EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 21.11.2018
COM(2018) 758 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN

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

Rapport om förvarningsmekanismen 2019

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

{SWD(2018) 466 final}

Rapporten om förvarningsmekanismen inleder den årliga cykeln för förfarandet vid makroekonomiska obalanser. Syftet med förfarandet är att identifiera och rätta till obalanser som inverkar hämmande på medlemsländernas ekonomier och som kan störa Ekonomiska och monetära unionens funktion.

För rapporten används en resultattavla med utvalda indikatorer, en bredare uppsättning hjälpindikatorer och annan relevant information. De ska hjälpa till att spåra sådana potentiella ekonomiska obalanser i medlemsländerna som kan kräva politiska åtgärder. I rapporten fastställs vilka medlemsländer som kräver en fördjupad granskning, där vi undersöker om de makroekonomiska riskerna växer eller håller på att avvecklas och slår fast om det föreligger obalanser och om de i så fall är alltför stora. Med beaktande av diskussioner om rapporten med Europaparlamentet och i rådet och Eurogruppen kommer kommissionen därefter att utarbeta fördjupade granskningar för de berörda länderna. Enligt praxis utarbetas under alla omständigheter en fördjupad granskning för de länder där obalanser konstaterades i den förra omgången. Resultaten av de fördjupade granskningarna kommer att ingå i underlaget för de landsspecifika rekommendationerna inom den europeiska planeringsterminen för samordning. De fördjupade granskningarna ingår i landsrapporterna och kommer att offentliggöras i februari 2019, före paketet med de landsspecifika rekommendationerna inom den europeiska planeringsterminen.

1. SAMMANFATTNING

Med den här rapporten inleds den åttonde omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser.[1] Förfarandet ska identifiera obalanser som hindrar EU-ländernas ekonomier från att fungera väl och ska stimulera till lämpliga politiska åtgärder. Genomförandet av förfarandet vid makroekonomiska obalanser har gjorts till en integrerad del av den europeiska planeringsterminen för att garantera god förenlighet med de analyser och rekommendationer som görs enligt andra ekonomiska övervakningsinstrument. Den årliga tillväxtöversikten, som antas samtidigt som denna rapport, ger en överblick över det ekonomiska och sociala läget i EU och fastställer övergripande politiska prioriteringar för EU som helhet för det kommande året.

I rapporten om förvarningsmekanismen slår vi fast vilka länder som behöver fördjupade granskningar för att utvärdera om de har obalanser som kräver politiska åtgärder.[2] Rapporten är ett verktyg för att kartlägga ekonomiska obalanser, och offentliggörs i början av varje årlig cykel för samordning av den ekonomiska politiken. Den bygger framför allt på en ekonomisk avläsning av en resultattavla med indikatorer med vägledande tröskelvärden och en uppsättning hjälpindikatorer. Rapporten om förvarningsmekanismen innehåller också en analys av vad medlemsländernas obalanser har för konsekvenser för hela euroområdet och om konsekvenserna bör följas upp av en samordnad politisk åtgärdsstrategi med tanke på det ömsesidiga beroendet inom euroområdet.[3] I det här avseendet

[1] Den här rapporten kompletteras med en *statistikbilaga* med en mängd statistik som legat till grund för rapporten.

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

[3] I rapporten om färdigställandet av EMU från den 22 juni 2015 föreslog Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi och Martin Schulz att obalansernas följder för euroområdet

kompletterar analysen i den här rapporten bedömningen i Europeiska kommissionens arbetsdokument med analyser av euroområdets ekonomi som åtföljer kommissionens rekommendation till rådets rekommendation om den ekonomiska politiken i euroområdet.

Bedömningen i rapporten om förvarningsmekanismen ska ses mot bakgrund av en ekonomisk tillväxt som fortsätter på bred front trots en viss avmattning. Enligt Europeiska kommissionens ekonomiska höstprognos 2018 uppskattas BNP-tillväxten bli 2,1 % för 2018 och 1,9 % för 2019 för både EU och euroområdet, vilket är en liten inbromsning jämfört med den uppmätta tillväxten på 2,4 % för 2017. Ekonomierna väntas växa i alla medlemsländer. Enligt prognoserna ska läget på arbetsmarknaden förbättras ytterligare och stegvis omsättas i mer varaktiga löneökningar, som förväntas stödja konsumtionen och med tiden bidra till den underliggande inflationens utveckling så att den närmar sig de penningpolitiska institutionernas inflationsmål. Investeringarna väntas uppvisa en robust tillväxt trots en lätt avmattning. Däremot finns det indikationer på att nettoexportens bidrag till tillväxten minskar mot bakgrund av att det råder ökad osäkerhet kring de handelspolitiska förhållandena och vad som kommer att hända med den senaste tidens appreciering av euron. Totalt sett är utsikterna för tillväxten förankrade i sunda fundamenta, bl.a. generellt starka arbetsmarknader, gynnsamma lånevillkor, starkare balansräkningar och större lönsamhet för bankerna och de icke-finansiella bolagen. Dock väntas utsikterna försämras när konjunkturen i de viktigaste regionerna i världen stagnerar.[4]

Korrigeringen av de makroekonomiska obalanserna i EU går framåt i ljuset av en stärkare nominell BNP-tillväxt, men utsikterna på medellång sikt är svårare att förutse på grund av ökad osäkerhet. Den ekonomiska tillväxten och inflationstakter som successivt närmar sig målen bidrar till att minska skuldkvoterna. De privata och de offentliga skuldstockarna ligger dock kvar på historiskt höga nivåer, och fickor av sårbarheter i fråga om balansräkningar i den finansiella sektorn består. När nu inflationen successivt närmar sig ECB:s mål finns det anledning att normalisera penningpolitiken, vilket skulle påverka lånekostnaderna, tillgångspriserna och balansräkningarna. Mot den bakgrunden kan ett antal utlösande faktorer leda till en omsvängning av riskbenägenheten, där förtroendeeffekter påverkar länder med sämre utsikter för de offentliga finanserna eller den finansiella sektorn, eller som drabbas av negativa produktionsstörningar (däribland med koppling till det brittiska utträdet ur EU). Flera nedåtrisker kommer från omvärlden, framför allt protektionistiska handelsåtgärder, följderna av geopolitiska spänningar för energipriserna, slutet på den amerikanska finanspolitiska expansionen mot bakgrund av en penningpolitisk åtstramning och följderna för kapitalflöden och växelkurser av en penningpolitisk normalisering i olika delar av världsekonomin som går i otakt.[5] Samspelet mellan de här riskkällorna får balansen för riskerna att tippa över och gör prognoserna alltmer osäkra, i ett

---

skulle få större uppmärksamhet. I förordning nr 1176/2011 konstateras att det finns ett ömsesidigt beroende och att obalanserna har effekter på systemet. Obalanserna definieras som ”alla trender som leder till en makroekonomisk utveckling som inverkar negativt på, eller skulle kunna inverka negativt på, ekonomin i en medlemsstat eller i den ekonomiska och monetära unionen, eller i unionen som helhet”.

[4] Se t.ex. ECB, *Economic Bulletin*, 5/2018.

[5] Se också Internationella valutafonden, *World Economic Outlook*, oktober 2018.

sammanhang där möjligheten att absorbera störningar med hjälp av privata och offentliga bespararingar är begränsad i ett tillräckligt många länder.

Den övergripande analysen i den här rapporten mynnar ut i flera slutsatser:

- **Ombalanseringen av bytesbalanserna måste fortsätta.** De flesta medlemsländer har korrigerat sina stora bytesbalansunderskott, men i några få fall krävs en försiktigare ställning gentemot omvärlden för att kunna upprätthålla en lämplig takt på minskningen av stockarna av nettoutlandsskulder. Inte förrän på senare tid har några av de största bytesbalansöverskotten börjat sjunka och minskningarna är ändå blygsamma. I flera länder påverkas bytesbalanssiffrorna i allt högre grad av transaktioner över gränserna med koppling till multinationella bolags verksamhet och till den internationellt inriktade tjänstesektorn som påverkar såväl handels- som inkomstbalanserna.

- **Stockarna av utlandskulder är fortfarande i obalans och justeringarna görs gradvis.** De stora negativa nettoutlandsställningar som registrerats i länder med en historia av stora bytesbalansunderskott håller på att korrigeras tack vare externa flöden som nästan är i balans eller uppvisar överskott och återställd nominell BNP-tillväxt, som måste bli varaktig för att det ska gå att minska skulderna till försiktigare nivåer. Nettoutlandsställningen i länder med stora överskott fortsätter att stärkas.

- **Kostnadskonkurrenskraften håller på att urholkas i flera medlemsländer, och stödjer i mindre utsträckning en mer symmetrisk ombalansering.** Sedan 2016 ökar enhetsarbetskostnaden i en snabbare takt i flertalet EU-länder. Det är särskilt ett antal EU-länder i Central- och Östeuropa som har en snabb ökningstakt, delvis på grund av flaskhalsar på tillgångssidan. Efter krisen har euroområdets låntagarländer gjort snabbare vinster i priskonkurrenskraften än långivarländerna. På senare tid har dock låntagarländernas fördelar i fråga om utvecklingen av kostnadskonkurrenskraften minskat i jämförbara termer på grund av ökande arbetskraftsbrist och långsammare produktivitetsökningar, medan de strama arbetsmarknaderna i långivarländerna hittills inte har lett till några större löneökningar. Den senaste tidens utveckling för kostnadskonkurrenskraften återspeglas inte helt i en motsvarande försämring av priskonkurrenskraften, möjligtvis på grund av en kompenserande effekt av lägre pris-kostnadsmarginaler. Den effekten kan vara ett av skälen till varför det inte finns några förstahandsbevis på att förlusterna i kostnadskonkurrenskraft redan har försvagat tillväxten i exportmarknadsandel, men effekterna kan bli synliga om trenden fortsätter.

- **Den privata sektorns skuldnedväxling fortsätter, vilket i allt högre grad beror på fortsatt nominell tillväxt.** Den privata skuldkvoten sjunker i många medlemsländer jämfört med läget för ett år sedan. Det beror på den högre nominella BNP-tillväxten, eftersom aktiv skuldnedväxling, dvs. sjunkande skulder till följd av krympande skuldnivåer i nominella termer, enbart äger rum i några länder och i en måttfull takt. Den aktiva skuldnedväxlingen är till största del begränsad till bolagssektorn eftersom hushållens upplåning har blivit mer dynamisk igen. Skuldnedväxlingstakten är fortsatt högre i bolagssektorn än i hushållssektorn, också på grund av att bolagens skuldstockar är större och att effekten på skuldkvoten av den nominella BNP-tillväxten därmed blir större.

- **I länder med hög statsskuld har statens skuldnedväxling inte inletts förrän nyligen och den går långsamt**. Trots att fortsatt nominell tillväxt och sjunkande räntebetalningar har bidragit till att de offentliga skuldkvoterna sjunker i de flesta länder, för fler och fler länder en konjunkturförstärkande finanspolitik som får följder för utrymmet att dämpa svängningar i sämre tider.

- **Förhållandena i EU:s banksektor håller på att förbättras men låg lönsamhet och stora stockar av nödlidande lån består i några länder.** Lönsamheten har förbättrats i framför allt de länder där banksektorn kännetecknas av låg lönsamhet. Andelen nödlidande lån har fortsatt att sjunka, främst i länder med de största stockarna. Kapitaliseringsgraden har förbättrats i en majoritet av länderna. Bankernas aktievärderingar ökade fram till i början av 2018, och följdes av en nedåtkorrigering.

- **Bostadsprisökningarna har tagit fart i ett växande antal länder, och fler länder uppvisar tecken på möjliga övervärderingar.** Samtidigt har bostadsprisökningarna planat ut i de länder som har de tydligaste tecknen på övervärderingar. Stora prisökningar observeras däremot särskilt i de länder som i nuläget uppvisar inga eller få tecken på övervärdering.

- **Arbetsmarknaderna fortsätter att förbättras och löneökningarna tar successivt fart.** Arbetslösheten sjunker ytterligare, också bland unga och långtidsarbetslösa, men det är ändå många som inte har något jobb i vissa länder och deltagandet på arbetsmarknaden är lågt men trots allt på väg uppåt. De sociala problemen minskar trots en historia av utdragen arbetslöshet och sjunkande inkomster i ett flertal länder.[6] Löneökningarna på euroområdesnivå ligger lägre än vad man kan vänta sig med dagens arbetslöshet på basis av historiska data. Lönerna i EU-länderna ökar dock successivt men i olika takt som i stort avspeglar graden av arbetskraftsbrist och kompetensbrist i vissa länder.

Ombalanseringen i euroområdet kräver fortsatt uppmärksamhet. Euroområdets bytesbalansöverskott stabiliserades 2016 och har legat i stort sett fast sedan dess. Nivån är den högsta i världen och är högre än vad som är förenligt med ekonomiska fundamenta. Mot bakgrund av sammankopplingen och spridningseffekterna inom euroområdet krävs en lämplig kombination av politiska åtgärder i euroländerna för att säkerställa att tillväxten kan fortsätta på ett hållbart sätt och är förenlig med makroekonomisk stabilitet. Om låntagarländerna ska kunna minska sina stora stockar av utländska och inhemska skulder måste man behålla försiktiga bytesbalanssaldon och säkerställa en lämplig takt på skuldminskningen utan att underminera målet att stärka tillväxtpotentialen och målet att förebygga risken för konjunkturförstärkande åtstramningar i dåliga tider. Att ta itu med de varaktigt stora överskotten i långivarländerna genom politiska åtgärder som att stimulera investeringarna och få bukt med den svaga löneutvecklingen skulle stödja tillväxtpotentialen och göra utsikterna för tillväxt mindre beroende av den utländska efterfrågan. I ruta 2 diskuterar vi mer ingående obalansernas euroområdesdimension.

[6] Ruta 3 innehåller en översikt över den viktigaste händelseutvecklingen på arbetsmarknaden och på det sociala området i EU.

Sammantaget fortsätter riskerna med befintliga obalanser att minska mot bakgrund av den ekonomiska tillväxten, men sårbarheter med koppling till stockobalanser finns kvar, och det finns tecken på möjliga ohållbara tendenser. De potentiella riskkällorna är i stort desamma som i rapporten om förvarningsmekanismen 2018. Stora överskott kvarstår, medan utvecklingen för konkonkurrenskraften i mindre grad bidrar till ombalanseringen. Skuldnedväxlingen i den privata sektorn har dragit nytta av den ekonomiska tillväxten men den är ojämnt fördelad där stora skuldstockar inte korrigeras i tillräckligt hög takt. Minskad aktiv skuldnedväxling i den privata och framför allt den offentliga sektorn ger upphov till frågan om skuldnedväxlingen verkligen kan vara beroende av den potentiella BNP-tillväxten om vi blickar framåt. En sådan utmaning visar tydligt att den reformprocess som startade i flera EU-länder på senare år måste fortsätta och att politiska åtgärder och reformer som syftar till att öka tillväxtpotentialen måste finnas kvar högt på dagordningen.[7] Mot bakgrund av de alltmer osäkra utsikterna på medellång sikt är det avgörande att den privata och den offentliga sektorn satsar på att minska sina skulder i dagsläget med fortsatt ekonomisk tillväxt, eftersom det måste skapas utrymme för att dämpa negativa produktionssvängningar när de ekonomiska förhållandena blir mindre gynnsamma och riskerna förverkligas. I vissa länder finns det samtidigt tecken på möjlig överhettning, främst på grund av den snabbt ökande enhetsarbetskostnaden som pekar på en minskad kostnadskonkurrenskraft. Andra tecken är dynamiska bostadsprisökningar från redan relativt höga nivåer. Med tanke på att de flesta flödesobalanser har korrigerats och att stockobalanserna successivt blir allt mindre allvarliga och att det dessutom finns tecken på en möjlig överhettning i flera länder, kommer obalansförfarandet att i högre grad inriktas på att övervaka möjliga ohållbara tendenser ur ett framåtblickande perspektiv och på att förebygga att risker ansamlas som kan förverkligas på medellång sikt.

För ett antal medlemsländer som identifieras i den här rapporten kommer mer detaljerade och ingående analyser att ingå i de fördjupade granskningarna. Precis som i de föregående omgångarna kommer de fördjupade granskningarna att ingå i landsrapporterna, som också innehåller kommissionens analys av ländernas ekonomiska och sociala problem. För de fördjupade granskningarna kommer kommissionen att basera sina analyser på en rik samling data och relevant information och de bedömningsramar som kommissionen har utvecklat tillsammans med rådets kommittéer och arbetsgrupper. Analyserna i de fördjupade granskningarna kommer att utgöra grunden för att identifiera obalanser eller alltför stora obalanser i medlemsländerna och för att eventuellt uppdatera de landsspecifika rekommendationerna.[8] Länder som konstateras ha obalanser eller alltför stora obalanser omfattas och kommer att fortsätta att omfattas av särskild övervakning för att säkerställa att de åtgärder som vidtas enligt förfarandet vid makroekonomiska obalanser fortlöpande följs.

Fördjupade granskningar kommer att utarbetas för de medlemländer som redan har konstaterats ha obalanser eller alltför stora obalanser. Enligt vedertagen tillsynspraxis kommer fördjupade granskningar att utarbetas för att avgöra om de befintliga obalanserna håller på att avvecklas, finns kvar eller har förvärrats, samtidigt som de korrigerande åtgärder som har vidtagits granskas. Därför ska fördjupade granskningar utarbetas för de elva medlemsländer som konstaterades

[7] Se också Europeiska kommissionens årliga tillväxtöversikt 2019.

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

ha obalanser mot bakgrund av rönen i de fördjupade granskningarna 2018[9]. Det gäller **Bulgarien, Cypern, Frankrike, Irland, Italien, Kroatien, Nederländerna, Portugal, Spanien, Sverige** och **Tyskland**.

En fördjupad granskning kommer också att utarbetas för Rumänien och för Grekland, som för första gången omfattas av övervakningen inom förfarandet vid makroekonomiska obalanser. Mot bakgrund av analysen i rapporten om förvarningsmekanismen kommer en fördjupad granskning att utarbetas för **Grekland**, som inte har ingått i förfarandet vid makroekonomiska obalanser tidigare eftersom landet fram till augusti 2018 omfattades av ett makroekonomiskt anpassningsprogram med anledning av det ekonomiska biståndet.[10] Bedömningen i den här rapporten tyder inte på några betydande extra risker jämfört med de risker som kartlades i de senaste fördjupade granskningarna för de länder som har lämnat övervakningen enligt förfarandet vid makroekonomiska obalanser, nämligen Slovenien (som inte ansågs ha några obalanser 2018), Finland (lämnade förfarandet 2017) samt Belgien och Ungern (lämnade förfarandet 2016). Förhållandena har inte ändrats i någon större grad i Österrike sedan man i bedömningen i den fördjupade granskningen 2016 slog fast att inga obalanser förekom. Estland analyserades också i en fördjupad granskning 2016, där man slog fast att inga obalanser förekom. Trots att enhetsarbetskostnaden har ökat kraftigt sedan dess har det inte fått några betydande följder för den externa balansen, så det finns inga tvingande skäl att göra en ny fördjupad granskning av Estland. Däremot krävs noggrann övervakning i den kommande landsrapporten. Det verkar däremot vara befogat att göra en fördjupad granskning för att analysera läget i **Rumänien** och göra en bedömning av framväxten och en möjlig återkomst av de riskfyllda tendenser som redan har identifierats i tidigare granskningar (2015 och 2016), framför allt med avseende på konkurrenskraft och extern balans. Noggranna analyser i landsrapporterna verkar vara berättigade för risker med koppling till utvecklingen på bostadsmarknaden i flera medlemsländer (Belgien, Danmark, Luxemburg, Storbritannien, Tjeckien, Ungern och Österrike) och konkurrenskraftsutvecklingen (Estland, Lettland, Litauen, Tjeckien och Ungern).[11] Sammantaget visar rapporten om förvarningsmekanismen att fördjupade granskningar krävs för 13 länder, jämfört med 12 i förra omgången.

[9] Se Europeiska planeringsterminen 2018: Bedömning av framstegen med strukturreformer, förebyggande och korrigering av makroekonomiska obalanser samt resultatet av de fördjupade granskningarna enligt förordning (EU) nr 1176/2011, COM(2018) 120 final, 7.3.2018.

[10] Medlemsländer som omfattas av ett makroekonomiskt anpassningsprogram för ekonomiskt bistånd undantas från övervakningen inom förfarandet vid makroekonomiska obalanser (artikel 11 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 472/2013 av den 21 maj 2013 om förstärkning av den ekonomiska övervakningen och övervakningen av de offentliga finanserna i medlemsstater i euroområdet som har, eller hotas av, allvarliga problem i fråga om sin finansiella stabilitet).

[11] I november 2016 utfärdade Europeiska systemrisknämnden landsspecifika varningar om medelfristiga sårbarheter på bostadsmarknaderna i åtta EU-länder: Belgien, Danmark, Finland, Luxemburg, Nederländerna, Storbritannien, Sverige och Österrike.

Ruta 1: **Revideringar av hjälpindikatorerna i resultattavlan för förfarandet vid makroekonomiska obalanser**

Resultattavlan för förfarandet vid makroekonomiska obalanser kompletteras av en uppsättning hjälpindikatorer. Enligt förordningen om obalansförfarandet (förordning (EU) 1176/2011) ska man för den ekonomiska avläsningen av resultattavlan inte bara använda resultattavlans huvudindikatorer utan också andra relevanta indikatorer och uppgifter. Sedan övervakningen av makroekonomiska obalanser inleddes har en uppsättning hjälpindikatorer kompletterat den ekonomiska avläsningen av huvudindikatorerna. Till skillnad från huvudindikatorerna finns det inga tröskelvärden för hjälpindikatorerna (se tabell 2.1).

Enligt förordningen om obalansförfarandet ska kommissionen regelbundet se över och revidera resultattavlan om så krävs. Resultattavlan har reviderats flera gånger sedan starten. En huvudindikator för den finansiella sektorn lades till 2012 (den finansiella sektorns totala skulder). Definitionen av flera av huvudvariablerna reviderades 2013 (real effektiv växelkurs, privata sektorns skuldsättning och kreditflöden) och några hjälpindikatorer tillkom (t.ex. några indikatorer för det sociala området och sysselsättningen). Huvudindikatorer för sysselsättningen tillkom 2015. Ändringarna har totalt sett varit få och målinriktade.

Genom den här rapporten reviderar vi några av hjälpindikatorerna för att utnyttja att det nu finns bättre statistik och för att säkerställa att indikatorerna är relevanta. De nya revideringarna av några av hjälpindikatorerna utnyttjar det faktum at det nu finns förbättrad statistik om betalningsbalansen och banksektorn (främst nödlidande lån). Därmed kan resultattavlan innehålla indikatorer som redan används allmänt i analyserna inför rapporterna om förvarningsmekanismen och de fördjupade granskningarna. Precis som vid tidigare revideringar av resultattavlan har Europaparlamentet och rådet rådfrågats (inklusive dess expertkommittéer) och Europeiska systemrisknämnden har informerats. De aktuella revideringarna är följande:[12]

- *Nettoutlandsskuld* (NUS) ersätts med *nettoutlandsställning exklusive instrument utan risk för betalningsinställelse* (NENDI) för att få en bredare representation av de externa stockar (både tillgångar och skulder) som innebär en fallissemangsrisk. Den nya indikatorn drar nytta av den reviderade metoden för betalningsbalansstatistik (från BPM5 till BPM6), vilket möjliggör en finare uppdelning av utländska tillgångar och skulder. Jämfört med NUS gäller följande för NENDI: i) Indikatorn exkluderar netto koncerninterna direktinvesteringsskulder, som i vissa fall står för en stor andel av de internationella skulderna utan att medföra några solvensproblem, ii) inkluderar andelar i investeringsfonder, som ibland är en väldigt stor post och för det mesta har obligationer som underliggande tillgång, och iii) inkluderar finansiella derivat, netto. Om man ser NENDI ur ett annat perspektiv är den en undergrupp till nettoutlandsställningen som exkluderar aktierelaterade komponenter, nämligen eget kapital och aktier inom direktinvesteringar och koncernintern direktinvesteringsskuld.
- Indikatorn *icke-konsoliderad skuldfinansiering i den finansiella sektorn* från nationalräkenskaperna

[12] Läs mer om de statistiska definitionerna av de nya indikatorerna i Europeiska kommissionen, *Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard*, teknisk not: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en

ersätts av *bankernas konsoliderade totala tillgångar i relation till eget kapital för inhemska och utländska banker* från ECB:s konsoliderade bankdata, som har en tydligare ekonomisk tolkning, är jämförbar mellan länderna, och som konsekvent bygger på bokförda värden, även om den bara omfattar banksektorn.

- Två indikatorer som regelbundet används inom förfarandet har lagts till: för det första *hushållens skuldsättning (konsoliderat)* för att komplettera huvudindikatorn för privata sektorns skuldsättning. För det andra har vi lagt till *nödlidande lån, brutto*, som ger kompletterande information för att bedöma skuldsättningen i den privata sektorn. Det har blivit möjligt att lägga till den senare variabeln eftersom det sedan 2015 finns jämförbara data mellan länderna i ECB:s konsoliderade bankstatistik.
- För att resultattavlan ska förbli relevant och överblickbar är antalet indikatorer fortfarande 28. Två tidigare hjälpindikatorer har därför slopats: i) förändringen i den nominella enhetsarbetskostnaden över tio år (eftersom den överlappar med data från den treåriga förändringen i enhetsarbetskostnad bland huvudindikatorerna och med den tioåriga förändringen i enhetsarbetskostnad i förhållande till euroområdet som också finns bland hjälpindikatorna) och ii) den privata sektorns icke-konsoliderade skuldsättning (som ersätts av huvudindikatorn för den privata sektorns konsoliderade skuldsättning).

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

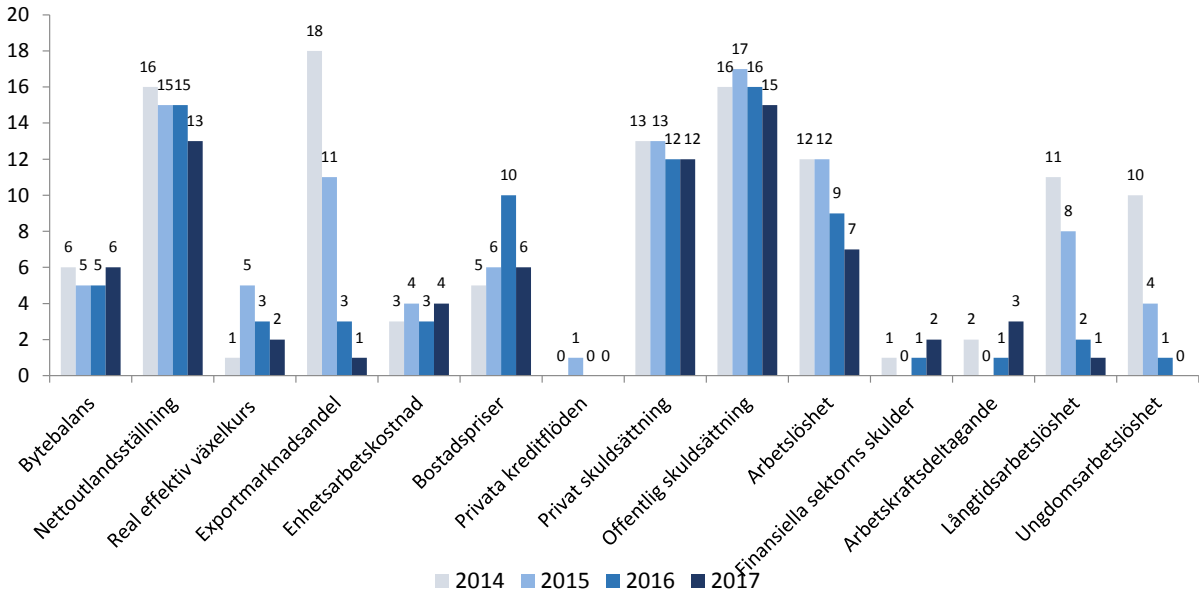
Rapporten om förvarningsmekanismen bygger på en ekonomisk avläsning av en resultattavla med indikatorer, **som fungerar som ett filter för att upptäcka de första tecknen på möjliga risker och sårbarheter**. Resultattavlan innehåller 14 indikatorer med vägledande tröskelvärden och gäller flera områden som ställningen mot omvärlden, konkurrenskraft, privat skuldsättning, bostadsmarknad, banksektor och sysselsättning. Den bygger på faktiska värden av god statistisk kvalitet för att säkerställa statistisk stabilitet och jämförbarhet mellan länderna. Resultattavlan som den här rapporten bygger på gäller statistik fram till 2017. I enlighet med förordningen om ekonomiska obalanser (förordning (EU) nr 1176/2011) ska resultattavlan inte gås igenom mekaniskt för de bedömningar som ingår i rapporten om förvarningsmekanismen utan ska omfatta en ekonomisk avläsning som möjliggör en djupare förståelse för den övergripande ekonomiska kontexten och som tar landsspecifika hänsyn.[13] En uppsättning hjälpindikatorer kompletterar avläsningen av resultattavlan. Vid bedömningen i den här rapporten beaktas också färskare data och extra information, insikter från bedömningsramar, rön från äldre fördjupade granskningar och relevanta analyser och kommissionens höstprognoser 2018.

Resultattavlans variabler för 2017 tyder på kvarvarande obalanser avseende skuldstockar, som dock successivt håller på att krympa. Värden som överstiger resultattavlans tröskelvärden är fortfarande vanliga i fråga om den offentliga skuldsättningen, nettoutlandsställningen och den privata

[13] Läs mer om vilka skäl som ligger till grund för hur resultattavlan är uppbyggd och hur den ska avläsas i Europeiska kommissionen, 2016, *The Macroeconomic Imbalance Procedure*. *Rationale, process, application: A Compendium*, European Economy, Institutional Paper 039.

skuldsättningen (tabell 1)[14]. Antalet länder med resultat som överskrider tröskelvärdena för de här tre indikatorerna är marginellt högre än vad som registrerades i föregående års resultattavlor och bekräftar att obalanser i fråga om skuldstockar är av bestående natur och att justeringen går långsamt. Flertalet fall där bytesbalansen överskrider tröskelvärdet hör samman med varaktigt stora överskott. Ökningen av antalet fall där värdena överskrider tröskelvärdet under 2017 beror på fler fall av stora underskott. Sysselsättningens pågående återhämtning speglas i en ytterligare minskning av antalet länder med resultat som ligger över tröskelvärdet för arbetslösheten och i fler fall av minskad ungdoms- och långtidsarbetslöshet mot bakgrund av att dessa båda grupper vanligtvis är känsligare för arbetsmarknadsläget. Trots den breda och robusta återhämtningen i bostadspriserna i EU framgår det av resultattavlan att färre länder överskrider tröskelvärdet för bostadsprisökningen, eftersom vissa länder med värden som låg marginellt över tröskelvärdet nu har värden som ligger under tröskelvärdet. Antalet länder vars enhetsarbetskostnad har ökat mer än tröskelvärdet ligger på ett stabilt antal, medan färre länder överskrider tröskelvärdet för den reala effektiva växelkursen och då bara i fall där den reala effektiva växelkursen ligger under det undre tröskelvärdet. Antalet medlemsländer som har förluster i exportmarknadsandelen som överskrider tröskelvärdet har sjunkit ytterligare.

Diagram 1: Antal länder med värden som överskrider resultattavlans tröskelvärden



Källa: Eurostat.
Anmärkning: Antalet länder med värden som överskrider resultattavlans tröskelvärde bygger på de resultattavlor som publicerats i respektive rapport om förvarningsmekanismen tidigare år. Möjliga efterhandsrevideringar av värdena kan leda till att antalet värden över tröskelvärdena skiljer sig åt om man använder de senaste siffrorna jämfört med vad som anges i diagrammet ovan.

[14] Resultattavlan med indikatorerna, tillsammans med respektive tröskelvärde, finns i bilagans tabell 1.1 och hjälpindikatorerna redovisas i tabell 2.1. I noten till diagram 1 förklaras att avläsningen av utvecklingen i resultattavlan bygger på de data som finns tillgängliga vid tiden för varje rapport om förvarningsmekanismen. Sista dag för datarapportering till rapporten om förvarningsmekanismen 2019 var den 24 oktober 2018.

De flesta EU-länderna fortsätter att ha bytesbalanser som är i jämvikt eller uppvisar överskott. De stora bytesbalansöverskotten i vissa länder kvarstår och har i bästa fall krympt marginellt. Sammantaget har de senaste förändringarna i bytesbalanserna varit relativt begränsade (Graph 3). De flesta av de stora och ohållbara bytesbalansunderskotten justerades redan under de första åren av det är årtiondet och övergick i överskott eller i jämvikt, som har bevarats eller ofta marginellt ökat de senaste åren. Utlåningsländernas stora överskott har i stort varit oförändrade eller ökat något. Bytesbalansen påverkas bara i viss mån av konjunkturfaktorer: skillnaderna mellan den faktiska och en konjunkturrensad bytebalans är vanligtvis små, och krympande, mot bakgrund av allt snävare produktionsgap (diagram 2).[15] För de flesta EU-länderna överskrider den senaste tidens bytesbalansresultat vad man kan vänta sig utifrån fundamenta (t.ex. den åldrande befolkningen och inkomst per capita).[16] Men i vissa fall kan utfallet på senare tid ändå vara otillräckligt för att i lämplig takt minska stockarna av utlandsskulder. De bytesbalanser som i stort sett var i balans 2017 kunde i lägre grad än tidigare förklaras med hänvisning till konjunkturen, eftersom de negativa produktionsgapen i medlemsländerna krymper eller har blivit positiva. Stigande oljepriser driver på energibalansen och den utvecklingen gjorde att den övergripande balansen sjönk nästan överallt men ofta bara lite (se tabell 2.1 i bilagan för uppgifter om energibalansen).

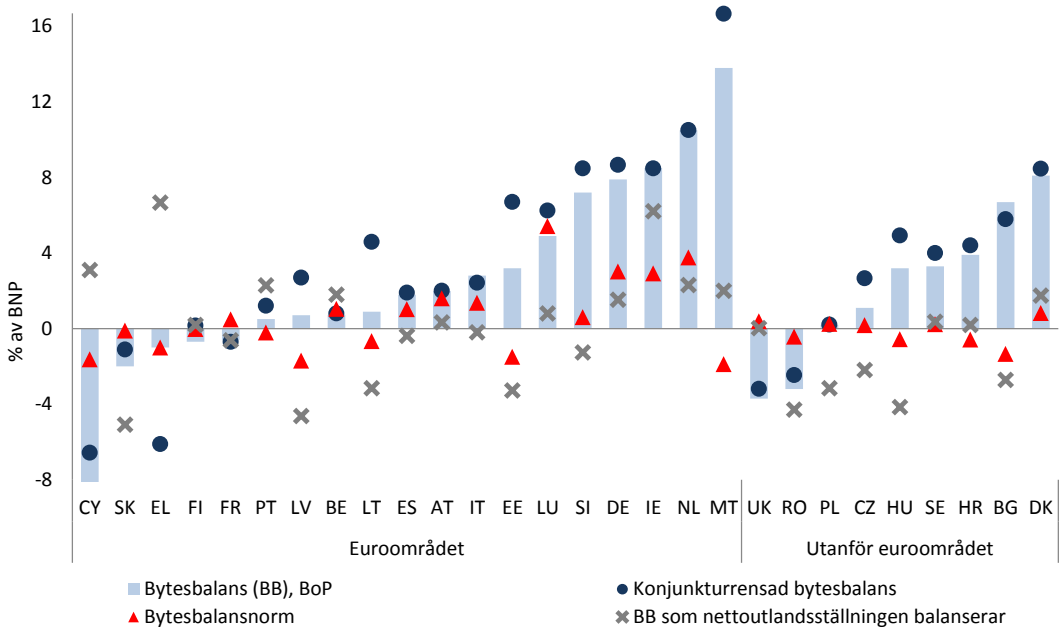
- **Cypern är det medlemsland som har det största bytesbalansunderskottet och som överskrider tröskelvärdet** (baserat på det treåriga genomsnittet fram till 2017). På senare år är det bara Cyperns siffror som har försämrats. Utfallet är **sämre än vad fundamenta tyder på och vad som krävs för att i lämplig takt förbättra nettoutlandsställningen**. Försämringen av bytesbalansen 2017 kan inte heller förklaras av konjunktureffekter. Utanför euroområdet överskrider Storbritanniens bytesbalans också resultattavlans tröskelvärde.
- För 2017 **är det bara fem andra medlemsländer som uppvisar bytesbalansunderskott**: Finland, Frankrike Grekland, Rumänien och Slovakien, där de båda sistnämnda länderna har värden som är sämre än 1 % av BNP. **Rumäninen har för 2017 redovisat en försämring** av sitt bytesbalanssunderskott som verkar vara större än fundamenta. **Grekland utmärker sig genom det negativa produktionsgapets stora bidrag** till det låga samlade bytesbalansunderskottet – konjunkturrensat verkar bytesbalansen understiga den nivå som krävs för att i snabb takt stärka nettoutlandsställningen och understiga handelsbalansnormen.

[15] En konjunkturrensad bytesbalans tar hänsyn till effekten av konjunkturen genom att justera för det inhemska produktionsgapet och handelspartnernas produktionsgap – läs mer i M. Salto och A. Turrini (2010), *Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment*, European Economy, Discussion Paper 427/2010.

[16] En bytesbalans i linje med fundamenta (normer för bytesbalansen) har härletts från förenklade regressioner som ska fånga de viktigaste bestämningsfaktorerna för det finansiella sparandet, inklusive grundläggande bestämningsfaktorer, politiska faktorer och globala finansiella förhållanden. Metoden liknar den i Phillips, S. m.fl., 2013, *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper, 13/272). Se L. Coutinho m.fl. (2018), *Methodologies for the assessment of current account benchmarks*, European Economy, Discussion Paper 86, 2018, för en beskrivning av metoden för att beräkna den fundamentabaserade bytesbalans som används i den här rapporten.

- **Länder med stora negativa nettoutlandsställningar** som Portugal och Spanien har bytesbalanser som ligger högre än vad som kan förvänas på grundval av fundamenta men de är ändå inte tillräckligt stora för att i Portugals fall säkerställa en förbättring av nettoutlandsställningen i lämplig takt. Kroatien redovisar ett överskott som kan bidra till att i tillfredsställande takt stärka nettoutlandsställningen. Irland hade ett stort bytesbalansöverskott 2017 som följde på ett underskott 2016, till följd av den senaste tidens omfattande retroaktiva nedåtrevideringar. För Irlands del påverkas bytesbalanssiffrorna påtagligt av internationella transaktioner med koppling till de multinationella bolagens verksamhet.
- **Fyra EU-länder överskrider för närvarande resultattavlans tröskelvärde på grund av alltför stora överskott**. Danmark, Nederländerna och Tyskland har haft värden som överskrider tröskelvärdet under flera år och nyligen har också Malta tillkommit. Under 2017 sjönk det tyska överskottet med 0,5 % av BNP, medan överskottet i Nederländerna ökade med 2,5 % av BNP. I alla fyra fall överskrider överskotten med råge **det som kan förklaras av fundamenta**, i samtliga fall med minst 5 procentenheter av BNP. Överskottens utveckling i Nederländerna och Malta påverkas avsevärt av transaktioner över gränserna med koppling till multinationella bolags verksamhet och till den internationellt inriktade tjänstesektorn som påverkar såväl handels- som inkomstbalanserna. Ett flertal andra länder har redovisat bytesbalansöverskott under några år även om de ligger under tröskelvärdet, vilket också är fallet för de stora euroländerna, främst Italien (läs mer i ruta 2 om euroområdets bytesbalansöverskott).

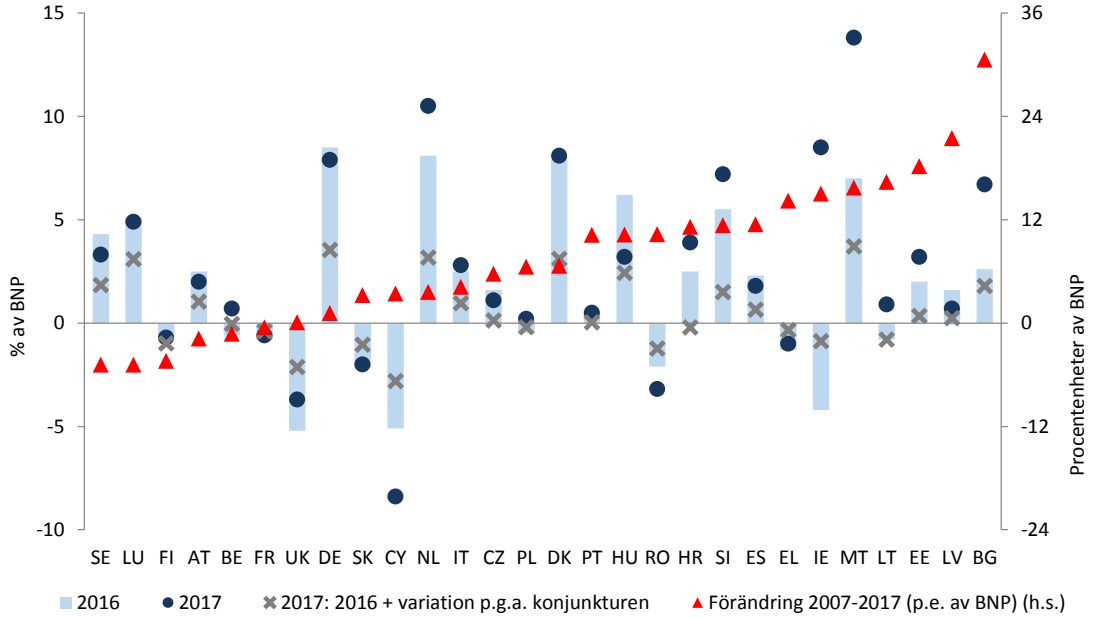
Diagram 2: Bytesbalansen och riktvärden 2017



Källa: Eurostat (data enligt BPM6) och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anmärkning: Länderna rangordnas efter bytesbalansen 2017. *Konjunkturrensad bytesbalans*: se fotnot 15. *Normer för bytesbalansen*: se fotnot 16. Riktvärdet för en *bytesbalans som stabiliserar nettoutlandsställningen* definieras som den bytesbalans som krävs för att stabilisera nettoutlandställningen på sin nuvarande nivå de kommande tio åren, eller om den nuvarande nettoutlandställningen är sämre än sitt landsspecifika försiktighetsvärde, den bytesbalans som krävs för att utlandsställningen ska nå det försiktiga tröskelvärdet de kommande tio åren.[17]

[17] Läs mer om metoderna för riktvärdet för bytesbalansen i L. Coutinho m.fl. (2018). För landsspecifika försiktighetsvärden för nettoutlandsställningen se fotnot **Error! Bookmark not defined.**.

Diagram 3: Bytesbalansens utveckling



Källa: Eurostat och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anmärkning: Länder presenteras i ökande ordning efter variationen i kvoten mellan nettoutlandsställning och BNP mellan 2007 och 2017. Variationen på grund av konjunkturcykeln beräknas som den variation i bytesbalansen som inte kan förklaras av variationen i den konjunkturrensade bytesbalansen – se fotnot 15.

Nettoutlandsställningen har fortsatt att förbättras i nästan alla medlemsländer men är fortfarande mycket negativ i ett antal länder. Nettoutlandsställningens stockar ligger dock fortfarande på den negativa sidan i många EU-länder (Graph 4). I en majoritet av länderna med negativ nettoutlandsställning överskrider stocken av utlandsskulder den nettoutlandsställning som kan motiveras på grundval av ekonomiska fundamenta, medan den i enbart ett litet antal fall verkar ligga under försiktighetsvärdet.[18] I vissa länder är stocken av utlandsskulder stor också när man räknar bort mindre riskfyllda finansiella instrument (NENDI). Förbättringarna i nettoutlandställningen fortsatte under 2017 tack vare bytesbalanser som ofta uppvisade positiva värden och den återhämtade nominella BNP-tillväxten (diagram 5). Förbättringarna var ofta något beskedligare än tidigare år med värderingseffekter som ofta bidrog mindre till förbättringarna eller som till och med marginellt sänkte nettoutlandsställningen. Tecknet på och styrkan i variationerna i nettoutlandsställningen hade ingen stark koppling till nettoutlandsställningens utgångsnivåer, men låntagarländerna förbättrade eller stabiliserade sina värden under 2017 i en majoritet av fallen.

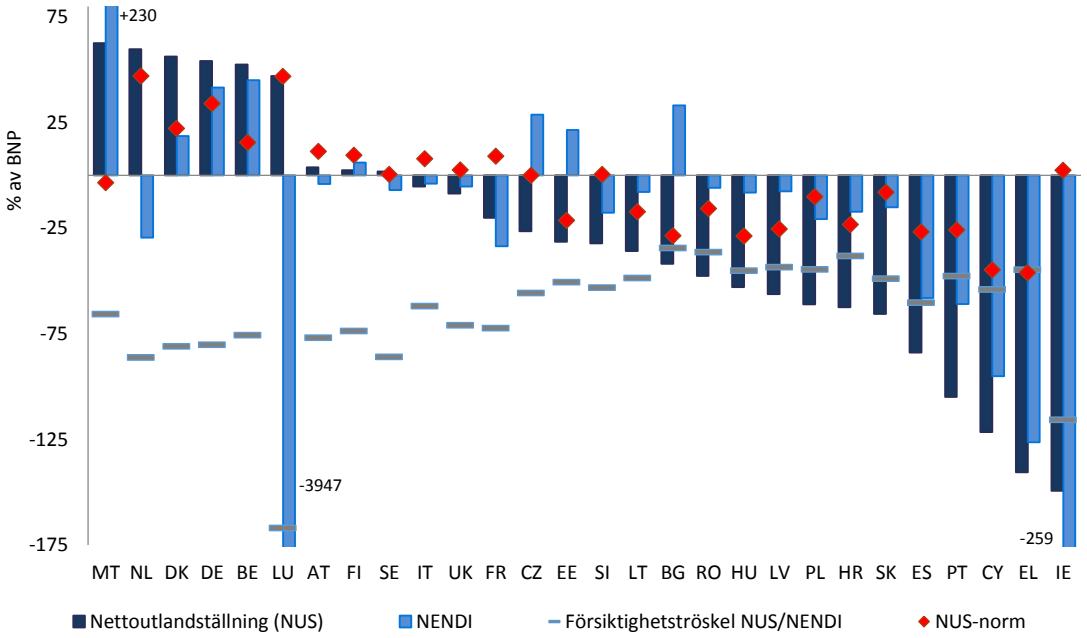
[18] En nettoutlandsställning i linje med fundamenta erhålls som en ackumulering över tid av normer för bytesbalansen (se också fotnot **Error! Bookmark not defined.**). Nettoutlandsställningens försiktighetsvärden bestäms av maximeringen av signalkraften att förutse en betalningsbalanskris, med beaktande av den landsspecifika information som sammanfattas i inkomster per capita. Läs mer om metoden för att beräkna nettoutlandsställningens stockar i linje med fundamenta i A. Turrini och S. Zeugner, *Benchmarks for Net International Investment Positions*, European Economy, Discussion Paper, kommande.

- **Nära hälften av alla EU-länder hade 2017 en nettoutlandsställning som var sämre än resultattavlans tröskelvärde** på -35 % av BNP. Några låg kvar under -100 % av BNP (Cypern, Grekland, Irland och Portugal) och Spanien på -80 % av BNP. Även Bulgarien, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slovakien och Ungern ligger fortfarande under värdet på -35 % av BNP.
- I de länder som har en **mycket negativ nettoutlandsställning** understiger värdena i allmänhet **de landsspecifika riktvärdena**, både nettoutlandsställningens normer och försiktighetsvärdena. Det gäller Cypern, Grekland, Irland och Portugal, liksom Spanien. Grekland redovisade en marginell försämring av nettoutlandsställningen och Portugal oförändrade värden, där värderingseffekter i båda fallen något dämpade nettoutlandsställningen under 2017. I de övriga fallen förbättrades utfallet. Kännetecknande för de mest negativa nettoutlandsställningarna är **nettoskuldernas stora omfattning**.[19] Cyperns och Irlands siffror måste dessutom ses i ljuset av hur de påverkas av de multinationella företagens verksamhet och den internationellt inriktade tjänstesektorn. För Greklands del inverkar den stora utlandsskulden med mycket förmånliga räntor.
- I länder med en **något mindre negativ nettoutlandsställning**, men som ändå ligger under resultattavlans tröskelvärde på -35 % av BNP, verkar nettoutlandsställningen ligga under normen och i vissa fall något under försiktighetsvärdet. I de länderna har aktiekapital en stor effekt på den negativa nettoutlandsställningen, t.ex. mot bakgrund av inflödet av nettostockar av utländska direktinvesteringar. I länder med **måttliga utlandsskulder** överstiger ofta nettoutlandsställningen normen, med undantag för Frankrike och Slovenien där den ligger under.
- I flertalet länder med **starka och positiva nettoutlandsställningsstockar** ligger nettoutlandsställningen över normen och har ökat under 2017, mot bakgrund av stora bytesbalansöverskott. Nederländerna och Danmark redovisade marginellt sämre nettoutlandsställningar till följd av negativa värderingseffekter. Malta och Nederländerna avslutade 2017 med nettoutlandsställningar på cirka 60 % av BNP, medan Belgiens, Danmarks och Tysklands låg på över 50 %.[20]

[19] Vilket framgår av NENDI-variabeln, dvs. nettoutlandsställningen exklusive instrument utan risk för betalningsinställelse. Det är dock positivt att förbättringen av nettoutlandsställningen i de här länderna under 2017 till stor del berodde på förbättringar av NENDI.

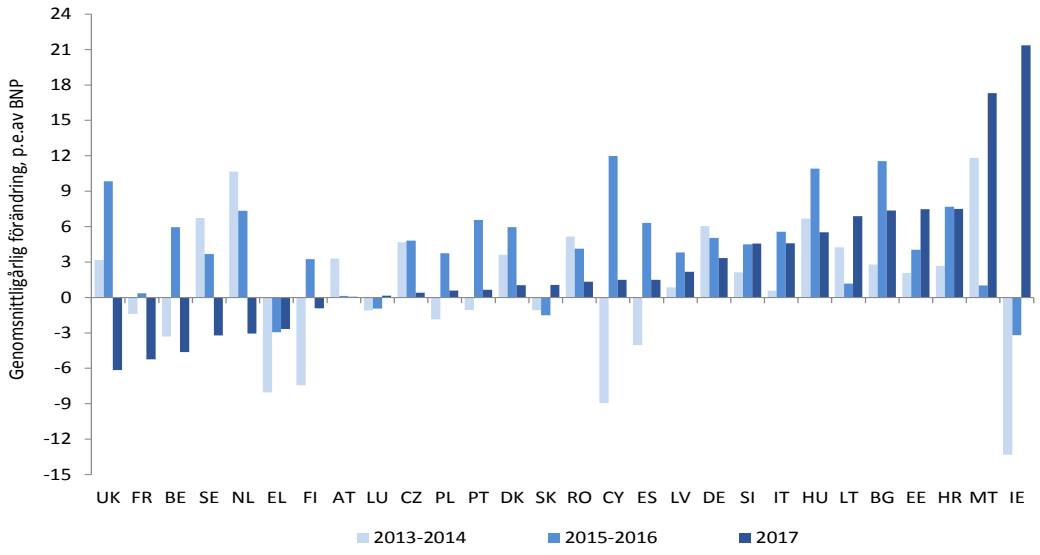
[20] Hur relevant NENDI är skiljer sig avsevärt åt i den här gruppen länder, vilket avspeglar hur viktiga deras finanscentrum är, som i fallet med Luxemburg och Malta, eller vilka utlandsskulder banker och multinationella företags huvudkontor har som i Nederländerna

Diagram 4: Nettoutlandsställning och riktvärden 2017



Källa: Eurostat (BPM6, ESA10) och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anmärkning: Länderna presenteras i avtagande ordning efter kvoten mellan nettoutlandsställning och BNP 2017. NENDI är nettoutlandsställning exklusive instrument utan risk för betalningsinställelse – läs mer i ruta 1. För begreppen nettoutlandsställningens norm och försiktighetsvärde, se fotnot 18.

Diagram 5: Nettoutlandsställningens dynamik



Källa: Eurostat.
Anmärkning: Länderna presenteras i avtagande ordning efter variationen i kvoten mellan nettoutlandsställning och BNP 2017.

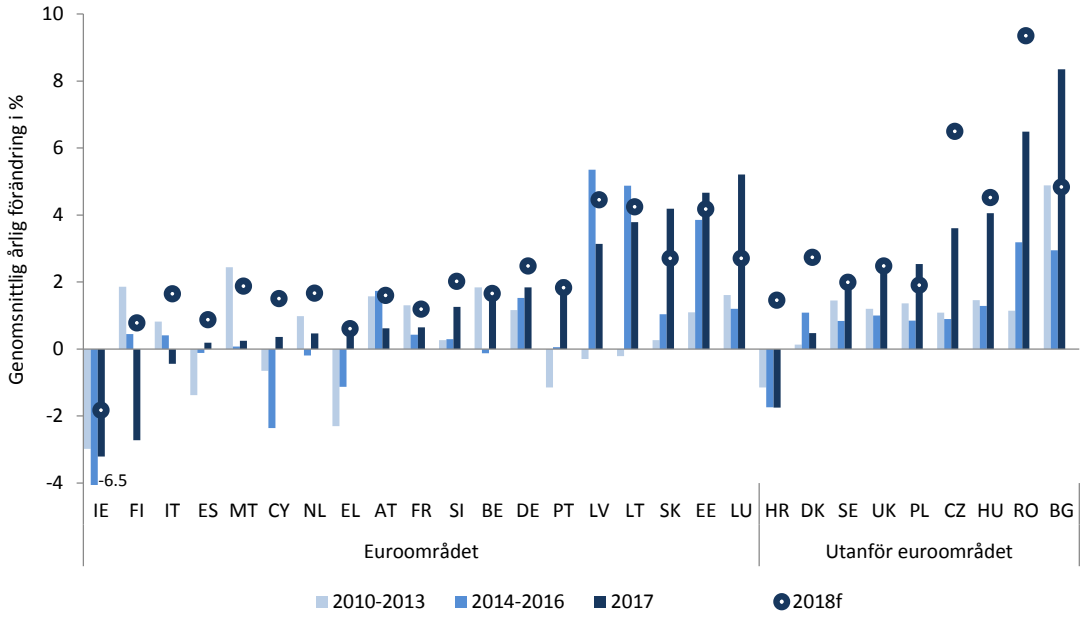
Utvecklingen för kostnadskonkurrenskraften bidrar inte längre i samma utsträckning till ombalanseringen. Enhetsarbetskostnadens mönster efter krisen kännetecknades av en relativt måttfull dynamik i de länder där efterfrågan dämpats efter avvecklingen av de stora bytesbalansunderskotten. Enhetsarbetskostnaden började öka igen i samband med den ekonomiska återhämtningen, men förblev dämpad trots en allt stramare arbetsmarknad. Markanta ökningar av enhetsarbetskostnaden noterades i flera länder i Central- och Östeuropa: den har ökat i Bulgarien och Estland sedan 2012, sedan 2013 i Lettland och Litauen och sedan 2016 i Rumänien, Tjeckien och Ungern. Enhetsarbetskostnaden har ökat ytterligare under 2017 i de flesta medlemsländer mot bakgrund av konsolideringen av den ekonomiska tillväxten, men utan att arbetskostnaderna stigit kraftigt i de större långivarländerna. Detta bekräftar den tendens som startade 2016 att kostnadskonkurrenskraftens utveckling verkar bidra mindre till obalanseringen (se också ruta 2).

- **Enhetsarbetskostnaden har ökat i de flesta medlemsländer**. De senaste årens tillväxt i enhetsarbetskostnad har varit särskilt stark i Bulgarien, Estland, Lettland och Litauen (diagram 6**)**, som alla överskrider resultattavlans tröskelvärde. Under 2017 utmärkte sig tydligt den ökande enhetsarbetskostnaden från tidigare år i Bulgarien och Rumänien och i viss mån också i Luxemburg, Slovakien och Tjeckien. Skattningar för 2018 tyder på ett scenario med fortsatt dynamisk enhetsarbetskostnad i många länder, där den ökar mer påtagligt i Lettland, Litauen, Rumänien, Tjeckien och Ungern, medan den sjunker i Bulgarien men ändå är kvar på en hög nivå.
- **Mönstret för enhetsarbetskostnaden mellan länderna speglar i stort sett skillnaderna i arbetskraftsbrist.** De länder där enhetsarbetskostnaden har ökat snabbast har generellt sett lägst arbetslöshet (diagram 8). Länder med en hög BNP-tillväxt på senare år, framför allt de baltiska länderna och några östeuropeiska länder, har både låg eller måttlig arbetslöshet och stora ökningar av enhetsarbetskostnaden, medan utvecklingen för arbetskostnaden i allmänhet är mer begränsad i länder med högre arbetslöshet. Sådana samband är väntade med tanke på Phillipskurvan men de håller inte riktigt, eftersom några länder har en enhetsarbetskostnad som ökar mycket mer än vad sambandet skulle tyda på, främst i de baltiska länderna, Bulgarien, Rumänien, Tjeckien och Ungern. Samtidigt ökar enhetsarbetskostnaden mindre än väntat i andra länder (t.ex. Finland, Irland och Kroatien). I den förra gruppen kan stora löneökningar också kopplas till arbetskraftsbrist som beror på arbetskraftsutvandring, brist på kvalificerad arbetskraft och kompetensglapp.[21]
- **De nominella löneökningarna bidrog mest till ökningen av enhetsarbetskostnaden under 2017**. I de flesta medlemsländerna bidrog nominella löneökningar mest till ökningen i enhetsarbetskostnaden, medan arbetsproduktiviteten spelade en relativt sett mindre roll. Arbetsproduktiviteten bidrog allmänt sett till att enhetsarbetskostnaden ökade långsammare, både på grund av ökad kapitalintensitet och den totala faktorproduktivitetens tillväxt, medan färre arbetade timmar ofta innebar lägre produktivitet (diagram 7).

[21] Se t.ex. Europeiska kommissionen (2018), *Labour markets and wage developments in Europe*, årsöversikt 2018, och Z. Darvas och I. Gonçalves Raposo (2018), *The ever-rising labour shortages in Europe*, Bruegel Blog Post, den 25 januari 2018.

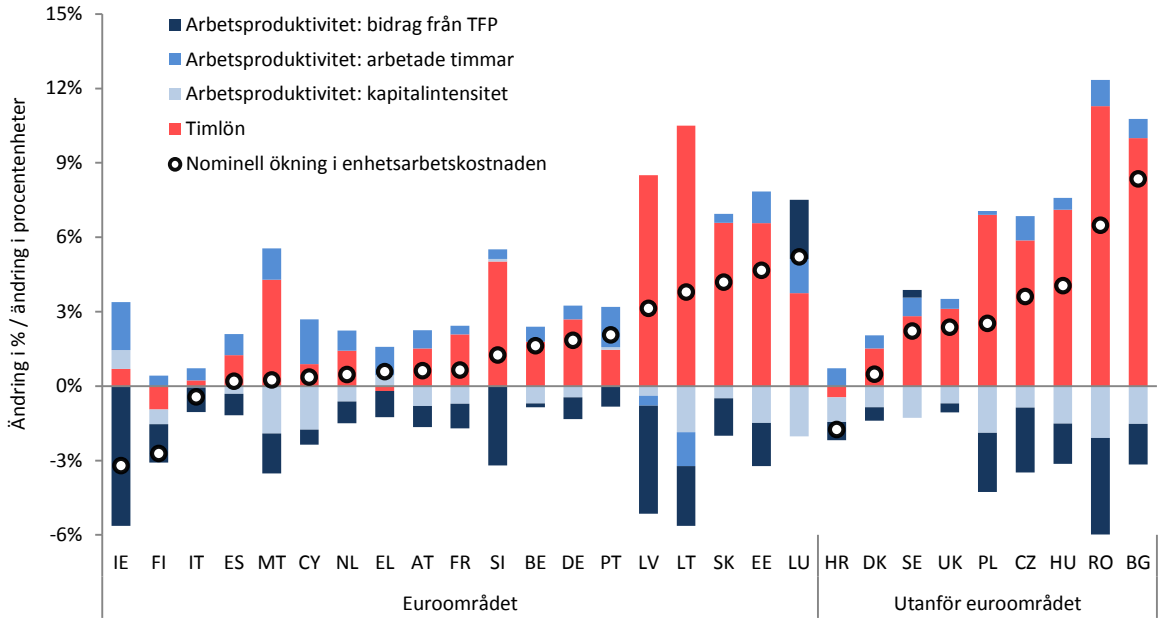
- **Mönstren för enhetsarbetskostnadens tillväxt är i allt högre grad frikopplade från behoven av extern ombalansering.** Under krisen tenderade arbetslösheten att vara högre i de låntagarländer som drabbades av omsvängningar i bytesbalansen och påföljande efterfrågefall, men arbetslösheten har konvergerat sedan den ekonomiska återhämtningen startade, vilket tyder på att mönstren för enhetsarbetskostnadens tillväxt, som i stort avspeglar de olika nivåerna av överhettning på arbetsmarknaden, i allt högre grad är frikopplade från behoven av extern ombalansering. Under 2017 ökade enhetsarbetskostnaden igen i vissa låntagarländer – vilket bekräftar det mönster som redan började framträda något under 2016, efter år av minskningar eller stagnation. Upphämtningen är mest påtaglig i Cypern, Grekland och Portugal. Samtidigt har varaktigt strama arbetsmarknader i långivarländerna hittills inte omsatts i mycket snabbare löneökningar.

Diagram 6: Enhetsarbetskostnadens ökning på senare år



Källa: Ameco. Uppgifter för 2018 kommer från Europeiska kommissionens ekonomiska höstprognos 2018.
Anmärkning: Länderna presenteras i stigande ordning efter ökningen i enhetsarbetskostnad 2017.

Diagram 7: Enhetsarbetskostnadens ökning och dess drivkrafter, 2017



Källa: Ameco och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anmärkning: Länderna presenteras i stigande ordning efter ökningen i enhetsarbetskostnad 2017. Uppdelningen bygger på en standardfördelning av ökningen av enhetsarbetskostnaden på nominell timersättning och arbetsproduktivitetet. Den sista delas upp ytterligare på bidrag från arbetade timmar, total faktorproduktivitet och kapitalackumulation med tillämpning av en standardram för tillväxtredovisning.

Diagram 8: Enhetsarbetskostnadens ökning och arbetslösheten



Källa: Ameco.

Priskonkurrenskraftens utveckling mätt som den reala effektiva växelkursen speglar bara delvis förändringar i kostnadskonkurrenskraften på basis av enhetsarbetskostnaden. Skillnader i enhetarbetskostnadens tillväxt har omsatts i vinster och förluster i EU-ländernas kostnadskonkurrenskraft om de mäts med den enhetsarbetskostnadsrelaterade reala effektiva växelkursen, vilket tar hänsyn till både ändringar i enhetsarbetskostnadens tillväxt i förhållande till konkurrenter på inhemska och tredje lands marknader och förändringar i den nominella växelkursen (diagram 9).

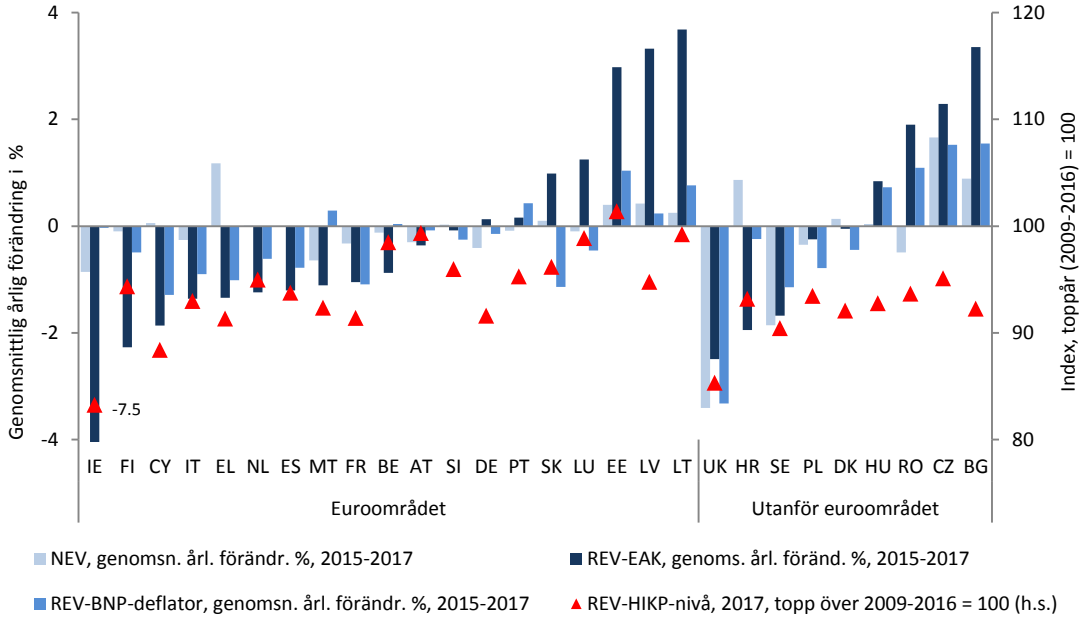
- På senare år har **en majoritet av euroländerna redovisat minskningar i den enhetsarbetskostnadsrelaterade reala effektiva växelkursen**, vilket innebär att jämförbara fall i arbetskostnaderna har varit tillräckliga för att kompensera för eurons appreciering i effektiva termer sedan 2016. **Några få euroländer** har dock – **främst de baltiska länderna – istället redovisat förluster i kostnadskonkurrenskraften** mätt som den enhetsarbetskostnadsrelaterade reala effektiva växelkursen. Bland länderna utanför euroområdet var förändringar i den enhetsarbetskostnadsrelaterade reala effektiva växelkursen för det mesta kopplade till nominella växelkursfluktuationer, mätt som den nominella effektiva växelkursen. Deprecieringar har lett till konkurrenskraftsvinster i Polen, Rumänien, Sverige och Storbritannien. Apprecieringar har främst haft följdverkningar för Bulgarien och Tjeckien. På senare tid har vinster i kostnadskonkurrenskraften mätt som förändringar i den enhetsarbetskostnadsrelaterade reala effektiva växelkursen i allmänhet varit mer omfattande i låntagarländerna. Siffrorna är förenliga med de som vi gick igenom ovan avseende utvecklingen för enhetsarbetskostnaden.

- **Utvecklingen för priskonkonkurrenskraften**, mätt som den BNP-deflatorbaserade reala effektiva växelkursen, **var måttfullare än utvecklingen för kostnadskonkurrenskraften**, mätt enligt den enhetsarbetskostnadsrelaterade reala effektiva växelkursen. Det tyder på att delar av variationen i enhetsarbetskostnaden har inverkat på pris-kostnadsmarginalerna istället för att föras vidare till priserna (diagram 9). Siffror som tyder på att **marginalerna krympt** är särskilt tydliga i länder med stora förluster i kostnadskonkurrenskraften, särskilt i de baltiska länderna, Bulgarien och Rumänien.[22]

- I flera länder återspeglades den mycket blygsamma eller **negativa inflationen i konsumentledet** i stora **konkurrenskraftsvinster** mätt enligt den HIKP-baserade reala effektiva växelkursen. Två länder – Cypern och Irland – låg till och med under det undre tröskelvärdet 2017. I de flesta länderna är det **aktuella konkurrenskraftsläget mer gynnsamt än det var före krisen eftersom nivån på den HIKP-baserade reala effektiva växelkursen** ligger lägre än den som mätts upp vid tidigare högkonjunkturer. Den reala deprecieringen sammanföll i de flesta fall med en sänkning av relativpriset på icke-handelsvaror, och en ökande andel handelsvaror i ekonomin, vilket stärkte potentialen för en exportledd tillväxt. I några få länder, särskilt Estland, Litauen och Österrike, ligger dagens HIKP-baserade reala effektiva växelkurser nära eller över värdet vid tidigare högkonjunkturer.

[22] Krympande marginaler förhindrar visserligen kostnadskonkurrenskraften från att påverka bytesförhållande gentemot utlandet, vilket håller tillbaka effekten på handelsflödena i branscher som kännetecknas av produktdifferentiering och prissättning efter marknad, men varaktigt sänkt lönsamhet skulle med tiden innebära att sektorn exponerad för internationell handel krymper.

Diagram 9: Nominella och reala effektiva växelkurser (NEV och REV)



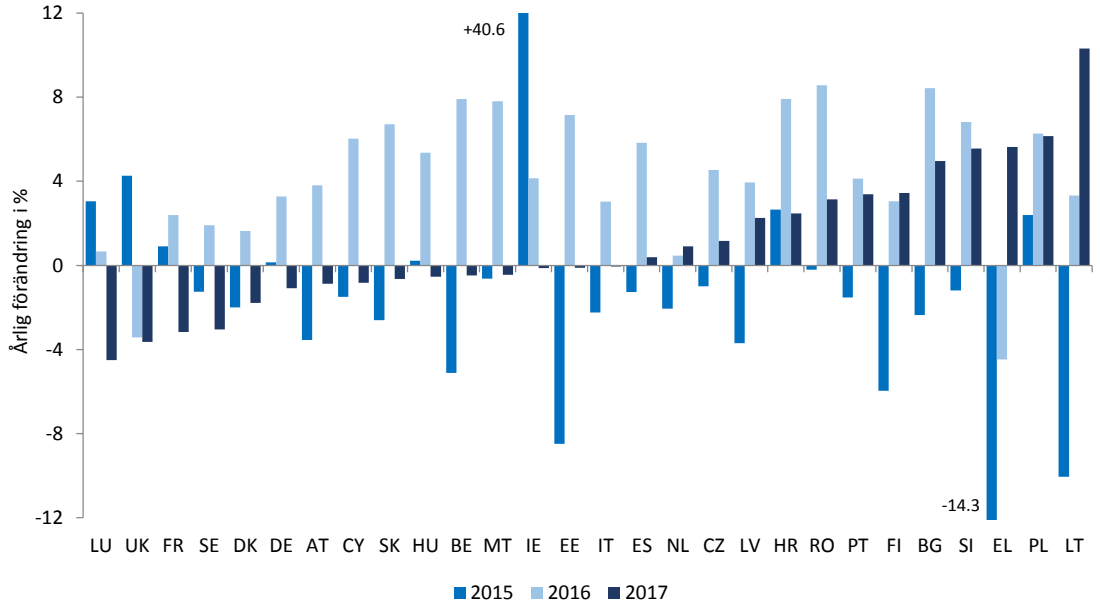
Källa: Ameco.

Anmärkning: Länder presenteras i stigande ordning efter genomsnittlig årlig variation i den reala effektiva växelkursen baserat på enhetsarbetskostnadens tillväxt mellan 2015 och 2017. De reala effektiva växelkurserna baserade på enhetsarbetskostnaden och på BNP-deflatorn och den nominella effektiva växelkursen beräknas i förhållande till 37 handelspartner. Den HIKP-baserade reala effektiva växelkursen beräknas i förhållande till 42 handelspartner liksom i resultattavlan i rapporten om förvarningsmekanismen.

Vinster i exportmarknadsandelen redovisas i flertalet EU-länder, men de minskar i omfattning. Den kumulerade ändringen i exportmarknadsandel över fem år som redovisas för 2017 visar på positiva värden i de flesta EU-länderna. Bara i Grekland överskrider förlusten i exportmarknadsandel resultattavlans tröskelvärde. Färskare data visar en mer splittrad bild där vinsterna ännu är förhärskande men mer blygsamma för 2017 mot bakgrund av eurons appreciering och en mindre gynnsam utveckling för råvarupriserna. Medan EU-ländernas export fortsatte att återhämta sig under 2017, närmade sig andra ekonomiers exportökning EU:s under 2017 och det gick snabbare jämfört med tidigare år.[23]

- Den tidigare övergripande positiva trenden för EU:s exportmarknadsandel har främjats av en återhämtad exportefterfrågan inom EU och vinster i konkurrenskraften enligt genomgången ovan. **Vinsterna i marknadsandelen var i allmänhet mer uttalade i låntagarländerna och i central- och några östeuropeiska länder**, vilket innebar att större vinster i konkurrenskraften i de här länderna verkade övergå i en fördel i termer av exportgenomslag.
- Färskare data om årliga marknadsandelsförändringar visar på vinster för 2016, följt av mer blygsamma resultat i allmänhet för 2017 (diagram 10). **Vinsterna var mer måttfulla i nästan alla EU-länder under 2017**, men större vinster redovisades av Grekland och Litauen, vilket innebär en omsvängning från stora förluster tidigare.

Diagram 10: Förändringar i exportmarknadsandel på senare år



Källa: Eurostat och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anmärkning: Länderna presenteras i stigande ordning efter årlig variation i exportmarknadsandelen 2017.

[23] Se Europeiska kommissionen höstprognos 2018 och IMF (2018), *World Economic Outlook*, oktober 2018. Se också tabell 2.1 i bilagan för exportresultat i förhållande de avancerade ekonomierna.

Ruta 2: De makroekonomiska obalansernas euroområdesdimension

Euroområdets bytesbalans har stabiliserats på en mycket hög nivå. Efter krisen 2008 fram till 2016 ökade euroområdets bytesbalans märkbart. Därefter låg den stabilt på runt 3,2 % av BNP under 2016 och 2017 på basis av betalningsbalansstatistiken.[24] Euroområdets bytesbalansöverskott är fortsatt världens största, och beräknas ligga över det värde man kan vänta på basis av ekonomiska fundamenta (cirka 1,5 % av euroområdets BNP).[25] Med oförändrad politik väntas euroområdets bytesbalansöverskott att sjunka något till 2020 enligt kommissionens höstprognos 2018.[26] Bland de faktorer som kan bidra till att sänka överskottet finner vi en relativ försämring av konjunkturförhållandena i andra områden i världsekonomin, en spridning av effekterna från en restriktivare handelspolitik och från den senaste tidens reala effektiva appreciering av euron, en möjlig ytterligare appreciering av euron (bland annat med koppling till ett uppåtriktat tryck på marknaden från det varaktigt stora externa överskottet) eller en fortsättning på den pågående trenden mot högre oljepriser.

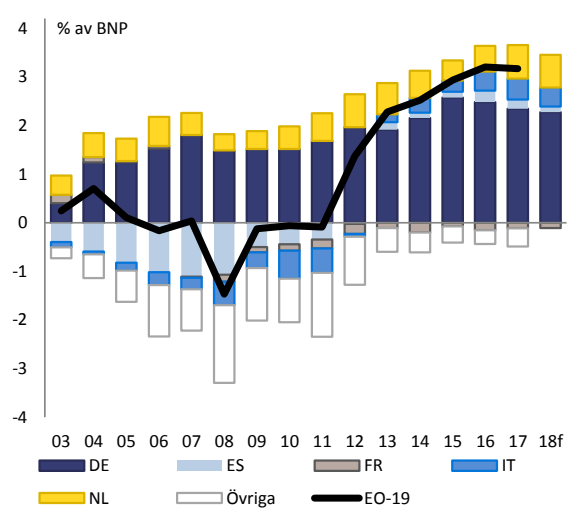
Diagram B.1: Utvecklingen för euroområdets bytesbalans: uppdelning per land

Diagram B.2: Utvecklingen för euroområdets bytesbalans: uppdelning per post

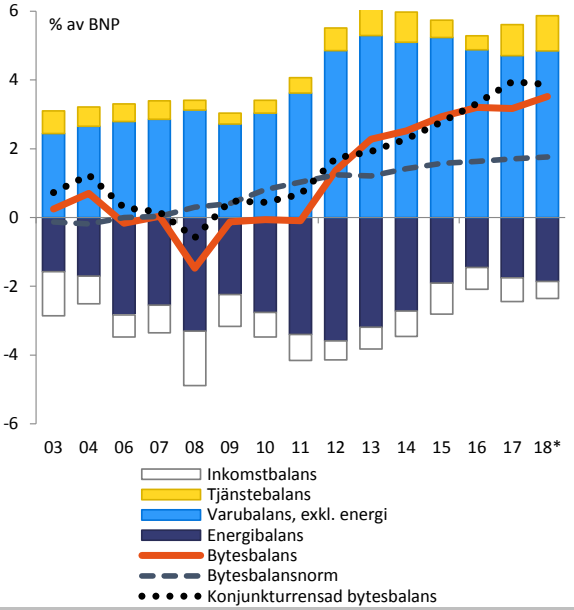
[24] Euroområdets bytesbalanssiffor på basis av betalningsbalansdata reviderades nyligen ner något, och visar i dagsläget på ett överskott som är cirka 0,3 och 0,1 procentenheter av BNP lägre för 2015 respektive 2016 jämfört med de med siffror som var tillgängliga för ett år sedan. Bytesbalansen för euroområdesaggregatet i förhållande till omvärlden uppgår till 3,2 % av BNP för både 2016 och 2017, enligt siffror från både betalningsbalansen och nationalräkenskaperna. Ändå uppgår euroländernas bytesbalans till 3,5 % och 4 % av euroområdets BNP för 2016 respektive 2017. Avvikelserna mellan euroområdesaggregatet och summan av euroländernas bytesbalanser beror på justeringar av assymmetrier i medlemländernas rapporterade data.

[25] Läs mer om metoden för att beräkna bytesbalansen i linje med fundamenta (normen för bytesbalansen) i fotnot **Error! Bookmark not defined.** och litteraturreferenserna i den fotnoten. IMF (*External Sector Report 2018*) menar också att euroområdets norm för bytesbalansen torde vara runt 1,5 % av BNP.

[26] Prognos baserad nationalräkenskaperna.



Källa: Ameco och betalningsbalansstatistik.



Källa: Eurostat och betalningsbalansstatistik.
Anmärkning: ”18*” gäller löpande data för fyra kvartal fram till kvartal 2 2018.

Sammansättningen av euroområdets överskott speglar korrigeringen av de bytesbalanser som tidigare uppvisade underskott i kombination med de varaktiga stora överskotten. Euroområdets bytesbalans var stort sett i jämvikt före 2008, uppvisade ett underskott det året mot bakgrund av ett stort fall i exportefterfrågan i världen, och övergick i överskott efter finanskrisen 2008 främst i ljuset av en plötslig korrigering av de stora underskotten efter en omläggning av de privata finansiella flödena över gränserna (diagram B.1). Överskottet ökade ytterligare efter 2011 då skuldkrisen spred sig till Spanien och Italien och den påföljande minskningen av den inhemska efterfrågan bidrog till att de båda ländernas bytebalans övergick i överskott. Sedan 2011 har Tysklands bytesbalansöverskott successivt vuxit. Just nu är euroområdets bytesbalansöverskott till största delen resultatet av de stora överskotten i Tyskland och Nederländerna vars sammanlagda överskott står för merparten av euroområdets överskott (diagram B.1). Sedan 2016 är den successiva minskningen av det tyska överskottet förknippad med stabiliseringen av euroområdets överskott.

Den senaste tidens utveckling av euroområdets bytesbalans kan främst hänföras till energi-, inkomst- och tjänstebalanserna. Balansen för icke-energivaror förbättrades efter finanskrisen, vilket speglade euroområdets relativt svaga konjunkturläge jämfört med andra världsdelar och står för det mesta av förbättringen i bytebalansen (diagram B.2). Under samma period uppvisade euroområdets konjunkturrensade bytesbalans genomgående en blygsammare förbättring. Med start 2013 stabiliserades överskottet i euroområdets varubalans mot bakgrund av den återhämtade produktionen och det sjönk bara måttligt, i ljuset av exportens robusta utfall i termer av värde och volym jämfört med andra avancerade ekonomier.[27] Energibalansen har efter krisen främst påverkats av svängningarna

[27] Läs mer i ECB, *Economic Bulletin*, nr 5/2018, ruta 2.

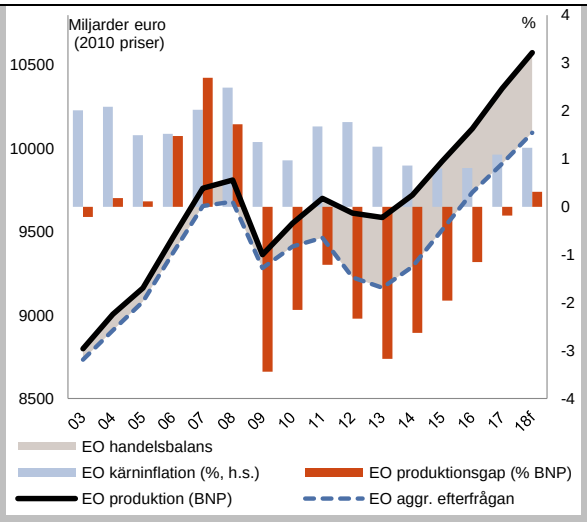
i oljepriset. Efter ett större prisfall 2008 återhämtade sig oljepriserna mellan 2009 och 2011 och föll igen mellan 2014 och 2016, och bidrog till svängningarna åt motsatta håll i euroområdets energibalans. Oljeprisets återhämtning inleddes i mitten av 2016 och är förklaringen till den försämring av energibalansen som redovisats sedan dess.[28] Energibalansens negativa bidrag till euroområdets överskott sedan 2016 har kompenserats av en förbättring av tjänstebalansen. Inkomstbalansen har förblivit negativ trots den förbättrade kapitalinkomstbalansen med koppling till en positiv och växande nettoutlandsställning på aggregerad euroområdesnivå. Den försämrades dock under 2017 mot bakgrund av utvecklingen för nettobolagsinkomsterna.

Utvecklingen för euroområdets överskott är också kopplad till att den inhemska efterfrågan släpar efter den ekonomiska aktiviteten och den varaktiga exportefterfrågan, som bygger på en stödjande global efterfrågan på europeiska varor och tjänster och på ett förbättrat konkurrensläge. Skillnaden mellan aggregerade inkomster och utgifter, som motsvarar nettoexporten, ökade efter finanskrisen 2008 och fram till 2016 (se diagram B.3). När krisen inleddes, speglade den dämpade efterfrågeutvecklingen en storskalig skuldnedväxling i den privata sektorn, främst i de låntagarländer som drabbades av tvärstopp i bytesbalansen, medan statens ökade nettoupplåning hjälpte till att bromsa krisens effekter på inkomsterna (diagram B.4). Efter den svåra skuldkrisen i euroområdet 2011 inleddes skuldnedväxlingen också i den offentliga sektorn, som har stått för det största bidraget till den ökande övergripande nettoutlåningen i euroområdet sedan dess. Hushållssektorns nettoutlåningssiffror är för närvarande dubbelt så stora som före krisen, och icke-finansiella bolag, som vanligtvis har nettoupplåningsbehov, har haft en positiv nettoutlåningsställning sedan 2013. Den offentliga nettoutlåningen är fortsatt negativ och har först på senare tid nått nivåer där skuldkvoten sjunker i flertalet euroländer. Trots aktiv skuldnedväxling tyder den nomiella BNP:ns utdragna stagnation efter krisen på att skuldkvoterna är historiskt höga i hushållen, bolagen och staten i flera euroländer. Skuldnedväxlingen sker i dagsläget på grund av de gynnsamma ekonomiska förhållandena.

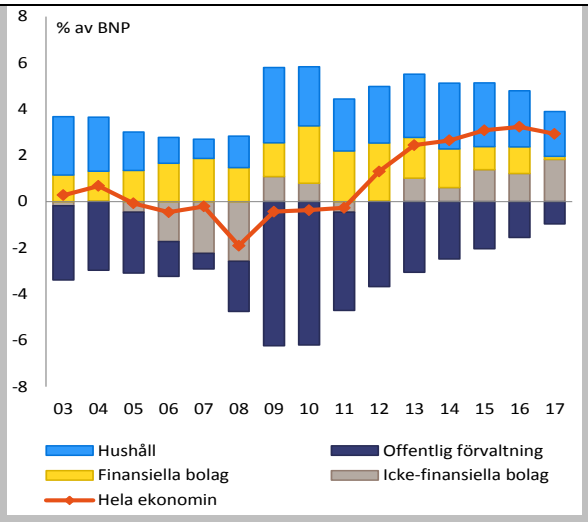
Diagram B.3: Produktion, inhemsk efterfrågan, nettoexport och kärninflation i euroområdet

Diagram B.4: Euroområdets finansiella sparande per sektor

[28] Vid bedömningen av prognoserna för energibalansen bör man också beakta den tilltagande strukturella förbättringen i euroområdets energibalans för en given nivå på oljepriset som associeras med den minskade vikten för energiintensiv verksamhet och den förbättrade energieffektiviteten i produktionsprocessen. Se t.ex. IAE (2018), *Energy Efficiency 2017*, Internationella energiorganet.



Källa: Ameco.



Källa: Eurostat.

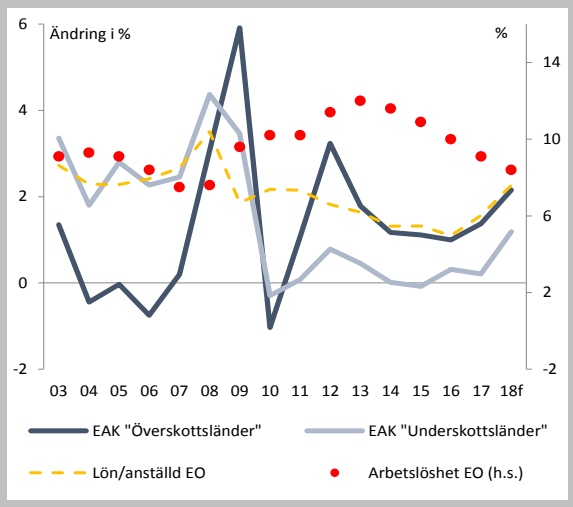
Utmaningarna hör fortfarande samman med ihållande stockobalanser, den nuvarande högkonjunkturens varaktighet och det begränsade utrymmet för att absorbera negativa störningar i de länder som har högst skulder. Efter nästan ett årtionde med trög dynamik återhämtar sig den inhemska efterfrågan i euroområdet, produktionsgapet håller på att bli positiv och inflationen väntas successivt närma sig de penningpolitiska myndigheternas mål (diagram B.3). Den pågående tillväxten får stöd av korrigeringen av stockobalanser men flera utmaningar väntar framöver. För det första är det osäkert hur länge de goda tiderna håller i sig, eftersom förhållandena för att en tillväxt på varaktig basis inte alltid finns, främst kopplade till ihållande investeringsgap, otillräckliga ramvillkor för att stimulera produktivitetsökningar och outnyttjad potential hos humankapitalet.[29] För det ändra är ombalanseringen inom euroområdet inte fullbordad. Länder som har haft stora underskott kännetecknas fortfarande av en mycket negativ nettoutlandsställning tillsammans med stora privata eller offentliga skuldstockar som utgör sårbarheter. De länder som tyngs av stora skulder är dessutom samma länder som har relativt litet utrymme för att förlita sig på potentiella produktionsökningar för att minska sina skuldkvoter, vilket innebär att utrymmet för att privata och offentliga besparingar ska kunna dämpa negativa produktionsstörningar troligtvis är begränsat (diagramB.6).

En symmetrisk ombalansering i euroområdet skulle bidra till att återställa hållbar tillväxt samtidigt som man återställer den makroekonomiska stabiliten med tanke på framtiden. En lämplig kombination av politiska åtgärder krävs för att säkerställa att tillväxten kan fortsätta på ett hållbart sätt och är förenlig med makroekonomisk stabilitet. Om låntagarländerna ska kunna minska sina stora stockar av utländska och inhemska skulder måste de behålla försiktiga bytesbalanssaldon och säkerställa en lämplig takt på skuldminskningen, samtidigt som de strävar mot målet att stärka tillväxtpotentialen via lämpliga investeringar och reformer och undviker risken för konjunkturförstärkande åtstramningar i dåliga tider. I låntagarländerna måste man framför allt stärka

[29] Se Europeiska kommissionen, Årlig tillväxtöversikt 2019, och B. Pierluigi och D. Sondermann (2018), *Macroeconomic imbalances in the euro area*: *where do we stand?*, ECB Occasional Paper 211/2018.

produktivitetsutvecklingen, både för skuldstockarnas hållbarhet och för att se till att den relativa konkurrenskraftsökningen bättre stödjer ombalanseringen, mot bakgrund av att de relativa konkurrenskraftsvinster som låntagarländerna gjort sedan 2012 har börjat avta på senare tid (diagram B.5). Politiska åtgärder för att främja investeringar och komma till rätta med den tröga löneutvecklingen skulle bidra till att ta itu med de stora överskotten i långivarländerna, samtidigt som man skulle bidra till att stödja tillväxtpotentialen och göra tillväxutsikterna mindre beroende av den utländska efterfrågan.

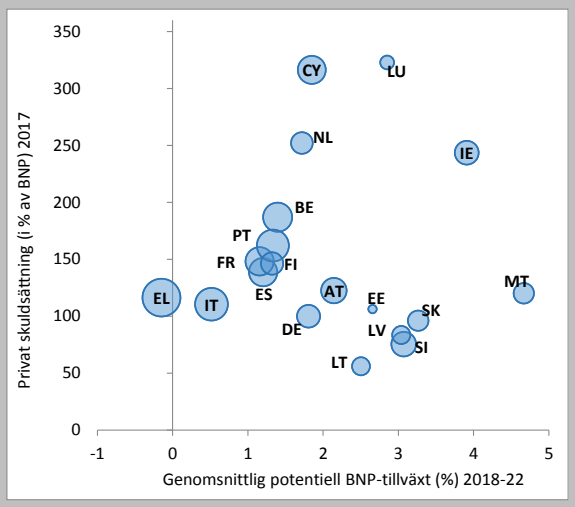
Diagram B.5: Ombalansering i euroområdet (arbetslöshet, löner och tillväxten i enhetsarbetskostnad (EAK))



Källa: Ameco.

Anmärkning: ”Överskottsländer” omfattar Belgien, Finland, Luxemburg, Nederländerna, Tyskland och Österrike. Alla andra nuvarande euroländer anses vara ”underskottsländer”.

Diagram B.6: Privat skuldsättning och potentiell BNP-tillväxt i euroländerna



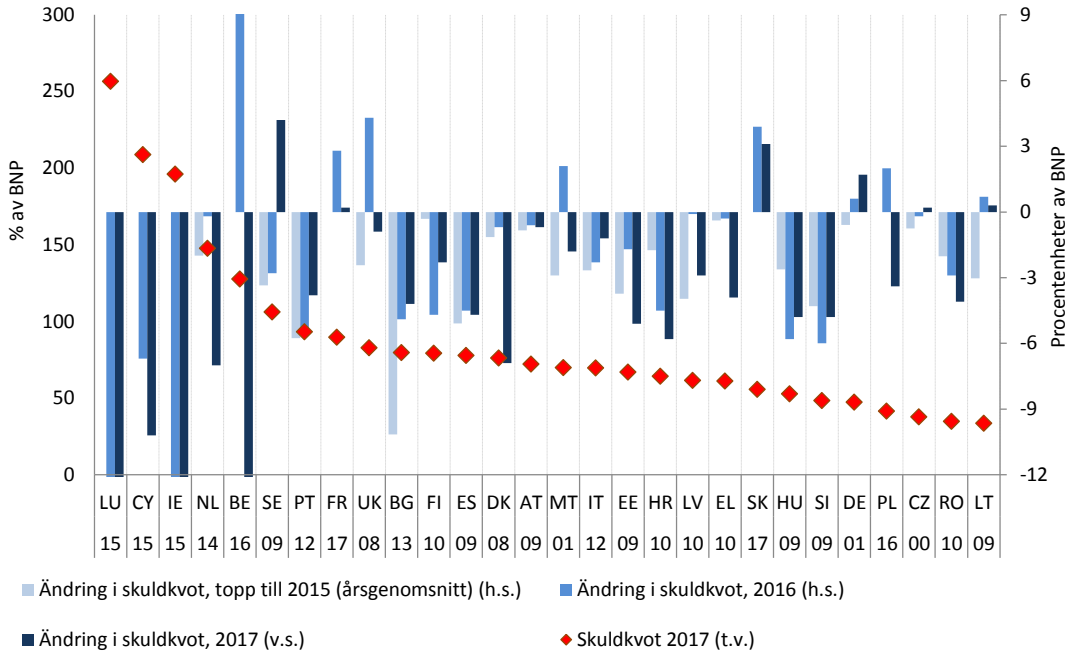
Källa: Ameco.

Anmärkning: Storleken på bubblorna representerar värdet på statsskulden (% av BNP) för 2017.

Skuldkvoten i den privata sektorn sjunker successivt, men är fortsatt hög i några medlemsländer. Tolv länder överskred resultattavlans tröskelvärde för skuldsättning i den privata sektorn för 2017 och det var samma länder som i förra årets rapport. Den privata skuldkvoten är högst i Cypern, Irland, Luxemburg och Nederländerna, men deras siffror påverkas av internationella transaktioner med koppling till de multinationella bolagens aktiviteter. Särskilt höga nivåer på den privata skuldsättningen finns i Belgien, Danmark, Portugal, Sverige och Storbritannien, där stockarna av privata skulder överskrider 160 % av BNP. Hushållens och de icke-finansiella bolagens relativa bidrag till den privata skuldsättningen varierar mellan länderna. För Belgiens, Irlands och Luxemburgs del förklaras den höga samlade privata skuldkvoten främst av de icke-finansiella bolagens skuldsättning. I Danmark och Storbritannien är det tvärtom hushållssektorn som är drivkraften bakom de stora privata skuldstockarna. Cypern, Nederländerna, Portugal och Sverige har relativt höga skuldnivåer i både företags- och hushållssektorerna. Skillnader i de privata skuldstockarna mellan länderna kan i hög grad förklaras av skillnader i fundamentala faktorer som motiverar ackumuleringen av skulder, t.ex. utsikterna för tillväxt och investeringar och den finansiella utvecklingen. En bedömning av skuldnivåerna bör därför ta hänsyn till dessa faktorer liksom andra beståndsdelar som påverkar de risker som de stora skulderna utgör med tanke på framtiden.[30]

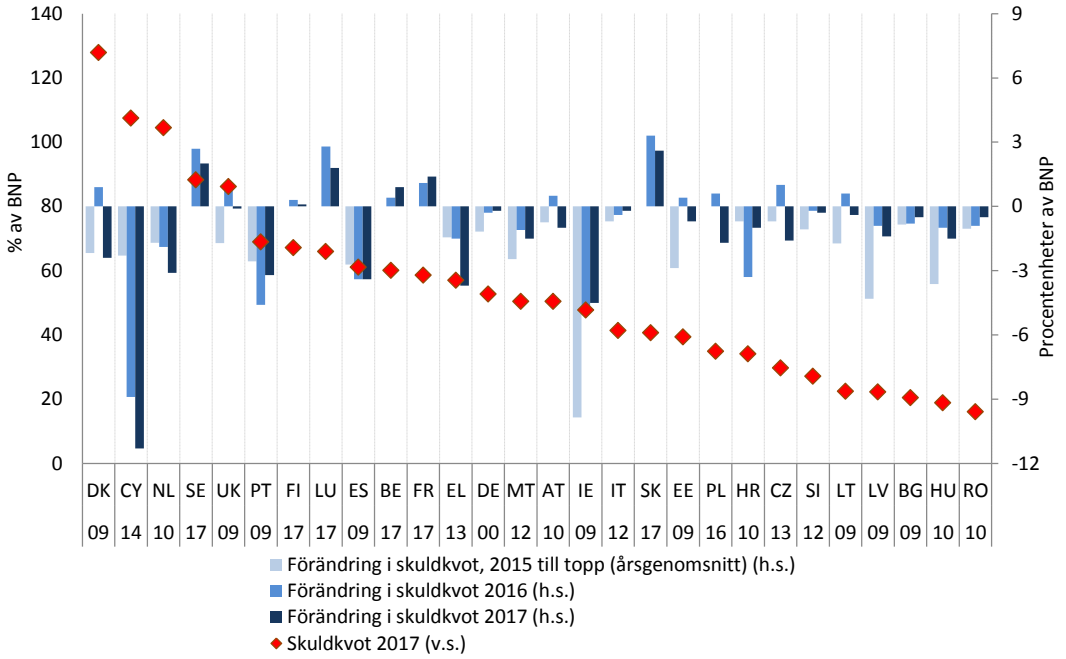
[30] Dessa faktorer beaktas i de landsspecifika riktvärden som Europeiska kommissionen har tagit fram i samarbete med arbetsgruppen Lime inom kommittén för ekonomisk politik (Europeiska kommissionen, *Benchmarks for the assessment of private debt*, not till kommittén för ekonomisk politik, ARES(2017) 4970814. Med ett första riktvärde går det att bedöma den privata skulden i förhållande till värden som kan förklaras på grundval av ekonomiska fundamenta. Ett andra riktvärde består av tröskelvärden där försiktighet ska iakttas (försiktighetsvärden) på basis av maximeringen av signalkraften att förespå bankkriser och inlemma landsspecifik information om bankernas kapitalisering, statsskulden och nivån på den ekonomiska utvecklingen. I de flesta medlemsländer överskrider de privata skuldkvoter som överskrider de vägledande tröskelvärdena i den här rapporten också de landsspecifika riktvärdena.

Diagram 11: Skuldnedväxlingstakten i icke-finansiella bolag



Källa: Eurostats icke-konsoliderade sektorsårsräkenskaper och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anmärkning: Länder presenteras i avtagande ordning efter skuldkvot för 2017. Siffran under landskoden anger året med högsta värdet. Ökningen till toppnoteringen har beräknats på basis av ett annat ursprungsår än år 2000 för Kroatien och Irland (2001) och Cypern (2006). Observationerna för LU, IE, BE har trunkerats för att passa skalan.

Diagram 12: Skuldsnedväxlingstakten i hushållen



Källa: Eurostats icke-konsoliderade sektorsårsräkenskaper och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anmärkning: Länder presenteras i avtagande ordning efter skuldkvot för 2017. Siffran under landskoden anger året med högsta värdet. Ökningen till toppnoteringen har beräknats på basis av ett annat ursprungsår än år 2000 för Kroatien och Irland (2001).

De privata skuldkvoterna sjunker från sina toppvärden i de flesta medlemsländer, men i en takt som inte alltid är i linje med behoven av skuldnedväxling. Skuldnedväxlingen inleddes först i de icke-finansiella bolagen och har gått snabbare där än i hushållssektorn både på grund av de mer negativa nettokreditflödena i företagssektorn och på grund av att den nominella tillväxten har haft större effekt på minskningen av skuldkvoten med tanke på att företagens skuldstockars är större än hushållens.

- I flera länder har **de icke-finansiella bolagen** lyckats att mer än halvera den skuldkvot som ackumulerats mellan 2000 och det år då deras skuld nådde sin topp (Danmark, Estland, Italien, Kroatien, Lettland, Litauen, Portugal, Rumänien, Slovenien, Spanien, Storbritannien, Sverige och Ungern). Men skuldnedväxlingstakten låg inte alltid i linje med skuldnedväxlingsbehoven, eftersom skuldnedväxlingen i företagssektorn i fyra länder med några av de högsta företagsskuldkvoterna (Luxemburg, Irland, Cypern, Nederländerna och Belgien) har varit blygsam i förhållande till skuldstockarna. I Frankrike har skuldnivåerna i de icke-finansiella bolagen till och med fortsatt att öka (diagram 11).
- **Hushållens** bruttosoliditet har de senaste två åren sjunkit i de tre länder där hushållen var som mest skuldsatta (Cypern, Danmark och Nederländerna) liksom i andra länder med stora skulder som Grekland, Portugal och Spanien (diagram 12). Hushållens skuldnedväxling har avstannat i Storbritannien och de relativt höga skuldkvoterna i Sverige och Finland har fortsatt att öka.

Diagram 13: Uppdelning av förändringen i de icke-finansiella bolagens skuldkvot (kvartal 1, 2018)

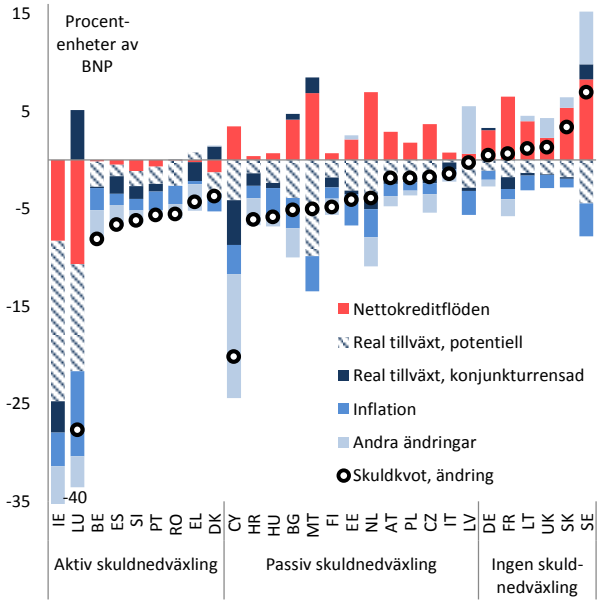
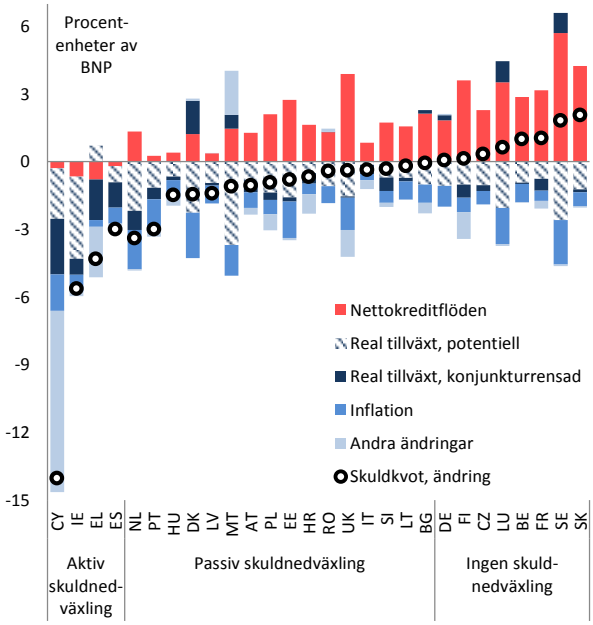


Diagram 14: Uppdelning av förändringen i hushållens skuldkvot (kvartal 1, 2018)



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

Anmärkning: Diagrammen visar en uppdelning av utvecklingen på årsbasis av de icke-konsoliderade skuldkvoterna på fem beståndsdelar: kreditflöden, potential och cyklisk real BNP-tillväxt, inflation och andra förändringar. BNP:s cykliska beståndsdel beräknas som skillnaden mellan faktisk och potentiell tillväxt. Aktiv skuldnedväxling inbegriper nettoåterbetalning av skulder (negativa nettokreditflöden), vilket vanligtvis leder till en nominell minskning av sektorns balansräkning. Passiv skuldnedväxling går å andra sidan ut på att positiva nettokreditflöden uppvägs av högre nominell BNP-tillväxt, vilket leder till en minskad skuldkvot.

Skuldnedväxlingen bygger i allt högre grad på en högre nominell BNP-tillväxt. Kreditflödena i den privata sektorn återhämtar sig men är fortfarande blygsamma och inget medlemsland överskrider resultattavlans tröskelvärde 2017. Den nominella BNP-tillväxten har minskat pressen att aktivt skuldnedväxla, vilket har resulterat i färre länder som har negativa kreditflöden antingen till företagen eller till hushållen. De negativa flödena är dessutom i genomsnitt lägre i absoluta tal (diagram 13 och 14). Dessutom har några länder som inte tidigare skuldnedväxlade börjat minska sina skulder ”passivt”, dvs. enbart på grund av att den nominella BNP-tillväxten minskar skuldkvoterna och eftersom nettokreditflödena bygger på skulden. Det gäller Italien, Österrike och Tjeckien med avseende på icke-finansiella bolag och för hushållssektorn i Estland, Polen och Österrike. Av diagram 13 och 14 framgår att en stor del av den senaste tidens nominella tillväxttakt antas bero på konjunkturen (t.ex. i Cypern, Grekland, Spanien, Portugal och Kroatien). Med tanke på framtiden kommer utsikterna för ytterligare passiv skuldnedväxling att i allt högre grad bero på

tillväxtpotentialen, när konjunkturdelen av tillväxten börjar avta och produktionsgapen blir positiva i fler och fler länder.

Förhållandena i EU:s banksektor håller på att förbättras men låg lönsamhet och stora stockar av nödlidande lån finns kvar i några länder. Det gäller framför allt Grekland, Cypern, Italien och Portugal (diagram 15 och 16). Positivt är att under 2017 var återhämtningen i banksektorns lönsamhet särskilt stark i de länderna och minskningen av andelen nödlidande lån var ofta ganska omfattande.

- **Den finansiella sektorns skulder växte inte lika snabbt under 2017** i de flesta EU-länderna och ligger inom resultattavlans tröskelvärden i alla länder utom två.[31] Bankernas kreditflöden dämpades under 2017 efter en tidigare ökning. Tillväxten i bankkrediter är fortsatt större i hushållssektorn än för de icke-finansiella bolagen.
- **I de flesta medlemsländer förbättrades bankernas lönsamhet och kapitaltäckningskvoter ytterligare** under förra året. Värderingarna av bankaktier ökade fram till i början av 2018 och därefter korrigerades de nedåt, vilket delvis uppvägde deras tidigare ökning, som delvis var kopplad till en stabilisering av avkastningskurvorna och tillhörande krympande räntemarginaler. I vissa länder kombineras dålig lönsamhet och relativt låga kapitaltäckningsgrader jämfört med andra länder med en hög andel nödlidande lån.
- **Andelen nödlidande lån är fortsatt hög i flera medlemsländer.** Andelen nödlidande lön 2017 är framför allt hög i Grekland och Cypern där sådana lån uppgår till 45 % respektive 30 % av de totala lånen. I Italien, Portugal, Bulgarien, Irland och Kroatien uppgår andelen nödlidande lön till nästan 10 % av samtliga lån.[32] Andelen nödlidande lån växte under tiden efter krisen men har börjat sjunka i olika takt i EU. **De senaste siffrorna tyder på att framstegen med att minska andelen nödlidande lån fortsätter**, också i de länder som har de högsta andelarna (med undantag för Grekland), främst Portugal och Italien (diagram 16).[33]

[31] De enda undantagen är Tjeckien och Slovakien. När det gäller Tjeckien kan den snabba ökningen i den finansiella sektorns skulder under 2017 i stort tillskrivas finansiella transaktioner före slutet på växelkursåtagandet och speglar alltså inte den inhemska utlåningsaktiviteten. I Slovakien berodde ökningen främst på en ökning av centralbankens skulder till personer boende utanför euroområdet. Det kan ha koppling till den slovakiska riksbankens reservförvaltningstjänster som inte har någon omedelbar effekt på den inhemska ekonomin.

[32] Andelen nödlidande lån i resultattavlans hjälpindikatorer definieras som nödlidande bruttofordringar som en procentandel av totala bruttofordringar (bokfört bruttovärde) för den rapporterande sektorn ”inhemska bankkoncerner och fristående banker, utlandskontrollerade dotterbolag och filialer, alla institutioner”. Värdena redovisas i tabell 2.1.

[33] Uppgifter om harmoniserade andelar nödlidande lån finns bara sedan 2014. I diagram 17 visas nödlidande bruttoskuldinstrument som andel av samtliga bruttoskuldinstrument, där uppgifter finns tillgängliga i längre tidsserier och som vid sidan av lån också gäller andra skuldinstrument som innehas av banksektorn. Den senare är vanligtvis något lägre än andelen nödlidande lån. Den största skillnaden mellan de två andelarna uppgår för närvarande till 4 procentenheter (i Grekland), medan den i de flesta länder understiger en procentenhet.

Diagram 15: Bankernas lönsamhet och kapitaltäckningsgrader

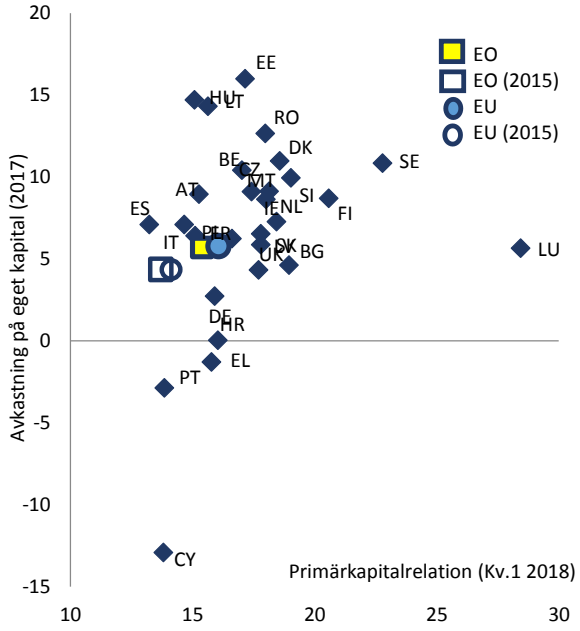
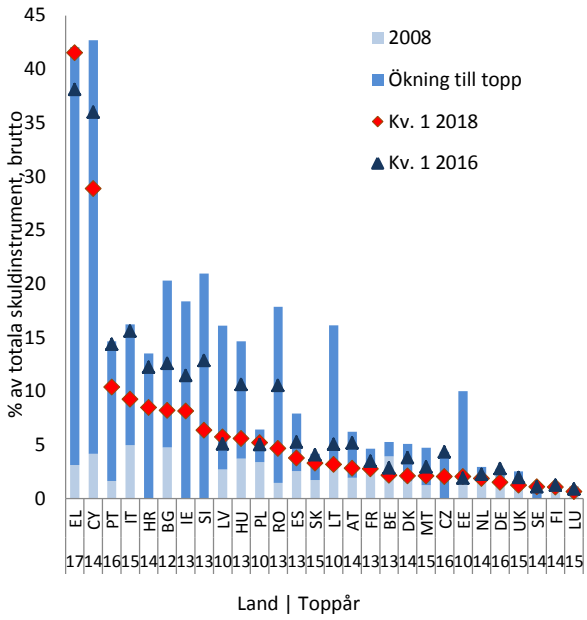


Diagram 16: Nödlidande skuldinstrument



Källor: ECB och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anmärkning: Det finns inga uppgifter om nödlidande skuldinstrument, brutto, för 2008 för CZ, HR, SE och SI.

Bostadspriserna fortsatte att öka i nästan alla EU-länder under 2017, men ökningstakten verkar avta där tecknen på övervärderingar är tydligast. Trots de ihållande bostadsprisökningarna i EU visar uppgifterna för 2017 på färre länder där prisökningarna ligger över resultattavlans tröskelvärde jämfört med 2016. Under 2017 var det bara sex länder (Bulgarien, Irland, Nederländerna, Portugal, Slovenien och Tjeckien) som uppvisade värden som överskred tröskelvärdet medan man i förra årets rapport slog fast att tio länder låg över tröskelvärdet på basis av 2016 års data. De ändringarna speglar en medelstor till måttlig avmattning från värden som överstiger tröskelvärdet och tilltagande ökningar i några få länder. Under 2017 hade bara Grekland och Italien negativa reala bostadsprisökningar. Färskare uppgifter tyder på att tillväxttakten under det första halvåret 2018 jämfört med ett år tidigare ligger över resultattavlans tröskelvärde på 6 % i Irland, Lettland, Nederländerna, Portugal, Slovakien, Slovenien och Ungern.

- Den långa perioden med ihållande bostadsprisökningar har gjort att **bostadspriserna är tillbaka på eller ligger över toppnoteringarna för krisen** i flera länder, nämligen Belgien, Luxemburg, Malta, Sverige, Tjeckien, Tyskland och Österrike. Reala bostadsprisökningar som är högre än inkomstökningarna och andra relevanta variabler som vanligtvis bestämmer

bostadspriserna driver prisnivåerna mot **möjliga övervärderingar i ett växande antal länder** (diagram 17).[34]

- **Snabba höjningar** av de reala bostadspriserna inträffade under 2017 framför allt **i länder med negativa eller något positiva värderingsgap** (diagram 18). **Inbromsningar** observerades i stället i **länder med tydligare tecken på övervärdering**, däribland i ljuset av problem med överkomliga priser, genomförande av makrotillsynsåtgärder och automatiska effekter på de reala bostadspriserna med koppling till högre inflationstakt (t.ex. Luxemburg, Storbritannien och Österrike). I dagsläget observeras de största bostadsprisökningarna i länder med måttlig eller ingen övervärdering. Kvartalsdata, som också gäller inledningen på 2018, visar på snabbare prisökningar i Estland, Kroatien, Polen, Portugal, Slovenien, Slovakien och Ungern. Inbromsningar observeras särskilt i Bulgarien, Rumänien, Sverige och Tjeckien, där bostadspriserna sjönk under första halvåret 2018 på årsbasis.[35] I Irland, Portugal och Slovenien var tillväxttakten tvåsiffrig under första halvåret 2018 på årsbasis.

- I flera länder, t.ex. Danmark, Luxemburg, Sverige och Storbritannien, **kombineras övervärderade bostadspriser med stora skulder i hushållen**. Nederländerna kännetecknas av mycket höga skulder i hushållen. Under 2017 växte bolånestocken särskilt snabbt (över 5 % jämfört med föregående år) i Belgien, Bulgarien, Estland, Frankrike, Litauen, Luxemburg, Malta, Polen, Rumänien, Slovakien, Tjeckien och Österrike.

[34] Analysen av prisvärderingar bygger på genomsnittet av tre mått: i) överkomlighetsgapet (pris–inkomstkvotens avvikelse från sitt långsiktiga medelvärde), i) utdelningsgapet (pris-hyrakvotens avvikelsen från sitt långsiktiga medelvärde), och iii) skattningar av bostadsprisernas avvikelser från de jämviktsvärden som är motiverade av fundamenta om efterfrågan och utbud på bostadsmarknaden. Läs mer i N. Philiponnet och A. Turrini (2017), *Assessing House Price Developments in the EU*, Europeiska kommissionen, Discussion Paper nr 48, maj 2017. En alternativ indikator som bygger på kvoten mellan bostadsprisnivåerna och hushållens disponibla inkomst per capita tyder på att övervärderingar kan finnas i Cypern, Estland och Kroatien, medan tecknen på övervärdering är mindre uppenbara i Danmark, Lettland och Tjeckien (se Europeiska kommissionen, *European Economic Forecast – Winter 2016, European Economy, Institutional Paper* nr 20, 2016 (ruta 1.4)).

[35] De rapporterade länderna är de där den reala bostadsprisökningen under första halvåret 2018 ligger över eller under den årliga tillväxtakten 2017 med minst 2 procentenheter.

Diagram 17: Bostadsprisförändringar och värderingsgap, 2017

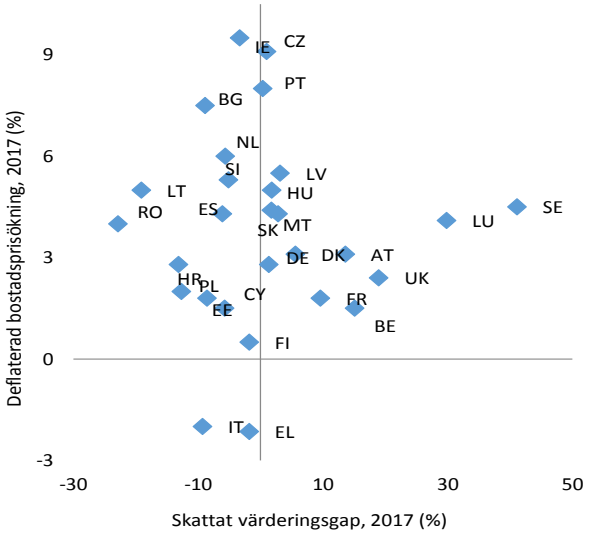
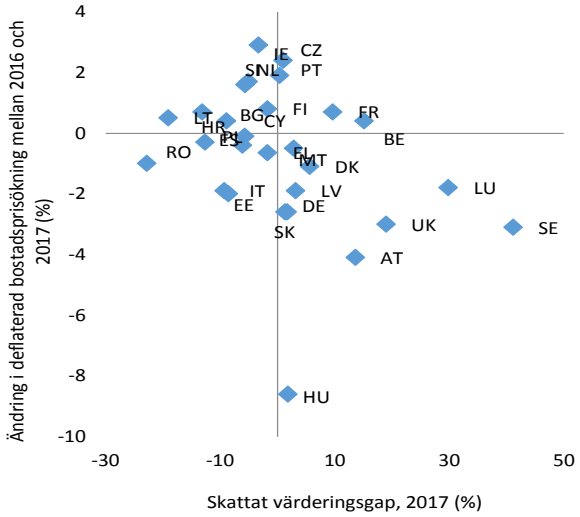


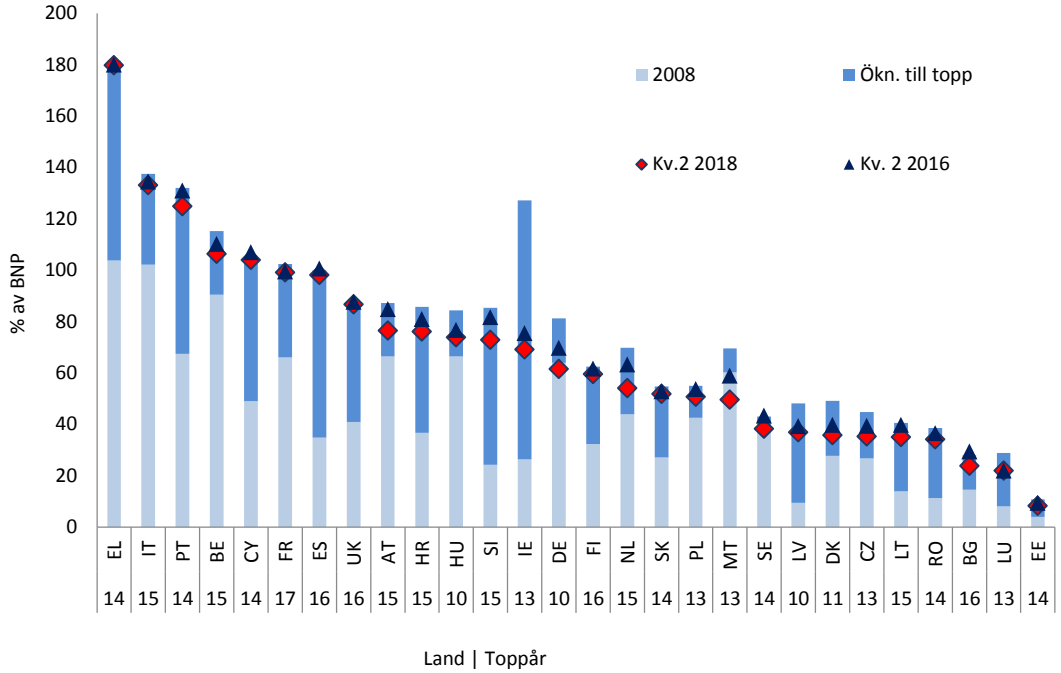
Diagram 18: Värderingsgap och förändringar i prisökningarna mellan 2016 och 2017



Källa: Eurostat och beräkningar av kommissionens avdelningar.
Anmärkning: Övervärderingsgapet beräknas som genomsnittet av tre mått: avvikelserna i pris–inkomst- och pris–hyreskvoterna i förhållande till deras långsiktiga genomsnitt, och resultatet av en modell med fundamenta för värderingsgapen. se fotnot 34.

De offentliga skuldkvoterna har upphört att växa i EU men skuldnivåerna är fortfarande höga i många länder. Resultattavlans värden överskred tröskelvärdet för 15 länder under 2017. Belgien, Grekland, Italien och Portugal har en offentlig skuld på över 100 % av BNP. Italiens finansieringskostnader har ökat betydligt under 2018. I åtta länder (Belgien, Cypern Finland, Frankrike, Irland, Portugal, Spanien och Storbritannien) överskrider den offentliga skulden 60 % av BNP i kombination med en privat skuldsättning som överskrider tröskelvärdet för den indikatorn. Den offentliga skuldkvoten följer i allmänhet en nedåtgående trend (diagram 19). I länder med hög statsskuld inleddes dock den offentliga skuldnedväxlingen inte förrän nyligen och den går långsamt. Under 2019 ska skuldkvoten enligt prognoserna bara öka i Litauen och Rumänien av alla EU-länder. Sammantaget sker den offentliga sektorns skuldnedväxling mot bakgrund av en gradvis förbättring av budgetläget på senare år, fortsatt nominell BNP-tillväxt och minskade räntebetalningar. Ett växande antal länder väntas dock genomföra procykliska finanspolitiska lättnader, möjligen på bekostnad av det utrymme som finns tillgängligt för att dämpa framtida negativa produktionsstörningar.

Diagram 19: Offentlig skuldkvot



Källa: Eurostat.

Ruta 3: **Utvecklingen för sysselsättning och sociala frågor**

Läget på arbetsmarknaderna i EU ljusnade under 2017 och första halvåret 2018, medan de stora skillnaderna i EU krymper. Sysselsättningen har ökat ytterligare och antalet personer som är sysselsatta i EU har slagit ett nytt rekord. Arbetslösheten sjunker i alla EU-länder även om antalet arbetslösa är fortsatt högt i ett flertal länder. Återhämtningen har bidragit till att flera indikatorer för fattigdom har förbättrats men den sociala situationen är ett orosmoment i vissa medlemsländer. Sedan 2008 har den relativa fattigdomsrisken ökat i EU, men andelen i allvarlig materiell fattigdom har sjunkit, särskilt i de östeuropeiska EU-länderna som hade höga ingångsnivåer.

Under 2017 sjönk *arbetslösheten* i alla medlemsländer. Förbättringarna var mest markanta i de länder som hade högst arbetslöshet (en minskning på två procentenheter eller mer i Grekland, Kroatien, Portugal och Spanien). Ändå överskred sju länder (Grekland, Spanien, Kroatien, Cypern, Italien, Portugal och Frankrike) resultattavlans tröskelvärde på 10 % som ett genomsnittsvärde för de senaste tre åren. Under 2017 var arbetslösheten fortfarande högre än 2008 års värde i cirka två tredjedelar av medlemsländerna. I EU och euroområdet var arbetslösheten cirka tre procentenheter lägre än toppnoteringarna 2013, men fortfarande 0,5 respektive 1,5 procentenheter högre än 2008. Arbetslösheten har fortsatt att sjunka stadigt under första halvåret 2018 och uppgick till 6,9 % och 8,3 % andra kvartalet 2018 i EU respektive euroområdet.

***Sysselsättningen* steg i nästan alla länder och de senaste årens positiva utveckling fortsatte därmed.** Sysselsättningsgraden (20–64 åringar) uppgick till 72,1 % för hela EU 2017, vilket är högre än toppnoteringen före krisen på 70,3 % från 2008. Under det andra kvartalet 2018 fortsatte sysselsättningsgraden att stiga till rekordsiffran 73,2 %.

***Arbetskraftsdeltagandet* har fortsatt att öka i nästan hela EU.** I bara tre länder har arbetskraftsdeltagandet sjunkit de senaste tre åren: Spanien (-0,3 procentenheter), Cypern (-0,4 procentenheter) och Luxemburg (-0,6 procentenheter). I alla tre fallen är minskningen större än resultattavlans tröskelvärde på -0,2 procentenheter. För 2017 var det aggregerade arbetskraftsdeltagandet i EU och euroområdet 73,3 % respektive 73,1 %, dvs. 2,5 och 2 procentenheter över 2008 års nivåer. Den uppåtgående trenden beror främst på att äldre arbetstagare och kvinnor deltar i arbetskraften i högre grad.

Långtids- och ungdomsarbetslösheten är fortsatt hög i flera EU-länder men har sjunkit snabbare än för andra grupper på arbetsmarknaden. *Långtidsarbetslösheten* sjönk i alla medlemsländer 2017. Bara två länder hade nivåer som var högre än tre år tidigare: i Österrike uppgick långtidsarbetslösheten till 1,8 % (0,3 procentenheter högre än för 2014), medan den i Finland uppgick till 2,1 % (en ökning med 0,2 procentenheter sedan 2014). I inget av länderna överskreds resultattavlans tröskelvärde på 0,5 procentenheter. Den högsta nivån på långtidsarbetslösheten observerades i Grekland (15,6 %), Spanien (7,7 %), Italien (6,5 %) och Slovakien (5,1 %). *Ungdomsarbetslösheten* sjönk i alla EU-länder under de tre åren fram till 2017. Nedgångar på 10 procentenheter eller mer under samma period registrerades i Bulgarien, Kroatien, Cypern, Portugal, Slovakien och Spanien. Trots detta är ungdomsarbetslösheten fortfarande över 30 % i Grekland, Italien och Spanien, medan andelen unga som varken arbetar eller studerar överskrider 15 % i Bulgarien, Cypern, Grekland, Italien, Kroatien och Rumänien.

Trots att den sociala situationen har förbättrats är den ändå en källa till oro i vissa EU-länder, vilket framgår av standardmåtten på fattigdom och materiell fattigdom. Andelen personer som löper risk att hamna i fattigdom eller social utestängning i EU sjönk med en procentenhet till 22,5 %

mellan 2016 och 2017.[36] Det är cirka en procentenhet lägre än den nivå som observerades då krisen startade och cirka två procentenheter lägre än toppnoteringen 2013. I flertalet länder sjönk andelen under 2017. Andelen ökade däremot i Danmark, Luxemburg, Nederländerna och Österrike men från jämförelsevis låga nivåer. Andelen personer som löper risk att hamna i fattigdom eller social utestängning varierar stort från 38,9 % i Bulgarien, följt av Rumänien, Grekland och Litauen, till cirka 12 % i Tjeckien, följt av Finland, Slovakien och Nederländerna. Den övergripande utvecklingen för fattigdom och social utestängning speglar att olika faktorer drar åt olika håll. Andelen människor som riskerar fattigdom har ökat i vissa medlemsländer, samtidigt som den på senare år har sjunkit i andra. Den största ökningen under treårsperioden har observerats i Litauen (3,8 procentenheter) och Luxemburg (2,3 procentenheter), medan betydande minskningar har redovisats i Grekland (1,9 procentenheter) och Polen (2,0 procentenheter). Den allvarliga materiella fattigdomen har däremot sjunkit under treårsperioden (också under 2017) i nästan alla EU-länder: Den minskade med över fem procentenheter under treårsperioden i Lettland, Malta, Rumänien och Ungern. Återhämtningen har gjort att andelen människor (under 60 år) som bor i hushåll med mycket låg arbetsintensitet har sjunkit i flertalet länder, men andelen ökade i Finland och Litauen de tre åren före 2017. Dessutom har fattigdomen bland förvärvsarbetande stabiliserats på ett högstavärde på 9,6 % för hela EU under de senaste två åren.

[36] Indikatorn för *risk för fattigdom eller social utestängning* motsvarar den andel människor som är sårbara enligt minst en av följande tre sociala indikatorer: 1) *Fattigdomsrisken* mäter inkomstfattigdom i förhållande till den nationella inkomstfördelningen och beräknas som den andel personer som har disponibla inkomster (justerad för hushållets sammansättning) som är lägre än 60 % av det nationella medianvärdet, 2) *Allvarlig materiell fattigdom* omfattar indikatorer som gäller brist på resurser, och representerar den andel människor som inte har råd med fyra av nio saker på en lista, baserat på oförmågan att ha råd med några specifika utgifter. 3) *Människor som bor i hushåll med mycket låg arbetsintensitet* är personer i åldern 0–59 som bor i hushåll där de vuxna (18–59 år) arbetade mindre än 20 % av sin totala arbetspotential under det gångna året. Inkomstreferensperioden för uppgifterna för de här måtten är en fast tolvmånadersperiod, t.ex. det förra kalenderåret eller beskattningsåret för vilka det finns data för alla länder, förutom Storbritannien, där inkomstreferensperioden är det innevarande året och Irland, där undersökningen är löpande och inkomsterna samlas in för de senaste tolv månaderna. När denna rapport skrivs finns data för 2017 tillgängliga för alla länder utom Irland och Storbritannien.

3. SAMMANFATTNING AV HUVUDPROBLEMEN I MEDLEMSLÄNDERNA OCH EFFEKTERNA PÅ ÖVERVAKNINGEN

Sammantaget finns risker kvar i många medlemsländer och de förekommer i olika kombinationer. Hur allvarliga problemen är för den makroekonomiska stabiliteten varierar betydligt mellan medlemsländerna och beror på sårbarheternas och de ohållbara tendensernas natur och omfattning och hur de interagerar och är kombinerade. De viktigaste riskkällorna kan kombineras enligt en rad typologier som kan sammanfattas enligt följande:

- Ett flertal medlemsländer har främst *flera och sammanhängande sårbarheter med avseende på stockar*. Det är betecknande för de länder som drabbades av starka konjunktursvängningar då kreditbubblan sprack tillsammans med omsvängningar i bytesbalansen som också fick följder för banksektorn och statsskulden.
    - I Cyperns och Greklands fall har länderna stora skuldstockar och mycket negativa nettoutlandsställningar och kvardröjande problem i den finansiella sektorn. De båda länderna måste fortfarande ta itu med de stora behoven av skuldnedväxling mot bakgrund av ett begränsat offentligfinansiellt utrymme, hög (men sjunkande) arbetslöshet och blygsam potentiell tillväxt.
    - Irland, Kroatien, Portugal och Spanien har sårbarheter som härrör från historiska stockproblem och de är omfattande, komplicerade och sammankopplade. I Bulgarien hör bolagens höga skuldsättning samman med kvardröjande problem i den finansiella sektorn. I de här länderna minskar stockobalanserna till följd av den ekonomiska tillväxten, men detta åtföljs i vissa fall av att kostnadstrycket har återkommit, vilket framgår av nivån på bostadspriserna (framför allt i Irland och, i allt högre grad, Portugal) och stillastående vinster i kostnadskonkurrenskraften (en stark ökning av enhetsarbetskostnaden har observerats främst i Bulgarien).
- I några få länder beror sårbarheterna främst på *stora offentliga skuldstockar* och problem som gäller den *potentiella produktionsökningen* och *konkurrenskraften*. Det gäller framför allt Italien, där sårbarheterna också är kopplade till banksektorn och den stora andelen nödlidande lån, som dock har sjunkit i snabb takt på senare tid. Belgien och Frankrike har också en hög offentlig skuldsättning och potentiella tillväxtproblem, liksom också försämrad konkurrenskraft. Men de behöver inte tampas med liknande potentiella risker i fråga om statsskulden eller från sårbara banker. I Frankrike ökar bolagens jämförelsevis höga skuldsättning. I Belgien är hushållens relativt stora skuldstock knuten till möjligen övervärderade bostadspriser.
- Vissa medlemsländer kännetecknas av *stora och varaktiga bytesbalansöverskott* som dessutom i varierande grad speglar en måttfull privat konsumtion och dämpade investeringar. Överskotten är dessutom högre än vad som motiveras av ekonomiska fundamenta. Detta gäller främst för Nederländerna och Tyskland. I Tysklands fall kombineras detta med skuldnedväxling i alla sektorer av ekonomin, trots att skuldsättningen inte är särskilt hög. I Nederländerna är det stora överskottet kopplat till hög skuldsättning i hushållen och stora bostadsprisökningar. De stora och varaktiga överskotten kan innebära att länderna har gått miste om tillväxt och inhemska investeringsmöjligheter, vilket påverkar resten av euroområdet mot bakgrund av en inflationstakt som fortfarande ligger under målet och en omvärld som är alltmer osäker och som kan bli allt mindre stödjande.

- I vissa medlemsländer *visar utvecklingen i pris- eller kostnadsvariabler möjliga tecken på överhettning, särskilt på bostads- och arbetsmarknaderna*.
    - I Sverige, och i mindre utsträckning Danmark, Luxemburg, Nederländerna, Storbritannien och Österrike, har bostadpriserna ökat under en längre tid mot bakgrund av ett eventuellt övervärderingsgap och höga nivåer på hushållens skulder, men nya tecken tyder på att prisökningarna håller på att mattas av. I vissa länder är de stora bostadsprisökningarna förknippade med mindre uppenbara tecken på övervärdering och hushållens skuldstockar verkar vara under kontroll (t.ex. Lettland, Tjeckien och Ungern).
    - I Estland, Lettland, Litauen, Rumänien, Tjeckien och Ungern fortsätter enhetsarbetskostnaden att stiga i relativt snabb takt medan priskonkurrenskraften sjunker. I Rumänien ökar enhetsarbetskostnaden mot bakgrund av ett växande bytesbalansunderskott och en procyklisk finanspolitik som kan förvärra eventuella överhettningstendenser.

De kommande fördjupade granskningarna kommer att bidra till en djupare analys av de här problemen och bedöma behoven av politiska åtgärder.

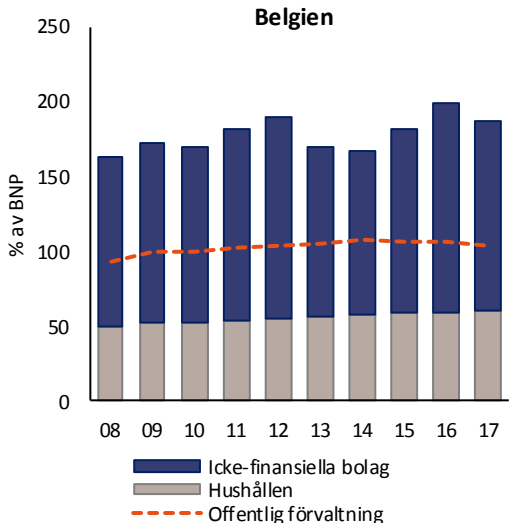
Sammantaget krävs fördjupade granskningar för 13 medlemsländer: Bulgarien, Cypern, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Kroatien, Nederländerna, Portugal, Rumänien, Spanien, Sverige och Tyskland. Elva av länderna var föremål för en fördjupad granskning i den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser. Enligt praxis ska en ny fördjupad granskning utarbetas för att utvärdera om de obalanser som konstaterades har förvärrats eller håller på att justeras, med målet att uppdatera den befintliga bedömningen. De berörda medlemsländerna är Bulgarien, Cypern, Frankrike, Irland, Italien, Kroatien, Nederländerna, Portugal, Spanien, Sverige och Tyskland. Det kommer också att utarbetas en fördjupad granskning för Grekland för att bedöma eventuella obalanser som härrör från flera källor, framför allt sårbarheter avseende stockar. Grekland har tidigare inte ingått i förfarandet vid makorekonomiska obalanser, eftersom landet fram till augusti 2018 omfattades av ett makroekonomiskt anpassningsprogram med anledning av det ekonomiska biståndet. Bedömningen i den här rapporten pekar inte på några betydande extra risker jämfört med de risker som konstaterades i de senast tillgängliga fördjupade granskningarna för några av de medlemsländer som på senare tid har lämnat övervakningen inom förfarandet vid makroekonomiska obalanser (Slovenien 2018, Finland 2017 samt Belgien och Ungern 2016) eller som har varit föremål för fördjupade granskningar där man slog fast att inga obalanser förekom (Österrike och Estland 2016). Det verkar däremot vara befogat att göra en fördjupad granskning för att analysera läget i Rumänien för att utvärdera framväxten och en möjlig återkomst av de riskfyllda tendenser som redan har identifierats i tidigare fördjupade granskningar (2015 och 2016), framför allt med avseende på konkurrenskraften och bytesbalansen.

4. OBALANSER, RISKER OCH ANPASSNING: LANDSSPECIFIKA KOMMENTARER

Belgien: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Belgien. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen den privata sektorns skuldsättning och den offentliga skuldsättningen.

Den externa hållbarheten får stöd av en förbättrad bytesbalans och en positiv nettoutlandsställning. Efter några år med måttfulla löneökningar har enhetsarbetskostnaden börjat öka men ökningen är fortfarande begränsad. Exportmarknadsandelen minskade något under 2017. Skuldsättningen i den privata sektorn är relativt hög, i synnerhet i icke-finansiella bolag, men en utbredd koncernintern utlåning till företag i andra länder blåser upp siffrorna. Risker förknippade med hushållens skuldsättning har främst sitt ursprung på bostadsmarknaden, där de reala bostadsprisernas ökning har varit måttlig de senaste åren, även om de snabba prisstegringarna före 2008 inte har korrigerats. Statsskulden har planat ut och sjunkit något sedan toppnoteringen 2014, men den höga nivån är fortfarande ett stort problem för de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet. Läget på arbetsmarknaden har förbättrats och arbetslösheten fortsätter att sjunka, även bland unga och långtidsarbetslösa. Arbetskraftsdeltagandet är fortsatt lågt jämfört med andra EU-länder, vilket står i kontrast mot den höga och ökande vakansgraden.

Diagram A1: ***De olika sektorernas skuldsättning***

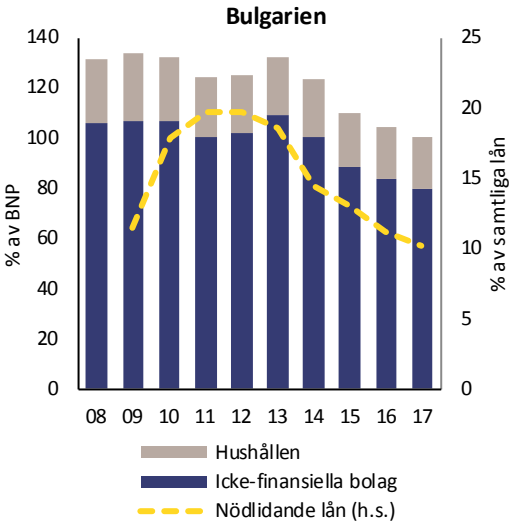


Källa: Eurostat

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med framför allt den offentliga men också den privata skuldsättningen, men riskerna verkar vara begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Bulgarien: I mars 2018 konstaterades det att Bulgarien hade *obalanser* som bland annat berodde på sårbarheter i den finansiella sektorn i kombination med hög skuldsättning och nödlidande lån i företagssektorn. I den uppdaterade resultattavlan ligger tre indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, ökningen av den nominella enhetsarbetskostnaden och ökningen av de reala bostadspriserna.

Diagram A2: Privata skulder och nödlidande lån



Källa: Eurostat och ECB

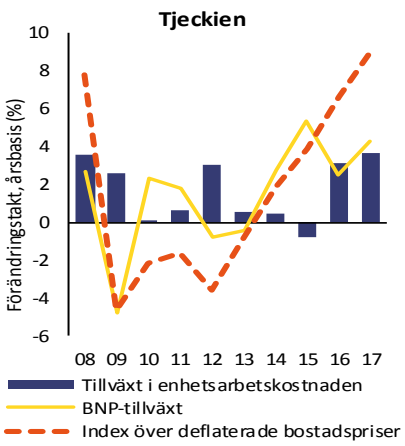
Bytesbalansöverskottet ökade ytterligare 2017, samtidigt som den negativa nettoutlandsställningen, som främst återspeglar utländska direktinvesteringar, har förbättrats ytterligare. Enhetsarbetskostnaden ökade betydligt 2017, men den reala effektiva växelkursen fortsatte att vara i stort sett stabil, och exportmarknadsandelen uppvisade vissa vinster. Bolagens höga skuldsättning är fortfarande oroväckande, även om skuldkvoten gradvis har minskat under senare år, delvis till följd av en stadig nominell BNP-tillväxt. Kreditflödena ökar igen, vilket kommer att bromsa skuldnedväxlingen, men det kan också komma att leda till högre privata investeringar och en starkare potentiell tillväxt. Andelen nödlidande lån avtar visserligen men är fortfarande hög, särskilt i företagssektorn. Det har gjorts framsteg med att förbättra tillsynen över den finansiella sektorn sedan översynen av tillgångarnas kvalitet gjordes 2016, men några sårbarheter kräver fortsatt övervakning, t.ex. transaktioner med närstående parter och exponeringen för svårvärderade tillgångar. De reala bostadspriserna har stigit snabbt och även bygg- och bolånen har ökat. Ännu finns inga tecken på övervärdering, men den aktuella utvecklingen på bostadsmarknaden kräver noggrann övervakning. Mot bakgrund av den positiva konjunkturutvecklingen har arbetslösheten sjunkit ytterligare, särskilt bland ungdomar och långtidsarbetslösa, och arbetskraftsdeltagandet har förbättrats.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med kvarvarande sårbarheter i den finansiella sektorn och företagssektorns skuldsättning. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i mars 2018, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Tjeckien: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Tjeckien. I den uppdaterade resultattavlan överskrider några indikatorer de vägledande tröskelvärdena, nämligen ökningen av de reala bostadspriserna och den finansiella sektorns totala skulder.

Bytesbalansen håller på att förbättras och uppvisade ett litet överskott 2017. Växelkursåtagandet löpte ut i april 2017 och följdes av en appreciering av den reala effektiva växelkursen, medan nettoutlandsställningen har fortsatt att stärkas, dock i långsammare takt än tidigare år. Den nominella enhetsarbetskostnaden har ökat till följd av stora löneökningar och väntas fortsätta att öka mot bakgrund av akut arbetskraftsbrist. Trots apprecieringen av den reala effektiva växelkursen har exportmarknadsandelen uppvisat vissa vinster på senare år. Bostadsprisökningen och bolånen har tagit ytterligare fart och kräver noggrann övervakning. Skuldsättningen i den privata sektorn är dock måttlig. Det gäller också hushållens skuldsättning, som är stabil. Statsskulden är låg och fortsätter att minska till följd av överskottet i de offentliga finanserna. Den finansiella sektorns skulder ökade avsevärt 2017 och överskrider det vägledande tröskelvärdet. Det beror främst på att utomlands boende personer öppnade konton i tjeckiska kronor innan växelkursåtagandet löpte ut. Arbetslösheten har sjunkit ytterligare och arbetsmarknaden är mycket överhettad.

Diagram A3: BNP, EAK och bostadspriser



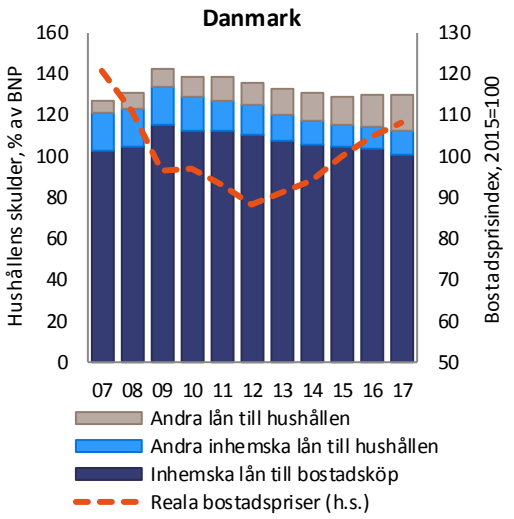
Källa: Kommissionens avdelningar

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med konkurrenskraften och trycket på bostadsmarknaden, men i nuläget verkar riskerna vara begränsade. Därför anser kommissionen inte att det är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Danmark*:* I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Danmark. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen bytesbalansen och den privata sektorns skuldsättning.

Bytesbalansen fortsätter att uppvisa ett stort överskott. Överskott flera år i rad har lett till en mycket positiv nettoutlandsställning, vilket skapar en positiv nettoprimärinkomst som in sin tur stärker den positiva bytesbalansen. Ökningen i enhetsarbetskostnaden är begränsad, trots den svaga produktivitetsutvecklingen och lönetrycket från en allt mer överhettad arbetsmarknad. Exportmarknadsandelen är på det hela stabil. Bostadspriserna har bromsat in på nationell nivå men har fortsatt att öka i snabbare takt i storstadsområdena. Den här utvecklingen kräver noggrann övervakning. Hushållens skuldkvot är fortfarande den högsta i EU och minskar bara långsamt mot bakgrund av en måttlig kredittillväxt. Hushållen har fortsatt att öka sitt sparande till följd av insatser för att minska skuldsättningen och makrotillsynsåtgärder för att begränsa riskfylld upplåning. Skuldsättningen i företagssektorn är däremot fortsatt måttlig. Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras, sysselsättningsökningen är stabil och arbetskraftsbristen breder ut sig.

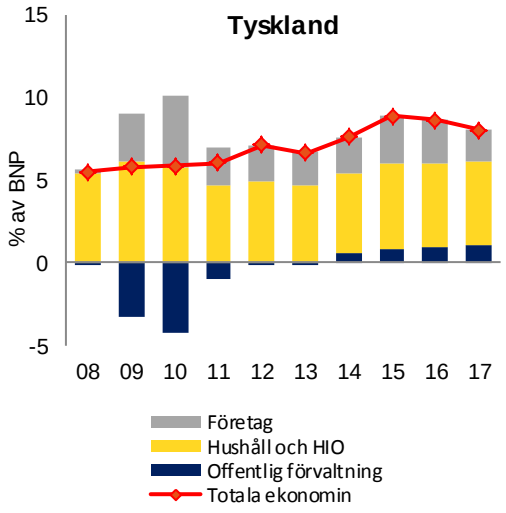
Diagram A4: ***Hushållens skulder och bostadsprisindex***



Källa: Eurostat och ECB

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med bytesbalansen, den privata skuldsättningen och bostadssektorn, men riskerna verkar vara begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

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



Källa: Kommissionens avdelningar

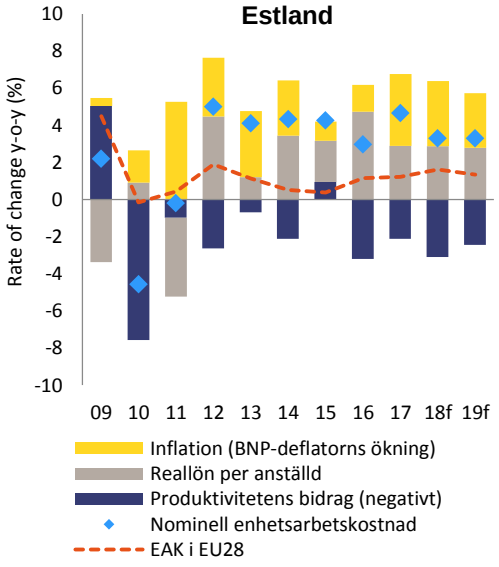
Tyskland*:* I mars 2018 slog kommissionen fast att Tyskland hade *makroekonomiska obalanser*, främst i form av ett stort bytesbalansöverskott som beror på dämpade investeringar i förhållande till sparandet i både den privata och den offentliga sektorn. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer kvar över de vägledande tröskelvärdena, nämligen bytesbalansen och den offentliga skuldsättningen.

Bytesbalansen fortsätter att uppvisa ett stort överskott, även om det krympte något på årsbasis 2017. Mot bakgrund av den stadigt ökande inhemska efterfrågan väntas

bytesbalansöverskottet fortsätta att krympa men ligga kvar på en hög nivå och ytterligare stärka nettoutlandsställningen. Ökningen i enhetsarbetskostnaden är fortsatt måttlig. Exporten ökade ytterligare 2017 men exportmarknadsandelen har minskat något. Skuldnedväxlingen i den privata sektorn fortsätter trots liten privat skuldsättning. Samtidigt ökar företagsinvesteringarna i förhållande till BNP. Även bostadsinvesteringarna fortsätter att öka men släpar efter bostadsbehoven i storstadsområdena. Byggkostnaderna och de reala bostadspriserna har ökat och kräver övervakning, inte minst med hänsyn till de regionala skillnaderna när det gäller priser och tillgång till boende. Kredittillväxten blir stegvis starkare. Hushållens sparande ligger kvar på en hög nivå trots måttfulla löneökningar och en robust privat konsumtion, vilket beror på en ökad utdelning av företagens vinster. Statsskulden har fortsatt att sjunka och väntas 2019 hamna under tröskelvärdet på 60 procent av BNP, men de offentliga investeringarna släpar fortfarande efter. Den sammantagna arbetslösheten, liksom ungdoms- och långtidsarbetslösheten, har sjunkit ytterligare och ligger kvar på en mycket låg nivå.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på att sparandet fortfarande är större än investeringarna, vilket återspeglas i det stora och endast gradvis sjunkande bytesbalansöverskottet och visar att det behövs en fortsatt ombalansering. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i mars 2018, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Estland: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Estland. I den uppdaterade resultattavlan ligger ökningen av den nominella enhetsarbetskostnaden över det vägledande tröskelvärdet.



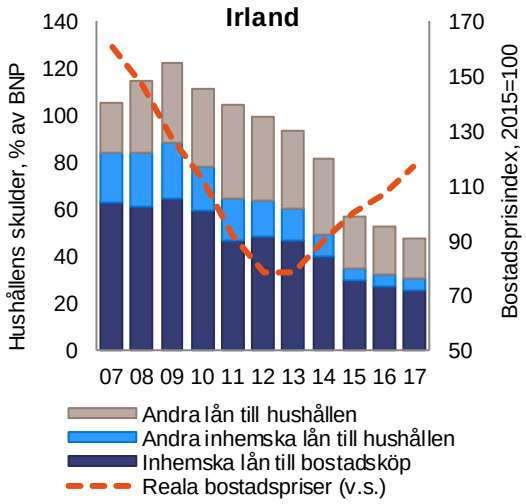
Bytesbalansöverskottet ökade ytterligare 2017 och nettoutlandsställningen förbättrades och ligger nu inom tröskelvärdet. Den nominella enhetsarbetskostnaden har fortsatt att öka i snabb takt till följd av inflationen och kraftiga löneökningar. Produktivitetsutvecklingen har dämpats och inverkar negativt på indikatorerna för kostnadskonkurrenskraften. Den reala effektiva växelkursen har fortsatt att apprecieras samtidigt som exportmarknadsandelen var stabil. De reala bostadspriserna har ökat på senare år men bromsade in till måttliga nivåer 2017. Skuldnedväxlingen i den privata sektorn fortsätter samtidigt som den offentliga skuldnivån är mycket låg. Arbetsmarknaden blir allt stramare men invandringen har lättat arbetskraftsbristen något.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med den nominella enhetsarbetskostnaden, men riskerna verkar vara begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Irland: I mars 2018 slog kommissionen fast att Irland hade *makroekonomiska obalanser*, främst på grund av sårbarheter till följd av hög offentlig och privat skuldsättning och höga nettoutlandsskulder. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, den reala effektiva växelkursen, den privata skuldsättningen, den offentliga skuldsättningen och förändringen av de reala bostadspriserna på årsbasis.

Bytesbalansen uppvisade ett stort överskott 2017 efter ett stort underskott 2016 och överskott tidigare år. Volatiliteten när det gäller import med avseende på immateriella rättigheter och kontraktstillverkning har bidragit till bytesbalansens svängningar de senaste åren. [37] Nettoutlandsställningen fortsätter att förbättras men är fortfarande mycket negativ, vilket till stor del beror på de multinationella bolagens verksamhet med begränsad koppling till den inhemska ekonomin. En stark produktivitetsökning, som också blåsts upp av de multinationella bolagens verksamhet, har de senaste åren bidragit till en förbättrad konkurrenskraft. Skuldsättningen i den privata sektorn är fortfarande mycket hög men fortsätter att minska. Hushållen fortsätter att minska sina skulder, och de irländska bankerna har minskat sin exponering för inhemska företag, vilket tyder på en fortsatt skuldnedväxling i företagssektorn. Läget för de inhemska icke-finansiella bolagen är mer svårbedömt med tanke på de multinationella bolagens stora andel av företagssektorns totala skuldsättning. Bostadspriserna har ökat mycket sedan 2014, främst till följd av ett begränsat utbud, och kräver noggrann övervakning. Den offentliga skuldkvoten minskar tack vare den starka ekonomiska tillväxten men är fortsatt hög. Andelen nödlidande lån har minskat de senaste åren, men är fortfarande hög. Bankerna är visserligen välkapitaliserade men avsättningarna har minskat. Deras lönsamhet förbättras successivt, även om den fortfarande är låg. Arbetslösheten sjönk 2017 till en nivå under resultattavlans tröskelvärde och långtids- och ungdomsarbetslösheten är på fortsatt tillbakagång.

Diagram A7: ***Hushållens skulder och bostadsprisindex***



Källa: Eurostat, kommissionens avdelningar och ECB

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med utlandsställningens volatilitet, skuldsättningen i den privata och den offentliga sektorn, de snabbt ökande bostadspriserna och den relativt höga andelen nödlidande lån. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att obalanser konstaterades i mars 2018, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

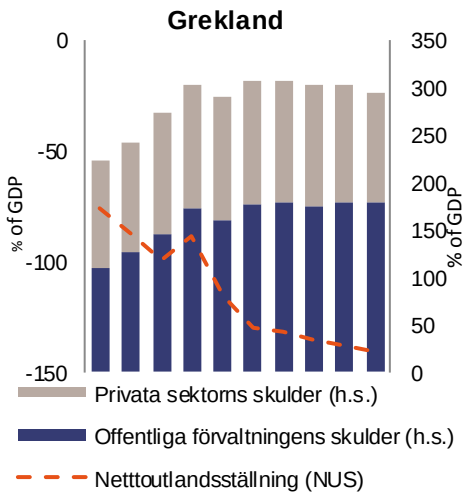
Grekland: Från 2010 och fram till alldeles nyligen omfattades Grekland av ekonomiska stödprogram. Obalanserna och de korrigerande åtgärderna har därför övervakats inom ramen för programmen och

[37] Med kontraktstillverkning menas att ett multinationellt bolag med säte i landet låter utländska företag tillverka varor på bolagets vägnar. Eftersom varorna ägs av bolaget, registreras försäljningen som export från det landet trots att de aldrig ingått i den inhemska ekonomin.

inte genom förfarandet vid makroekonomiska obalanser. Landet har på senare år gjort stora ansträngningar för att minska sina flödesobalanser och hantera de därmed förknippade riskerna, men stockobalanserna väntas finnas kvar. Detta speglas i den uppdaterade resultattavlan, där flera indikatorer ligger över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, förlusterna i exportmarknadsandelen, statsskulden och arbetslösheten.

Den privata sektorn har en positiv nettoutlandsställning, men den höga offentliga utlandsskulden ger ändå en mycket negativ nettoutlandsställning totalt sett. Trots att räntan på en stor del av de offentliga utlandslånen är mycket förmånlig, krävs det att den senaste tidens förbättring av bytesbalansen är varaktig om nettoutlandsställningen ska vara långsiktigt hållbar mot bakgrund av den ökande inhemska efterfrågan. De senaste fem åren har landet gjort stora förluster i exportmarknadsandelen, men utvecklingen verkar ha vänt 2017. Den offentliga skuldkvoten är mycket hög, även om den väntas minska och hållbarheten får stöd av Eurogruppens överenskommelse från juni 2018. Bostadspriserna fortsatte att sjunka i reala termer 2017 men stabiliserades i början av 2018. Kredittillväxten är fortsatt negativ i och med att den privata sektorn fortsätter att minska sin skuldsättning. Den höga andelen nödlidande lån hindrar ekonomin från att åter få de sunda kreditflöden som behövs för att stödja tillväxten på medellång sikt. Arbetslösheten sjunker men är fortfarande hög, särskilt bland unga och långtidsarbetslösa.

Diagram A8: ***NUS och privat och offentlig skuld***



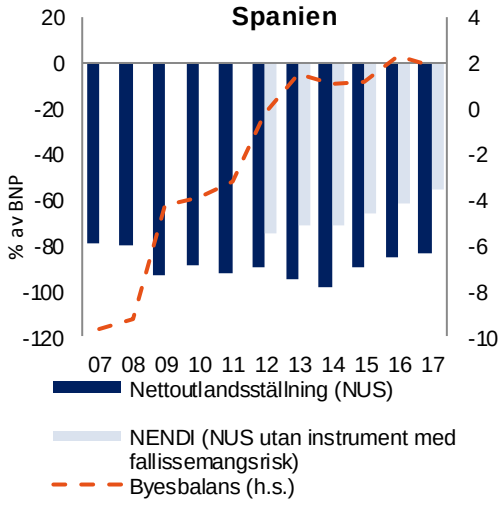
Källa: Eurostat

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med hög offentlig skuldsättning och höga utlandsskulder, lågt sparande och en stor mängd nödlidande lån, mot bakgrund av hög arbetslöshet, svag produktivitetsökning och tröga investeringar. Därför anser kommissionen att det är lämpligt att göra en fördjupad granskning av riskerna för att man ska kunna avgöra om det föreligger en obalans.

Spanien: I mars 2018 slog kommissionen fast att Spanien hade *makroekonomiska obalanser*, främst på grund av hög extern och intern skuldsättning, i både den privata och den offentliga sektorn, mot bakgrund av hög arbetslöshet. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, den privata och den offentliga skuldkvoten, arbetslösheten och förändringen av arbetskraftsdeltagandet.

Den externa ombalanseringen har fortsatt i relativt långsam takt och nettoutlandsställningen har förbättrats men är fortfarande mycket negativ. Ökningen av den nominella enhetsarbetskostnaden är stabil mot bakgrund av återhållsamma löneökningar

Diagram A9: NUS och bytesbalansen



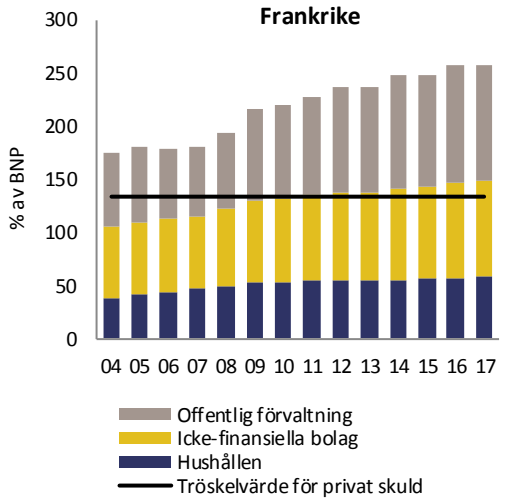
Källa: Kommissionens avdelningar

och svaga produktivitetsökningar. Exportmarknadsandelens ökning är måttlig jämfört med motsvarande period föregående år trots den svaga apprecieringen av den reala effektiva växelkursen 2017. Skuldsättningen i den privata sektorn fortsatte att sjunka hela 2017, särskilt för företagen, men skuldnedväxlingsbehoven kvarstår. Dessutom har man börjat bevilja lån igen och investeringarna har tagit fart. Minskningen av hushållens skuldsättning bromsas av en kraftig ökning av konsumtionskrediter. Bostadspriserna har återhämtat sig på senare år mot bakgrund av en tidigare undervärdering. På senare år har den starka ekonomiska tillväxten varit den främsta orsaken till att underskottet i de offentliga finanserna har minskat, men det varaktiga underskottet tyder på att den offentliga skuldkvoten bara sjunker långsamt. Arbetslösheten sjunker snabbt men är ändå mycket hög, särskilt bland unga. Samtidigt gör den svaga produktivitetsökningen att förbättringar av konkurrenskraften är beroende av kostnadsfördelar.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med hållbarheten i balanserna mot omvärlden, den privata och den offentliga skuldsättningen och anpassningen på arbetsmarknaden mot bakgrund av en svag produktivitetsökning. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att obalanser konstaterades i mars 2018 och deras relevans för andra länder, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Frankrike: I mars 2018 slog kommissionen fast att Frankrike hade *makroekonomiska obalanser*, främst på grund av hög offentlig skuldsättning och svag konkurrenskraft mot bakgrund av en svag produktivitetsökning. I den uppdaterade resultattavlan ligger indikatorerna för den offentliga och den privata skuldsättningen och arbetslösheten på eller över de vägledande tröskelvärdena.

Diagram A10: De olika sektorernas skuldsättning



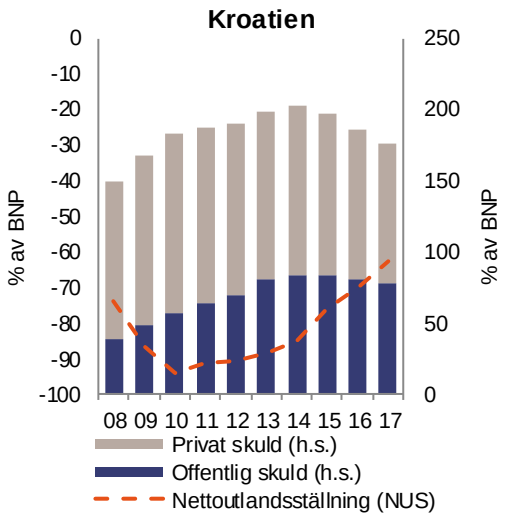
Källa: Eurostat

Bytesbalansunderskottet var i stort sett stabilt 2017, medan nettoutlandsställningen har försämrats. Trots att exporten ökade uppvisade exportmarknadsandelen ändå små förluster 2017 samtidigt som den reala effektiva växelkursen stabiliserades. Enhetsarbetskostnadens ökning har varit begränsad tack vare måttfulla löneökningar. Produktivitetsutvecklingen är däremot fortsatt långsam. Sårbarheten från den höga och fortsatt ökande offentliga skuldsättningen är fortfarande ett stort orosmoment. Kombinationen av hög offentlig och privat skuldsättning ökar sårbarheten ytterligare. Skuldsättningen i den privata sektorn är relativt hög, i synnerhet i icke-finansiella bolag, samtidigt som kredittillväxten ökar något. Ökningen av de reala bostadspriserna har varit måttlig. Läget på arbetsmarknaden har förbättrats och arbetslöshetsindikatorn ligger inom tillåtna värden.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med hög skuldsättning och svag konkurrenskraft mot bakgrund av en svag produktivitetsökning. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i mars 2018, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Kroatien: I mars 2018 slog kommissionen fast att Kroatien hade *alltför stora makroekonomiska obalanser* på grund av höga skulder i den offentliga och den privata sektorn och höga utlandsskulder, som alla främst är tecknade i utländsk valuta, mot bakgrund av låg potentiell tillväxt. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, statsskulden och arbetslösheten.

Diagram A11: ***NUS och privat och offentlig skuld***

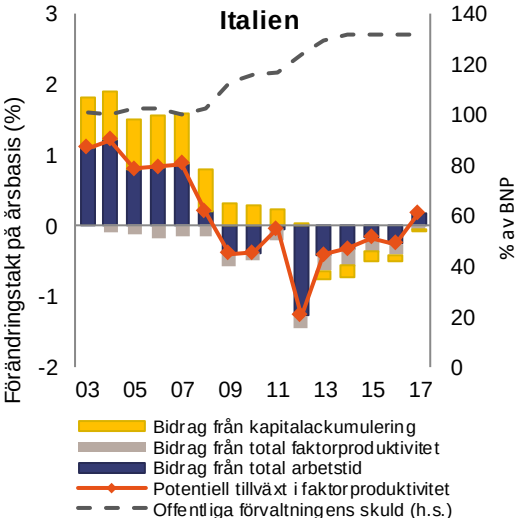


Källa: Eurostat

Den negativa nettoutlandsställningen, som i stor utsträckning återspeglar utländska direktinvesteringar, har förbättrats tack vare ett växande bytesbalansöverskott men ligger kvar över tröskelvärdet och är fortsatt utsatt för valutarisker. Att den nominella enhetsarbetskostnaden har sjunkit tyder på att kostnadskonkurrenskraften har stärkts ytterligare trots en stabil real effektiv växelkurs. Till följd av detta fortsatte Kroatien att uppvisa vinster i exportmarknadsandelen 2017 men i långsammare takt än tidigare år. Den privata skuldsättningen har fortsatt att minska trots att kreditflödena återhämtade sig 2017. Minskningen av nödlidande lån i banksektorn har bromsat in och andelen nödlidande lån till icke-finansiella bolag är fortfarande hög. Den offentliga skuldkvoten sjönk ytterligare 2017, också på grund av ett förbättrat saldo i de offentliga finanserna. Arbetslösheten har fortsatt att sjunka. Men arbetskraftsdeltagandet är fortsatt mycket lågt, vilket i kombination med en svag produktivitetsutveckling fortsätter att hämma tillväxten. De risker som är kopplade till landets största arbetsgivare, Agrokor, minskade när företagets borgenärer antog en skuldsaneringsplan.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på att skuldnivån och exponeringen för valutarisker är fortsatt höga men på väg nedåt i alla ekonomiska sektorer och att det är viktigt med en starkare potentiell tillväxt för en hållbar korrigering. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en alltför stor obalans konstaterades i mars 2018, att ytterligare granska den fortsatta förekomsten av makroekonomiska risker och övervaka utvecklingen när det gäller att korrigera alltför stora obalanser.

Diagram A12: ***Potentiell tillväxt och statsskulden***



Källa: Kommissionens avdelningar

Italien: I mars 2018 slog kommissionen fast att Italien hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, främst på grund av de risker som härrör från mycket hög offentlig skuldsättning och en långvarig svag produktivitetsutveckling mot bakgrund av den stora andelen nödlidande lån och den höga arbetslösheten. I den uppdaterade resultattavlan ligger två indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen den offentliga sektorns skuldsättning och arbetslösheten.

Bytesbalansöverskottet och en allt bättre nettoutlandsställning gör att landets ställning mot omvärlden är relativt stark. Statsskulden stabiliserades på en mycket hög nivå 2017, men landets finanspolitiska

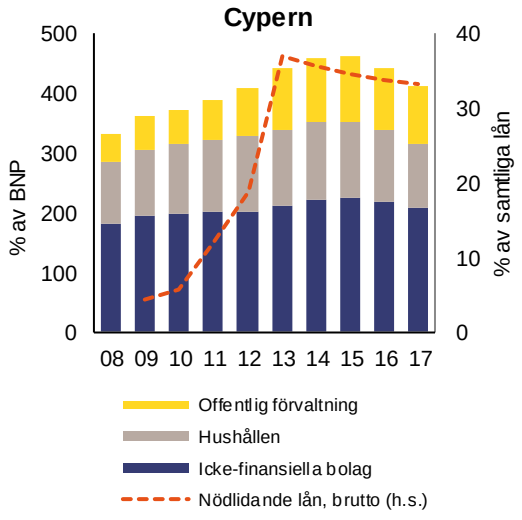
planer, en svagare återhämtning än väntat och högre upplåningskostnader bromsar skuldkvotens minskning framöver. Samtidigt hämmar en svag produktivitetsökning och en krympande arbetsför befolkning den potentiella tillväxten. Den svaga produktivitetsökningen beror på långvariga strukturella brister, bland annat ett sämre företagsklimat än i andra EU-länder, finansieringsproblem, brist på högkvalificerad arbetskraft och en låg nivå på investeringar i immateriella tillgångar. Bankernas skuldnedväxling har gått framåt och den italienska banksektorn blev lönsam igen 2017. Men bankerna är fortfarande sårbara, särskilt de små och medelstora bankerna som har kvar krisens stora stockar av nödlidande lån och i högre grad är exponerade för statsrisken än stora banker. Förhållandena på arbetsmarknaden förbättras gradvis, men arbetslösheten är fortfarande hög, långt över nivåerna före krisen, särskilt när det gäller ungdoms- och långtidsarbetslösheten. Det samlade arbetskraftsdeltagandet ökar men ligger kvar under genomsnittet i euroområdet. Mot bakgrund av den pågående återhämtningen har landets makroekonomiska obalanser slutat att växa men är fortfarande stora och korrigeras endast gradvis. Den minskade BNP-tillväxten i fasta priser och de förnyade spänningarna på statsobligationsmarknaden kan komma att äventyra de framsteg som har gjorts hittills.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med den höga statsskulden mot bakgrund av ökad marknadsvolatilitet och hög arbetslöshet. Produktivitetsutvecklingen är fortsatt svag och det har åter väckts farhågor om negativa återkopplingar mellan banksektorn och staten. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en alltför stor obalans konstaterades i mars 2018, att ytterligare granska den fortsatta förekomsten av makroekonomiska risker och övervaka utvecklingen när det gäller att korrigera alltför stora obalanser.

Cypern: I mars 2018 slog kommissionen fast att Cypern hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, främst på grund av den höga privata och offentliga skuldsättningen, den höga utlandsskulden och den höga andelen nödlidande lån i banksystemet. I den uppdaterade resultattavlan från 2017 ligger flera indikatorer fortfarande över de vägledande tröskelvärdena, nämligen bytesbalansen, nettoutlandsställningen, den reala effektiva växelkursen, den privata och offentliga skuldsättningen, arbetslösheten och förändringen av arbetskraftsdeltagandet.

Underskottet i bytesbalansen ökade 2017 mot bakgrund av stark importtillväxt, och den negativa nettoutlandsställningen är fortsatt betydande. Justeringen av kostnadskonkurrenskraften har tappat fart i och med att enhetsarbetskostnaden ökade marginellt och den reala effektiva växelkursen stabiliserades. Den privata skuldsättningen är bland de högsta i EU, för både hushållen och bolagen, samtidigt som skuldnedväxlingen går långsamt. Hushållens sparande är negativt. Nedjusteringen av de reala bostadspriserna har nått botten och bostadspriserna har långsamt börjat öka igen. Den mycket höga andelen nödlidande lån hindrar de kreditflöden som ekonomin behöver för att stödja tillväxten på medellång sikt. Den offentliga skuldkvoten är kvar på en mycket hög nivå. Arbetslösheten sjunker snabbt men är fortfarande hög, särskilt ungdomsarbetslösheten, även om både långtids- och ungdomsarbetslösheten har sjunkit de senaste tre åren.

Diagram A13: Skulder och nödlidande lån

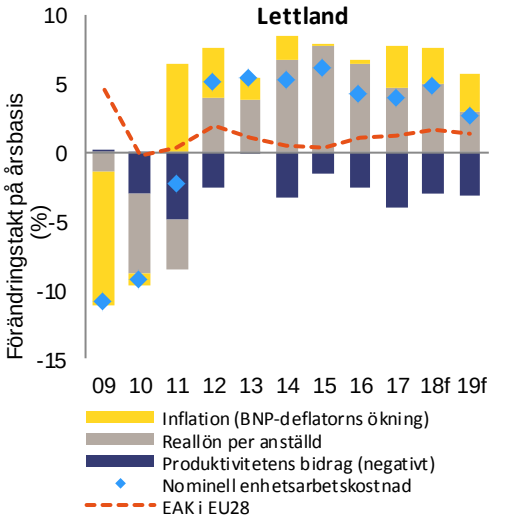


Källa: Eurostat och ECB

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med hållbarheten i betalningsbalansen, den offentliga och den privata skuldsättningen, sårbarheter i den finansiella sektorn och anpassningen på arbetsmarknaden. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en alltför stor obalans konstaterades i mars 2018, att ytterligare granska den fortsatta förekomsten av makroekonomiska risker och övervaka utvecklingen när det gäller att korrigera alltför stora obalanser.

Lettland: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Lettland. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen och enhetsarbetskostnaden.

Diagram A14: Uppdelning av enhetsarbetskostnaden



Källa: Kommissionens avdelningar

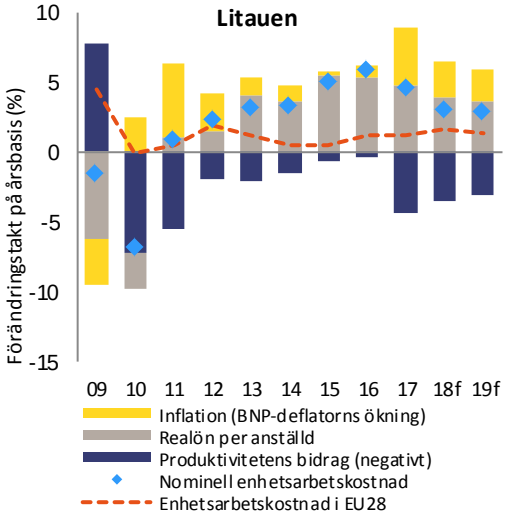
Bytesbalansen är i stort sett i jämvikt och den negativa nettoutlandsställningen, som mest återspeglar utländska direktinvesteringar, har förbättrats till följd av den starka nominella BNP-tillväxten men ligger kvar över tröskelvärdet. Enhetsarbetskostnaden har ökat jämförelsevis snabbt i flera år till följd av stora löneökningar och en överhettad arbetsmarknad, och indikatorn har legat över resultattavlans tröskelvärde sedan 2014. Effekterna på den externa priskonkurrenskraften och exportresultaten har hittills varit begränsade och delvis dämpats av krympande vinstmarginaler. Löneökningarna väntas fortsätta mot bakgrund av allt större arbetskraftsbrist. Sammantaget innebär utvecklingen en risk för landets konkurrenskraft och tillväxtutsikter på medellång sikt. De reala bostadspriserna har fortsatt att öka. Under 2017 steg priserna visserligen långsammare än 2016, men under första halvåret 2018 tog de fart igen. Den samlade kredittillväxten har varit dämpad. De offentliga och privata skuldkvoterna fortsätter att vara relativt låga.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med utvecklingen på arbetsmarknaden och den externa konkurrenskraften, men i nuläget verkar riskerna vara begränsade. Därför anser kommissionen inte att det är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Litauen: I tidigare omgångar av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Litauen. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen och den nominella enhetsarbetskostnaden.

Bytesbalansen är i stort sett i jämvikt och den negativa nettoutlandsställningen, som mest återspeglar utländska direktinvesteringar, har förbättrats till följd av den starka nominella BNP-tillväxten men ligger kvar strax över tröskelvärdet. Enhetsarbetskostnaden har ökat jämförelsevis mycket i flera år och indikatorn har legat över resultattavlans tröskelvärde sedan 2015, till följd av stora löneökningar, en överhettad arbetsmarknad och andra faktorer som en snabb ökning av minimilönen sedan 2016. Effekterna på den externa kostnadskonkurrenskraften och exportresultaten har hittills varit begränsade och delvis dämpats av krympande vinstmarginaler, vilket på längre sikt kanske inte är hållbart. Löneökningarna väntas fortsätta mot bakgrund av sjunkande arbetslöshet och en allt mer överhettad arbetsmarknad. Sammantaget kan utvecklingen komma att hämma landets konkurrenskraft och tillväxtutsikter på medellång sikt. Bostadsprisutvecklingen har varit dynamisk på senare år och priserna har ökat gradvis, men de ligger fortfarande inom tröskelvärdet. Kredittillväxten har tagit fart. De offentliga och privata skuldkvoterna fortsätter att vara relativt låga och stabila.

Diagram A15: Uppdelning av enhetsarbetskostnaden

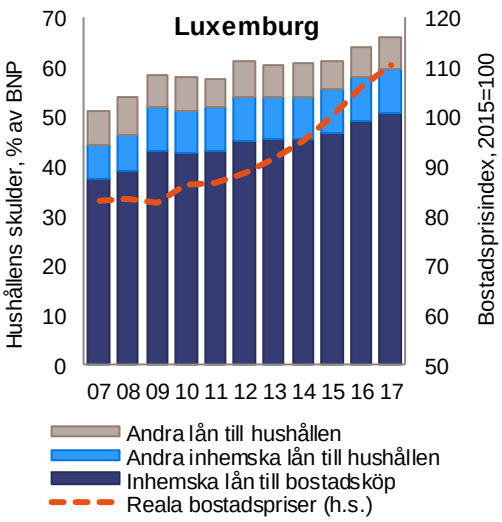


Källa: Kommissionens avdelningar

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med enhetsarbetskostnadens utveckling och den externa konkurrenskraften, men i nuläget verkar riskerna vara begränsade. Därför anser kommissionen inte att det är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Luxemburg: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Luxemburg. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen den privata skuldsättningen, förändringen av arbetskraftsdeltagandet och långtidsarbetslösheten.

Diagram A16: ***Hushållens skulder och bostadsprisindex***



Källa: Eurostat och ECB

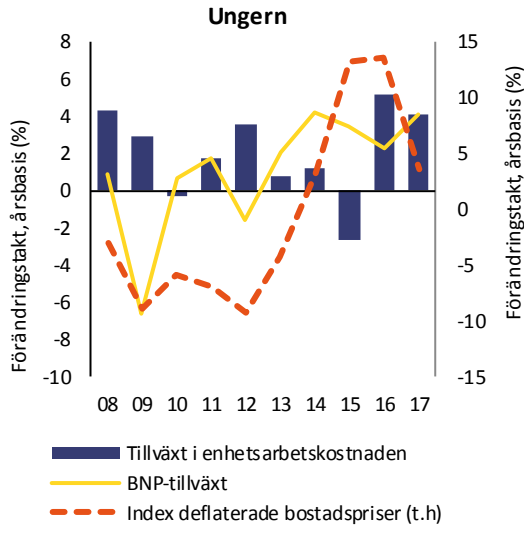
Landets ställning gentemot omvärlden fortsätter att uppvisa ett stabilt överskott i bytesbalansen och en positiv och konstant nettoutlandsställning. Men landets ställning som internationellt finanscentrum har större effekt på siffrorna än den inhemska ekonomin. De ackumulerade vinsterna i exportmarknadsandelen har stabiliserats, men på senare tid har man konstaterat vissa förluster, delvis till följd av en försämring av kostnadskonkurrenskraften som i sin tur förvärras av en starkare ökning av enhetsarbetskostnaden och ökade importpriser. De senaste tio åren har de reala bostadspriserna ökat i relativt snabbt takt, vilket kräver fortsatt noggrann övervakning. Bostadspriserna stiger mot bakgrund av en dynamisk arbetsmarknad, stor invandring och gynnsamma

finansieringsvillkor, samtidigt som utbudet på bostäder är tämligen begränsat och fortsatt mycket mindre än efterfrågan. Tillgången på bostäder till rimliga priser försämras stadigt till följd av de ständigt stigande bostadspriserna. Företagens skuldsättning är mycket hög, men det beror främst på koncerninterna lån över gränserna. Nivån på hushållens skulder, som mest består av bolån, har ökat stadigt till följd av dynamiken på fastighetsmarknaden och gynnsamma kreditvillkor. Lägre räntor och längre amorteringstider har visserligen lättat hushållens ekonomiska bekymmer, och de flesta nya lån har fast ränta, men en stor del av de belånade hushållen är fortfarande känsliga för räntehöjningar. Riskerna för landets finansiella stabilitet mildras dock av att banksektorn är stabil. Den offentliga skuldsättningen ligger kvar på en mycket låg nivå. Trots den senaste tidens ekonomiska avmattning blir arbetsmarknaden allt mer överhettad och arbetslösheten sjunker.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen främst på ett fåtal begränsade risker förknippade med ständigt stigande bostadspriser och hushållens ökande skulder. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Ungern: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Ungern. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen och den offentliga skuldsättningen.

*Diagram A17: BNP, **EAK och bostadspriser***



Källa: Kommissionens avdelningar

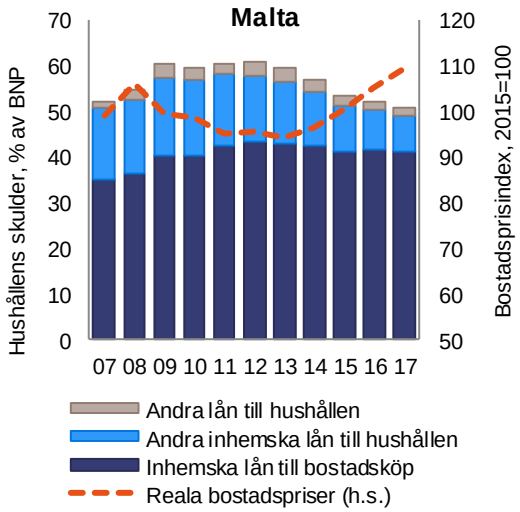
De senaste årens överskott i bytesbalansen har lett till en snabb och varaktig förbättring av den negativa nettoutlandsställningen, som i stor utsträckning återspeglar utländska direktinvesteringar. Exportmarknadsandelen ökade 2017 med stöd av en växande bilindustri. Den nominella enhetsarbetskostnaden har ökat avsevärt mot bakgrund av en allt mer överhettad arbetsmarknad. Administrativa löneökningar har också bidragit till den ökade enhetsarbetskostnaden men uppvägdes delvis av sänkta arbetsgivaravgifter. Kreditflödena i den privata sektorn blev positiva men den privata sektorns skuldsättning fortsatte att minska 2017. Ökningen av de reala bostadsprisernas har planat ut efter stora prisstegringar på senare år, men höga värderingar i vissa regioner och de snabbt ökande bostadslånen kräver övervakning. Den pågående återhämtningen på fastighetsmarknaden kan komma att bidra till att ytterligare minska andelen nödlidande lån, som fortfarande är mycket hög. Banksektorn har stärkt sin lönsamhet och chockabsorberande förmåga. Trots en gynnsam konjunkturcykel har statsskulden bara minskat gradvis till följd av en procyklisk finanspolitik. Arbetslösheten har sjunkit till historiskt låga nivåer och den allt stramare arbetsmarknaden har bidragit till snabba löneökningar som fortsätter att överstiga produktivitetsökningen.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem på bostadsmarknaden och en allt mer överhettad arbetsmarknad, men riskerna verkar vara begränsade. Kommissionen kommer i nuläget inte att göra någon fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Malta: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Malta. I den uppdaterade resultattavlan ligger bytesbalansen över det vägledande tröskelvärdet.

Det stora bytesbalansöverskottet fortsatte 2017 att öka till en mycket hög nivå, samtidigt som den redan positiva nettoutlandsställningen förbättrades kraftigt. Men landets ställning gentemot omvärlden återspeglar snarare fluktuationer i den internationellt inriktade företagssektorn än utvecklingen i den inhemska ekonomin. Utvecklingen för kostnadskonkurrenskraften och den reala effektiva växelkursen har varit relativt gynnsam, medan de måttfulla löneökningarna och den relativt höga arbetsproduktivitetökningen har hållit ökningen av enhetsarbetskostnaden på en måttlig nivå. Den privata sektorns skuldkvot minskade avsevärt 2017 med draghjälp av den starka nominella BNP-tillväxten. Företagssektorns skuldsättning ligger kvar på en hög nivå medan utlåningen till hushållen har avtagit. Den offentliga skuldkvoten har gått stadigt nedåt. De reala bostadspriserna ökade 2017 och kräver övervakning. Framför allt har den starka ekonomiska aktiviteten och de begränsade möjligheterna att investera privat sparkapital lett till ett förnyat intresse för bostadsmarknaden. Kvaliteten på den inhemska banksektorns tillgångar håller på att förbättras och de befintliga kapitalbuffertarna verkar vara tillräckliga för att absorbera omedelbara risker som kan härröra från bostadsmarknaden eller det institutionella regelverket. Utvecklingen på arbetsmarknaden är fortfarande dynamisk. Sysselsättningsökningen är stark och arbetslösheten är låg och fortsätter att minska.

Diagram A18: ***Hushållens skulder och bostadsprisindex***



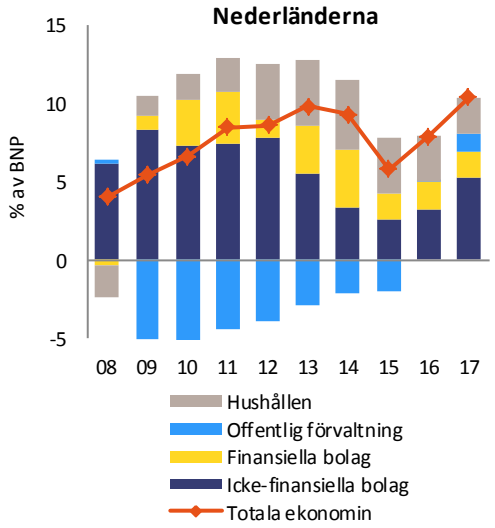
Källa: Eurostat och ECB

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med utlandsställningen och bostadsmarknaden mot bakgrund av en robust ekonomisk tillväxt, men i nuläget verkar riskerna vara begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Nederländerna: I mars 2018 slog kommissionen fast att Nederländerna hade *makroekonomiska obalanser*, främst på grund av hushållens stora skuldsättning och det stora bytesbalansöverskottet. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen den treåriga genomsnittliga bytesbalansen, den privata sektorns skuldsättning och ökningen av de reala bostadspriserna.

Bytesbalansöverskottet ligger kvar på en mycket hög nivå och ökade ytterligare 2017, samtidigt som den positiva nettoutlandsställningen försämrades något. Alla sektorer är visserligen nettosparare, men bytesbalansöverskottets ökning 2017 berodde främst på icke-finansiella bolags sparöverskott till följd av en relativt hög lönsamhet och jämförelsevis låg investeringstakt. Enhetsarbetskostnadens utveckling är dämpad, då löneökningarna ligger i linje med produktivitetsutvecklingen. Den privata skuldsättningen ligger på en hög nivå, vilket i företagssektorn också har sin förklaring i de multinationella bolagens koncerninterna skulder. Hushållens skuldsättning är hög och eldas på av en generös skattebehandling av bostadsägande och gynnsamma räntor. Hushållens skuldkvot uppvisar en nedåtgående trend, men den nominella skuldsättningen ökar igen. Återhämtningen på bostadsmarknaden är stark och bostadspriserna steg ännu snabbare 2017, också till följd av en suboptimal hyresmarknad. Arbetsmarknaden blir allt mer överhettad med låg och sjunkande arbetslöshet.

Diagram A19: Finansiellt sparande per sektor



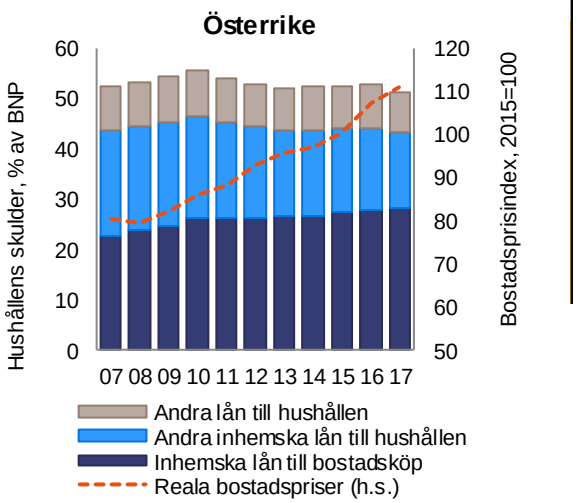
Källa: Eurostat

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med hushållens stora skuldsättning och det stora inhemska sparöverskottet. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i mars 2018, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

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

Bytesbalansöverskottet fortsatte att vara stabilt 2017 och nettoutlandsställningen var svagt positiv. Exportmarknadsandelen har varit stabil. Ökningen av enhetsarbetskostnaden är liten till följd av en ökad arbetsproduktivitet och en blygsam löneutveckling. De reala bostadspriserna fortsatte att öka 2017 men i långsammare takt än 2016. De här tendenserna kräver visserligen övervakning, men prisökningen verkar inte drivas på av utlåningen och kredittillväxten är svag. Dessutom är både bolagens och hushållens skuldkvoter långsamt på väg nedåt. Även statsskulden har fortsatt att minska och sjönk 2017 till följd av en stark ekonomisk tillväxt och den pågående avyttringen av förstatligade finansinstituts tillgångar. Läget i banksektorn har förbättrats ytterligare, också till följd av återhämtningen i grannländerna. Tack vare det gynnsamma ekonomiska läget och den starka sysselsättningsökningen har arbetslösheten sjunkit betydligt.

Diagram A20: ***Hushållens skulder och bostadsprisindex***

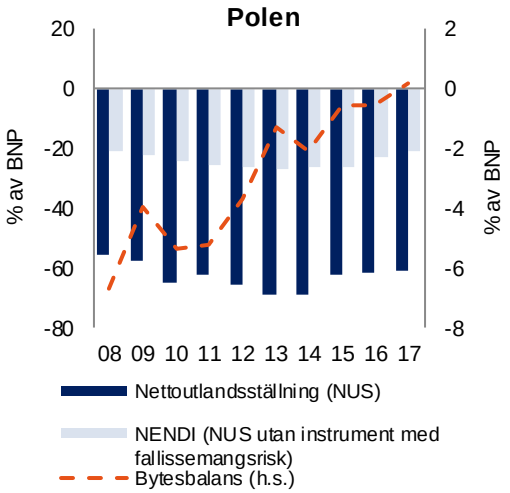


Källa: Eurostat och ECB

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med bostadsmarknaden, men riskerna verkar vara begränsade. Därför anser kommissionen inte att det är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

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

Diagram A21: ***NUS och bytesbalansen***



Källa: Kommissionens avdelningar

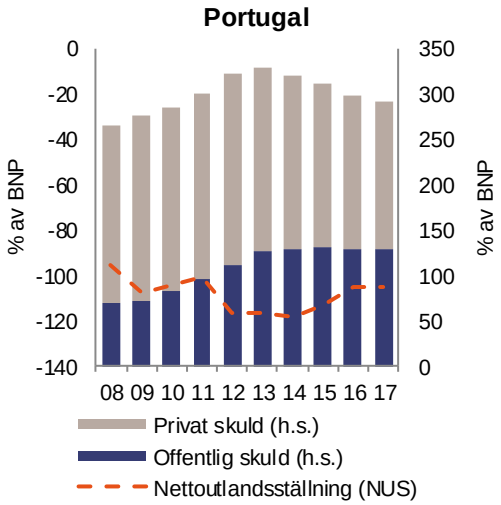
Bytesbalansen uppnådde i stort sett jämvikt 2017 medan den negativa nettoutlandsställningen var stabil. De externa sårbarheterna är fortfarande begränsade eftersom utländska direktinvesteringar utgör större delen av utlandsskulden. Vinsterna i exportmarknadsandelen var åter stora 2017. Ökningen i den nominella enhetsarbetskostnaden är begränsad mot bakgrund av både hög produktivitetökning och ökade löner. Den privata sektorns skuldkvot minskade 2017 till följd av den starka BNP-tillväxten och zlotyns appreciering mot de valutor som delar av de utestående skulderna är tecknade i. Den offentliga sektorns skuldkvot har

minskat ytterligare från redan relativt låga nivåer till följd av en snabb nominell ekonomisk tillväxt, ett lägre samlat underskott och zlotyns appreciering. Riskerna i banksektorn är fortfarande begränsade. Arbetsmarknaden är fortfarande stark och har lett till att arbetslösheten har sjunkit till en mycket låg nivå.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med nettoutlandsställningen, men riskerna är begränsade. Därför anser kommissionen inte att det är nödvändigt att göra någon fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Portugal: I mars 2018 slog kommissionen fast att Portugal hade *makroekonomiska obalanser*, främst på grund av de stora stockarna av nettoutlandsskulder, privata och offentliga skulder och en stor andel nödlidande lån mot bakgrund av svag produktivitetsökning. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, den offentliga och den privata skuldsättningen, arbetslösheten och ökningen av de reala bostadspriserna.

Diagram A22: ***NUS, privat och offentlig skuld***



Källa: Eurostat

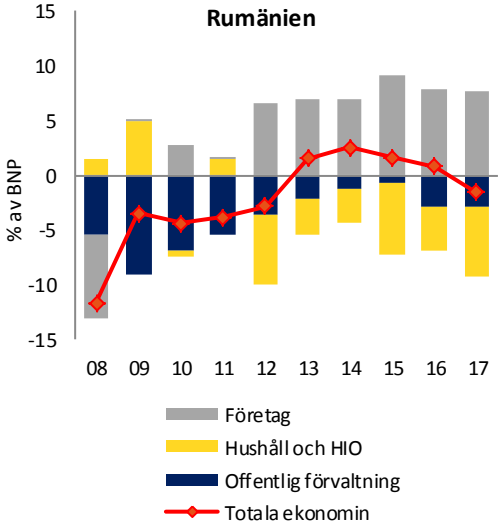
Bytesbalansen är stabil och uppvisar ett litet överskott, men nettoutlandsställningen är fortfarande mycket negativ och anpassningstakten spås fortsätta att vara mycket långsam. Priskonkurrenskraften försämrades något 2017, eftersom den reala effektiva växelkursens appreciering var marginell. Den nominella enhetsarbetskostnaden ökade måttligt medan arbetsproduktiviteten sjönk 2017. Utvecklingen följer dock i stort sett samma spår som i handelspartnerländerna, och exportmarknadsandelen uppvisar vinster. Skuldnedväxlingen i den privata sektorn fortsätter och kredittillväxten är fortfarande svag. Statsskulden är fortfarande mycket hög men spås sjunka i stadig takt. Bankerna har stärkt sina balansräkningar och nettoinkomster avsevärt men det finns sårbarheter kvar, eftersom andelen nödlidande lån fortfarande är hög trots att den har sjunkit på senare tid. Bostadspriserna fortsätter att öka kraftigt men mot bakgrund av att de tidigare var undervärderade och att bostadslånen i stort sett är stabila. Tack vare den positiva konjunkturcykeln har arbetsmarknaden genomgått en genomgripande förbättring på senare år och arbetslösheten har minskat betydligt.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med skuldobalanser, särskilt när det gäller nettoutlandsskulder, offentlig och privat skuldsättning, sårbarheter i banksektorn och svag produktivitetsökning. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i mars 2018, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Rumänien: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Rumänien. I den uppdaterade resultattavlan ligger en indikator över det vägledande tröskelvärdet, nämligen nettoutlandsställningen.

Bytesbalansunderskottet fortsatte att öka 2017 till följd av ökad import av framför allt konsumtionsvaror. Trots det växande bytesbalansunderskottet har den negativa nettoutlandsställningen, som mest återspeglar utländska direktinvesteringar, förbättrats ytterligare till följd av den starka nominella BNP-tillväxten. Det gick fortsatt bra för exporten 2017 och exportmarknadsandelen uppvisar ytterligare vinster. Enhetsarbetskostnaden ökade dock mycket markant 2017 till följd av större löneökningar, framför allt i den offentliga sektorn. Exportresultaten har hittills varit starka, men tidigare erfarenheter pekar på att den offentliga sektorns löneökningar troligtvis kommer att sprida sig till den privata sektorn, vilket kan leda till förluster i kostnadskonkurrenskraften framöver. Ökningen av de reala bostadspriserna avtog marginellt 2017 och är fortfarande måttlig. Banksektorn är fortsatt välkapitaliserad och likvid. Kredittillväxten i den privata sektorn har tagit fart något men är fortsatt låg. Arbetslösheten minskade ytterligare 2017 till följd av en allt mer överhettad arbetsmarknad, samtidigt som arbetskraftsdeltagandet ökade något. Tack vare den starka nominella BNP-tillväxten har både den privata och den offentliga sektorns skuldkvot minskat och ligger kvar på en relativt låg nivå. Den expansiva finanspolitiska inriktningen väntas fortsätta på medellång sikt trots det gynnsamma ekonomiska läget, vilket kan komma att få en negativ effekt på utvecklingen av den offentliga skuldsättningen och bytesbalansen. Både det växande handelsbalansunderskottet och den ökande enhetsarbetskostnaden beror på den ihållande procykliska finanspolitiken, som stimulerar en redan snabbt växande ekonomi genom upprepade skattesänkningar och löneökningar i den offentliga sektorn. Dessutom skapar de upprepade och oförutsägbara lagändringarna ett osäkert företagsklimat med negativa återverkningar på affärsbeslut och investeringar, vilket kan komma att göra landet mindre attraktivt för utländska investerare.

Diagram A23: ***Finansiellt sparande per sektor***



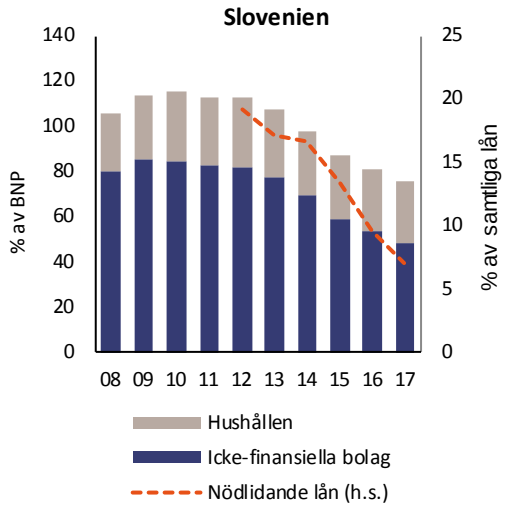
Källa: Eurostat

Den ekonomiska avläsningen pekar på att sårbarheterna har ökat, särskilt när det gäller landets ställning gentemot omvärlden och konkurrenskraften. På det hela taget anser kommissionen att det är lämpligt att göra en fördjupad granskning av riskerna för att avgöra om det föreligger obalanser.

Slovenien: I mars 2018 slog kommissionen fast att Slovenien *inte längre hade några makroekonomiska obalanser*. I den uppdaterade resultattavlan ligger den offentliga skuldsättningen och ökningen av de reala bostadspriserna över de vägledande tröskelvärdena.

Det stora bytesbalansöverskottet fortsatte att växa 2017 till följd av en stor exportökning. Den negativa nettoutlandsställningen har förbättrats avsevärt och ligger inte längre över tröskelvärdet. Exportmarknadsandelen har ökat medan enhetsarbetskostnadens ökning har varit begränsad och den reala effektiva växelkursen har deprecierats. Den privata sektorns skuldsättning har minskat ytterligare, särskilt i företagssektorn, medan kreditflödena i den privata sektorn har blivit positiva. Investeringarna har ökat betydligt men ligger fortfarande under de historiska medelvärdena. Bostadspriserna har ökat något snabbare än tidigare år, medan bostadsinvesteringarna har varit stabila och bolåneökningen begränsad. Statsskulden är fortsatt hög men har sjunkit sedan toppen 2015. De förväntade kostnaderna för den åldrande befolkningen fortsätter att medföra risker för de offentliga finansernas hållbarhet på medellång och lång sikt. Banksektorn har stabiliserats, dess skuldsättning minskar och den ännu relativt höga andelen nödlidande lån fortsätter att sjunka och väntas minska ytterligare. Arbetsmarknaden har stärkts ytterligare med ökat arbetskraftsdeltagande och sjunkande arbetslöshet. Arbetsproduktiviteten började också öka något 2017.

Diagram A24: ***Privata skulder och nödlidande lån***



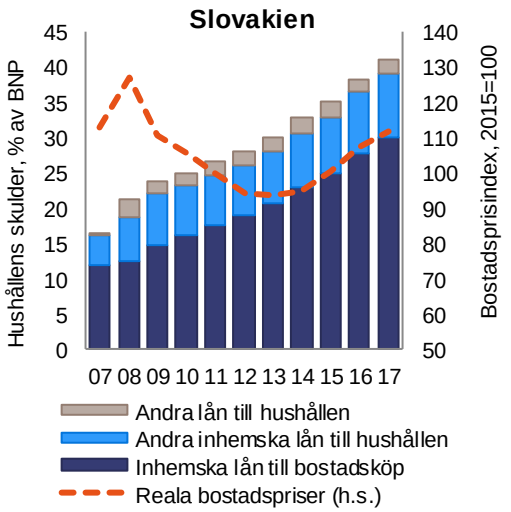
Källa: Eurostat och ECB

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med framför allt de offentliga finansernas hållbarhet på lång sikt. Därför anser kommissionen inte att det är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Slovakien: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Slovakien. I den uppdaterade resultattavlan ligger nettoutlandsställningen och den finansiella sektorns totala skulder över de vägledande tröskelvärdena.

Underskottet i bytesbalansen ökade ytterligare 2017 men är på det hela fortfarande måttligt. Nettoutlandsställningen är kraftigt negativ trots vissa förbättringar på senare tid. De därmed förbundna riskerna är dock begränsade eftersom utlandsskulden till stor del består av utländska direktinvesteringar, främst i den växande bilindustrin och i den finansiella sektorn. Exportmarknadsandelen och den reala effektiva växelkursen är i stort sett stabila. Den

Diagram A25: ***Hushållens skulder och bostadsprisindex***



Källa: Eurostat och ECB

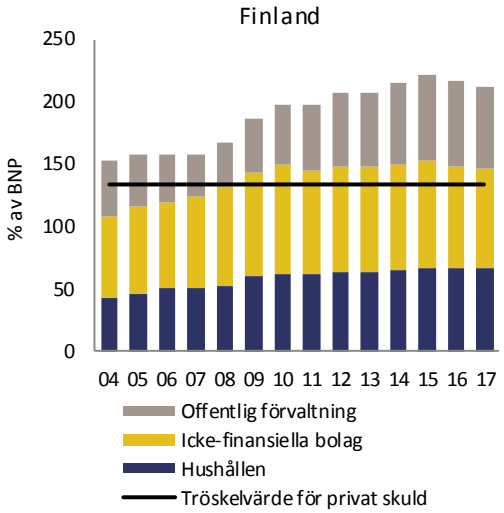
nominella enhetsarbetskostnaden ökar till följd av stora löneökningar mot bakgrund av den allt mer överhettade arbetsmarknaden. Bostadspriserna har fortsatt att öka kraftigt. Ökningen var dock långsammare 2017 än 2016 och ligger strax under tröskelvärdet. Utlåningen till den privata sektorn har minskat något samtidigt som skuldkvoten fortsätter att öka totalt. Den till största delen utlandsägda banksektorn är välkapitaliserad. Både den totala arbetslösheten och långtidsarbetslösheten har sjunkit ytterligare och arbetskraftsdeltagandet har ökat.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med externa aspekter, bostadsmarknaden och kredittillväxten, men riskerna verkar ännu vara begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Finland: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Finland. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen den privata och den offentliga skuldsättningen.

Bytesbalansen var fortfarande något negativ 2017 efter flera års underskott, medan nettoutlandsställningen är svagt positiv. Exportmarknadsandelen har återhämtat sig för andra året i rad. Indikatorerna för kostnadskonkurrenskraften har förbättrats eftersom enhetsarbetskostnaden har sjunkit och den reala effektiva växelkursen har deprecierats. Exportökningen kommer troligtvis att fortsätta att överträffa importökningen både 2018 och 2019. Indikatorerna för kostnadskonkurrenskraften väntas dock stabilisera sig i och med att konkurrenskraftsavtalets positiva effekter delvis avtar. Den offentliga och den privata sektorns skuldkvot minskade ytterligare 2017 till följd av den starka produktionsökningen. Men den privata skuldsättningen ligger kvar på en hög nivå, och gynnsamma kreditvillkor, låga räntor och förbättrade ekonomiska utsikter har ökat kredittillväxttakten och kan komma att begränsa skuldnedväxlingen framöver. Hushållens skuldsättning är hög och deras sparande ligger kvar på en historiskt låg nivå. Den finansiella sektorn är fortsatt välkapitaliserad, vilket begränsar riskerna för den finansiella stabiliteten. De relativt stabila reala bostadspriserna tyder på minskade risker för hushållens skuldsättning. Den offentliga skuldkvoten minskar mot bakgrund av den förbättrade ekonomiska tillväxten. Sysselsättningen fortsätter att öka och arbetslösheten fortsätter att sjunka till följd av högre ekonomisk aktivitet.

Diagram A26: De olika sektorernas skuldsättning



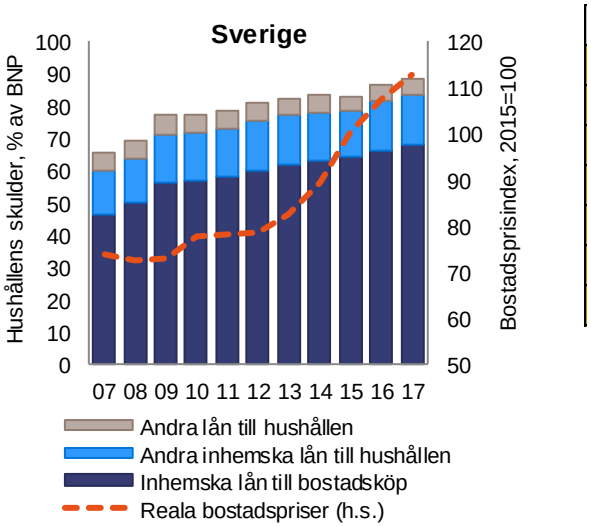
Källa: Eurostat

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem som hänger ihop med den privata skuldsättningen, men riskerna är begränsade. Därför anser kommissionen inte att det i nuläget är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Sverige: I mars 2018 slog kommissionen fast att Sverige hade *obalanser*, främst med avseende på bostadsprisernas övervärderade nivåer i kombination med en fortsatt ökning av hushållens skuldsättning. I den uppdaterade resultattavlan ligger den privata skuldsättningen över det vägledande tröskelvärdet.

Bytesbalansöverskottet krympte 2017 och är fortsatt måttligt. Nettoutlandsställningen har försvagats något och är nu nästan i balans. Förlusterna i exportmarknadsandelen har planat ut och indikatorn ligger nu strax under tröskelvärdet. Enhetsarbetskostnadens ökning är begränsad och den reala effektiva växelkursen har deprecierats. Hushållens skuldsättning är hög och har ökat kontinuerligt sedan 2008 och även under 2017. Samtidigt har bostadspriserna ökat, vilket innebär risker för den makroekonomiska stabiliteten. På hösten 2017 föll bostadspriserna något men ligger sammantaget kvar på en mycket hög nivå. Bostadspriserna och hushållens skuldsättning får skjuts av den gynnsamma skattebehandlingen av bostadsägande, låga bolåneräntor och bolånemarknadens särdrag. Riskerna i banksystemet verkar vara begränsade, eftersom tillgångskvaliteten och lönsamheten är fortsatt hög och hushållens ekonomi generellt är stark. Arbetsmarknaden blir allt stramare och arbetslösheten sjunker ytterligare.

Diagram A27: ***Hushållens skulder och bostadsprisindex***



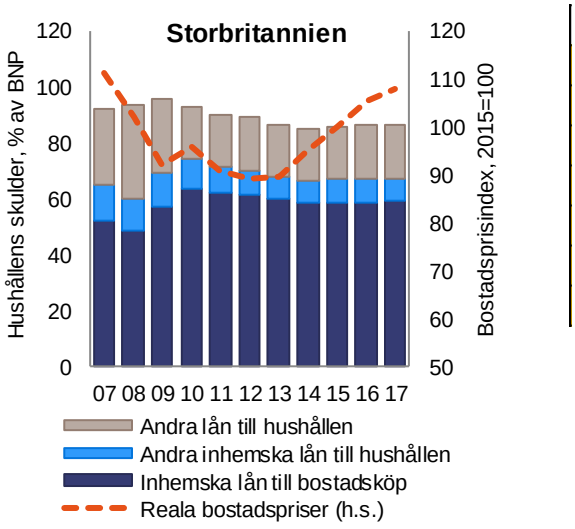
Källa: Eurostat och ECB

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med den höga privata skuldsättningen och bostadssektorn. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i mars 2018, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Storbritannien: I den förra omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Storbritannien. I den uppdaterade resultattavlan ligger flera indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen bytesbalansunderskottet, den privata sektorns skuldsättning och statsskulden.

Bytesbalansunderskottet krympte något 2017, främst till följd av ett förbättrat saldo för primärinkomster, men det betydande underskottet och de därmed sammanhängande stora externa finansieringsbehoven kvarstår. Deprecieringen av det brittiska pundet har stärkt nettoutlandsställningen, som är svagt negativ, och förbättrat priskonkurrenskraften mot bakgrund av en måttlig ökning i enhetsarbetskostnaden. Men nettohandelns reaktion på det svagare pundet har hittills varit en besvikelse. Efter flera år av gradvis skuldnedväxling har den privata sektorns skuldkvot

Diagram A28: ***Hushållens skulder och bostadsprisindex***



Källa: Eurostat och ECB

planat ut. Särskilt hushållens skuldsättning ligger kvar på en hög nivå och kräver fortsatt noggrann övervakning. Ökningen av de reala bostadspriserna har avtagit och bostadskostnaderna håller på att stabiliseras, men på en hög nivå. Statsskulden är hög och i stort sett stabil. Den starka sysselsättningsökningen fortsatte och åtföljdes av låg och sjunkande arbetslöshet. Arbetsproduktiviteten är dock fortsatt svag.

Sammantaget pekar den ekonomiska avläsningen på problem med den privata skuldsättningen, bostadsmarknaden och ekonomins externa sida, även om riskerna för stabiliteten verkar vara begränsade på kort sikt. Därför anser kommissionen inte att det i nuläget är nödvändigt att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för obalansförfarandet.

Tabell 1.1: Resultattavla 2017

	Externa obalanser och konkurrenskraft					Inhemska obalanser						Sysselsättningsindikatorer[1]		
År 2017	**Bytesbalans i % av BNP** (3-årigt genomsnitt)	**Nettoutlands-ställning** (% av BNP)	**Real effektiv växelkurs - 42 handelspartner, HIKP-deflator** (3-årig förändring i %)	**Export-marknads-andel i % av världs-exporten** (5-årig förändring i %)	**Index över nominell enhets-arbets-kostnad (2010=100)** (3-årig förändring i %)	**Bostadspris-index (2015=100), deflaterat** (1-årig förändring i %)	**Privata sektorns kreditflöden, konsoliderat** (% av BNP)	**Privata sektorns skuld, konsoliderat** (% av BNP)	**Offentliga förvalt-ningens bruttoskuld** (% av BNP)	**Arbetslöshet** (3-årigt genomsnitt)	**Finansiella sektorns totala skulder, okonsoliderat** (1-årig förändring i %)	**Arbetskrafts-deltagande i % av befolkningen i åldern 15-64** (3-årig förändring i procentenheter)	**Långtidsarbets-löshet i % av den aktiva befolkningen i åldern 15-74** (3-årig förändring)	**Ungdomarbets-löshet i % av den aktiva befolkningen i åldern 15-24** (3-årig förändring i procentenheter)
Tröskel	-4/6%	-35%	±5% (euroområdet) ±11% (övriga EU)	-6%	9% (euroområdet)	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	-0.3	52.6	0.9	3.9	1.1	1.5p	-1.5	187.0	103.4	7.8b	0.7	0.3b	-0.8b	-3.9b
BG	3.1	-42.8	-3.3	19.4	13.6p	6.2	6.2	100.1	25.6	7.7	1.1	2.3	-3.5	-10.9
CZ	1.0	-26.5	5.4	8.2	5.9	9.1p	4.1	67.4	34.7	4.0	22.9	2.4	-1.7	-8.0
DK	8.1	56.3	-2.1	0.5	3.0	3.2	-1.4	204.0	36.1	6.0	4.1	0.7b	-0.4b	-1.6
DE	8.4	54.0	-2.5	6.5	5.1	2.9	4.9	100.1	63.9	4.2	4.0	0.5	-0.6	-0.9
EE	2.3	-31.4	2.9	2.6	12.4	1.8	3.6	106.4	8.7	6.3	9.7	3.6	-1.4	-2.9
IE	2.9	-149.3	-6.2	64.4	-17.2	9.5p	-7.5	243.6	68.4	8.4	4.3	0.9	-3.6	-9.0
EL	-0.8	-142.5	-2.8	-10.0	-1.0p	-2.2e	-0.8p	116.4p	176.1	23.3	-12.9	0.9	-3.9	-8.8
ES	1.8	-83.8	-2.5	9.8	0.0p	4.5	0.2p	138.8p	98.1	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
FR	-0.6	-20.1	-2.9	2.7	1.3p	1.8	7.0p	148.2p	98.5	10.0	4.3	0.5	-0.3	-1.9
HR	3.6	-62.4	0.0	20.0	-4.3d	2.8	1.2	98.4	77.5	13.5	3.9	0.3	-5.5	-17.7
IT	2.3	-5.3	-3.1	2.0	1.1	-2.0p	2.1	110.5	131.2	11.6	4.3	1.5	-1.2	-8.0
CY	-5.0	-121.5	-6.6	6.9	-2.7p	1.3p	8.7p	316.3p	96.1	13.0	-2.3	-0.4	-3.2	-11.3
LV	0.6	-56.3	1.7	7.8	14.7	5.5	0.3	83.5	40.0	9.4	6.1	2.4	-1.3	-2.6
LT	-0.7	-35.9	2.3	9.7	16.0	5.4	3.7	56.1	39.4	8.0	14.0	2.2	-2.1	-6.0
LU	5.0	47.0	-0.9	25.2	7.1	4.1	-15.5	322.9	23.0	6.1	-1.7	-0.6	0.5	-6.9
HU	4.0	-52.9	0.1	11.3	6.7	3.3	0.9	71.4	73.3	5.4	-8.0	4.2	-2.0	-9.7
MT	8.4	62.6	-2.3	11.2	1.7	4.1p	2.9	120.2	50.9	5.2	4.7	4.4	-1.1	-1.2
NL	8.3	59.7	-1.6	1.2	-0.2p	6.0	3.0p	252.1p	57.0	5.9	2.0p	0.7	-1.0	-3.8
AT	2.1	3.7	0.3	2.3	3.7	3.5	4.3	122.5	78.3	5.7	1.8	1.0	0.3	-0.5
PL	-0.3	-61.2	-3.4	28.4	4.5p	1.7	2.7	76.4	50.6	6.2	6.3	1.7	-2.3	-9.1
PT	0.4	-104.9	-0.7	14.6	3.5p	7.9	1.3p	162.2p	124.8	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9
RO	-2.2	-47.7	-5.5	37.0	11.9p	4.0	1.7p	50.8p	35.1	5.9	8.1	1.6	-0.8	-5.7
SI	5.7	-32.3	-2.0	18.6	3.4	6.2	0.8	75.6	74.1	7.9	5.1	3.3	-2.2	-9.0
SK	-2.0	-65.6	-1.9	6.7	6.9	4.4	5.9	96.1	50.9	9.8	17.9	1.8	-4.2	-10.8
FI	-0.7	2.4	-2.6	-4.3	-2.5	0.5	8.2	146.4	61.3	8.9	-3.8	1.3	0.2	-0.4
SE	4.0	1.8	-5.4	-4.3	3.7	4.6	13.1	194.4	40.8	7.0	6.8	1.0	-0.2	-5.1
UK	-4.6	-8.6	-10.7	-1.0	5.4	2.4	8.4	169.0	87.4	4.8	-1.6	0.9	-1.1	-4.9

Skuggade siffror är de som ligger på eller över tröskelvärdena. Flaggor: b: Brott i serien. d: Annan definition. e: Skattning. p: Preliminärt.

1) För sysselsättningsindikatorerna, se s. 2 i rapporten om förvarningsmekanismen 2016. 2) Bostadsprisindex e = nationella riksbanken är källa för EL. 3) För nominella enhetsarbetskostnaden HR, d: för sysselsättningsdata används nationella begrepp istället för inhemska begrepp. 4) Arbetslöshet, arbetskraftsdeltagande, långtidsarbetslöshet och ungdomsarbetslöshet: BE: revidering av undersökningsmetoden, IE: införande av en ny arbetskraftsundersökning som ersättning för den kvartalsvisa hushållshållsundersökningen som datakälla, DK: förbättrad datainsamling, införande av datorbaserade webbintervjuer. Källa: Europeiska kommission, Eurostat och generaldirektoratet för ekonomi och finans (för reala effektiva växelkurser), Internationella valutafonden samt WEO (för exportvolymer av varor och tjänster i världen).

Tabell 2.1: Hjälpindikatorer, 2017

År 2017	BNP i fasta priser (1-årig förändring i %)	Fasta bruttoinvesteringar (% av BNP)	Inhemska FoU-utgifter, brutto (% av BNP)	Bytes- och kapitalbalansen (finansiellt sparande) (% av BNP)	Nettoutlandsställning utan instrument med risk för betalningsinställelse (% av BNP)	Utländska direktinvesteringar i den rapporterande ekonomin - flöden	Utländska direktinvesteringar i den rapporterande ekonomin - stockar	Handelsbalans för energiprodukter, netto (% av BNP)	Real effektiv växelkurs - handelspartner i euroområdet (3-årig förändring i %)	Exportresultat i förhållande till avancerade ekonomier (5-årig förändring i %)	Bytesförhållande gentemot utlandet (5-årig förändring i %)	Exportmarknadsandel i volym (1-årig förändring)	Arbetsproduktivitet (1-årig förändring i %)	Inhemska och utländska enheters nödlidande lån, brutto (% av samtliga lån)	Enhetsarbetskostnadens utfall i förhållande till euroområdet (10-årig förändring i %)	Bostadsprisindex (2015=100) - nominellt (3-årig förändring i %)	Bostadsbyggande (% av BNP)	Hushållens skulder, konsoliderat (inkl. HIO, % av BNP)	Bankernas konsoliderade totala tillgångar i.f.t. eget kapital i inhemska och utländska banker (totala tillgångar/totalt eget kapital)
BE	1.7	23.5	:	0.8	45.0	-7.8	199.9	-2.5	2.8	-0.8	1.0	-0.3	0.3	2.7p	1.4	8.2	5.9	60.1	13.2p
BG	3.8	18.5	0.8p	7.7	33.1	3.8	88.4	-4.2	-3.0	14.0	5.7	0.5	2.0p	10.2p	50.9	19.5	2.9	20.4	7.7p
CZ	4.3	24.7	1.8p	2.0	28.8	4.3	78.3	-2.6	5.8	3.3	3.1	1.4	2.7	2.8p	1.0	24.4p	3.9	29.7	12.4p
DK	2.3	20.5	:	8.1	18.6	0.6	54.3	-0.1	-0.5	-4.0	2.9	-0.9	0.7	2.5p	-0.2	17.7	4.6	128.0	16.4p
DE	2.2	20.3	3.0e	7.9	41.5	2.1	42.1	-1.8	0.3	1.7	5.9	-0.7	0.7	1.8p	8.4	16.0	6.1	52.7	14.1p
EE	4.9	24.4	:	4.2	21.5	5.9	95.5	-0.6	2.5	-2.0	4.2	-1.8	2.1	1.9p	22.5	18.1	4.3	39.4	6.8p
IE	7.2	23.5	1.1	-1.1	-259.1	0.3	435.6	-1.2	-2.1	57.0	-0.1	2.5	4.2	9.9p	-39.2	32.8p	2.0	47.7	6.6p
EL	1.5p	12.9p	1.1p	-0.5	-126.4	1.8	17.6	-1.8p	-1.7	-14.1	7.4p	1.5p	0.0p	45.0p	-12.9	-8.3e	0.6p	57.0	8.8p
ES	3.0p	20.5p	:	2.1	-58.1	0.6	58.6	-1.8p	-1.0	4.8	0.8p	-0.1p	0.4p	4.4p	-11.1	15.1	5.2p	61.1	13.5p
FR	2.2p	22.5p	:	-0.5	-33.5	1.9	46.5	-1.7p	-0.5	-1.9	5.0p	-0.8p	1.1p	3.1p	-0.2	2.6	6.2p	58.6	15.2p
HR	2.9	20.1	:	4.5	-17.3	3.6	58.7	-2.9	0.7	14.6	2.5	1.1	0.7d	8.8p	-15.0	1.7	:	34.1	7.4p
IT	1.6	17.6	:	2.7	-3.9	0.5	26.1	-1.9	-0.6	-2.6	7.6	0.4	0.4	11.2p	-0.3	-4.6	4.4	41.3	12.2p
CY	4.2p	20.9p	:	-7.9	-95.1	50.0	1017.8	-4.2p	-3.7	2.1	0.9p	0.7p	0.4p	30.7p	-8.9	1.0p	5.7p	107.5	12.1p
LV	4.6	20.9	0.5p	1.5	-7.6	3.8	59.0	-3.0	0.9	2.9	3.4	0.9	4.7	5.6p	7.7	14.0	1.9	22.2	8.9p
LT	4.1	19.2	0.9	2.1	-7.9	2.4	40.9	-3.0	1.5	4.8	5.9	8.3	4.7	3.2p	8.9	19.0	2.7	22.4	10.7p
LU	1.5	18.9	:	4.5	-3947.3	-264.1	8263.3	-2.8	0.1	19.5	-0.1	-7.2	-1.8	0.7p	14.9	18.0	3.2	65.9	13.2p
HU	4.1	22.2	1.4	4.2	-8.1	-9.3	211.0	-3.8	0.7	6.3	3.3	-0.6	2.1	8.4p	6.3	35.8	2.8	18.8	9.7p
MT	6.7	21.1	0.6	14.3	229.6	27.3	1627.0	-8.9	1.4	6.2	2.7	-1.5	1.4	3.1p	4.8	17.5p	4.8	50.4	13.5p
NL	2.9p	20.5p	:	10.4	-29.5	39.4	615.5	-0.8p	-0.5	-3.3	1.7p	0.0p	0.7p	2.1p	-2.5	17.0	4.4p	104.5p	16.7p
AT	2.6	23.6	3.2p	1.9	-4.1	3.7	66.7	-2.1	2.1	-2.3	1.9	-0.6	0.8	3.5p	5.7	19.9	4.4	50.4	11.6p
PL	4.8	17.7	1.0	1.4	-20.7	2.0	49.7	-2.0	-3.0	22.7	6.1	4.2	3.4p	6.6p	1.7	7.4	2.8	34.9	8.8p
PT	2.8p	16.6p	1.3p	1.4	-60.9	4.6	79.6	-2.1p	0.9	9.5	7.3p	2.5p	-0.5p	13.3p	-8.2	20.6	2.8p	68.9	10.6p
RO	7.3p	22.6p	:	-2.0	-5.8	2.8	44.5	-1.3p	-5.0	30.9	3.6p	4.4p	4.3p	6.6p	32.8	15.6	:	16.1	9.6p
SI	4.9	18.5	:	6.4	-17.7	2.2	37.3	-2.6	-1.4	13.3	3.6	5.4	1.9	9.2p	1.1	12.5	2.1	27.1	8.0p
SK	3.2	21.4	0.9	-1.1	-15.1	6.3	72.4	-3.5	-1.5	1.9	-1.6	0.6	1.0	3.7p	2.0	19.0	2.7	40.6	9.3p
FI	2.8	22.1	2.8	-0.6	6.1	5.8	55.0	-1.6	-1.0	-8.6	5.5	2.2	1.6	1.2p	5.4	2.0	6.4	67.1	18.9p
SE	2.1	25.0	3.3	3.2	-7.0	5.8	4.2	-0.9	-3.9	-8.6	1.2	-2.1	-0.2	1.3p	5.6	30.7	5.7	88.2	16.5p
UK	1.7	17.2	1.7p	-3.8	-5.3	2.5	76.5	-0.6	-6.7	-5.4	5.3	0.4	0.7	1.5p	5.0	18.5	4.0	86.2	15.0p

Flaggor: d: Annan definition. e: Skattning. p: Preliminärt.

1) Sista dag för officiell överföring av 2017 års data om inhemska FoU-utgifter, brutto var den 31 oktober 2018 men datan extraherades den 24 oktober 2018. 2) Bostadsprisindex e = nationella riksbanken är källa för EL. 3) Arbetsproduktivitet för HR d: för sysselsättningsdata används nationella begrepp istället för inhemska begrepp.

Källa: Europeiska kommissionen, Eurostat och generaldirektoratet för ekonomi och finans (för reala effektiva växelkurser), Europeiska centralbanken (för "Inhemska och utländska enheters nödlidande lån, brutto" och "Bankernas konsoliderade totala tillgångar i.f.t. eget kapital i inhemska och utländska banker") samt Internationella valutafonden (IMF) och WEO (för exportvolymer för varor och tjänster i världen).

Tabell 2.1 (fortsättning): Hjälpindikatorer, 2017

År 2017	Arbetslöshet (1-årig förändring i %)	Arbetskrafts-deltagande i % av hela befolkningen i åldern 15-64 (%)	Långtidsarbets-löshet i % av den aktiva befolkningen i åldern 15-74 (%)	Ungdoms-arbetslöshet i % av den aktiva befolkningen i åldern 15-24 (%)	Ungdomar som varken arbetar ellre studerar i % av hela befolkningen i åldern 15-24		Personer som riskerar fattigdom eller social utestängning i % av hela befolkningen		Personer som riskerar fattigdom efter sociala transfereringar i % av hela befolkningen		Personer som lider av allvarlig materiell nöd i % av hela befolkningen		Personer som bor i hushåll med mycket låg arbetsintensitet i % av hela befolkningen i åldern 0-59	
					%	3-åring förändring i p.e.	%	3-årig förändring i p.e.	%	3-årig förändring i p.e.	%	3-årig förändring i p.e.	%	3-årig förändring i p.e.
BE	1.4	68.0b	3.5b	19.3b	9.3b	-2.7b	20.3	-0.9	15.9	0.4	5.1	-0.8	13.5	-1.1
BG	1.8p	71.3	3.4	12.9	15.3	-4.9	38.9	-1.2b	23.4	1.6	30.0	-3.1	11.1	-1.0
CZ	1.6	75.9	1.0	7.9	6.3	-1.8	12.2	-2.6	9.1	-0.6	3.7	-3.0	5.5	-2.1
DK	1.6	78.8b	1.3b	11.0	7.0b	1.2b	17.2	-0.7	12.4	0.3	3.1	-0.1	10.0	-2.2
DE	1.4	78.2	1.6	6.8	6.3	-0.1	19.0	-1.6	16.1	-0.6	3.4	-1.6	8.7	-1.3
EE	2.7	78.8	1.9	12.1	9.4	-2.3	23.4	-2.6b	21.0	-0.8	4.1	-2.1	5.8	-1.8b
IE	2.9	72.7	3.0	14.4	10.9b	-4.4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1.5p	68.3	15.6	43.6	15.3	-3.8	34.8	-1.2	20.2	-1.9	21.1	-0.4	15.6	-1.6
ES	2.6p	73.9	7.7	38.6	13.3	-3.8b	26.6	-2.6	21.6	-0.6	5.1	-2.0	12.8	-4.3
FR	1.1p	71.5	4.2	22.3	11.5	0.3b	17.1	-1.4	13.3	0.0	4.1	-0.7	8.1	-1.5
HR	2.2d	66.4	4.6	27.2	15.4	-3.9	26.4	-2.9	20.0	0.6	10.3	-3.6	12.2	-2.5
IT	1.2	65.4	6.5	34.7	20.1	-2.0	28.9	0.6	20.3	0.9	10.1	-1.5	11.8	-0.3
CY	3.9p	73.9	4.5	24.7	16.1	-0.9	25.2	-2.2	15.7	1.3	11.5	-3.8	9.4	-0.3
LV	0.0	77.0	3.3	17.0	10.3	-1.7	28.2	-4.5	22.1	0.9	11.3	-7.9	7.8	-1.8
LT	-0.5	75.9	2.7	13.3	9.1	-0.8	29.6	2.3	22.9	3.8	12.4	-1.2	9.7	0.9
LU	3.4	70.2	2.1	15.4	5.9	-0.4	21.5	2.5	18.7	2.3	1.2	-0.2	6.9	0.8
HU	2.0	71.2	1.7	10.7	11.0	-2.6	25.6	-6.2	13.4	-1.6	14.5	-9.5	6.6	-6.2
MT	5.2	72.2	1.6	11.3	8.6b	-1.7b	19.2	-4.6	16.8	0.9	3.3	-6.9	6.7	-3.1
NL	2.2p	79.7	1.9	8.9	4.0	-1.5	17.0	0.5	13.2	1.6	2.6	-0.6	9.5	-0.7
AT	1.7	76.4	1.8	9.8	6.5	-1.2	18.1	-1.1	14.4	0.3	3.7	-0.3	8.3	-0.8
PL	1.4p	69.6	1.5	14.8	9.5	-2.5	19.5	-5.2	15.0	-2.0	5.9	-4.5	5.7	-1.6
PT	3.3p	74.7	4.5	23.8	9.3	-3.0	23.3	-4.2	18.3	-1.2	6.9	-3.7	8.0	-4.2
RO	2.8p	67.3	2.0	18.3	15.2	-1.8	35.7	-4.6	23.6	-1.5	19.7	-6.2	6.9	-0.3
SI	2.9	74.2	3.1	11.2	6.5	-2.9	17.1	-3.3	13.3	-1.2	4.6	-2.0	6.2	-2.5
SK	2.2	72.1	5.1	18.9	12.1	-0.7	16.3	-2.1	12.4	-0.2	7.0	-2.9	5.4	-1.7
FI	1.2	76.7	2.1	20.1	9.4	-0.8	15.7	-1.6	11.5	-1.3	2.1	-0.7	10.7	0.7
SE	2.3	82.5	1.2	17.8	6.2	-1.0	17.7	-0.5	15.8	0.2	1.1	0.1	8.8	-0.2
UK	1.0	77.6	1.1	12.1	10.3	-1.6	:	:	:	:	4.9p	-2.5p	:	:

Flaggor: b: Brott i serien. d: Annan definition. p: Preliminärt.

1) Sista dag för officiell överföring av data för 2017 om personer som riskerar fattigdom och social utestängning var den 30 november 2018 men datan extraherades den 24 oktober 2018. 2) Nominell arbetskraftskostnad och arbetsproduktivitet för HR d: för sysselsättningsdata används nationella begrepp i stället för inhemska begrepp. 3) Indikatorer från arbetskraftsundersökningen för IE: införande av den nya arbetskraftsundersökningen som ersättning för den kvartalsvisa nationella hushållsundersökningen som datakälla.

Källa: Europeiska kommissionen och Eurostat.