2.8	-1.0	16.7	-1.5	4.2	6.8	2.1p	-0.4	24.5	2.4	26.4	9.6p
SK	3.0	18.9	1.0	-1.2	-14.7	0.8	66.5	-3.6	3.1	1.5	-2.6	0.3	3.6	2.0p	11.9	27.2	3.9	47.8	10.4p
FI	3.0	23.7	3.0	0.7	15.8	8.0	51.6	-1.9	-1.0	9.7	1.3	-4.9	-0.3	1.2p	-5.9	6.9	7.2	67.8	16.2p
SE	5.1	25.6	3.4	5.5	-2.0	9.2	91.7	-0.7	1.7	3.5	-0.1	-2.4	3.8	1.0p	4.2	17.6	5.3	92.5	16.4p

Forkl.:b: brug i serien e: estimat p: foreløbig.

1) Den officielle frist for indberetning af 2021-data vedrørende nationale bruttoudgifter til FoU er den 31. oktober 2022, og dataene blev udtrukket den 21. oktober 2022. 2) Boligprisindeks e = estimat fra EL's centralbank.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender (for den reale effektive valutakurs), Den Europæiske CentralBank (for gearing i bankerne (konsolideret) og misligholdte bruttolån, nationale og udenlandske enheder), og data fra Den Internationale Valutafond, WEO (for verdenseksport i mængder af varer og tjenester)

År 2021	Beskæftigelse (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 afsavn % af den samlede befolkning		Personer i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet % af den samlede beolkning i alderen 0-64	
					%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år
BE	1.9p	69.7	2.6	18.2	7.4b	-1.8b	18.8	-1.7	12.7	-3.7	6.3	-0.2	11.9	-1.2
BG	0.2	72.0	2.6	15.8	14.0b	-1.0b	31.7	-1.3	22.1	0.1	19.1	-3.2	8.4	-0.6
CZ	0.4	76.6	0.8	8.2	6.5b	0.9b	10.7	-1.1	8.6	-1.0	1.8	-0.6	5.4	0.9
DK	2.4	79.6	1.0	10.8	7.1b	-0.6b	17.3	-0.2	12.3	-0.4	3.1	-0.4	9.7	-0.3
DE	0.1p	78.7	1.2	6.9	7.5b	1.6b	20.7	2.2	15.8	-0.2	4.2	0.8	9.3	1.3
EE	0.1	79.1	1.6	16.7	10.9b	0.6b	22.2	-1.4	20.6	-1.3	1.9	-1.2	5.1	-0.2
IE	6.0	74.6	1.8	14.5	7.8b	-2.3b	20.0	-0.8	12.9	-2.0	5.1	-1.0	13.0	-0.2
EL	2.7p	67.3	9.2	35.5	11.0b	-3.1b	28.3	-2.0	19.6	1.1	13.9	-2.2	12.1	-1.5
ES	2.5p	73.7d	6.2d	34.8d	11.0bd	-1.4bd	27.8	0.5	21.7	0.2	8.3	-0.4	11.6	0.8
FR	2.5p	73.0d	2.3d	18.9d	10.6bd	-0.5bd	19.3	1.4	14.4	1.0	5.9	-0.8	10.7	3.2
HR	1.2	68.7	2.8	21.9	12.7b	-0.9b	20.9	-1.2	19.2	-0.1	3.5	-2.6	7.5	-1.8
IT	0.6	64.5	5.4	29.7	19.8b	0.6b	25.2p	-0.5p	20.1p	-0.2p	5.9p	-0.6p	10.8p	0.1p
CY	1.3p	76.7	2.6	17.1	12.8b	-0.4b	17.3	-1.8	13.8	-1.6	2.6	-1.2	5.8	-2.3
LV	-2.6	75.8	2.3	14.8	8.6b	0.8b	26.1	-2.3	23.4	0.1	5.3	-5.1	6.6	-0.7
LT	1.2	78.2	2.6	14.3	11.3b	3.3b	23.4	-5.1	20.0	-2.9	6.4	-5.6	7.8	-1.4
LU	3.0p	73.2	1.8	16.9	8.7b	3.4b	21.1b	1.0b	18.1b	1.4b	2.4b	0.8b	5.5b	-2.3b
HU	1.0p	76.2	1.3	13.5	10.6b	-0.1b	19.4	-1.2	12.7	-0.1	10.2	-1.7	5.3	-0.2
MT	2.9	78.2	0.9	9.4	9.8b	2.5b	20.3	1.1	16.9	0.1	5.4	0.7	5.3	0.0
NL	2.0p	83.7	0.8	9.3	5.1b	0.9b	16.6	0.1	14.4	1.1	2.1	-0.5	8.6	0.2
AT	2.0	77.2	2.0	11.0	8.5b	1.7b	17.3	0.5	14.7	0.4	1.8	-1.0	7.4	1.0
PL	1.5b	72.8	0.9	11.9	11.2b	2.5b	16.8p	-1.4p	14.8p	0.0p	2.9p	-1.6p	4.2p	-1.5p
PT	1.9p	75.2	2.9	23.4	7.6b	-0.8b	22.4	0.8	18.4	1.1	6.0	-0.6	5.3	-1.6
RO	1.8p	65.6	2.0	21.0	18.0b	3.5b	34.4	-4.3	22.6	-0.9	23.1	-5.2	3.5	-2.5
SI	1.3	75.0	1.9	12.8	6.6b	0.0b	13.2	-2.2	11.7	-1.6	1.8	-1.4	3.6	-0.8
SK	-0.6	74.6	3.9	20.6	11.0b	0.8b	15.6	0.4	12.3	0.1	5.7	0.3	5.0	-0.2
FI	3.3	78.8	1.8	17.1	7.7b	-0.8b	14.2	-2.4	10.8	-1.2	1.1	-1.1	8.6	-2.5
SE	1.2	82.9	1.9	24.7	5.1b	-0.9b	17.2	-0.5	15.7	-0.7	1.4	0.0	8.9	0.6

Forkl.: b: brud i serien. d: forskellig definition. p: foreløbig.

1) Beskæftigelsesindikatorer, d = Spanien og Frankrig har foretaget en vurdering om arbejdstilknytning og medtaget personer med arbejdsfravær af ukendt varighed, men som ventes at vende tilbage i samme stilling, når covid-19-sundhedssituationen tillader det, i beskæftigelsestallene. 2) Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under almen eller faglig uddannelse, b = brud i serien som følge af gennemførelsen af forordning (EU) 2019/1700. 3) Indkomst og levevilkår, b = indførsel af en CAWI-komponent for nyligt udvalgte husholdninger i 2021 for LU.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat