EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 21.11.2018
COM(2018) 758 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN

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

Rapport om varslingsmekanismen 2019

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

{SWD(2018) 466 final}

Rapporten om varslingsmekanismen (herefter "rapporten") indleder den årlige runde i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer (herefter "makroubalanceproceduren"), der har til formål at afdække og rette op på ubalancer, som hindrer en velfungerende økonomi i medlemsstaterne eller i EU, og som kan være til skade for den økonomiske og monetære unions rette virkemåde.

I rapporten anvendes en resultattavle med udvalgte indikatorer plus et bredere sæt supplerende indikatorer og andre relevante oplysninger til at screene medlemsstaterne for potentielle økonomiske ubalancer, der kræver politisk handling. I rapporten udpeges de medlemsstater, for hvilke der skal foretages en dybdegående undersøgelse for at undersøge, hvorvidt de makroøkonomiske risici i medlemsstaterne er tiltagende eller aftagende, hvorefter det konkluderes, om der består ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. Under hensyntagen til drøftelser om rapporten med Europa-Parlamentet og i Rådet og Eurogruppen vil Kommissionen udarbejde dybdegående undersøgelser af økonomien i de berørte medlemsstater. I overensstemmelse med etableret praksis udarbejdes der under alle omstændigheder en dybdegående undersøgelse vedrørende medlemsstater, i hvilke der i det foregående forløb blev konstateret ubalancer. Resultaterne heraf vil indgå i de landespecifikke henstillinger, der fremsættes som led i det europæiske semester for samordning af de økonomiske politikker. De dybdegående undersøgelser forventes at blive offentliggjort i februar 2019 forud for pakken af landespecifikke henstillinger under det europæiske semester.

1. SAMMENFATNING

Denne rapport indleder den ottende årlige runde af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer[1]. Formålet med proceduren er at afdække ubalancer, som forhindrer en velfungerende økonomi i medlemsstaterne, og at anspore til egnede politiske løsninger. Proceduren er en integreret del af det europæiske semester for samordning af den økonomiske politik for at sikre overensstemmelse med de analyser og henstillinger, der udarbejdes i forbindelse med andre økonomiske overvågningsredskaber. Den årlige vækstundersøgelse, der vedtages samtidig med denne rapport, gør status over den økonomiske og sociale situation i Europa og redegør for de overordnede politiske prioriteringer for EU som helhed for det kommende år.

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

[1] Denne rapport ledsages af et statistisk bilag med en lang række statistikker, der har dannet grundlaget for denne rapport.
[2] Jf. artikel 5 i forordning (EU) nr. 1176/2011.
[3] I rapporten "Gennemførelse af Europas Økonomiske og Monetære Union" af Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi og Martin Schulz fra den 22. juni 2015 blev det foreslået at rette et

Europa-Kommissionens arbejdsdokument "Analysis of the Euro Area economy", der ledsager Kommissionens henstilling med henblik på Rådets udtalelse om den økonomiske politik i euroområdet.

Vurderingen i denne rapport skal ses i lyset af økonomisk vækst, der forbliver bredt funderet til trods for en mindre opbremsning. Ifølge Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2018 anslås det reale BNP at vokse med 2,1 % i 2018 og 1,9 % i 2019 i både EU og euroområdet, hvilket er lidt mindre sammenlignet med en registreret vækst i 2017 på 2,4 %. Væksten ventes at være positiv i alle medlemsstater. Beskæftigelsesforholdene ventes at blive forbedret yderligere, hvilket gradvist vil føre til en mere vedholdende lønvækst, som vil understøtte forbruget og med tiden hjælpe med at bringe kerneinflationen inden for de pengepolitiske myndigheders mål. Væksten i investeringer vendtes at forblive stærk, skønt tempoet aftager. Til gengæld er der tegn på, at nettoeksporten vil begynde at yde et mindre bidrag til vækst som følge af den usikkerhed, der hviler over handelspolitikken, og efterhånden som følgerne af den seneste styrkelse af euroen udvikler sig. Alt i alt bygger vækstudsigterne på sunde underliggende økonomiske forhold, bl.a. generelt stærke arbejdsmarkeder, positive kreditvilkår samt bedre balancer og resultater i banker og ikke-finansielle selskaber, men væksten ventes at aftage, efterhånden som konjunkturerne i centrale områder af verden går ind i en mere moden fase[4].

Korrektionen af makroøkonomiske ubalancer i EU skrider fremad takket være styrket nominel vækst i BNP, men udsigterne på den mellemlange bane er mere uklare på grund af den stigende usikkerhed. Inflationssatserne nærmer sig gradvist deres mål, og sammen med den økonomiske vækst er det med til at nedbringe gældskvoterne. Den private og den offentlige gæld ligger imidlertid fortsat på et historisk højt niveau, og der kan stadig iagttages balancerelaterede sårbarheder i finanssektoren. Efterhånden som inflationen gradvist nærmer sig ECB's mål, stiger argumenterne for at normalisere pengepolitikken, hvilket vil påvirke låneomkostninger, aktivpriser og balancer. Dette vil kunne afføde en ændret risikoattitude, hvor tilliden vil påvirke medlemsstater med ringere udsigter for de offentlige finanser eller for finanssektoren, eller som er genstand for kraftigt negative outputchok (bl.a. i forbindelse med Det Forenede Kongeriges udtræden af EU). Flere af de nedadrettede risici skyldes forhold uden for EU, navnlig protektionistiske handelspolitiske tiltag, konsekvenserne af geopolitiske spændinger for navnlig energipriser, afslutningen på den finanspolitiske ekspansion i USA og en opstramning af pengepolitikken samt konsekvenserne for kapitalstrømmene og vekselkurserne af den meget asynkrone normalisering af pengepolitikken, der foregår rundt omkring i verdensøkonomien[5]. Samspillet mellem disse risikoelementer påvirker risikobalancen i nedadgående retning og skaber stadig mere brogede udsigter, samtidig med at muligheden for at afbøde chok ved hjælp af opsparing i den private og den offentlige sektor er begrænset i adskillige medlemsstater.

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

---

større fokus på ubalancernes euroområdedimension. Konsekvenserne af den indbyrdes afhængighed og ubalancernes systemiske betydning anerkendes i forordning (EU) nr. 1176/2011, der definerer ubalancer som "en makroøkonomisk udvikling, der har negativ indvirkning på, eller har potentiale til at få en negativ indvirkning på, den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Europæiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed".

[4] Se f.eks., ECB, Economic Bulletin, 5/2018.

[5] Se også International Monetary Fund, World Economic Outlook, oktober 2018.

- **Der skal fortsat arbejdes på at genoprette balance på de løbende poster.** I de fleste medlemsstater er de store underskud på de løbende poster blevet korrigeret, men i enkelte tilfælde betalingsbalancen skulle holdes på et mere forsvarligt niveau, hvis nedbringelsen af den store nettogæld over for udlandet skal fortsætte i et passende tempo. Nedbringelsen af nogle af de største overskud på de løbende poster er først i den seneste tid blevet synlige og er fortsat beskedne. I flere medlemsstater påvirkes tallene for de løbende poster i stigende grad af grænseoverskridende transaktioner, som knytter sig til aktiviteten blandt multinationale selskaber samt i de internationalt orienterede servicesektorer, som indvirker på både handels- og indkomstbalancen.

- **Beholdningspositionen af aktiver og passiver over for udlandet er fortsat uligevægtig, og justeringen foregår kun gradvist.** De meget negative nettostillinger over for udlandet (herefter "NIIP"), der kan iagttages i medlemsstater, som tidligere havde store underskud på de løbende poster, er ved at blive korrigeret som følge af stigende ligevægt mellem eller ligefrem positive strømme af aktiver og passiver til og fra udlandet samt genoptaget vækst i det nominelle BNP, som skal holdes i gang for at kunne reducere passiverne til et mere forsvarligt niveau. I lande med store overskud stiger NIIP fortsat.

- **Vilkårene for omkostningskonkurrenceevnen bliver mindre gunstige i en række medlemsstater, og de er generelt mindre gunstige for en symmetrisk rebalancering.** Siden 2016 er enhedslønomkostningerne steget kraftigt i de fleste medlemsstater, idet der især kan iagttages betydelige stigninger i en række central- og østeuropæiske EU-lande, bl.a. som følge af udbudsflaskehalse. Nettodebitorlandene i euroområdet har opnået de største gevinster i omkostningskonkurrenceevne efter krisen sammenlignet med nettokreditorlande. I den senere tid er nettodebitorlandenes mere gunstige position, når det kommer til dynamikken i omkostningskonkurrenceevne, imidlertid indsnævret komparativt set som følge af tilstramninger på arbejdsmarkederne og mindre kraftige produktivitetsforbedringer, mens stramme arbejdsmarkeder i nettokreditorlandene indtil videre ikke har udmøntet sig i nogen markant lønudvikling. Den seneste udvikling i omkostningskonkurrenceevnen kommer ikke tilsvarende til udtryk i en forværret priskonkurrenceevne, muligvis som følge af en kompensationseffekt fra en snævrere margen mellem pris og omkostninger. Det kan være en af årsagerne til, at der ikke er nogen umiddelbare tegn på, at tabet af omkostningskonkurrenceevne allerede har gjort et indhug i eksportmarkedsandelene, skønt en sådan indvirkning kunne blive mere synlig, hvis tendensen varer ved.

- **Den private sektor arbejder fortsat på at konsolidere sin gæld, hvilket i stigende grad foregår på baggrund af genoptaget nominel vækst.** De private gældskvoter falder nu i flere medlemsstater sammenlignet med sidste år. Det skyldes højere nominel vækst i BNP, idet der kun i et fåtal af lande foregår en "aktiv konsolidering", dvs. at konsolideringen foregår som følge af et faldende nominelt gældsniveau, og dette kun i et stille tempo. Aktiv gældsnedbringelse ses primært blandt virksomheder, idet låntagningen blandt husholdninger er begyndt at stige. Gældskonsolideringen forløber fortsat hurtigere i virksomhedssektoren end i husholdningerne, hvilket også skyldes, at gældsbeholdningerne er større i førstnævnte sektor, og dermed indvirker den nominelle vækst i BNP også kraftigere på deres gældskvote.

- **I lande med stor offentlig gæld er staten først for nylig begyndt at nedbringe gælden, og dette foregår i et stille tempo**. Til trods for genoptaget nominel vækst, og skønt de lavere rentebetalinger har været med til at bringe de offentlige gældskvoter på en nedadgående kurs i de fleste medlemsstater, har et stigende antal lande foretaget en procyklisk lempelse af finanspolitikken, hvilket påvirker deres muligheder for at afbøde chok i nedgangstider.

- **Situationen i EU's banksektor forbedres, men nogle medlemsstater står fortsat over for lav rentabilitet og store beholdninger af misligholdte lån.** Rentabiliteten er steget i navnlig de lande, hvor banksektoren er kendetegnet ved lav rentabilitet. Andelen af misligholdte lån er aftaget yderligere, især i medlemsstater med de største beholdninger. Kapitalprocenterne er steget yderligere i de fleste lande. Værdien af bankernes egenkapital steg frem til begyndelsen af 2018, hvor der foregik en nedadrettet korrektion.

- **Stigningstakten i boligpriser er taget til og er blevet positiv i et stigende antal medlemsstater, og flere lande udviser mulige tegn på overevaluering.** Samtidig er væksten i boligpriserne for nylig blevet mere afdæmpet i de lande, hvor der er størst tegn på overevaluering. Derimod kan der iagttages kraftigere stigninger i navnlig lande, som på nuværende tidspunkt ikke viser nogen eller kun begrænsede tegn på overevaluering.

- **Der er fortsat fremgang på arbejdsmarkederne, og der er ved at komme gang i lønvæksten.** Ledighedssatserne falder yderligere, også blandt unge og langtidsledige, men i nogle medlemsstater er den skjulte ledighed fortsat meget stor, og arbejdsmarkedsdeltagelsen er lav om end generelt tiltagende. Den sociale nød er på tilbagetog, til trods for at flere lande stadig mærker konsekvenserne af længerevarende perioder med ledighed og lave lønninger[6]. Set ud fra historiske data er lønudviklingen i euroområdet svagere, end hvad der kunne forventes med de aktuelle ledighedsniveauer. Lønningerne i EU-landene er imidlertid begyndt at stige med varierende hastighed, hvilket generelt afspejler arbejdsmarkedets stramhedsgrad og flaskehalse på udbudssiden i nogle lande.

I euroområdet skal der fortsat fokuseres på at genoprette balance. Overskuddet på de løbende poster i euroområdet blev stabiliseret i 2016 og har siden ligget på et forholdsvis konstant niveau. Det er det største overskud sammenlignet med resten af verden, og det er langt højere, end hvad de økonomiske fundamentaler tilsiger. I betragtning af den indbyrdes afhængighed i euroområdet og muligheden for afsmittende virkninger er det nødvendigt at føre en passende kombination af politikker i alle eurolandene for at sikre, at den genoptagne vækst er holdbar og sikrer makroøkonomisk stabilitet. I nettodebitorlande kræver nedbringelsen af store beholdninger af både udenlandsk og indenlandsk gæld, at de løbende poster holdes på et forsvarligt niveau, og at nedbringelsen af gæld foregår i et hensigtsmæssigt tempo uden at undergrave målet om at øge vækstpotentialet og med henblik på at forebygge risikoen for en procyklisk stramning i nedgangstider. I nettokreditorlande vil en nedbringelse af de vedvarende store overskud gennem politiske tiltag, som stimulerer investeringer og den træge lønudvikling, understøtte vækstpotentialet og gøre vækstmulighederne minde afhængige af udenlandsk efterspørgsel. I Tekstboks 2 redegøres der nærmere for ubalancernes euroområdedimension.

[6] Tekstboks 3 indeholder en oversigt over de seneste beskæftigelsesmæssige og sociale udviklingstendenser EU.

Overordnet set aftager risiciene relateret til eksisterende ubalancer som følge af det økonomiske opsving, men der knytter sig stadig sårbarheder til beholdningsubalancer, og der er tegn på mulige uholdbare tendenser. De potentielle risikokilder er stort set de samme som i den foregående rapport. Der er stadig store overskud, mens udviklingen i konkurrenceevne yder et lavere bidrag til genoprettelsen af balance. Konsolideringen i den private sektor har nydt godt at det økonomiske opsving, men den foregår stadig meget ujævnt, og nogle store gældsbeholdninger nedbringes ikke i et tilstrækkeligt tempo. Mere grundlæggende leder en nedsat aktiv konsolidering i den private og især den offentlige sektor til spørgsmålet om, hvorvidt konsolideringen fremadrettet i større grad vil kunne hvile på potentiel vækst i BNP. En sådan problematik understreger nødvendigheden af at fortsætte den reformproces, der blev indledt i adskillige EU-lande i de foregående år, og fortsat at have politiske tiltag og reformer til at øge vækstpotentialet højt på dagsordenen[7]. I lyset af de stadig mere usikre udsigter på mellemlang sigt er det særlig vigtigt at opretholde konsolideringsindsatsen i den private og den offentlige sektor i disse tider med økonomisk opsving, navnlig med henblik på at forbedre mulighederne for at afbøde negative outputchok, når de økonomiske forhold begynder at yde et mindre bidrag, og risiciene begynder at materialisere sig. Samtidig er der i en række lande tegn på mulig overophedning, som primært knytter sig til de hurtigt stigende enhedslønomkostninger, som fører til mindsket omkostningskonkurrenceevne, og den dynamiske udvikling i boligpriser, som allerede ligger på et relativt højt niveau. Eftersom de fleste ubalancer i strømme er blevet korrigeret, og beholdningsubalancerne gradvist nedbringes, samtidig med at der er mulige tegn på overophedning i en række lande, er overvågningen i forbindelse med makroubalanceproceduren i højere grad rettet mod udviklingen af mulige uholdbare tendenser og forebyggelsen af risikosammensætninger, som kunne opstå på mellemlang sigt.

Der vil for en række medlemsstater, der udpeges i denne rapport, blive foretaget mere detaljerede og omfattende analyser som led i de dybdegående undersøgelser. De dybdegående undersøgelser vil ligesom i de foregående forløb indgå i landerapporterne, som indeholder Kommissionens tjenestegrenes analyse af de økonomiske og sociale udfordringer, EU-medlemsstaterne står over for. Ved udarbejdelsen af de dybdegående undersøgelser vil Kommissionen basere sin analyse på en rig mængde data og relevante oplysninger samt de evalueringsrammer, som den har udviklet i samarbejde med rådsudvalg og arbejdsgrupper. Analysen i de dybdegående undersøgelser vil danne grundlaget for afsløringen af ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer i medlemsstaterne og for eventuelle ajourføringer af de landespecifikke henstillinger, som udstedes til medlemsstaterne[8]. De lande, hvori der konstateres ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, er og vil fortsat være genstand for specifik overvågning for at sikre en løbende overvågning af deres politiske tiltag inden for rammerne af makroubalanceproceduren.

Der udarbejdes dybdegående undersøgelse vedrørende medlemsstater, i hvilke der allerede er konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalance. I overensstemmelse med etableret tilsynspraksis foretages der en dybdegående undersøgelse for at vurdere, hvorvidt eksisterende ubalancer er under afvikling, stadig består eller er under forværring, idet der gøres status over de korrigerende politiske foranstaltninger, der er truffet. Der vil således blive foretaget dybdegående undersøgelser for de 11 medlemsstater, hvori der blev konstateret ubalancer på grundlag af

[7] Se også Europa-Kommissionens årlige vækstundersøgelse 2019.
[8] Jf. artikel 6 i forordning (EU) nr. 1176/2011.

resultaterne af de dybdegående undersøgelser fra 2018[9]. Det drejer sig om **Bulgarien, Cypern, Frankrig, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Spanien, Sverige** og **Tyskland**.

Der vil ligeledes blive udarbejdet en dybdegående undersøgelse for Grækenland, der for første gang er genstand for overvågning som led i makroubalanceproceduren, samt for Rumænien. I lyset af analysen i denne rapport vil der blive udarbejdet en dybdegående undersøgelse for **Grækenland**, som tidligere var undtaget fra overvågning som led i makroubalanceproceduren, fordi landet indtil august 2018 var genstand for et makroøkonomisk tilpasningsprogram inden for rammerne af finansiel bistand[10]. Vurderingen i nærværende rapport peger ikke i retning af væsentlige yderligere risici set i forhold til de senest tilgængelige landespecifikke undersøgelser for en række andre medlemsstater, for hvilke denne overvågning blev ophævet i de seneste år, dvs. Slovenien (hvori der ikke blev konstateret ubalancer i 2018), Finland (ophævet i 2017), Belgien og Ungarn (ophævet i 2016). Forholdene er heller ikke ændret væsentligt i Østrig siden vurderingen i den dybdegående undersøgelse fra 2016, ifølge hvilken der ikke blev konstateret nogen ubalancer. Estland var også genstand for en dybdegående undersøgelse i 2016, ifølge hvilken der ikke blev konstateret nogen ubalancer. Selv om enhedslønomkostningerne er steget kraftigt siden da, har dette ikke haft nogen særlig betydning for balancen over for udlandet, og der er ikke noget større argument for at udarbejde en ny dybdegående undersøgelse for Estland, skønt der i forbindelse med den kommende landerapport vil skulle foretages en nøje overvågning. Det synes derimod nødvendigt at udarbejde en dybdegående undersøgelse af situationen i **Rumænien** for at analysere udviklingen og den eventuelle tilbagevenden af risici, der allerede blev fremhævet i tidligere dybdegående undersøgelser (2015 og 2016), navnlig i forbindelse med konkurrenceevnen og betalingsbalancen over for udlandet. Det synes nødvendigt at foretage en nærmere analyse i landerapporterne af de risici, der for en række medlemsstaters vedkommende knytter sig til udviklingen på boligmarkedet (Belgien, Danmark, Det Forenede Kongerige, Luxembourg, Tjekkiet, Ungarn og Østrig) samt til udviklingen i konkurrenceevnen (Estland, Letland, Litauen, Tjekkiet, Ungarn)[11]. I nærværende rapport fastslås det således, at der bør foretages en dybdegående undersøgelse af 13 medlemsstater i stedet for de 12, der var genstand for en sådan undersøgelse i det foregående forløb.

***Tekstboks 1:* Ændringer af supplerende indikatorer i resultattavlen**

Resultattavlen understøttes af en række supplerende indikatorer. Som fastlagt i makroubalanceforordningen (forordning (EU) nr. 1176/2011) bygger den økonomiske analyse af resultatavlen ikke alene på de overordnede indikatorer, men tager også hensyn til flere andre relevante indikatorer og oplysninger. Siden overvågningen i forbindelse med proceduren blev lanceret, er en

[9] Se "Det europæiske semester 2018: Vurdering af fremskridtene med strukturreformer, forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer og resultater af de dybdegående undersøgelser i henhold til forordning (EU) nr. 1176/2011" (COM(2018) 120 final af 7.3.2018).

[10] Medlemsstater, som er genstand for makroøkonomiske tilpasningsprogrammer knyttet til finansiel bistand, er undtaget fra overvågning som led i makroubalanceproceduren (artikel 11 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 472/2013 af 21. maj 2013 om skærpelse af den økonomiske og budgetmæssige overvågning af medlemsstater i euroområdet, der har eller er truet af alvorlige vanskeligheder med hensyn til deres finansielle stabilitet)

[11] I november 2016 udsendte Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) landespecifikke advarsler til otte EU-medlemsstater vedrørende sårbarheder på mellemsigtet plan i boligsektoren: Belgien, Danmark, Det Forenede Kongerige, Finland, Luxembourg, Nederlandene, Sverige og Østrig.

række supplerende indikatorer blevet indlemmet i den økonomiske analyse af de overordnede indikatorer. I modsætning til de overordnede indikatorer findes der ikke nogen grænseværdier for de supplerende indikatorer (jf. Tabel 2.1).

I henhold til makroubalanceforordningen skal Kommissionen regelmæssigt gennemgå og eventuelt revidere resultattavlen. Der er foretaget adskillige ændringer af resultattavlen, siden makroubalanceproceduren blev indført. I 2012 blev der tilføjet en overordnet indikatorer vedrørende finanssektoren ("samlede passiver i finanssektoren"). I 2013 blev definitionen af flere af den overordnede resultattavles variabler revideret (real effektiv valutakurs, gæld i den private sektor og kreditstrømme), og samtidig blev der tilføjet nogle supplerende indikatorer (bl.a. en række sociale og beskæftigelsesrelaterede indikatorer). I 2015 blev der tilføjet nogle overordnede beskæftigelsesindikatorer. Generelt set har ændringerne været målrettede og begrænsede.

I denne rapport introduceres ændringer af de supplerende indikatorer for at udnytte forbedringer af den tilgængelige statistik og sikre indikatorernes fortsatte relevans. Formålet med den seneste ændring af rækken af supplerende indikatorer er at udnytte de forbedrede statistikker over data vedrørende betalingsbalancen og banksektoren (især misligholdte lån) samt at sikre, at resultattavlen afspejler indikatorer, som allerede anvendes bredt i denne rapport og i de dybdegående undersøgelser. Ligesom ved tidligere ændringer af resultattavlen er Europa-Parlamentet og Rådet (herunder ekspertudvalgene) blevet hørt, og ESRB er blevet underrettet. Ændringerne kan opsummeres som følger[12]:

- *Nettoudlandsgæld* (NED) erstattes af *NIIP, ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter* (NENDI) for at opnå en bredere repræsentation af beholdninger over for udlandet (både aktiver og passiver), der er omfattet af en risiko for misligholdelse. Den nye indikator anvender den reviderede metode for betalingsbalancestatistik (fra BPM5 til BPM6), som giver mulighed for en mere detaljeret opdeling af udenlandske aktiver og passiver. Sammenlignet med NED indebærer NENDI, at i) nettogæld i forbindelse med selskabsinterne direkte investeringer i udlandet, som i nogle tilfælde tegner sig for en stor del af den grænseoverskridende gæld uden dog at være tegn på solvensproblemer, udelukkes, ii) at andele i investeringsforeninger, som kan udgøre en meget stor post og typisk er sikret i aktier, medtages, og at iii) finansielle derivater (netto) medtages. Set ud fra et andet perspektiv udgør NENDI en undergruppe af NIIP, som udelukker egenkapitalrelaterede komponenter, nemlig kapital og kapitalandele relateret til udenlandske direkte investeringer samt selskabsintern grænseoverskridende gæld relateret til udenlandske direkte investeringer.
- Indikatoren *gearing i finanssektoren, ikke-konsolideret* fra nationalregnskabet erstattes af *gearing i bankerne, konsolideret, indenlandske og udenlandske enheder* fra ECB's konsoliderede bankdata, som kan tolkes klarere økonomisk, sammenlignes på tværs af lande og altid er baseret på regnskabsværdien, selv om indikatoren kun vedrører banksektoren.
- Der tilføjes to indikatorer, som typisk anvendes i makroubalanceanalysen: *Husholdningsgæld (konsolideret)* skal supplere den overordnede indikator for gæld i den private sektor, mens *misligholdte lån, brutto* skal bidrage med supplerende oplysninger til vurderingen af gælden i den private sektor. Tilføjelsen af sidstnævnte indikator er mulig takket være tilgængeligheden af data, som er sammenlignelige på tværs af lande, i ECB's konsoliderede bankstatistik siden 2015.
- For at sikre at indikatorerne i resultattavlen forbliver relevante og begrænsede, holdes deres samlede antal fortsat på 28. To supplerende indikatorer, som blev anvendt hidtil, er udgået: i) nominelle enhedslønomkostninger, ændring over 10 år (da den overlapper med data vedrørende den overordnede indikator for enhedslønomkostninger, ændring over tre år, og den supplerende

[12] Der findes yderligere oplysninger om de statistiske definitioner af de nye indikatorer i Europa-Kommissionens arbejdsdokument "Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard", teknisk note. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

indikator for enhedslønomkostninger ift. euroområdet, ændring over 10 år), og ii) gæld i den private sektor, ikke-konsolideret (som overflødiggøres af den overordnede indikator for gæld i den private sektor, konsolideret).

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

Rapporten om varslingsmekanismen bygger på en økonomisk analyse af en resultattavle med indikatorer, **som bruges til at filtrere dataene for at afsløre umiddelbare tegn på eventuelle risici og sårbarheder**. Resultattavlen indeholder 14 forskellige indikatorer med vejledende grænseværdier for en række områder, bl.a. betalingsbalance over for udlandet, konkurrenceevne, gæld i den private sektor, boligmarkeder, banksektoren og beskæftigelse. Den bygger på ajourførte data af god statistisk kvalitet for at sikre dataenes stabilitet og sammenlignelighed på tværs af lande. Den resultattavle, der anvendes i denne rapport, afspejler således data frem til 2017. I overensstemmelse med makroubalanceforordningen (forordning (EU) nr. 1176/2011) aflæses værdierne i resultattavlen ved vurderingerne i rapporten ikke rent mekanisk, men er genstand for en økonomisk analyse, som giver større indblik i den overordnede økonomiske kontekst og tager landespecifikke hensyn med i betragtning[13]. Et sæt supplerede indikatorer understøtter aflæsningen af resultattavlen. Samtidig tages der ved vurderingen i rapporten også hensyn til nyere data og yderligere oplysninger, viden fra andre vurderingsrammer samt konklusioner fra eksisterede dybdegående undersøgelser og relevante analyser såvel som Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2018.

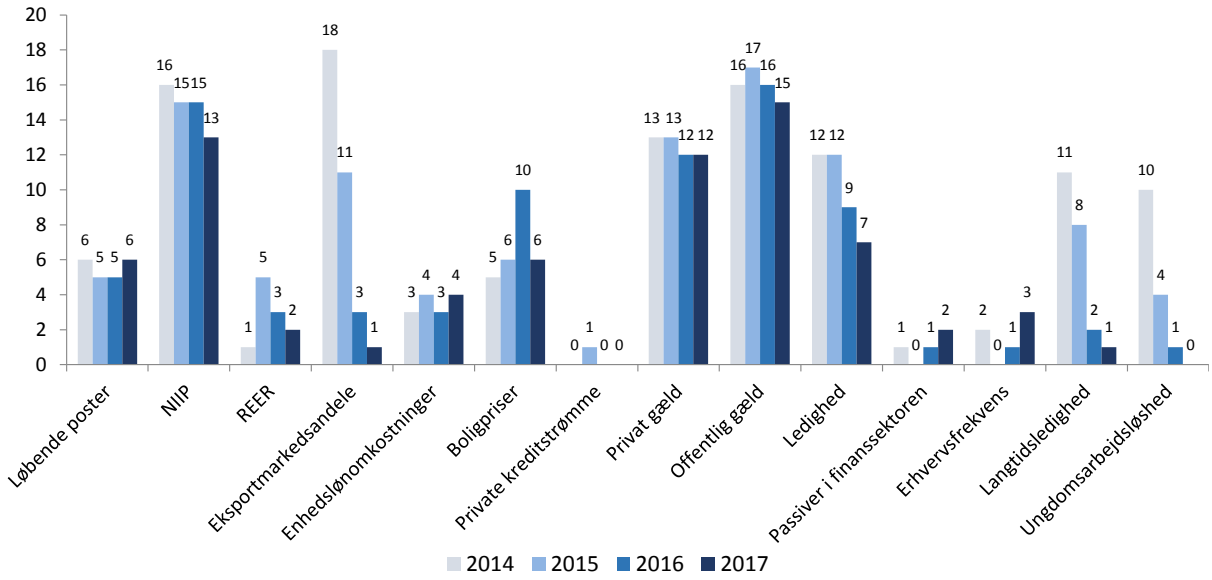
Variablerne i resultattavlen for 2017 peger i retning af vedvarende beholdningsubalancer, som dog er ved at fortone sig. Der kan fortsat konstateres mange overskridelser af resultattavlens grænseværdier, når det kommer til offentlig gæld, nettostilling over for udlandet og gæld i den private sektor (Figur 1)[14]. Antallet af medlemsstater med værdier, der ligger uden for grænseværdierne for disse tre indikatorer, er kun faldet en anelse sammenlignet med de foregående resultattavler, hvilket er et klart tegn på disse beholdningsubalancers langvarige karakter og bekræfter, at tilpasningen foregår lidt efter lidt. For størsteparten af de tilfælde, hvor tallene for de løbende poster ligger uden for grænseværdien, er dette primært knyttet til vedvarende store overskud; stigningen i hyppigheden af værdier over grænseværdien i 2017 skyldes et øget antal store underskud. Den igangværende beskæftigelsesfremgang afspejles i et yderligere fald i antallet af EU-lande med værdier, der ligger over grænseværdien for ledighed, og der er registreret adskillige fald i indikatorerne for ungdomsarbejdsløshed og langtidsledighed i lyset af deres typisk større følsomhed over for arbejdsmarkedssituationen. Til trods for udbredte og solide stigninger i boligpriserne i Europa ligger færre medlemsstater ifølge resultatavlen uden for grænseværdien for vækst i boligpriser, idet nogle lande, der lå marginalt over grænseværdien, nu ligger under den. Antallet af lande, hvor stigningen i enhedslønomkostninger ligger over grænseværdien, er forblevet relativt stabilt, mens færre lande ligger uden for grænseværdien for den reale effektive valutakurs, og her er der tale om overskridelser

[13] For yderligere oplysninger om rationalet bag opbygningen af resultattavlen og dens anvendelse henvises til "The Macroeconomic Imbalance Procedure. *Rationale, Process, Application: A Compendium*', European Economy, Institutional Paper 039, Europa-Kommissionen (2016).

[14] De enkelte indikatorer og deres vejledende grænseværdier findes i Tabel 1.1 i bilaget, mens de supplerende indikatorer findes i Tabel 2.1. Som forklaret i anmærkningen til Figur 1 aflæses udviklingen af resultattavlens data ud fra de data, der var tilgængelig på tidspunktet for offentliggørelsen af den enkelte rapport. Skæringsdatoen for dataene i dette års rapport var den 24. oktober 2018.

af den nedre grænseværdi. Antallet af medlemsstater, for hvilke indikatoren for eksportmarkedsandele ligger uden for grænseværdien, er faldet yderligere.

Figur 1: Antal lande med variabler uden for grænseværdierne



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

Hovedparten af EU-landene har fortsat ligevægt eller overskud på de løbende poster, mens de meget store overskud i visse lande har bidt sig fast og i bedste fald kun er faldet marinalt. Overordnet set er der kun sket en forholdsvis begrænset udvikling i den løbende betalingsbalance (Graph 3). Allerede i løbet af de første par år af dette årti var størsteparten af de store og uholdbare underskud blevet justeret, idet de var vendt til overskud eller ligevægtige stillinger, som i de senere år er blevet opretholdt eller i flere tilfælde øget marginalt. Der er ikke sket mærkbare ændringer af de store overskud i nettokreditorlandene, som i nogle tilfælde oven i købet er steget. Stillingen på de løbende poster styres kun delvist af konjunkturerne. Forskellen mellem den faktiske stilling og den konjunkturjusterede stilling på de løbende poster er generelt begrænset og bliver løbende mindre, efterhånden som outputgabet indsnævres (Figur 2)[15]. For de fleste EU-lande har udviklingen på de løbende poster i den senere tid været langt mere positiv, end hvad der kunne forventes ud fra de underliggende økonomiske forhold (f.eks. aldring og indkomst pr. indbygger)[16]. I nogle tilfælde

[15] Den konjunkturjusterede saldo tager hensyn til konjunkturudviklingen, ved at der justeres for det indenlandske outputgab og outputgabet hos samhandelspartnere, jf. M. Salto og A. Turrini (2010), "Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment", European Economy, Discussion Paper 427/2010.
[16] Den stilling på de løbende poster, som er i overensstemmelse med underliggende forhold (normen), udledes ved simpel lineær regression ved at se på de vigtigste bestemmende faktorer for forholdet mellem opsparing og investeringer, inkl. økonomiske fundamentaler, politikfaktorer og globale finansielle forhold. Metoden svarer til metoden i S. Phillips 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",

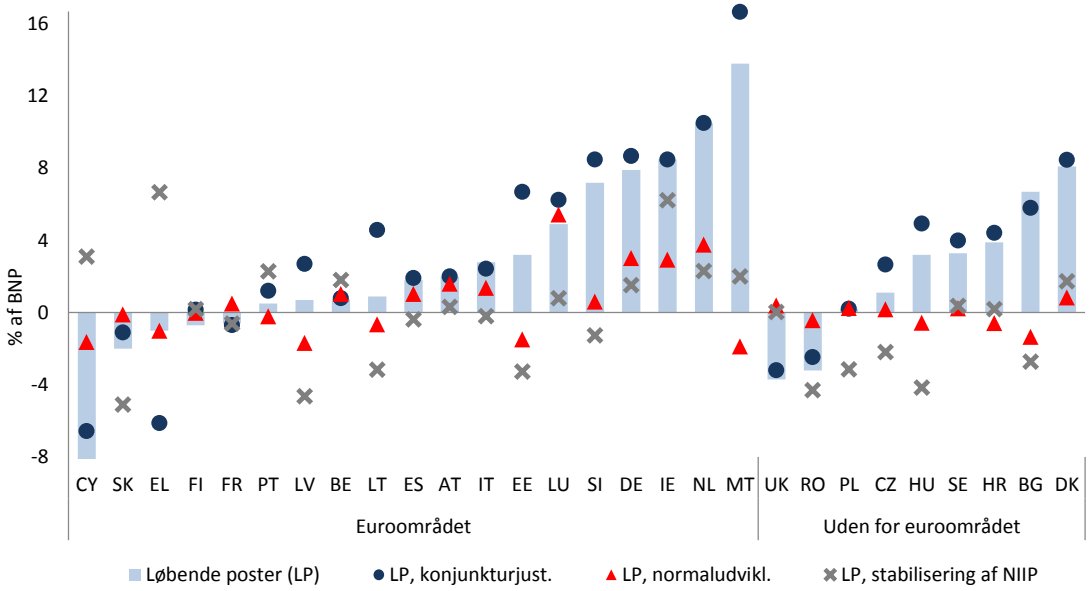
risikerer den endelige stilling imidlertid ikke at være tilstrækkelig til at nedbringe den store nettoudlandsgæld i et passende tempo. De generelt ligevægtige stillinger på de løbende poster i 2017 kan i mindre grad end tidligere tilskrives konjunkturforhold, eftersom de negative outputgab i medlemsstaterne snævrer ind eller er ved at blive positive. Som følge af stigende oliepriser er udviklingen på energihandelsbalancen næsten overalt ændret fra en stort set ligevægtig stilling til et underskud, om end dette for det meste kun er begrænset (se Tabel 2.1 i bilaget for data om energihandelsbalancen).

- **Cypern er den medlemsstat, der har det største underskud på de løbende poster over grænseværdien** (ud fra et treårigt gennemsnit frem til 2017). Kun i Cyperns tilfælde viser aflæsningen af de årlige data et ringere resultat i de senere år. Resultatet ligger **under et niveau, der kan forklares ud fra de underliggende økonomiske forhold, og som er nødvendigt for at forbedre nettostillingen over for udlandet i et passende tempo**, og forværringen af de løbende poster i 2017 kan ikke forklares med udviklingen i konjunkturen. Uden for euroområdet ligger variablen for Det Forenede Kongeriges løbende poster også under grænseværdien i resultattavlen.
- I 2017 registrerede kun **fem andre medlemsstater underskud på de løbende poster**: Finland, Frankrig, Grækenland, Rumænien og Slovakiet, hvor kun de to sidstnævnte registrerede underskud på mere end 1 % af BNP. **For Rumænien kan der iagttages en forværring** af de løbende poster i 2017, som forekommer lavere, end hvad de underliggende forhold tilsiger. **Grækenland skiller sig ud på grund af det store bidrag, som det negative outputgab yder** på det lave underskud på de løbende poster. Hvis der justeres for konjunkturerne, lader stillingen på de løbende poster til at ligge under det niveau, der er nødvendigt for at nedbringe nettoudlandsgælden i et passende tempo, og under normen.
- **I lande med meget negative nettostillinger over for udlandet** såsom Portugal og Spanien udviser de løbende poster et bedre resultat, end hvad der kunne forventes ud fra de underliggende forhold, men dette er i Portugals tilfælde ikke tilstrækkeligt til at sikre en forbedring af natostillingen over for udlandet i et passende tempo. Kroatien udviser et overskud, som bør bidrage til at nedbringe nettostillingen over for udlandet i et passende tempo. Efter et underskud i 2016 registrerer Irland et stort overskud på de løbende poster i 2017 som følge af betydelige nedjusteringer med tilbagevirkende kraft. Hvad angår Irland påvirkes tallene for de løbende poster i høj grad af grænseoverskridende transaktioner, som knytter sig til multinationale selskabers aktiviteter.
- **For fire EU-lande overskrider værdierne resultattavlens grænseværdier som følge af store overskud**. For Danmarks, Nederlandenes og Tysklands vedkommende har værdierne i adskillige år ligget over grænseværdien, og disse landet fik for nylig følgeskab af Malta. I 2017 er Tysklands overskud faldet med 0,5 % af BNP, mens overskuddet i Nederlandene er steget med 2,5 % af BNP. I alle fire tilfælde ligger overskuddene langt **over et niveau, der kan forklares ud fra de underliggende forhold** med mindst 5 procentpoint af BNP. Udviklingen i Nederlandenes og Maltas overskud kan i væsentlig grad tilskrives grænseoverskridende transaktioner, som knytter sig til aktiviteten blandt multinationale selskaber samt i de

European Economy, Discussion Paper 86, 2018, for en beskrivelse af metoden til beregning af udviklingen i de løbende poster på grundlag af fundamentaler, som anvendes i denne rapport.

internationalt orienterede servicesektorer, som indvirker på både handels- og indkomstbalancen. Adskillige andre lande har i nogle år haft overskud på de løbende poster, som dog er under grænseværdien, hvilket også er tilfældet for flere af de større eurolande, navnlig Italien (se også Tekstboks 2 for flere oplysninger om løbende betalingsbalanceoverskud i euroområdet).

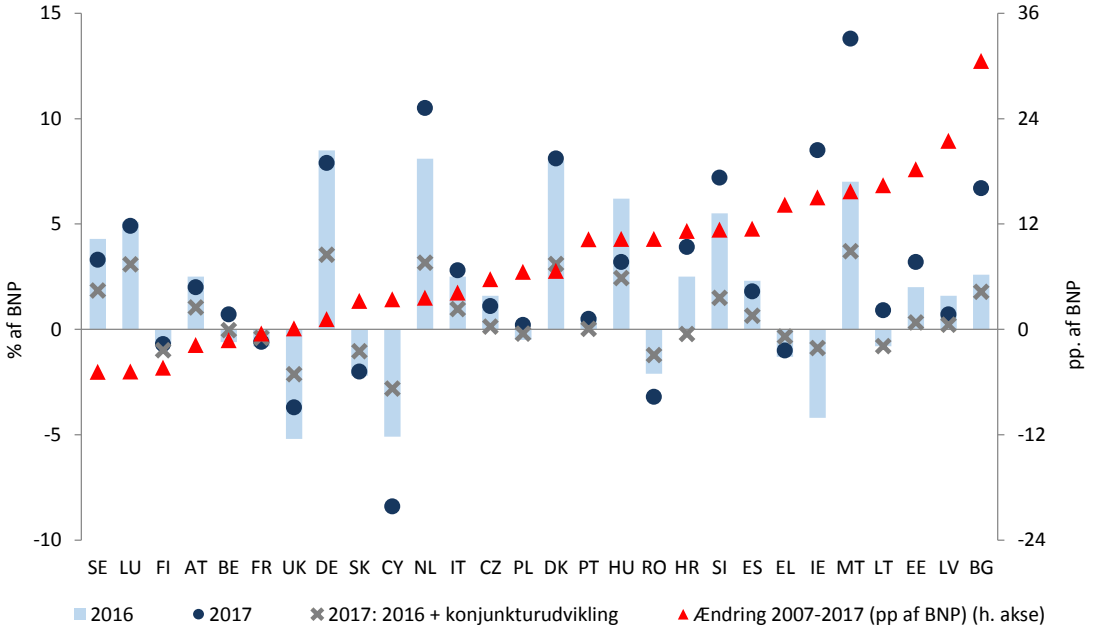
Figur 2: Stilling på de løbende poster og benchmarks i 2017



Kilde: Eurostat (BPM6-data) og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet efter stillingen på de løbende poster i 2017. *Konjunkturjusteret LP*: se fodnote 15. *Normaludvikling LP*: se fodnote 16. Benchmarket for *Stabilisering af NIIP LP* er defineret som den saldo, der skal til for at stabilisere nettostillingen over for udlandet over de næste 10 år, eller, hvis den nuværende nettostilling over for udlandet ligger under den landespecifikke prudentielle tærskel, den saldo, der skal til for at nå denne prudentielle tærskel inden for de næste 10 år[17].

[17] For de metoder, der ligger til grund for benchmarksene for de løbende poster, se L. Coutinho m.fl., 2018; for de landespecifikke prudentielle tærskler for nettostilling over for udlandet, se fodnote **Error! Bookmark not defined.**

Figur 3: Udvikling i de løbende poster



Kilde: Eurostat og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra ændringen i NIIP i forhold til BNP mellem 2007 og 2017. Den ændring, der kan tilskrives konjunkturudviklingen, beregnes som den ændring af de løbende poster, som ikke kan tilregnes ændringen i den konjunkturjusterede saldo på de løbende poster, se fodnote 15.

Nettostillingerne over for udlandet (NIIP) er fortsat blevet forbedret i næsten alle medlemsstater, men i nogle medlemsstater er de stadig meget negative, hvilket vækker bekymring. For mange medlemsstater ligger NIIP stadig i den negative ende (Graph 4). For hovedparten af EU-lande med en negativ NIIP overstiger beholdningen af nettopassiver over for udlandet et niveau, der kan begrundes ud fra fundamentale økonomiske faktorer, mens den kun i meget få tilfælde synes at ligge inden for de prudentielle tærskler[18]. Nogle lande har også en stor beholdning af nettopassiver over for udlandet, selv når der justeres for mindre risikobetonede finansielle instrumenter (NENDI). NIIP er fortsat blevet forbedret i 2017 takket være generelt positive saldi på de løbende poster og fremgang i nominel vækst i BNP (Figur 5). Forbedringerne har imidlertid været svagere end i de foregående år, idet værdireguleringer har ydet et mindre bidrag til forbedringen eller i nogle tilfælde ligefrem haft en forringende virkning på NIIP. Fortegnet på og omfanget af NIIP-udsvingene har ikke haft nogen klar forbindelse til stillingens udgangspunkt, men nettodebitorlandene havde i de fleste tilfælde forbedret eller nået et stabilt niveau for NIIP i 2017.

- I 2017 ligger **værdien for NIIP for knap halvdelen af medlemsstaterne uden for grænseværdien i resultattavlen** på -35 % af BNP. For nogles vedkommende udgør den over -100 % af BNP (Cypern, Grækenland, Irland og Portugal), mens den for Spanien

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

udgør -80 % af BNP. For Bulgariens, Kroatiens, Letlands, Litauens, Polens, Rumæniens, Slovakiets og Ungarns vedkommende ligger den også under de -35 % af BNP.

- I lande med **særdeles negative NIIP** viser analysen, at disse ofte er **under de landespecifikke mål for NIIP**, både hvad angår norm og prudentielle tærskler. Det gælder Irland, Grækenland, Cypern, Portugal og Spanien. Grækenland har registreret en marginal forringelse af sin NIIP, mens den for Portugals vedkommende er uændret, og for begge lande gælder det, at værdireguleringer har haft en afdæmpende effekt på NIIP i 2017. Alle de øvrige lande har oplevet fremgang. De allermest negative NIIP er præget af en **overrepræsentation af nettopassiver**[19]. Tallene for Cypern og Irland skal imidlertid ses i lyset af den store rolle, som de multinationale selskabers aktiviteter spiller, og betydningen af de internationalt-orienterede servicesektorer, mens der i Grækenlands tilfælde skal tages hensyn til den store offentlige udlandsgæld til særdeles fordelagtige rentesatser.

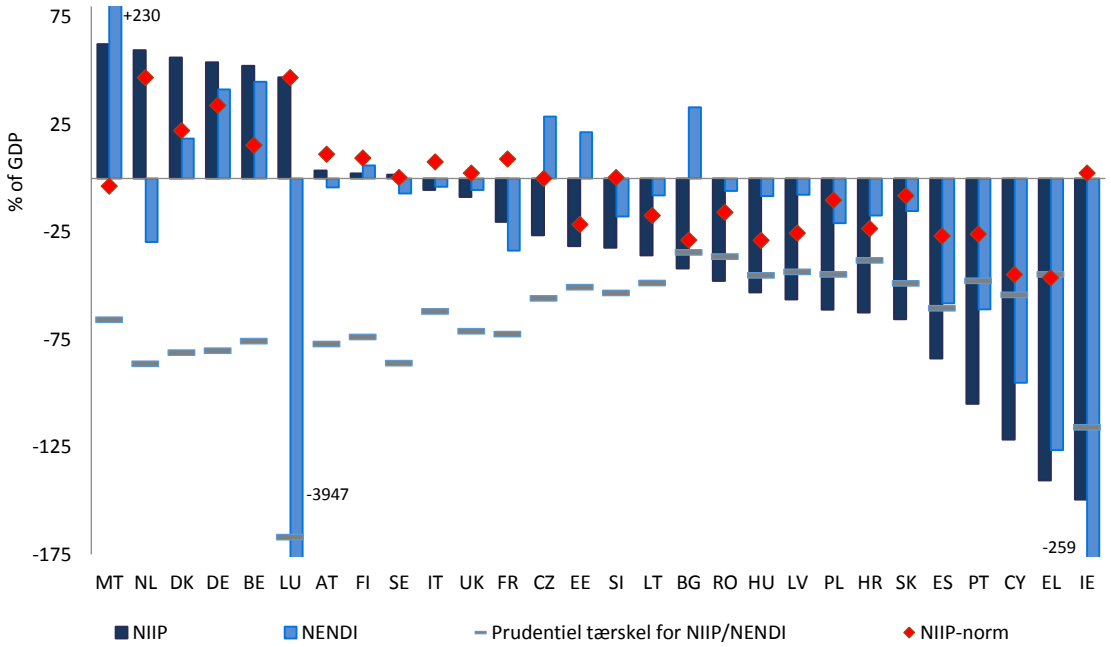
- For lande med en **anelse bedre negative NIIP**, som dog stadig ligger uden for grænseværdien på -35 % af BNP, forekommer den ofte at være **under sin norm og i nogle tilfælde en anelse under den prudentielle tærskel**. I disse lande er det navnlig egenkapital, der præger den negative NIIP, særligt beholdninger af indgående udenlandske direkte investeringer. I lande med **moderate beholdningspositioner af aktiver og passiver over for udlandet** ligger NIIP ofte over den respektive norm, undtagen for Frankrig og Slovenien, hvor den ligger under.

- I de fleste lande med **store aktivbeholdninger over for udlandet** ligger NIIP over normen og er steget i 2017 som følge af store overskud på de løbende poster. Nederlandene og Danmark har registreret et mindre fald i deres NIIP som følge af negative værdireguleringer. Malta og Nederlandene afsluttede 2017 med en NIIP på omkring 60 % af BNP, mens den for Belgiens, Danmarks og Tysklands vedkommende udgør over 50 %[20].

[19] Afspejlet ved NENDI-variablen, dvs. NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter. På den positive side kan forbedringerne af NIIP i disse lande i 2017 primært tilskrives en forbedring af NENDI.

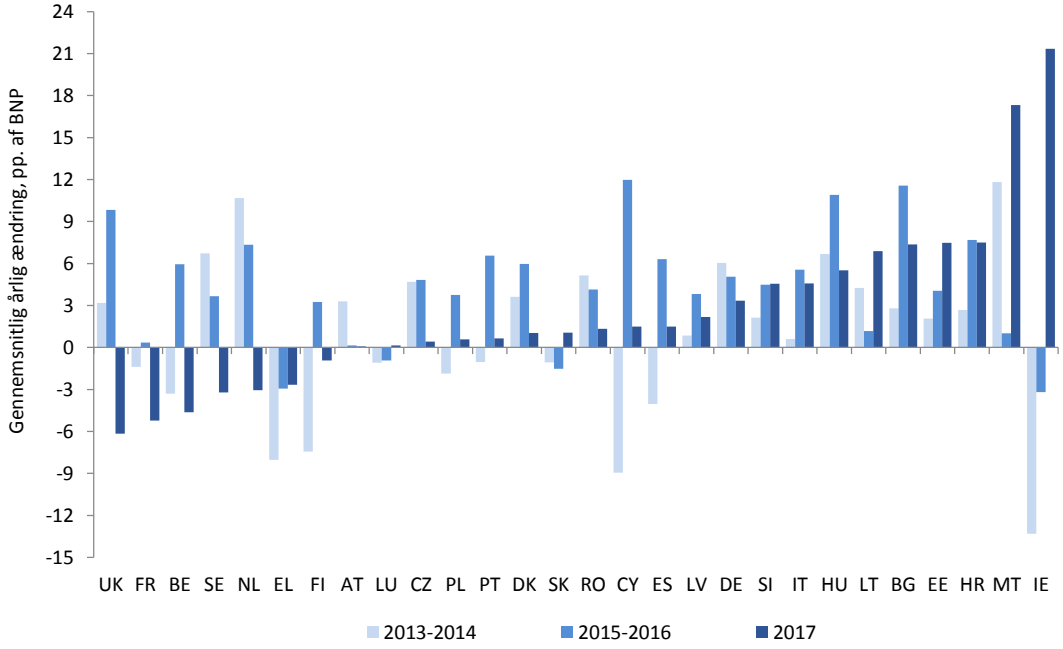
[20] Der er meget stor forskel på NENDI's betydning i disse lande, hvilket også afspejler relevansen af deres finansielle centre, f.eks. i Luxembourg og Malta, eller bankernes og de multinationale selskabers eksterne gæld, f.eks. i Nederlandene.

Figur 4: Nettostilling over for udlandet (NIIP) og benchmarks i 2017



Kilde: Eurostat (BPM6, ENS2010), beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra NIIP i forhold til BNP i 2017. NEDNI er lig med NIIP ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter, jf. Tekstboks 1. For begreberne NIIP-norm og prudentielle tærskler for NIIP henvises til fodnote 18.

Figur 5: Udvikling i nettostillingen over for udlandet (NIIP)



Kilde: Eurostat
Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra udviklingen i NIIP i forhold til BNP i 2017.

Udviklingen i omkostningskonkurrenceevne er blevet mindre gunstig for genoprettelsen af balance. Udviklingsmønstret for enhedslønomkostninger efter krisen er kendetegnet ved forholdsvis begrænset dynamik i lande, hvor efterspørgslen faldt, efter at store løbende betalingsbalanceunderskud var blevet nedbragt. Væksten i enhedslønomkostninger genoptog sammen med det økonomiske opsving, men er dog stadig forholdsvis afdæmpet trods en tilstramning på arbejdsmarkederne. Der kan iagttages markante stigninger i enhedslønomkostninger i en række central- og østeuropæiske lande. Siden 2012 i Bulgarien og Estland, 2013 i Letland og Litauen, 2016 i Tjekkiet, Ungarn og Rumænien. Enhedslønomkostningerne er steget yderligere i 2017 i de fleste medlemsstater som følge af det styrkede økonomiske opsving, uden at dette dog har ført til en nævneværdig stigning i arbejdsomkostninger i større nettokreditorlande. Den tendens, der begyndte at tegne sig i 2016, ifølge hvilken udviklingen i omkostningskonkurrenceevne forekommer at yde et mindsket bidrag til genopretningen, er således bekræftet (se også Tekstboks 2).

- **Enhedslønomkostningerne er steget i de fleste medlemsstater**. Væksten i enhedslønomkostninger i de seneste år har været særlig udtalt i Bulgarien, Estland, Letland og Litauen (Figur 6). For alle disse lande ligger værdierne uden for resultattavlens grænseværdi. I 2017 blev de tidligere års kraftige stigninger i enhedslønomkostninger særlig markante i Bulgarien og Rumænien og i mindre grad i Tjekkiet, Luxembourg og Slovakiet. Estimaterne for 2018 peger i retning af en fortsat dynamisk udvikling i enhedslønomkostninger i flere af disse lande, idet de ventes at stige kraftigst i Tjekkiet, Ungarn, Letland, Litauen og Rumænien, mens de ventes at aftage i Bulgarien, men dog at forblive positive.

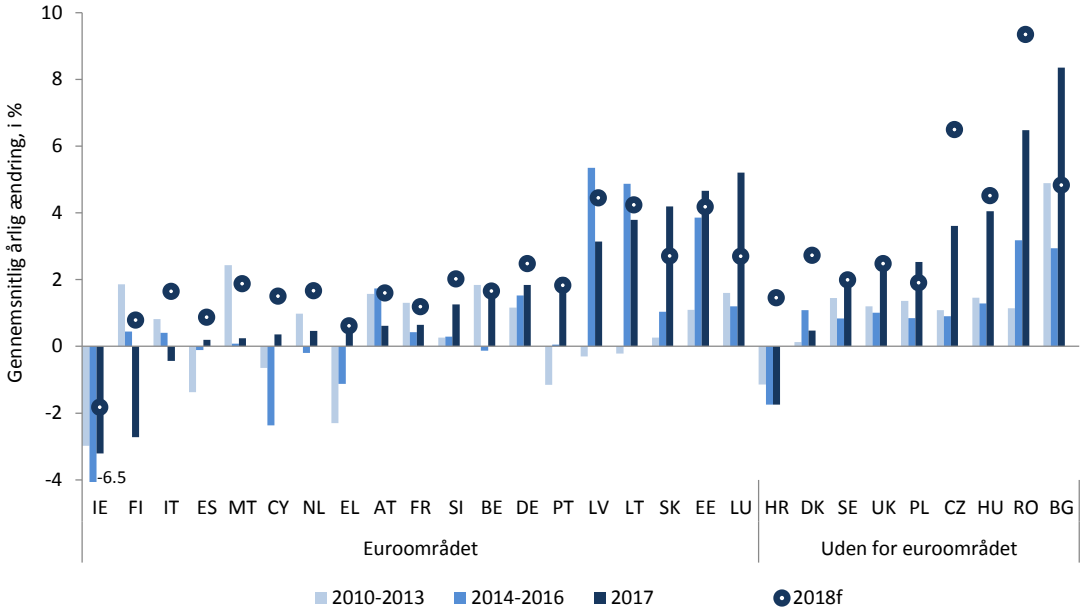
- **Set ud fra et tværnationalt perspektiv afspejler udviklingen i enhedslønomkostninger i store træk forskelle i arbejdsmarkedernes stramhedsgrad.** De lande, der har oplevet den kraftigste vækst i enhedslønomkostninger, er typisk også dem, der har en lavere ledighed (Figur 8). Lande med kraftig BNP-vækst i de senere år, navnlig de baltiske lande og adskillige andre østeuropæiske lande, udviser både lav eller moderat ledighed og høje vækstrater for enhedslønomkostninger, mens arbejdsomkostningsdynamikken generelt har været mere begrænset i lande med større ledighed. Denne sammenhæng er forventelig ifølge Philips-kurven, men denne forklaring gælder kun delvist, idet nogle lande udviser stigningstakter for enhedslønomkostninger langt over, hvad en sådan sammenhæng tilsiger, særligt de baltiske lande, Bulgarien, Tjekkiet, Ungarn og Rumænien. Samtidig kan der iagttages en svagere udvikling i enhedslønomkostninger end ventet i andre lande (f.eks. Kroatien, Finland og Irland). I førstnævnte gruppe kan den solide lønvækst også være knyttet til et lavt arbejdsudbud som følge af emigration, mangel på kvalificeret arbejdskraft og kvalifikationsmismatch[21].

- **Nominelle lønstigninger har ydet det største bidrag til den konstaterede vækst i enhedslønomkostninger i 2017**. I de fleste medlemsstater kommer det største bidrag til væksten i enhedslønomkostninger fra nominelle lønstigninger, mens arbejdsproduktiviteten har spillet en relativt begrænset rolle. Arbejdsproduktiviteten har generelt været med til at bremse væksten i enhedslønomkostninger, både som følge af kapitalintensivering og stigende totalfaktorproduktivitet, hvorimod et fald i antallet af arbejdstimer typisk har medført et fald i produktivitet (Figur 7).

[21] Se f.eks. Europa-Kommissionen, 2018, "Labour markets and wage developments in Europe", Annual review 2018, og Z. Darvas og I. Gonçalves Raposo, 2018, "The ever-rising labour shortages in Europe", Bruegel Blog Post, 25. januar 2018.

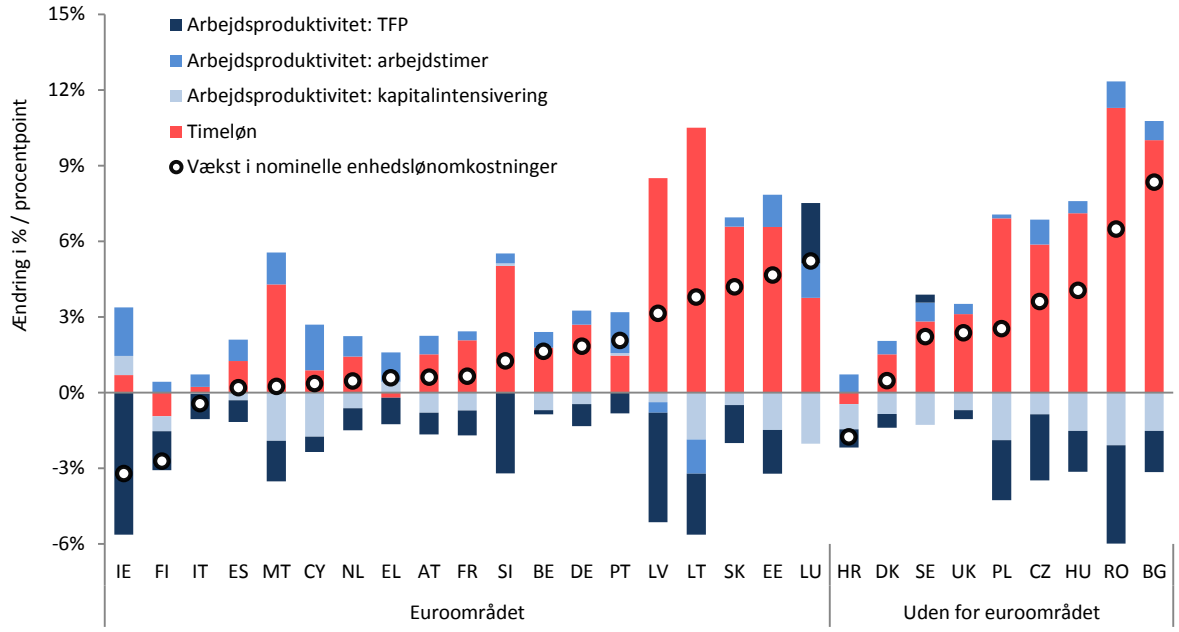
- **Vækstmønstret for enhedslønomkostninger er i stigende grad afkoblet fra behovet for at oprette balance over for udlandet.** Mens ledigheden i kriseårene typisk var højere i nettodebitorlande, som oplevede en forringelse af deres løbende poster og en deraf følgende nedgang i efterspørgslen, er ledighedssatserne siden begyndelsen på den økonomiske genrejsning begyndt at nærme sig hinanden, hvilket betyder, at vækstmønstret for enhedslønomkostninger, som i det store hele afspejler forskellige grader af stramhed på arbejdsmarkederne, i stigende grad afkobles fra behovet for at genoprette balance over for udlandet. I 2017 begyndte enhedslønomkostningerne i nogle nettodebitorlande atter at stige efter flere års nedgang eller stagnation, hvilket til dels også bekræfter den begyndende tendens, der kunne iagttages i 2016. Stigningerne er særlig markante i Cypern, Grækenland og Portugal. Samtidig har de stadig strammere arbejdsmarkeder i nettokreditorlande indtil videre ikke udmøntet sig i nogen markant lønudvikling.

Figur 6: Vækst i enhedslønomkostninger i de senere år



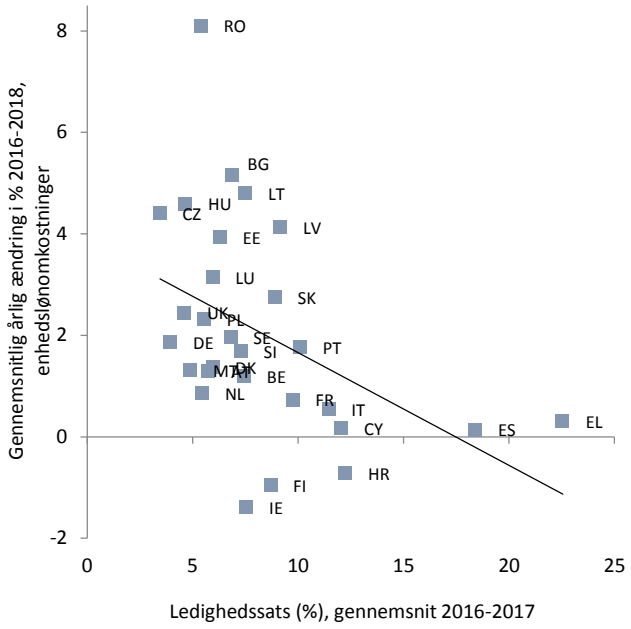
Kilde: AMECO, data vedrørende 2018 kommer fra Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2018.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra vækst i enhedslønomkostninger i 2017.

Figur 7: Vækst i enhedslønomkostninger og drikrafter bag, 2017



Kilde: AMECO og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra vækst i enhedslønomkostninger i 2017. Dekomponeringen tager udgangspunkt i en standardopdeling af stigningen i enhedslønomkostninger på nominel timeløn og arbejdsproduktivitet — sidstnævnte opdeles yderligere i bidraget fra antal arbejdstimer og bidraget fra totalfaktorproduktivitet og kapitalintensitet på grundlag af almindelige vækstberegninger.

Figur 8: Vækst i enhedslønomkostninger og ledighedssats



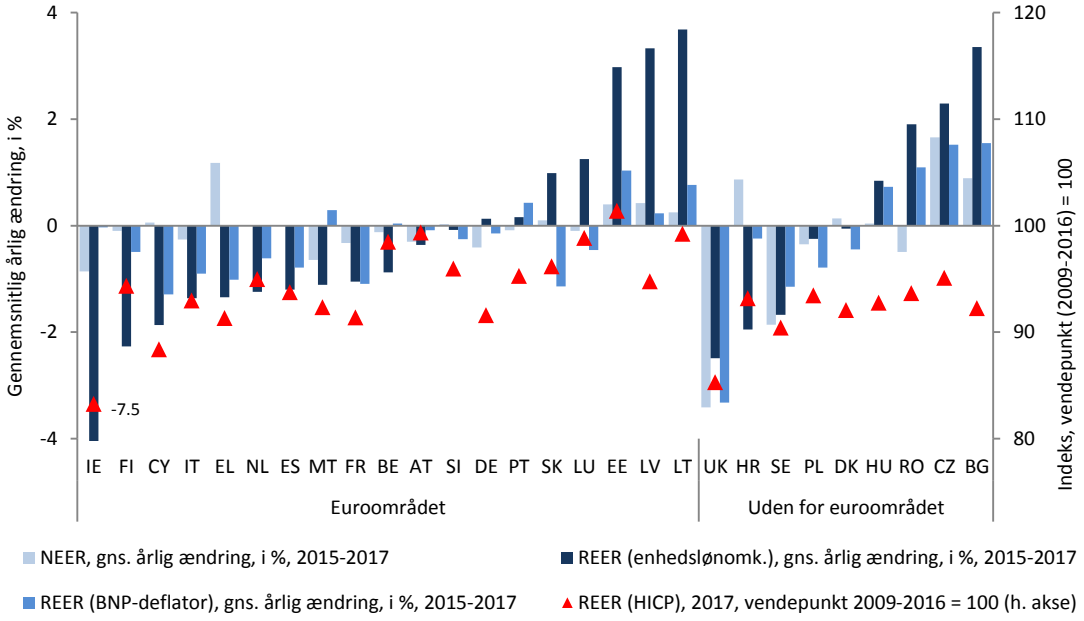
Kilde: AMECO

Udviklingen i priskonkurrenceevne som målt ved den reale effektive valutakurs (REER) afspejler kun delvist ændringer i omkostningskonkurrenceevnen som målt ved enhedslønomkostninger. Hvis der ses på den reale effektive valutakurs baseret på enhedslønomkostninger, som tager hensyn til såvel ændringer i enhedslønomkostninger i forhold til konkurrenter i EU og i tredjelande som udviklingen i nominelle vekselkurser, har forskellene i enhedslønomkostningsvæksten givet sig udslag i omkostningskonkurrenceevnegevinster og -tab i EU-medlemsstaterne (Figur 9).

- I de senere år har **størsteparten af eurolandene registreret et fald i den reale effektive vekselkurs baseret på enhedslønomkostninger**, hvilket betyder, at komparative fald i arbejdsomkostninger har været tilstrækkelige til at opveje for euroens effektive kursstigning siden 2016. Imidlertid har **enkelte eurolande**, og navnlig de **baltiske lande, i stedet registreret tab af omkostningskonkurrenceevne** set ud fra den enhedslønomkostningsbaserede reale effektive valutakurs. Blandt lande uden for euroområdet har ændringerne af den reale effektive valutakurs baseret på enhedslønomkostninger hovedsagelig været knyttet til udsving i den nominelle vekselkurs som målt ved den nominelle effektive valutakurs (NEER). Kursfald har medført konkurrenceevnegevinster for Polen, Rumænien, Sverige og Det Forenede Kongerige, mens kursstigninger har haft de største konsekvenser for Bulgarien og Tjekkiet. Omkostningskonkurrenceevnegevinsterne som målt ved ændringer af den reale effektive valutakurs baseret på enhedslønomkostninger har i de senere år generelt været noget større i nettodebitorlande. Tegnene herpå stemmer overens med ovenstående argumentation vedrørende udviklingen i enhedslønomkostninger.
- **Udviklingen i priskonkurrenceevne**, målt ud fra den reale effektive valutakurs baseret på BNP-deflatoren, **har været mere begrænset end udviklingen i omkostningskonkurrenceevne**, målt ved den reale effektive valutakurs baseret på enhedslønomkostninger. Det antyder, at nogle af ændringerne i enhedslønomkostninger har påvirket pris-omkostningsmarginen i stedet for at smitte af på priserne (Figur 9). Der er tegn på, at denne **indsnævring af fortjenstmarginen** har været særlig udtalt i lande med store tab af omkostningskonkurrenceevne, navnlig de baltiske lande, Bulgarien og Rumænien[22].
- I en række lande har en meget afdæmpet eller **negativ forbrugerprisinflation** ladet sig afspejle i solide **konkurrenceevnegevinster**, målt ved den HICP-baserede reale effektive valutakurs. For to lande, Cypern og Irland, ligger værdierne ligefrem under resultattavlens nedre grænseværdi i 2017. I de fleste lande er **den aktuelle konkurrenceevne bedre end i perioden før krisen, idet den HICP-baserede reale effektive vekselkurs** ligger under niveauet for tidligere toppunkter. Det reale kursfald er i de fleste tilfælde faldet sammen med en nedgang i de relative priser på ikke-omsættelige varer, samtidig med at omsættelige varer er begyndt at udgøre en stigende andel af økonomien, hvilket forbedrer potentialet for eksportbaseret vækst. I enkelte lande, navnlig Østrig, Estland og Litauen, ligger den aktuelle HICP-baserede reale effektive valutakurs tættere på eller over de tidligere toppunkter.

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

Figur 9: Nominelle og reale effektive valutakurser (NEER og REER)



Kilde: AMECO
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra gennemsnitlig årlig ændring i den reale effektive valutakurs (REER) baseret på enhedslønomkostninger mellem 2015 og 2017. REER baseret på henholdsvis enhedslønomkostninger og BNP-deflatoren og den nominelle effektive valutakurs (NEER) er beregnet i forhold til 37 samhandelspartnere. Den HICP-baserede REER er beregnet i forhold til 42 samhandelspartnere ligesom i resultattavlen.

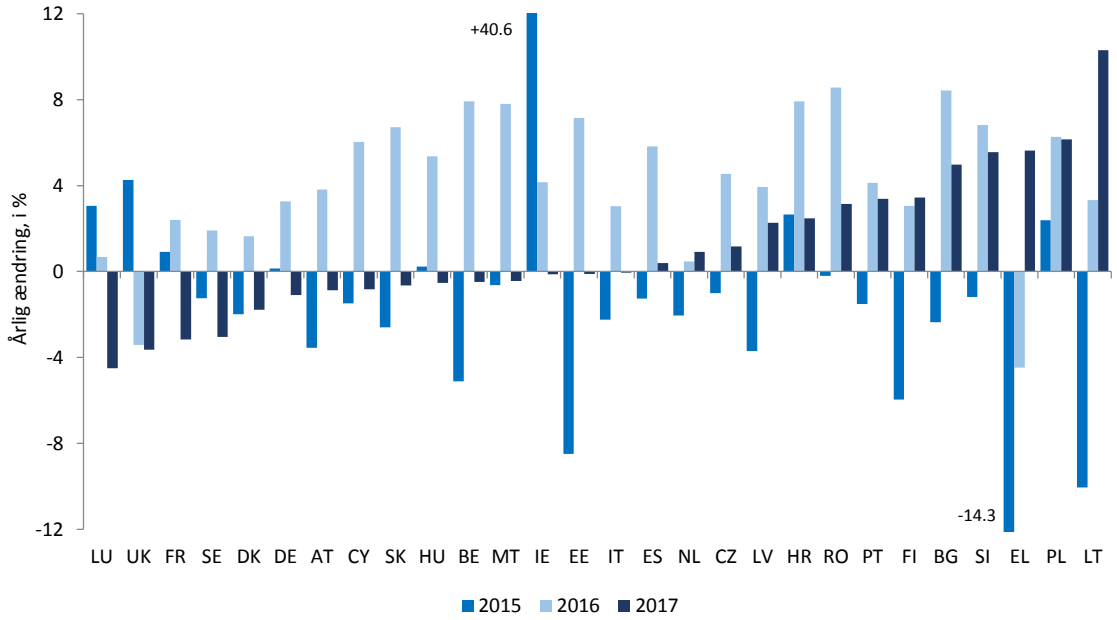
Størsteparten af EU-lande har vundet eksportmarkedsandele, skønt disse begynder at være af mindre omfang. Værdierne for den akkumulerede ændring i eksportmarkedsandele over 5 år som målt i 2017 er positive for de fleste EU-medlemsstater, og kun i ét land (Grækenland) ligger tabet af eksportmarkedsandele over grænseværdien. Nyere data viser et andet billede, idet der stadig kan iagttages gevinster, men disse er mere beskedne i 2017 i lyset af euroens kursstigning og en mindre gunstig dynamik i råvarepriserne. Skønt EU-landene har oplevet fortsat fremgang i eksportaktiviteten i 2017, har eksportvæksten blandt andre økonomier nærmet sig niveauet for EU i 2017 og er steget kraftigere end i de foregående år[23].

- Den generelt positive udvikling i eksportmarkedsandele for EU, som har været registreret hidtil, var begunstiget af et opsving i den EU-interne eksportefterspørgsel og konkurrenceevnegevinster som nævnt ovenfor. **Gevinsterne i markedsandele har generelt været mere udtalte i nettodebitorlande og i de central- og østeuropæiske lande**, hvilket er tegn på, at de øgede konkurrenceevnegevinster i disse lande typisk afspejler erobring af eksportmarkedsandele.

[23] Jf. Europa-Kommissionens efterårsprognose 2018 og IMF, 2018, World Economic Outlook, oktober 2018. Se også Tabel 2.1 i bilaget for eksportresultater ift. udviklede økonomier.

- Nyere data for årlige ændringer i markedsandele viser tegn på gevinster i 2016 efterfulgt af generelt mere afdæmpede resultater i 2017 (Figur 10). **Gevinsterne er blevet mere afdæmpede i næsten alle EU-medlemsstater i 2017**, men der kan registreres store gevinster i Grækenland og Litauen, hvilket afspejler et vendepunkt fra tidligere betydelige tab.

Figur 10: Ændring i eksportmarkedsandele i de seneste år

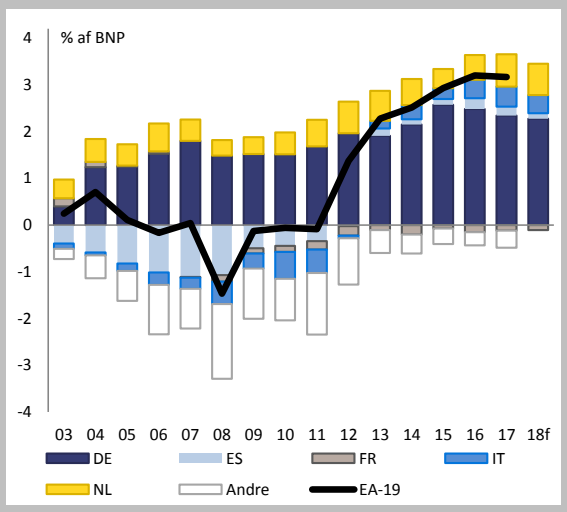


Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra den årlige ændring i eksportmarkedsandele i 2017.

Tekstboks 2: Euroområdedimensionen og makroøkonomiske ubalancer

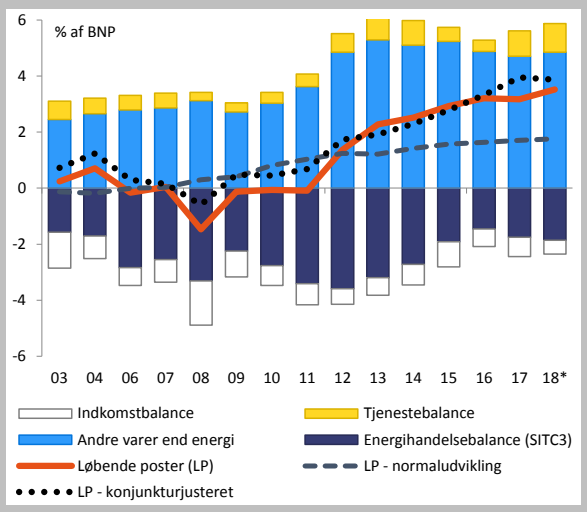
De løbende poster i euroområdet har stabiliseret sig på et meget højt niveau. Saldoen på de løbende poster i euroområdet steg mærkbart efter krisen i 2008 og frem til 2016. Siden da har den ligget stabilt på omkring 3,2 % af BNP i 2016 og 2017 ifølge betalingsbalancestatistikker[24]. Det løbende betalingsbalanceoverskud i euroområdet er stadig det største på verdensplan og anslås at ligge over det niveau, som de fundamentale økonomiske forhold tilsiger (omkring 1,5 % af BNP for euroområdet)[25]. Med en uændret politik ventes overskuddet på de løbende poster i euroområdet ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2018 at falde en smule frem mod 2020[26]. Faktorer, der kan bidrage til at nedbringe overskuddet, omfatter en relativ svækkelse af konjunkturforholdene i andre områder af verdensøkonomien, følgerne af restriktive handelspolitikker og den seneste effektive reale appreciering af euroen, en mulig yderligere kursstigning (som bl.a. skyldes et opadrettet markedspres fra det vedvarende store overskud over for udlandet) eller en længerevarende tendens med stigende oliepriser.

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



Kilde: AMECO, Betalingsbalancetal.

Figur B.2: Udvikling i de løbende poster i euroområdet: opdelt på poster



Kilde: Eurostat, Betalingsbalancetal.
Anm.: "18*" henviser til et glidende gennemsnit af kvartalsmæssige data for fire kvartaler frem til 2. kv.

[24] Tallene for de løbende poster i euroområdet baseret på betalingsbalancedata var for nylig genstand for en mindre nedjustering, og de peger nu i retning af et overskud, der er 0,3 og 0,1 procentpoint af BNP mindre i henholdsvis 2015 og 2016 sammenlignet med de tal, der var tilgængelige for et år siden. Saldoen på de løbende poster i euroområdet i forhold til resten af verden udgjorde 3,2 % af BNP i både 2016 og 2017 ifølge både betalingsbalancedata og nationalregnskabstal. Summen af de enkelte eurolandes løbende poster udgjorde dog 3,5 % og 4 % af euroområdets BNP i henholdsvis 2016 og 2017. Forskellene mellem tallene for euroområdet samlet set og summen af de enkelte medlemsstaters løbende saldi skyldes justeringer for asymmetri i de rapporterede medlemsstatsdata.

[25] For metoden til beregning af den saldo på de løbende poster, der svarer til de fundamentale økonomiske forhold (normen), henvises til fodnote **Error! Bookmark not defined.** og referencerne deri. IMF ("External Sector Report 2018) formoder ligeledes, at normalstillingen for de løbende poster i euroområdet udgør omkring 1,5 % af BNP.

[26] Prognosen bygger på nationalregnskabstal.

2018.

Opbygningen af overskuddet i euroområdet er tegn på, at tidligere underskud er blevet korrigeret, samtidig med at der er nogle vedvarende store overskud. Stillingen på de løbende poster i euroområdet var stort set ligevægtig frem mod 2008, hvor der blev registreret et underskud som følge af et kraftigt fald i eksportefterspøgslen på verdensplan. Efter finanskrisen i 2008 blev dette ændret til et overskud, primært som følge af den kraftige korrektion af store underskud efter en omstilling af grænseoverskridende finansielle strømme i den private sektor (Figur B.1). Overskuddet steg yderligere efter 2011, hvor gældskrisen bredte sig til Spanien og Italien, hvilket skabte et pres på den indenlandske efterspørgsel, som vendte stillingen på de løbende poster i disse to lande til et overskud. Siden 2011 er det store løbende betalingsbalanceoverskud i Tyskland desuden steget løbende. Det aktuelle overskud på de løbende poster i euroområdet skyldes hovedsagelig store overskud i Tyskland og Nederlandene, hvis samlede eksterne stilling tegner sig for størsteparten af overskuddet i euroområdet (Figur B.1). Siden 2016 er det gradvise fald i Tysklands løbende overskud knyttet til en stabilisering af overskuddet for hele euroområdet.

Den seneste udvikling i euroområdets løbende poster har primært været knyttet til energi-, indkomst- og tjenestebalancerne. Stillingen på balancen for andre varer end energi blev forbedret efter finanskrisen, hvilket afspejler den relativt svage konjunktursituation i euroområdet sammenlignet med andre dele af verden, og den har tegnet sig for størsteparten af forbedringen af de løbende poster (Figur B.2). I samme periode har der kunnet iagttages mindre forbedringer af euroområdets konjunkturjusterede løbende poster. Fra og med 2013 har overskuddet på varebalancen som følge af stigende produktion i euroområdet stabiliseret sig og er således kun faldet moderat, samtidig med at der kan iagttages solide eksportresultater både i værdi og i volumen sammenlignet med andre udviklede økonomier[27]. Udviklingen i energihandelsbalancen efter krisen har overvejende været drevet af udsving i oliepriserne. Efter et kraftigt fald i 2008 steg oliepriserne igen mellem 2009 og 2011, hvorefter de atter faldt mellem 2014 og 2016, hvilket har understøttet tilsvarende udsving i modsat retning på euroområdets energihandelsbalance. Den stigning i oliepriserne, som begyndte i midten af 2016, lægger til grund for den forværring af energibalancen, der er registreret siden da[28]. Energihandelsbalancens negative bidrag til overskuddet i euroområdet siden 2016 er blevet opvejet af en forbedring af tjenestebalancen. Skønt kapitalposterne er forbedret som følge af en positiv og stigende NIIP for euroområdet samlet set, er stillingen på indkomstbalancen fortsat negativ og blev forværret i 2017 i lyset af den konstaterede udvikling i virksomhedernes nettoindkomst.

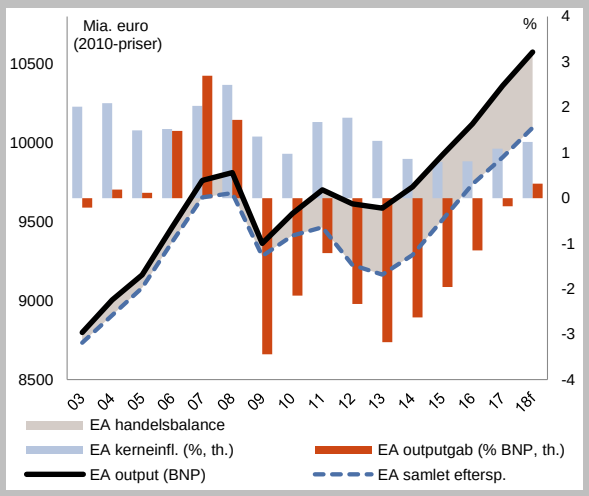
Udviklingen i overskuddet i euroområdet skyldes bl.a., at den indenlandske efterspørgsel halter efter den økonomiske aktivitet, samt en vedvarende eksportefterspørgsel, som bygger på en gunstig global efterspørgsel efter europæiske varer og tjenester og en forbedret konkurrenceevne. Forskellen mellem de samlede indtægter og udgifter, dvs. nettoeksporten, steg i årene efter finanskrisen i 2008 og frem til 2016 (Figur B.3). Ved krisens udbrud afspejlede den

[27] Se også ECB, Economic Bulletin, 05/2018, Tekstboks 2.

[28] Ved vurderingen af udviklingen af energibalancen bør der også tages hensyn til den progressive strukturelle forbedring af euroområdets energibalance for et givet olieprisniveau i forbindelse med den reducerede betydning af energiintensive aktiviteter og den stigende energieffektivitet i produktionsprocesserne. Se f.eks. IAE (2018), "Energy Efficiency 2017", International Energy Agency.

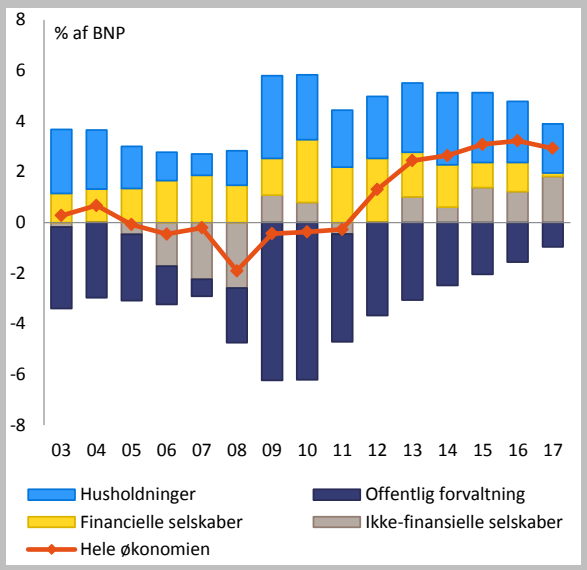
afdæmpede efterspørgselsdynamik en storstilet konsolidering i den private sektor, især i nettodebitorlande, som blev ramt af en pludselig opbremsning i kapitalstrømmene på de løbende poster, samtidig med at statens nettolåntagning hjalp med at afbøde krisens virkning på indtægterne (Figur B.4). Efter en forværring af gældskrisen i euroområdet i 2011 begyndte staten også at konsolidere sin gæld, hvilket har givet det største bidrag til stigningen i den samlede opsparingskvote for euroområdet siden da. For husholdningers vedkommende er tallene for nettolångivning i dag dobbelt så høje som i perioden før krisen, og ikke-finansielle selskaber, som normalt har et nettofinansieringsbehov, har haft en positiv nettoopsparing siden 2013. Statens opsparingskvote er fortsat negativ og har kun for nylig nået et niveau, der er foreneligt med en faldende offentlig gældskvote i de fleste eurolande. Til trods for den aktive konsolidering indebærer den langvarige stagnation af det nominelle BNP efter krisen, at gældskvoterne er forblevet historisk høje blandt husholdninger, virksomheder og stat i en række eurolande. Konsolideringen foregår i øjeblikket under gunstige økonomiske vilkår.

Figur B.3: Output, efterspørgsel, nettoeksport og kerneinflation i euroområdet



Kilde: AMECO

Figur B.4: Fordringserhvervelse, netto, pr. sektor i euroområdet



Kilde: Eurostat

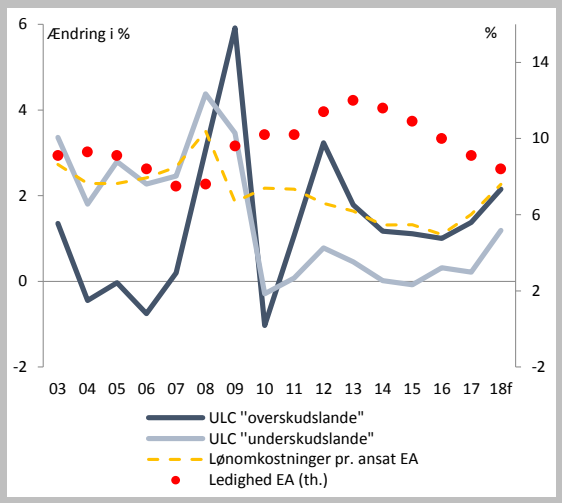
Der knytter sig stadig udfordringer til de vedvarende beholdningsubalancer, holdbarheden af det igangværende økonomiske opsving og det begrænsede råderum til at afbøde negative chok i de mest gældsatte lande. Efter knap 10 år med en svag dynamik er den indenlandske efterspørgsel i euroområdet begyndt at komme sig, outputgabet er ved at blive positivt, og inflationen ventes gradvist at nærme sig de pengepolitiske myndigheders mål (Figur B.3). Det igangværende opsving understøtter korrektionen af beholdningsubalancer, men der ligger en række udfordringer ude i horisonten. For det første er der usikkerhed om varigheden af det igangværende opsving, eftersom betingelserne for at sikre en holdbar vækst ikke altid er til stede, navnlig i lyset af vedvarende investeringsmangler, manglende rammebetingelser for at stimulere produktivitetsvækst og uudnyttet menneslig kapital[29].

[29] Se Europa-Kommissionen, "Årlig vækstundersøgelse 2019", og B. Pierluigi og D. Sondermann, 2018, "Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?", ECB Occasional Paper 211/2018.

For det andet er der endnu ikke opnået balance inden for euroområdet. Lande, som tidligere havde store underskud, kendetegnes stadig ved en meget negativ nettostilling over for udlandet, der kombineret med stor gæld i den private eller den offentlige sektor udgør sårbarheder. Samtidig er de lande, der kæmper med stor gæld, også dem, der råder over relativt færre muligheder for at udnytte en potentiel outputvækst til at nedbringe gældskvoterne, hvilket betyder, at mulighederne for opsparing i den private og den offentlig sektor med henblik på at afbøde negative outputchok formodentlig er tæmmelig begrænsede (Figur B.6).

En symmetrisk genoprettelse af balance i euroområdet vil hjælpe med at genoprette holdbar vækst og samtidig sikre makroøkonomisk stabilitet i fremtiden. Det kræver en passende kombination af politiske tiltag at sikre, at væksten er holdbar på den lange bane og samtidig sikrer makroøkonomisk stabilitet. I nettodebitorlande kræver nedbringelsen af store beholdninger af både udenlandsk og indenlandsk gæld, at de løbende poster holdes på et forsvarligt niveau, og at nedbringelsen foregår i et hensigtsmæssigt tempo, samtidig med at der holdes fast i målet om at øge vækstpotentialet ved hjælp af passende investeringer og reformer og forebygge risikoen for en procyklisk stramning i nedgangstider. Navnlig i nettodebitorlande er der behov for at øge produktiviteten, både for at sikre holdbare gældsniveauer og for at bidrage til, at den relative konkurrenceevne i højere grad understøtter genoprettelsen af balance i en situation, hvor den relative forbedring af nettodebitorlandenes konkurrenceevne, som begyndte i 2012, er begyndt at stagnere (Figur B.5). Til gengæld vil politiske tiltag til at fremme investeringer og få bugt med den træge lønudvikling bidrage til at tackle de vedvarende store overskud i nettokreditorlande og samtidig understøtte vækstpotentialet og gøre væksten mindre afhængig af udenlandsk efterspørgsel.

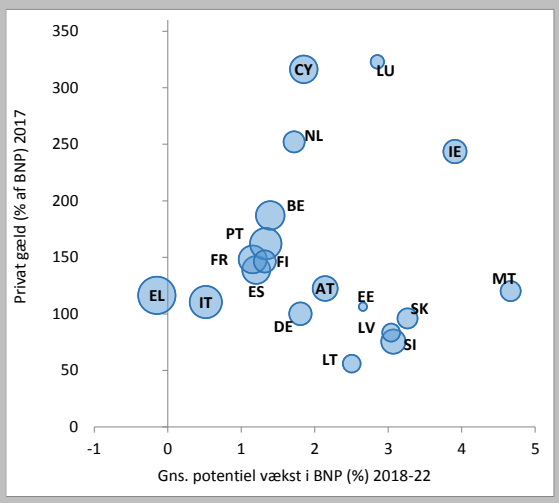
Figur B.5: Genoprettelse af balance i euroområdet (ledighed, løn og vækst i enhedslønomkostninger)



Kilde: AMECO

Anm.: "Overskudslande" indbefatter Østrig, Belgien, Finland, Tyskland, Luxembourg og Nederlandene; alle de øvrige eurolande betragtes som "underskudslande".

Figur B.6: Gæld og potentiel vækst på tværs af eurolande



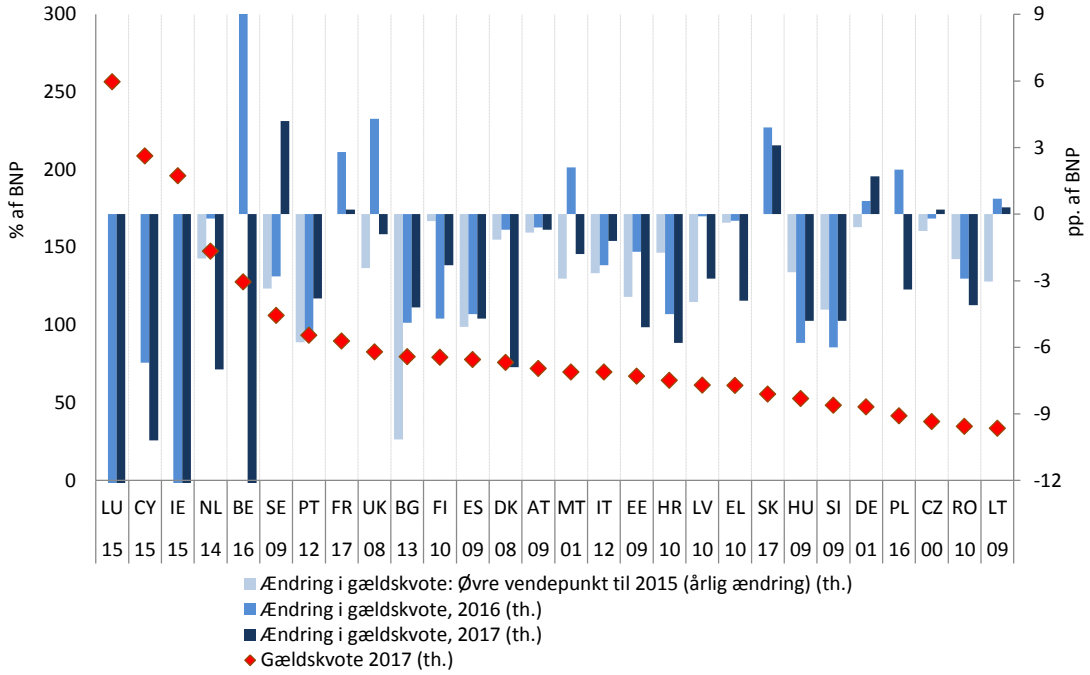
Kilde: AMECO

Anm.: Boblernes størrelse afspejler statsgældens størrelse (i % af BNP) i 2017.

Gældskvoterne i den private sektor falder gradvist, men er fortsat høje i adskillige medlemsstater. I 2017 ligger værdien for gæld i den private sektor uden for grænseværdien for 12 medlemsstater — de samme tolv medlemsstater som i forrige års rapport. Cypern, Irland, Luxembourg og Nederlandene har de højeste gældskvoter, skønt tallene i disse lande påvirkes af grænseoverskridende transaktioner, der knytter sig til multinationale selskabers aktivitet. Der kan ligeledes konstateres særligt høje gældskvoter for Belgien, Danmark, Portugal, Sverige og Det Forenede Kongerige, idet den private gæld i disse lande overstiger 160 % af BNP. Husholdningers og ikke-finansielle selskabers relative bidrag til de høje gældsniveauer varierer mellem medlemsstaterne. I Belgiens, Irlands og Luxembourgs tilfælde skyldes de høje overordnede gældskvoter primært gæld i ikke-finansielle selskaber. I Danmark og Det Forenede Kongerige derimod er det især husholdningssektoren, der tegner sig for den store gæld. Cypern, Nederlandene, Sverige og Portugal registrerer lige høje gældsniveauer for virksomheder og husholdninger. Forskellene i gældsbeholdningen i de forskellige lande kan i vid udstrækning tilskrives forskellige underliggende økonomiske faktorer, som kan retfærdiggøre en ophobning af gæld, bl.a. udsigter til vækst og investeringer, og finansiel udvikling. Ved vurderingen af gældsniveauerne bør der derfor tages hensyn til disse faktorer ligesom til andre elementer, som indvirker på den risiko, den høje gæld udgør på længere sigt[30].

[30] De landespecifikke benchmarks, som Europa-Kommissionen har udviklet i samarbejde med EPC LIME Working Group (Europa-Kommissionen, "Benchmarks for the assessment of private debt", note til Udvalget for Økonomisk Politik, ARES (2017) 4970814), tager hensyn til disse faktorer. En første benchmark giver mulighed for at vurdere privat gæld i forhold til værdier, der kan forklares ud fra grundlæggende økonomiske forhold. En anden benchmark består af prudentielle grænseværdier baseret på en maksimering af signalstyrken i forbindelse med forudsigelser af bankkriser, og som inkluderer landespecifikke oplysninger om bankernes kapitalgrundlag, statsgæld, økonomisk udviklingsniveau. For de fleste medlemsstater, hvis private gældskvoter overstiger grænseværdierne i resultattavlen, overskrides begge landespecifikke benchmarks også.

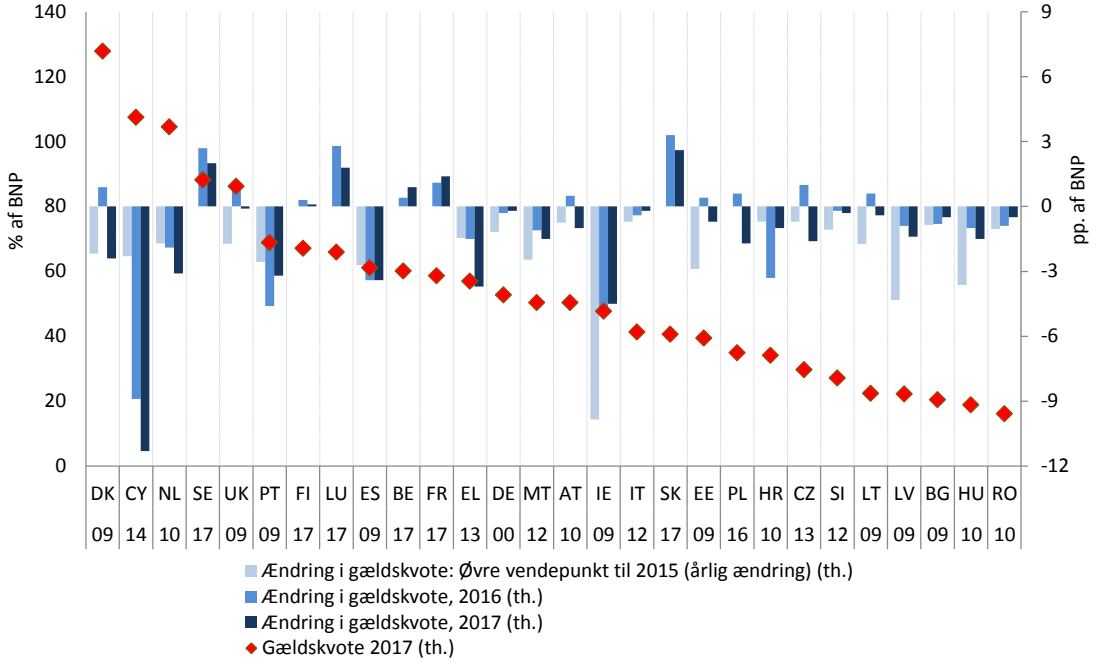
Figur 11: Konsolideringstempo — ikke-finansielle selskaber



Kilde: Eurostats konsoliderede årlige sektorregnskaber og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra gældskvoten i 2017. Årstallet under landekoderne angiver det øvre vendepunkt. Stigningen til det øvre vendepunkt er beregnet på grundlag af et andet udgangsår end 2000 for Kroatien og Irland (2001) og Cypern (2006). Værdierne for LU, IE og BE er afkortet for at passe ind i skalaen.

Figur 12: Konsolideringstempo — husholdninger



Kilde: Eurostats konsoliderede årlige sektorregnskaber og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra gældskvoten i 2017. Årstallet under landekoderne angiver det øvre vendepunkt. Stigningen til det øvre vendepunkt er beregnet på grundlag af et andet udgangsår end 2000 for Kroatien og Irland (2001).

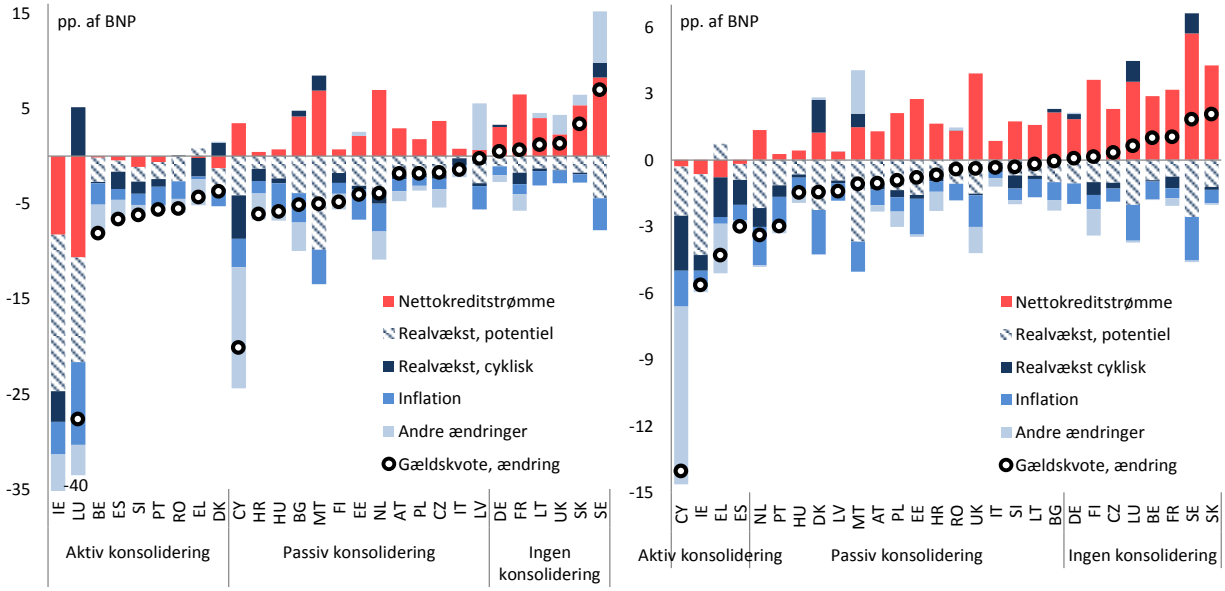
De private gældskvoter fjerner sig fra deres højdepunkt i størsteparten af medlemsstaterne, om end tempoet ikke altid er afstemt med konsolideringsbehovet. Konsolideringen begyndte først blandt ikke-finansielle selskaber og er forløbet hurtigere end i husholdningerne, både på grund af de mere negative nettokreditstrømme i virksomhedssektoren og af den nominelle vækst kraftigere indvirkning på nedbringelsen af de store gældskvoter i lyset af de større gældsbeholdninger i virksomheder sammenlignet med husholdninger.

- I en række lande har de **ikke-finansielle selskaber** formået som minimum ca. at halvere de gældskvoter, der blev akkumuleret mellem 2000 og det år, hvor gælden nåede sit højeste niveau (Kroatien, Danmark, Estland, Ungarn, Italien, Letland, Litauen, Portugal, Rumænien, Slovenien, Spanien, Sverige og Det Forenede Kongerige). Konsolideringstempoet har imidlertid ikke altid været afstemt med behovet, idet virksomhedernes konsolidering i fire lande, som har nogle af de højeste gældskvoter i sektoren (Luxembourg, Irland, Cypern, Nederlandene og Belgien), har været mere begrænset i set i forhold til den samlede beholdning, mens gældsniveauet blandt ikke-finansielle selskaber i Frankrig er fortsat med at stige (Figur 11).
- **Husholdningernes** belåningsgrad er i de sidste to år faldet i de tre medlemsstater, hvor husholdningerne var allermest gældsatte (Danmark, Cypern og Nederlandene), såvel som i andre gældsplagede lande såsom Portugal, Spanien og Grækenland (Figur 12).

Husholdningerne foretager ikke længere nogen konsolidering i Det Forenede Kongerige, mens de relativt høje gældskvoter i Sverige og Finland er steget yderligere.

Figur 13: Dekomponering af ændringerne i de ikke-finansielle selskabers gældskvote (1. kvartal 2018)

Figur 14: Dekomponering af ændringerne i husholdningernes gældskvote (1. kvartal 2018)



Kilde: Eurostats ikke-konsoliderede kvartalsmæssige sektorregnskaber og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Figurerne viser en opdeling af den årlige ændring i ikke-konsolideret gæld i forhold til BNP i fem komponenter: kreditstrømme, potentiel og cyklisk vækst i realt BNP, inflation samt andre ændringer. BNP-vækstens cykliske komponent beregnes som forskelle mellem faktisk og potentiel vækst. Aktiv gældsnedbringelse består i en netto tilbagebetaling af gæld (negative nettokreditstrømme), hvilket typisk fører til en nominel nedgang i sektorens balance. Passiv gældsnedbringelse indebærer derimod, at positive nettokreditstrømme opvejes af højere nominel BNP-vækst, hvilket fører til en nedgang i gældskvoten.

Konsolideringen beror i stigende grad på højere vækstrater for det nominelle BNP. Kreditstrømmene i den private sektor genoptages, men er fortsat beskedne, og ingen af medlemsstaternes variabler overstiger grænseværdien i 2017. Den nominelle vækst i BNP har lettet presset for en aktiv konsolidering, og færre lande kan således registrere negative kreditstrømme til enten selskaber eller husholdninger, og de negative strømme er i gennemsnit lavere i absolutte værdier (Figur 13 og 14). Samtidig har nogle lande, som hidtil ikke har foretaget nogen konsolidering, indledt en "passiv" konsolidering, dvs. alene fordi den nominelle BNP-vækst bidrager til at nedbringe gældskvoten, eftersom kreditstrømmene er med til at opbygge gælden. Det er tilfældet i Italien, Østrig og Tjekkiet for så vidt angår ikke-finansielle selskaber og i Østrig, Estland og Polen for så vidt angår husholdninger. Det fremgår af figur 13 og 14, at en stor del af den seneste nominelle vækst anslås at være cyklisk betinget (f.eks. i Cypern, Grækenland, Spanien, Portugal og Kroatien). På den lange bane vil mulighederne for en yderligere passiv konsolidering i stigende grad hvile på vækstpotentialet, idet

den cykliske vækstkomponent vil begynde at aftage, efterhånden som outputgabet bliver positivt i en række lande.

Situationen i EU's banksektor forbedres, men nogle lande står fortsat over for lav rentabilitet og store beholdninger af misligholdte lån. Det gælder især Grækenland, Cypern, Italien og Portugal (Figur 15 og 16). På den positive side har stigningen i 2017 i banksektorens rentabilitet været særligt stor i disse lande, og der kan typisk iagttages en betydelig reduktion af misligholdte lån.

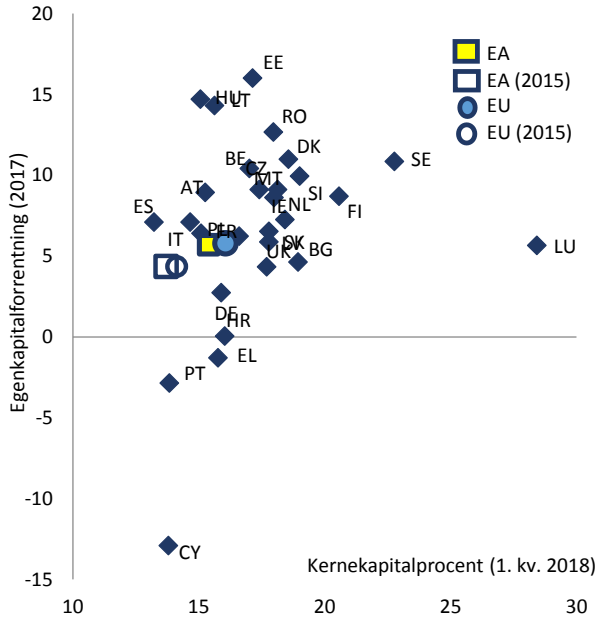
- **Stigningen i finanssektorens passiver aftog i 2017** i næsten alle EU-lande, og værdierne ligger et godt stykke inden for grænseværdierne for alle undtagen to medlemsstater[31]. Bankernes kreditstrømme er stilnet af i 2017 efter den tidligere stigning, og kreditvæksten er større blandt husholdninger end blandt ikke-finansielle selskaber.
- **I de fleste medlemsstater er bankernes rentabilitet og kapitalprocenter blevet forbedret** i løbet af det seneste år. Værdien af bankernes egenkapital steg frem til begyndelsen af 2018, hvorefter der er sket en nedjustering, som delvist har udlignet den tidligere stigning, som bl.a. er knyttet til en udjævning af rentekurverne og en tilknyttet indsnævring af rentemarginerne. I nogle medlemsstater iagttages en kombination af lav rentabilitet, kapitalprocenter, der ligger i den lave ende af fordelingsspektret, samt et højt niveau for misligholdte lån.
- **Beholdningen af misligholdte lån er stadig betragtelig i en række medlemsstater.** Andelen af misligholdte lån i 2017 er særlig høj i Grækenland og Cypern, hvor misligholdte lån udgør henholdsvis 45 % og 30 % af den samlede lånemasse, og i Italien, Portugal, Bulgarien, Irland og Kroatien, hvor beholdningen af misligholdte lån fortsat udgør tæt ved 10 % af den samlede lånemasse[32]. Efter at være steget i perioden efter krisen er omfanget af misligholdte lån begyndt at aftage i varierende tempo i hele EU. **De seneste tal tyder på, at der gøres løbende fremskridt med at nedbringe misligholdte lån**, også i lande med en stor andel af misligholdte lån (undtagen Grækenland), navnlig i Portugal og Italien (Figur 16)[33].

[31] Tjekkiet og Slovakiet er de to undtagelser. Hvad angår førstnævnte kan den kraftige stigning i finanssektorens passiver i 2017 overvejende tilskrives finansielle transaktioner foretaget, før landet opgav sin kurspolitik, og den afspejler således ikke låneaktiviteten i landet. For sidstnævnte skyldes stigningen primært en stigning i centralbankens passiver over for residente uden for euroområdet. Dette kan være knyttet til forvaltningen af valutareserver, som varetages af Slovakiets centralbank, og som ikke har nogen direkte indvirkning på den indenlandske økonomi.

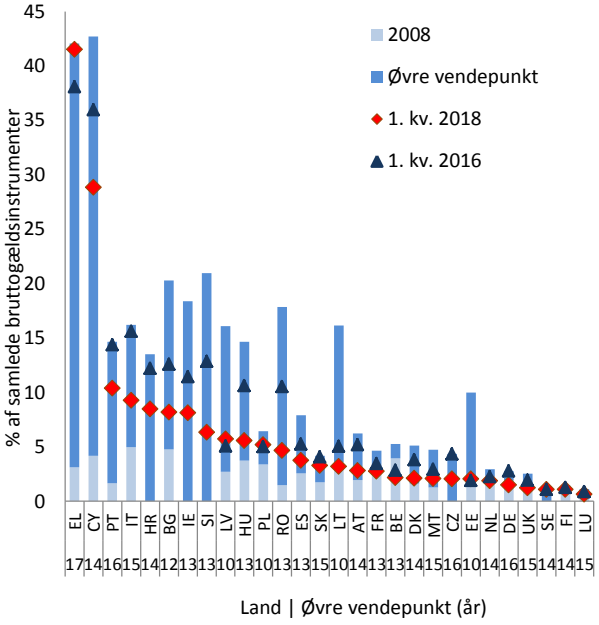
[32] Den supplerende indikator i resultattavlen for misligholdte lån er defineret som de samlede misligholdte lån og forskud (brutto) i procent af samlede lån og forskud (brutto) (regnskabsmæssig bruttoværdi) i sektoren "indenlandske bankkoncerner og enkeltstående banker, udenlandsk kontrollerede datterselskaber og udenlandsk kontrollerede filialer, alle institutter". Værdierne fremgår af Tabel 2.1.

[33] Der findes kun harmoniserede tal for andelen af misligholdte lån siden 2014. Figur 17 viser andelen af misligholdte gældsinstrumenter (brutto) i forhold til alle gældsinstrumenter (brutto), som forefindes i længere tidsserier, og som udover lån også omfatter andre gældsinstrumenter i banksektoren. Denne er typisk lidt lavere end andelen af misligholdte lån. Den største forskel mellem de to satser udgør i øjeblikket 4 procentpoint (Grækenland), mens den for de fleste medlemsstaterne er på under 1 procentpoint.

Figur 15: Bankernes rentabilitet og kapitalprocenter



Figur 16: Misligholdte gældsinstrumenter



Kilde: ECB, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: For CZ, HR, SE og SI findes der ingen bruttodata om misligholdte gældsinstrumenter for 2008.

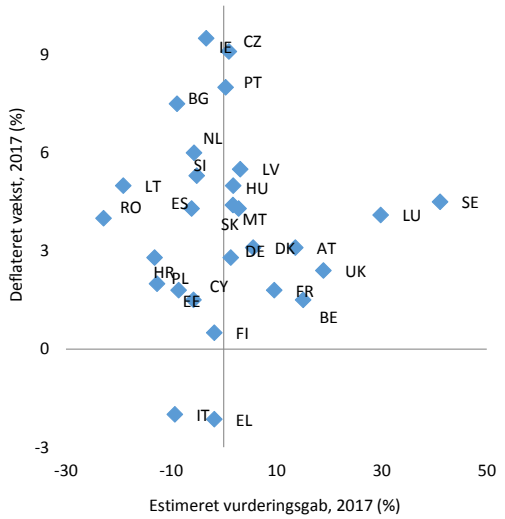
Boligpriserne er fortsat med at stige i næsten alle EU-lande i 2017, skønt stigningstakten lader til at stilne af i de områder, hvor der er størst tegn på overvurderinger. Til trods for vedvarende stigninger i boligpriser i hele EU viser tallene for 2017, at stigningstakten for boligpriser ligger over resultattavlens grænseværdi for færre lande end i 2016. I 2017 ligger værdien for kun seks lande (Bulgarien, Tjekkiet, Irland, Nederlandene, Portugal og Slovenien) over grænseværdien, mens det i sidste års rapport var tilfældet for 10 lande baseret på tallene for 2016. Denne ændring afspejler middel til moderate fald fra værdier, der lå over grænseværdien, og stigninger i et par lande. Kun i Grækenland og Italien kan der iagttages en negativ vækst i reale boligpriser i 2017. Nyere data peger i retning af, at stigningstakterne i første halvdel af 2018 på årsbasis ligger over grænseværdien på 6 % for Ungarns, Irlands, Letlands, Nederlandenes, Portugals, Slovakiets og Sloveniens vedkommende.

- De langvarige og vedholdende stigningstakter for reale boligpriser har bragt **boligpriserne tilbage på eller over højdepunktet** før krisen i adskillige lande, nærmere bestemt Østrig, Belgien, Tjekkiet, Tyskland, Luxembourg, Malta og Sverige. En stigningstakt for reale boligpriser, som er højere end stigningen i indkomster og andre relevante variabler, der typisk er bestemmende for boligprisen, er med til at skabe en situation med **mulige overvurderinger i et stigende antal lande** (Figur 17)[34].

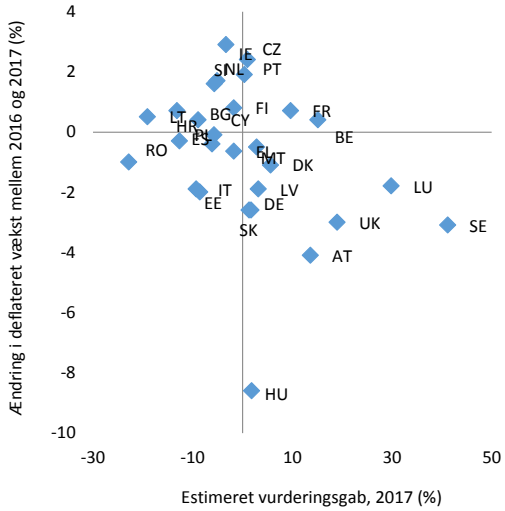
[34] Analysen af værdiansættelsen bygger på et gennemsnit af tre enheder: i) prisoverkommelighed (forskel i forhold til det langsigtede gennemsnit af pris-/indkomstkvoten), ii) forrentning (forskel i forhold til det langsigtede gennemsnit af pris-/lejekvoten) og iii) et overslag over afvigelser i boligpriserne fra deres ligevægtsværdier, som kan begrundes i boligudbud og -efterspørgsel. Se N. Philiponnet og A. Turrini, 2017,

- De kraftige **boligprisstigninger** i 2017 har især fundet sted i **lande med negative eller mindre positive vurderingsgab** (Figur 18). Til gengæld kan der iagttages **fald i lande med stærke tegn på overvurderinger** i lyset af bl.a. prisoverkommelighed, gennemførelsen af makroprudentielle politikker samt den stigende inflations mekaniske effekt på de reale boligprisstigninger (f.eks. i Østrig, Luxembourg og Det Forenede Kongerige). De største stigningstakter for boligpriser konstateres i øjeblikket i lande med moderate eller ingen tegn på overvurderinger. Kvartalsmæssige data, også for begyndelsen af 2018, peger i retning af stigninger i Estland, Kroatien, Ungarn, Polen, Portugal, Slovenien og Slovakiet. Faldende stigningstakter konstateres især i Bulgarien, Tjekkiet, Rumænien og Sverige, hvor stigningstakterne for boligpriserne blev negative i første halvdel af 2018 på årsbasis[35]. Irland, Portugal og Slovenien registrerer tocifrede stigningstakter i første halvdel af 2018 sammenlignet med året før.
- I en række lande, herunder Danmark, Luxembourg, Sverige og Det Forenede Kongerige, er **overvurderingerne sammenfaldende med høje gældsniveauer blandt husholdninger**. Nederlandene er kendetegnet ved en særdeles stor gæld i husholdningerne. Realkreditgælden er steget særlig kraftigt i 2017 (med over 5 % mere end året før) i Østrig, Belgien, Bulgarien, Tjekkiet, Estland, Frankrig, Litauen, Luxembourg, Malta, Polen, Rumænien og Slovakiet.

Figur 17: Ændringer i boligpriser og vurderingsgab i 2017



Figur 18: Vurderingsgab og ændring i prisstigningstakten mellem 2016 og 2017



Kilde: Eurostat og beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

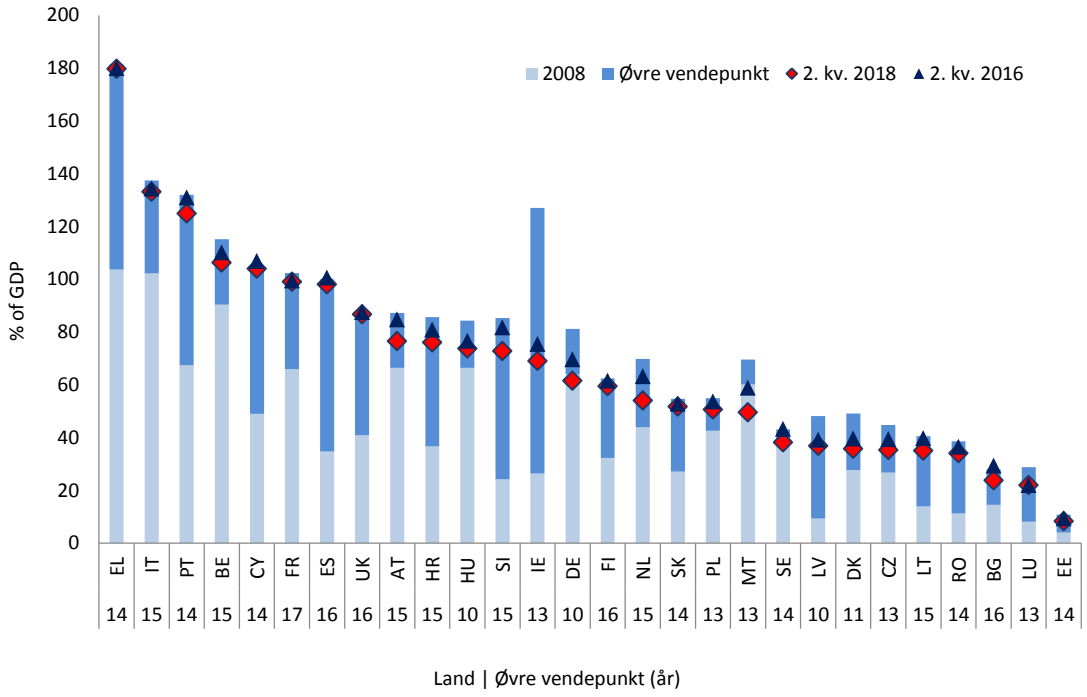
"Assessing House Price Developments in the EU", European Commission Discussion Paper 048, maj 2017. En alternativ indikator, som bygger på boligprisniveauer i forhold til husholdningernes disponible indkomst pr. indbygger, peger i retning af mulige overvurderinger i Kroatien, Cypern og Estland, mens tegnene på overvurderinger er mindre synlige for Danmark, Tjekkiet og Letland (Se Europa-Kommissionen "European Economic Forecast – Winter 2016", European Economy, Institutional Paper no. 20, 2016 (tekstboks 1.4))

[35] De nævnte lande er dem, for hvilke realvæksten i boligpriserne i første halvdel af 2018 ligger over eller under den årlige stigningstakt i 2017 med mindre 2 procentpoint

Anm.: Overvurderingsgabet er anslået på basis af et gennemsnit af tre enheder: afvigelser i pris-/indkomstkvoten og pris-/lejekvoten i forhold til deres langsigtede gennemsnit samt de grundlæggende modelværdier, se fodnote 34.

De offentlige gældskvoter er stoppet med at vokse i hele EU, men gældsniveauet er stadig højt i mange lande. Værdierne i resultattavlen ligger over grænseværdien for 15 medlemsstater i 2017. Gælden i Belgien, Grækenland, Italien og Portugal overstiger 100 % af BNP, og der kan for Italiens vedkommende iagttages en kraftig stigning i landets finansieringsomkostninger i 2018. For otte lande (Belgien, Cypern, Finland, Frankrig, Irland, Portugal, Spanien og Det Forenede Kongerige) overstiger den offentlige gæld 60 % af BNP og er kombineret med en gæld i den private sektor, der ligeledes ligger over grænseværdien. De offentlige gældskvoter er generelt bragt på en nedadgående kurs (Figur 19). I lande med stor offentlig gæld er konsolideringen imidlertid først begyndt for nylig og forløber i et stille tempo. Set ud fra alle EU-lande ventes gældskvoten i 2019 ifølge fremskrivningerne kun at stige i Litauen og Rumænien. Overordnet set foregår konsolideringen i den offentlige sektor i lyset af den gradvise forbedring af landenes budgetstillinger i de senere år, fortsat nominel BNP-vækst og lavere rentebetalinger. Et stigende antal lande forventes imidlertid at foretage en procyklisk finanspolitisk lempelse på eventuel bekostning af muligheden for at afbøde fremtidige negative outputchok.

Fig. 19: Offentlig gæld:



Kilde: Eurostat

Tekstboks 3: **Udvikling i beskæftigelsen og andre samfundsforhold**

Der er fortsat fremgang på arbejdsmarkederne i EU i 2017 og første halvdel af 2018, og forskellene i EU er snævret ind fra et højt niveau. Beskæftigelsen er steget yderligere og nåede et nyt toppunkt med hensyn til antal personer i beskæftigelse i EU som helhed. Ledigheden er faldet i alle EU-lande, skønt antallet af personer, der ikke er i arbejde, stadig er højt i en række lande. Den økonomiske fremgang har bidraget til et fald i nogle af fattigdomsindikatorerne, men den sociale situation vækker fortsat bekymring i nogle medlemsstater. Den relative fattigdomsrisiko i EU er steget siden 2008, hvorimod værdierne for alvorlige materielle afsavn er faldet, navnlig i de østeuropæiske medlemsstater, for hvilke værdierne lå på et højt niveau.

I 2017 er *ledighedssatsen* faldet i alle medlemsstater. Der har været størst fremgang i lande med nogle af de højeste ledighedssatser (et fald på 2 procentpoint eller derover i Kroatien, Grækenland, Portugal og Spanien). Alligevel ligger værdierne for syv medlemsstater (Grækenland, Spanien, Kroatien, Cypern, Italien, Portugal og Frankrig) over grænseværdien med et gennemsnit på 10 % over de seneste tre år. I 2017 ligger ledigheden fortsat over niveauet i 2008 i ca. to tredjedele af medlemsstaterne. For hele EU og for euroområdet ligger ledighedssatserne omkring 3 procentpoint under toppunktet i 2013, men dog stadig henholdsvis ½ og 1½ procentpoint over niveauet i 2008. Ledighedssatserne er faldet støt i første halvdel af 2018 til 6,9 % og 8,3 % i andet kvartal af 2018 for henholdsvis EU og euroområdet.

***Beskæftigelsesfrekvensen* er steget i næsten alle medlemsstater og har således fortsat de senere års positive udvikling.** Beskæftigelsesfrekvensen (20-64-årige) nåede op på 72,1 % i 2017 i EU som helhed, og er således et godt stykke over toppunktet før krisen på 70,3 % i 2008. Beskæftigelsesfrekvensen er fortsat med at stige i andet kvartal af 2018 og har nået et rekordhøjt niveau på 73,2 %.

***Erhvervsfrekvensen* er fortsat steget næsten overalt i EU.** Kun i tre lande kan der iagttages et fald i erhvervsfrekvensen over de seneste tre år: Spanien (-0,3 procentpoint), Cypern (-0,4) og Luxembourg (-0,6). I alle disse tilfælde overstiger faldet grænseværdien på -0,2 procentpoint. Samlet set ligger erhvervsfrekvensen for EU og for euroområdet i 2017 på henholdsvis 73,3 % og 73,1 %, dvs. 2½ og 2 procentpoint over niveauet i 2008. Denne stigning kan primært tilskrives en øget arbejdsmarkedsdeltagelse blandt ældre og kvinder.

Langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden ligger fortsat på et højt niveau i adskillige EU-lande, men disse segmenter har dog opnået større fremgang end resten af arbejdsmarkedet. *Langtidsledigheden* er faldet i alle medlemsstater i 2017. Kun i to lande ligger satserne på et højere niveau end for tre år siden: I Østrig udgør langtidsledigheden 1,8 % (0,3 procentpoint over niveauet i 2014), mens den i Finland udgør 2,1 % (en stigning på 0,2 procentpoint siden 2014). Ingen af disse stigninger ligger over grænseværdien på 0,5 procentpoint. De højeste langtidsledighedssatser iagttages for Grækenland (15,6 %), Spanien (7,7 %), Italien (6,5 %) og Slovakiet (5,1 %). *Ungdomsarbejdsløsheden* er faldet i alle EU-lande i de tre år op til 2017. I denne periode er der iagttaget et fald på 10 procentpoint eller derover i Bulgarien, Kroatien, Cypern, Portugal, Slovakiet og Spanien. Alligevel ligger ungdomsarbejdsløsheden fortsat over 30 % i Grækenland, Italien og Spanien, mens andelen af unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse, fortsat udgør mere end 15 % i Bulgarien, Kroatien, Cypern, Grækenland, Italien og Rumænien.

Skønt der har været fremgang giver den sociale situation fortsat anledning til bekymring i flere EU-lande set ud fra de sædvanlige mål for fattigdom og materielle afsavn. Andelen af personer,

der er i risiko for fattigdom eller social udstødelse (AROPE), er faldet i EU med 1 procentpoint mellem 2016 og 2017, til 22,5 %[36]. Det er omkring et procentpoint lavere end niveauet ved krisens udbrud og omkring to procentpoint under toppunktet i 2013. Der kan iagttages fald i de fleste lande i 2017. Der er registreret stigninger i Østrig, Danmark, Luxembourg og Nederlandene, om end fra relativt lave niveauer. Der er betydelige forskelle mellem AROPE-satserne, idet den for Bulgarien er på 38,9 % efterfulgt af Rumænien, Grækenland og Litauen, mens den er på omkring 12 % for Tjekkiet efterfulgt af Finland, Slovakiet og Nederlandene. Denne overordnede udvikling i fattigdommen og den sociale udstødelse afspejler diverse forandringer i de underliggende komponenter. Andelen af personer i risiko for fattigdom (AROP) er steget i nogle medlemsstater, mens den i andre er faldet i de senere år: Den største stigning over en periode på tre år kan iagttages i Litauen (3,8 procentpoint) og Luxembourg (2,3), mens der er registreret et betydeligt fald i Grækenland (1,9) og Polen (2,0). Til gengæld er andelen af personer, som lider alvorlige materielle afsavn (SMD), faldet over de sidste tre år (og også i 2017) i de fleste EU-medlemsstater: Den er faldet med over 5 procentpoint over tre år i Ungarn, Letland, Malta og Rumænien. Skønt opsvinget i de fleste lande har medført et fald i andelen af personer (under 60 år), som lever i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet, er denne andel steget i Finland og Litauen i de tre år op til 2017. Samtidig har andelen af arbejdende fattige nået et stabilt toppunkt på 9,6 % for EU som helhed i de sidste to år.

[36] Indikatoren for *risiko for fattigdom og social udstødelse (AROPE)* angiver den andel af personer, der kan betegnes som sårbare på grundlag af mindst én ud af tre sociale indikatorer: 1) *risiko for fattigdom (AROP)* måler den økonomiske fattigdom i forhold til den nationale indkomstfordeling og beregnes som andelen af personer med en disponibel indkomst (justeret efter husholdningens sammensætning) på under 60 % af den nationale medianindkomst, 2) *alvorlige materielle afsavn (SMD)* omfatter indikatorer for manglende midler og angiver andelen af personer, der må klare sig uden 4 ud af 9 grundlæggende goder baseret på en manglende evne til at betale for nogle specifikke udgifter, 3) *personer, der lever i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet*, er personer i alderen 0-59 år, der lever i husholdninger, hvor de voksne (18-59 år) i det foregående år har udført arbejde svarende til under 20 % af deres samlede arbejdspotentiale. Indkomstreferenceperioden for dataene bag disse indikatorer er en fast 12-måneders periode såsom det foregående kalenderår eller skatteår, som der findes data for for alle medlemsstater undtagen for Det Forenede Kongerige, hvor indkomstperioden er det indeværende år, og Irland, hvor perioden er rullende og indkomsten indberettes for de seneste 12 måneder. På tidspunktet for udarbejdelsen af denne rapport findes der 2017-data for alle lande undtagen Irland og Det Forenede Kongerige.

3. SAMMENFATNING AF DE STØRSTE UDFORDRINGER I MEDLEMSSTATERNE OG BETYDNING FOR OVERVÅGNINGEN

Generelt set er risiciene fortsat til stede i adskillige medlemsstater og i forskellige sammensætninger. Omfanget af de forskellige udfordringer for makroøkonomisk stabilitet varierer markant mellem medlemsstaterne og afhænger af selve arten og omfanget af sårbarhederne og de uholdbare tendenser samt den måde, hvorpå de påvirker hinanden og sammensættes på. De største kilder til risici samler sig efter følgende kategorier:

- En række medlemsstater er primært påvirket af *mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder relateret til beholdninger*. Det er typisk tilfældet for lande, der blev ramt af de kraftige kreditudsving og markante nedgange på betalingsbalancens løbende poster, som også påvirkede banksektoren og den offentlige gæld.
    - Hvad angår Cypern og Grækenland falder store gældsbeholdninger og yderst negative nettostillinger over for udlandet sammen med tilbageværende udfordringer i finanssektoren. Disse lande står fortsat over for en betydelig konsolideringsproces i en situation med begrænset finanspolitisk råderum, stor (men dog faldende) ledighed og beskeden potentiel vækst.
    - I Kroatien, Irland, Portugal og Spanien er der også betydelige, mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder, som knytter sig til eftervirkningerne af beholdningsproblemer. I Bulgarien falder en stor virksomhedsgæld sammen med tilbageværende udfordringer i finanssektoren. I disse lande aftager beholdningsubalancerne langsomt som følge af økonomisk vækst, der i visse tilfælde er forbundet med et stigende omkostningspres, som især kommer til udtryk i boligpriserne (især i Irland, men i stigende grad også i Portugal), samt aftagende gevinster i omkostningskonkurrenceevne (kraftige stigninger i enhedslønomkostninger i navnlig Bulgarien).
- I nogle få medlemsstater skyldes sårbarhederne hovedsageligt *stor gæld i den offentlige sektor* kombineret med betænkeligheder vedrørende *potentiel outputvækst* og *konkurrenceevne*. Det gælder navnlig Italien, hvor sårbarhederne også er knyttet til banksektoren og navnlig den store beholdning af misligholdte lån, som imidlertid er begyndt at falde hurtigt. Belgien og Frankrig står også over for udfordringer med hensyn til stor offentlig gæld og potentiel vækst i en situation med afdæmpet konkurrenceevne, men står dog ikke over for de samme potentielle risici med hensyn til offentlig gæld eller sårbare banker. I Frankrig stiger den relativt store virksomhedsgæld. I Belgien er den relativt store husholdningsgæld kombineret med mulige overevalueringer af boligpriserne.
- Nogle medlemsstater er kendetegnet ved *store og vedvarende overskud på de løbende poster*, som også i varierende grad afspejler et afdæmpet privat forbrug og lave investeringer, og som ligger over det niveau, de underliggende økonomiske forhold tilsiger. Det gælder navnlig Tyskland og Nederlandene. Hvad angår Tyskland er dette kombineret med en konsolidering i alle sektorer af økonomien, selv om gældsniveauet ikke er højt relativt set. I Nederlandene falder det store overskud sammen med stor gæld i husholdningerne og kraftige stigninger i boligpriserne. Det store og vedvarende overskud kan indebære tabte vækst- og investeringsmuligheder, som har konsekvenser for resten af euroområdet i en situation, hvor

inflationen fortsat ligger under målet, og hvor de internationale forhold bliver stadig mere usikre og kan vise sig at blive mindre gunstige.

- I nogle medlemsstater udviser *udviklingen i pris- eller omkostningsvariablerne mulige tegn på overophedning, navnlig på bolig- eller arbejdsmarkedet*.
    - I Sverige, og i mindre grad i Østrig, Danmark, Luxembourg, Nederlandene og Det Forenede Kongerige, har vedvarende boligprisstigninger fundet sted i en situation med mulige overvurderingsgab og betydelig gæld i husholdningerne, men de seneste tal peger dog i retning af en opbremsning i udviklingen. I en række lande falder høje boligpriser sammen med mere begrænsede tegn på overvurdering og en kontrolleret gæld i husholdningerne (f.eks. Tjekkiet, Ungarn og Letland).
    - I Tjekkiet, Estland, Ungarn, Letland, Litauen og Rumænien stiger enhedslønomkostningerne fortsat relativt kraftigt, mens priskonkurrenceevnen er faldende. Hvad angår Rumænien skal de tiltagende enhedslønomkostninger ses i forhold til en forværring af underskuddet på de løbende poster og en procyklisk finanspolitik, som risikerer at øge risikoen for overophedning.

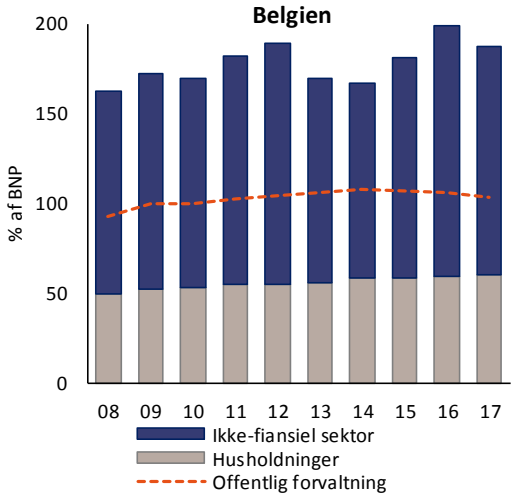
De kommende dybdegående undersøgelser vil bidrage med en mere indgående analyse af disse udfordringer og en vurdering af behovet for politiske tiltag.

Overordnet set er der anledning til at udarbejde dybdegående undersøgelser for 13 medlemsstater: Bulgarien, Cypern, Frankrig, Grækenland, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige og Tyskland. Der blev foretaget en dybdegående undersøgelse for 11 af disse medlemsstater i den foregående runde under makroubalanceproceduren. I overensstemmelse med almindelig praksis vil der blive udarbejdet en ny dybdegående undersøgelse for at undersøge, om de konstaterede ubalancer er under forværring eller er ved at blive korrigeret med henblik på at ajourføre den aktuelle vurdering. Det drejer sig om Bulgarien, Cypern, Frankrig, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Spanien, Sverige og Tyskland. Der vil desuden blive udarbejdet en dybdegående undersøgelse for Grækenland for at undersøge eventuelle ubalancer af forskellig art, navnlig beholdningsubalancer. Grækenland var tidligere undtaget fra overvågning som led i makroubalanceproceduren, fordi landet var genstand for et makroøkonomisk tilpasningsprogram inden for rammerne af finansiel bistand indtil august 2018. Vurderingen i denne rapport peger ikke i retning af væsentlige yderligere risici sammenlignet med de senest tilgængelige dybdegående undersøgelser for en række andre medlemsstater, for hvilke makroubalanceovervågningen blev ophævet i de senere år (Slovenien i 2018, Finland i 2017, Belgien og Ungarn i 2016), eller for hvilke der blev foretaget dybdegående undersøgelser, ifølge hvilke der ikke blev konstateret ubalancer (Østrig og Estland i 2016). Det synes derimod nødvendigt at udarbejde en dybdegående undersøgelse for Rumænien for at analysere udviklingen og den eventuelle tilbagevenden af risici, der blev konstateret allerede i tidligere dybdegående undersøgelser, navnlig i forbindelse med konkurrenceevnen og betalingsbalancen over for udlandet.

4. UBALANCER, RISICI OG TILPASNING: LANDESPECIFIKKE BEMÆRKNINGER

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

Fig. A1: ***Gæld på tværs af sektorer i økonomien***



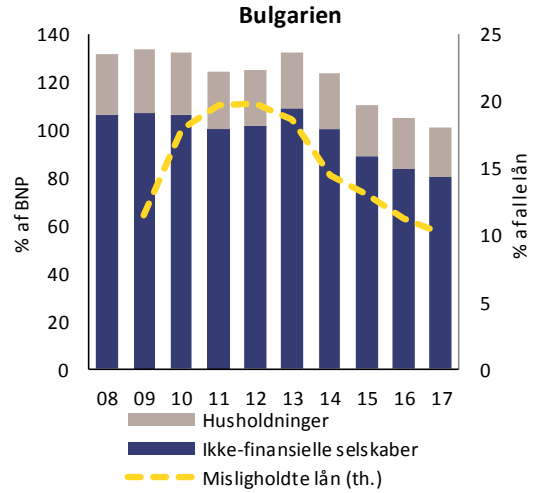
Kilde: Eurostat

Den bæredygtige stilling over for udlandet understøttes af en løbende betalingsbalance, der bliver stadig bedre, og en gunstig nettostilling over for udlandet. Efter nogle år med løntilbageholdenhed er enhedslønomkostningerne steget, men er dog begrænsede. Der kan iagttages et mindre fald i eksportmarkedsandele i 2017. Gælden i den private sektor er relativt stor, særlig blandt ikke-finansielle selskaber — dog er den udbredte praksis for koncernintern finansiering på tværs af lande med til at puste tallene op. Risiciene i forbindelse med husholdningernes gæld skyldes primært situationen på boligmarkedet, hvor de reale boligpriser er steget moderat i de senere år, skønt der ikke er sket nogen korrektion for de kraftige prisstigninger før 2008. Den offentlige gæld har udjævnet sig og er faldet en anelse i forhold til højdepunktet i 2014. Gældens størrelse udgør imidlertid stadig en betydelig udfordring for holdbarheden i de offentlige finanser på lang sigt. Situationen på arbejdsmarkedet er blevet bedre, og ledigheden falder støt, herunder også langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden. Erhvervsfrekvensen er fortsat lav sammenlignet med andre EU-lande, hvilket står i kontrast til den store og stigende mængde ubesatte stillinger.

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

Bulgarien*:* I marts 2018 blev det konkluderet, at Bulgarien befinder sig i en situation med *ubalancer*, der især er relateret til sårbarheder i finanssektoren kombineret med stor gæld og mange misligholdte lån blandt virksomheder. Tre indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, nominel stigning i enhedslønomkostninger og stigning i boligpriser.

Fig. A2: ***Privat gæld og misligholdte lån***



Kilde: Eurostat og ECB

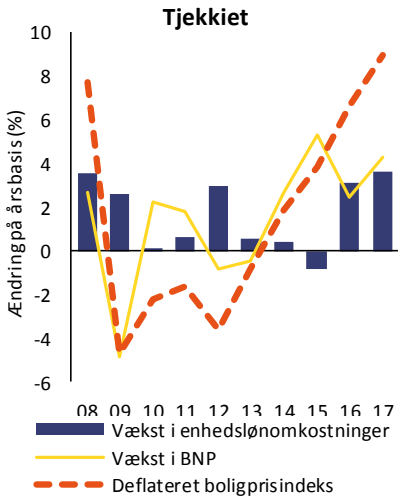
Overskuddet på de løbende poster er steget yderligere i 2017, mens den negative nettostilling over for udlandet primært afspejler stigende udenlandske direkte investeringer. Enhedslønomkostningerne er steget markant i 2017, hvorimod den reale effektive valutakurs er forblevet forholdsvis stabil, og der kan registreres enkelte gevinster i eksportmarkedsandele. Stor gæld i virksomhederne giver fortsat anledning til bekymring, skønt gældskvoten gradvist er faldet i de seneste år, hvilket delvist kan tilskrives en robust nominel vækst i BNP. Kreditstrømmene tager til, hvilket vil bremse konsolideringen, men det vil også kunne bidrage til flere private investeringer og styrke den potentielle vækst. Skønt andelen af misligholdte lån er faldende, ligger den fortsat på et højt niveau, navnlig blandt virksomheder. Der er gjort visse fremskridt med hensyn til at styrke tilsynet med finanssektoren oven på gennemgangen af aktivkvaliteten i 2016, men nogle sårbarheder kræver fortsat opmærksomhed, bl.a. transaktioner med nærtstående parter og eksponeringer for aktiver, der er vanskelige at værdiansætte. De reale boligpriser er steget hurtigt, ligesom der er kommet gang i boligbyggeriet og realkreditgivningen. Der er på nuværende tidspunkt ingen tegn på overvurderinger, men den aktuelle dynamik på boligmarkedet kræver nøje opmærksomhed. I denne situation med positive konjunkturer er ledigheden faldet yderligere, navnlig blandt unge og langtidsledige, og erhvervsfrekvensen er forbedret.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til tilbageværende sårbarheder i finanssektoren samt gæld blandt virksomheder. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Tjekkiet Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Tjekkiet i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for den vejledende grænseværdi, nemlig vækst i reale boligpriser og samlede passiver i finanssektoren.

Der er sket en løbende forbedring af de løbende poster, og der kan således iagttages et mindre overskud i 2017. Efter at fastkurspolitikken over for euroen blev ophævet i april 2017, steg den reale effektive valutakurs, samtidig med at nettostillingen over for udlandet er blevet styrket yderligere, om end i et langsommere tempo end i tidligere år. De nominelle enhedslønomkostninger er steget som følge af en stærk

Fig. A3: ***BNP, enhedslønomkostninger og boligpriser***



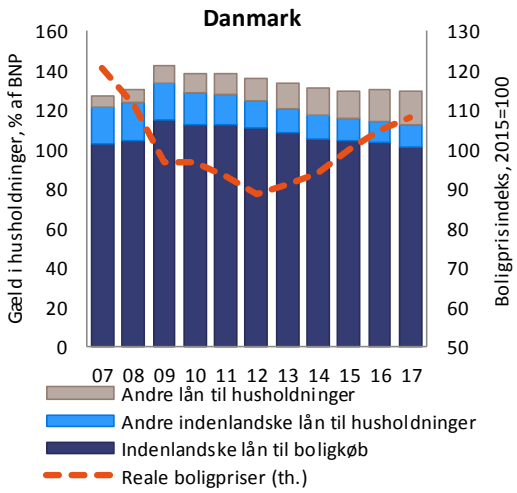
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

lønvækst, som ifølge fremskrivningerne ventes at tage yderligere til i en situation med alvorlig mangel på arbejdskraft. Selv om den reale effektive valutakurs er steget, er der inden for de senere år registreret gevinster i eksportmarkedsandele. Stigningen i boligpriser og realkreditgivningen er taget yderligere til og kræver nøje opmærksomhed. Gælden i den private sektor er imidlertid moderat, og navnlig er gælden i husholdningerne stabil. Den offentlige gæld er lav og falder fortsat takket være overskud på statsbudgettet. Stigningerne i finanssektorens passiver accelererede betydeligt i 2017, og niveauet ligger nu over grænseværdien i resultattavlen. Dette skyldes primært, at ikke-residente opkøbte indskud i CZK før ophævelsen af fastkursmekanismen. Ledigheden er faldet yderligere, og arbejdsmarkedet er meget stramt.

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

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

Fig. A4: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



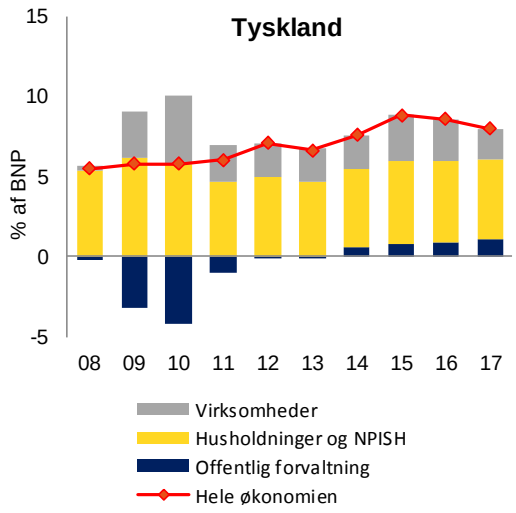
Kilde: Eurostat og ECB

Der er fortsat et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster. Det vedvarende overskud har bidraget til en meget positiv nettostilling over for udlandet, idet der genereres primære nettoindtægter, som styrker stillingen på de løbende poster yderligere. Udviklingen i enhedslønomkostninger er begrænset, selv om det strammere arbejdsmarked lægger et pres på lønningerne, og produktiviteten er mindre dynamisk. Udviklingen i eksportmarkedsandele er stort set flad. Skønt stigningstakten for boligpriser er aftaget en anelse på nationalt plan, er priserne fortsat steget kraftigt i de største storbyområder. Denne udvikling kræver nøje opmærksomhed. Gælden i husholdningerne er fortsat den største i EU som andel af BNP, og den falder kun langsomt i en situation med beskeden kreditvækst. Husholdningerne øger fortsat deres opsparing, hvilket afspejler indsatsen for at nedbringe gælden, og der er indført makroprudentielle foranstaltninger til at begrænse risikabel låntagning. Virksomhedernes gæld er til gengæld stadig moderat. Der er løbende fremskridt på arbejdsmarkedet, solid beskæftigelsesfremgang, og manglen på arbejdskraft begynder at være mere generaliseret.

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

Tyskland: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Tyskland befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til det store overskud på de løbende poster, hvilket afspejler et lavt investeringsniveau i forhold til opsparingen i både den private og den offentlige sektor. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger fortsat uden for de vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster og offentlig gæld.

Fig. A5: ***Opsparingskvote pr. sektor***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Der er fortsat et meget stort overskud på de løbende poster, skønt det er snævret en anelse ind i 2017 sammenlignet med året før. Den støtte vækst i den indenlandske efterspørgsel forventes at få overskuddet på de løbende poster til at falde yderligere, selv om det fortsat ventes at ligge på et højt niveau og føre til en yderligere stigning i nettoformuen over for udlandet. Udviklingen i enhedslønomkostninger er fortsat moderat. Eksporten er blevet styrket i 2017, men der kan dog iagttages et mindre fald i eksportmarkedsandele. Den private sektor fortsætter sin konsolidering, skønt gælden er lav. Samtidig er erhvervsinvesteringerne begyndt at stige i forhold til BNP. Boliginvesteringerne stiger også fortsat, men halter stadig efter boligbehovet i storbyerne. Stigningstakten for reale boligpriser og byggeomkostningerne er steget og kræver opmærksomhed, også med hensyn til regionale forskelle i priser og boligudbud. Kreditvæksten stiger langsomt. Husholdningernes opsparingskvote er fortsat høj til trods for en moderat lønvækst og et solidt privat forbrug, som afspejler en øget strøm af dividendebetalinger fra selskaber. Den offentlige gæld er fortsat med at falde og ventes at falde under grænseværdien på 60 % af BNP i 2019, samtidig med at er stadig er et betydeligt offentligt investeringsefterslæb. Den samlede ledighed, såvel som langtidsledigheden, er faldet yderligere og er fortsat meget lav.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til vedvarende opsparingsoverskud i forhold til investeringer, som kommer til udtryk i et stort og kun gradvist aftagende overskud på de løbende poster, hvilket understreger behovet for at genoprette balance. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

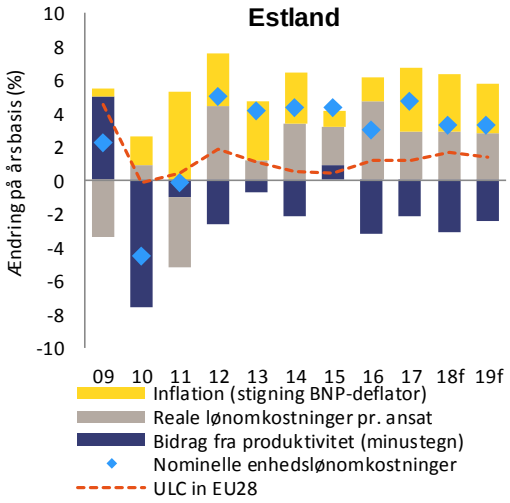
Estland: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Estland i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligger værdien for stigning i enhedslønomkostninger uden for den vejledende grænseværdi.

Overskuddet på de løbende poster er steget yderligere i 2017, og der kan iagttages en forbedring af nettostillingen over for udlandet, så den nu ligger inden for grænseværdien. De nominelle enhedslønomkostninger er fortsat med at stige kraftigt, hvilket afspejler inflation og stærk lønvækst. Der er ikke sket nogen synderlig udvikling i produktiviteten, hvilket har haft negativ indvirkning på indikatorerne for omkostningskonkurrenceevne. Den reale effektive valutakurs er fortsat med at stige, mens eksportmarkedsandelene har ligget på et stabilt niveau. Der har været en dynamisk vækst i de reale boligpriser i de seneste år, men denne er nu aftaget og prisudviklingen ligger på et moderat

niveau i 2017. Konsolideringen i den private sektor varer ved, samtidig med at gælden i den offentlige sektor er meget lille. Der sker en tilstramning på arbejdsmarkedet, men indvandring har til en vis grad bidraget til at afhjælpe manglen på arbejdskraft.

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

Fig A6: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***

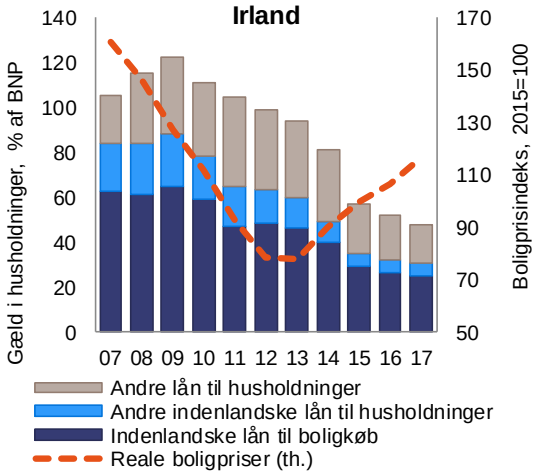


Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Irland: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Irland befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til sårbarheder som følge af store gældsbeholdninger i den offentlige og den private sektor og passiver over for udlandet. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den reale effektive valutakurs, gæld i den private sektor, gæld i den offentlige sektor samt årlig ændring i de reale boligpriser.

De løbende poster udviser et stort overskud i 2017 sammenlignet med et betydeligt underskud i 2016 og overskud i årene før da. En svingende import relateret til immaterielle formuegoder og ordreproduktion (outsourcing) har bidraget til de seneste års udsving i stillingen på de løbende poster[37]. Nettostillingen over for udlandet bliver løbende forbedret, skønt den fortsat er meget negativ, hvilket overvejende skyldes aktiviteten blandt multinationale selskaber, som har begrænset tilknytning til den indenlandske økonomi. Solid produktionsvækst, som også drives frem af multinationale selskabers aktivitet, har i de seneste år hjulpet med at forbedre konkurrenceevnen. Den private gæld er fortsat meget stor, men falder støt. Husholdningerne er fortsat med at nedbringe deres gæld, og de irske banker har mindsket deres eksponeringer over for indenlandske selskaber, hvilket tyder på en fortsat konsolidering blandt virksomheder. Situationen blandt ikke-finansielle selskaber er vanskeligere at tolke i betragtning af de

Fig. A7: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat, Kommissionens tjenestegrene og ECB

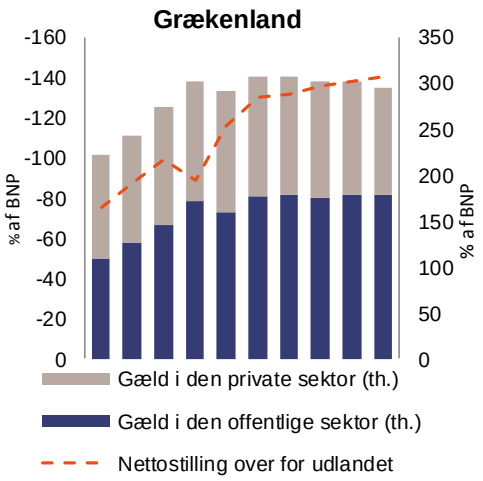
[37] Ordreproduktion henviser til en proces, hvor hjemmehørende selskaber udsteder kontrakter til udenlandske selskaber med henblik på at producere varer på deres vegne. Eftersom de hjemmehørende selskaber ejer de pågældende varer, registreres salget som eksport fra hjemlandet, selv om varerne aldrig indgår i den indenlandske økonomi.

multinationale selskabers andel af den samlede virksomhedsgæld. Boligprisstigningerne har siden 2014 været meget dynamiske, primært som følge af udbudsbegrænsninger, og situationen kræver nøje opmærksomhed. Som følge af solid økonomisk vækst falder den offentlige gældskvote, skønt den stadig er høj. Andelen af misligholdte lån er i de seneste år aftaget, men er fortsat stor. Selv om bankerne har et solidt kapitalgrundlag, er niveauet for hensættelser faldet. Deres rentabilitet er fortsat begrænset, men forbedres gradvist. Ledigheden er faldet til et niveau under resultattavlens grænseværdi i 2017, og langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden falder også fortsat.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en svingende betalingsbalance og beholdningen af privat og offentlig gæld samt den kraftige vækst i boligpriser og relativt store andel af misligholdte lån. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Grækenland: Grækenland har siden 2010 og indtil for nylig været genstand for programmer for finansiel bistand. Derfor er overvågningen af ubalancer og korrigerende foranstaltninger foregået som led i programmerne og ikke inden for rammerne af makroubalanceproceduren. Grækenland har i de senere år taget vigtige skridt til at reducere ubalancerne i strømme og håndtere de dertil knyttede risici, men de ophobede beholdningsubalancer ventes at vare ved. Dette fremgår også af den opdaterede resultattavle, hvor en række indikatorer ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, tab af eksportmarkedsandele, offentlig gæld og ledighed.

Fig. A8: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



Kilde: Eurostat

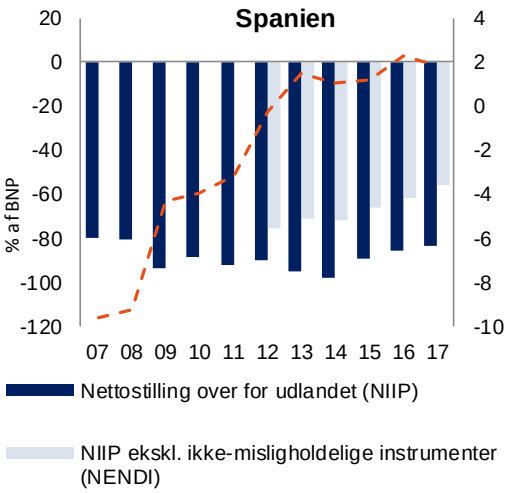
Den private sektors nettostilling over for udlandet er positiv, men den meget store offentlige udlandsgæld indebærer, at den samlede stilling bliver yderst negativ. Selv om størsteparten af den udenlandske statsgæld er ydet på meget lempelige vilkår, vil det for at sikre en bæredygtig nettostilling over for udlandet på lang sigt kræve, at de seneste forbedringer af de løbende poster varer ved i en situation med stigende indenlandsk efterspørgsel. Der er i de seneste fem år iagttaget betydelige tab af eksportmarkedsandele, men denne tendens lader til at være vendt i 2017. Den offentlige gældskvote er meget høj, skønt den ventes at falde, og gældens holdbarhed understøttes af en aftale i eurogruppen fra juni 2018. De reale boligpriser er fortsat faldet i 2017, men fandt et stabilt niveau i begyndelsen af 2018. Kreditvæksten er fortsat negativ, idet den private sektor fortsætter sin konsolidering. Den meget store andel af misligholdte lån begrænser mulighederne for at genoprette sunde kreditstrømme til økonomien, hvilket er nødvendigt for at støtte potentiel vækst på mellemlang sigt. Ledigheden er på vej nedad, men er stadig stor, navnlig blandt unge og langtidsledige.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en stor offentlig gæld og udlandsgæld, lave opsparinger og en stor andel af misligholdte lån, som alle forekommer i en situation med stor ledighed, lav produktivitetsvækst og en afdæmpet investeringsaktivitet. Derfor finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at foretage en yderligere

undersøgelse af de pågældende risici i en dybdegående undersøgelse med henblik på at vurdere, om der kan konstateres ubalancer.

Spanien: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Spanien befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til stor intern og ekstern gæld i såvel den private som den offentlige sektor i en situation med stor ledighed. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den private og den offentlige gældskvote og ledighed samt stigning i erhvervsfrekvensen.

Fig. A9: ***NIIP og løbende poster***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

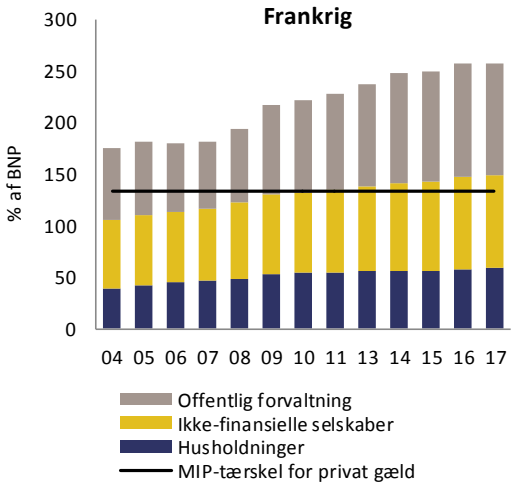
Der arbejdes fortsat på at oprette balance over for udlandet, om end i et langsomt tempo, og skønt nettostillingen over for udlandet er forbedret, er den fortsat meget negativ. Stigningen i nominelle enhedslønomkostninger har været stabil i en situation med begrænset lønudvikling og svag produktivitetsvækst. Væksten i eksportmarkedsandele har været moderat på årsbasis til trods for den mindre stigning i den reale effektive valutakurs i 2017. I den private sektor er gælden faldet gennem hele 2017, især blandt virksomheder, men der er stadig behov for konsolidering. Samtidig er der atter kommet gang i kreditstrømmene, hvilket understøtter investeringer. Hvad angår husholdningerne bremses gældsnedbringelsen også af en kraftig stigning i forbrugslån. Boligpriserne er kommet sig i de senere år oven på tidligere undervurderinger. De seneste års økonomiske vækst har været den primære drivkraft for nedbringelsen af det offentlige underskud, men underskuddets vedholdenhed kan indebære, at den offentlige gældskvote kun falder langsomt. Ledigheden er faldet hurtigt, men er stadig meget stor, navnlig blandt unge. Samtidig medfører den lave produktivitetsvækst, at gevinster i konkurrenceevne i overvejende grad beror på omkostningsfordele.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til holdbarhed over for udlandet, privat og offentlig gæld samt arbejdsmarkedstilpasninger i en situation med lav produktivitetsvækst. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i marts 2018 og deres grænseoverskridende relevans er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om ubalancerne stadig består eller er under afvikling.

Frankrig: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Frankrig befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til stor offentlig gæld og svag konkurrenceevne i en situation med lav produktivitetsvækst. I den opdaterede resultattavle ligger indikatorerne for gæld i den private og i den offentlige sektor samt ledighed uden for de vejledende grænseværdier.

Underskuddet på de løbende poster er forblevet forholdsvis stabilt i 2017, hvorimod nettostillingen over for udlandet er forringet. Til trods for stigende eksportvækst kan der iagttages tab af eksportmarkedsandele i 2017, mens den reale effektive valutakurs har fundet et stabilt niveau. Som følge af en vis løntilbageholdenhed har væksten i enhedslønomkostninger været begrænset. Udviklingen i produktiviteten har imidlertid været meget afdæmpet. Sårbarhederne som følge af stor og stadig stigende offentlig gæld er en alvorlig kilde til bekymring. Kombinationen af stor gæld i både den offentlige og den private sektor udgør en ekstra sårbarhed. Gælden i den private sektor er forholdsvis stor, navnlig blandt ikke-finansielle selskaber, mens kreditvæksten langsomt stiger. De reale boligpriser er steget moderat. Situationen på arbejdsmarkedet er i bedring, og ledighedsindikatoren ligger nu inden for grænseværdien.

Fig. A10: ***Gæld på tværs af sektorer i økonomien***

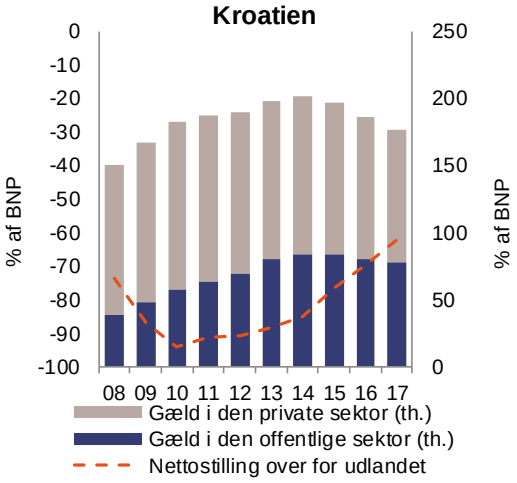


Kilde: Eurostat

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til stor gæld og svag konkurrenceevne i en situation med lav produktivitetsvækst. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Kroatien: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Kroatien befandt sig i en situation med *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer* relateret til en stor offentlig og privat gæld samt udlandsgæld, som alle overvejende er denomineret i udenlandsk valuta, i en situation med lav potentiel vækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, offentlig gæld og ledighed.

Fig. A11: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



Kilde: Eurostat

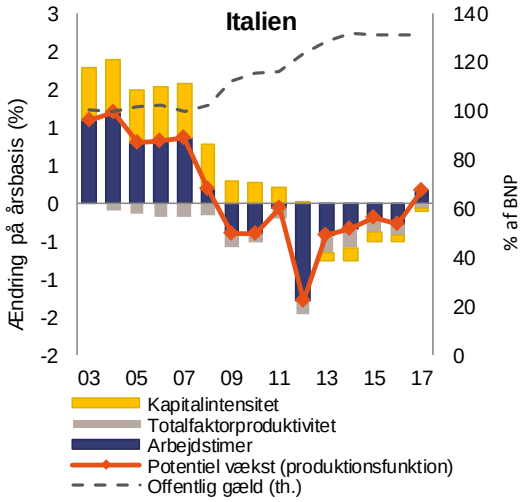
Med støtte fra et stigende overskud på de løbende poster er den negative nettostilling over for udlandet, som i høj grad udgøres af udenlandske direkte investeringer, blevet forbedret, skønt den fortsat ligger uden for grænseværdien og er udsat for vedvarende valutarelaterede risici. En negativ udvikling i de nominelle enhedslønomkostninger peger i retning af yderligere gevinster i omkostningskonkurrenceevne, selv om den reale effektive valutakurs har ligget stabilt. Kroatien har således fortsat vundet markedsandele, men i et langsommere tempo end hidtil. Gælden i den private sektor er faldet støt, selv om kreditstrømmene er taget til i 2017. Afviklingen af misligholdte lån i banksektoren er stilnet af, og en stor andel af lånene til ikke-finansielle selskaber er fortsat misligholdt. Den offentlige gældskvote er faldet yderligere i 2017, også som følge af en forbedret

offentlig saldo. Ledighedssatserne er fortsat med at falde. Arbejdsmarkedsdeltagelsen er imidlertid fortsat meget lav, og kombineret med en svag produktivitetsudvikling hæmmer dette fortsat den potentielle vækst. De risici, der knytter sig til landets største arbejdsgiver, Agrokor, er aftaget, efter at kreditorerne vedtog en gældsomlægningsplan.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres vedvarende, men dog faldende gældsniveauer og valutakursrisici i alle sektorer af økonomien, og det vil kræve større potentiel vækst at sikre en varig korrektion. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Italien: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Italien befandt sig i en situation med *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til risici knyttet til en meget stor offentlig gæld og længerevarende svag produktivitetsvækst i en situation med store misligholdte lån og ledighed. To indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig offentlig gæld og ledighed.

Fig. A12: ***Potentiel vækst og offentlig gæld***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

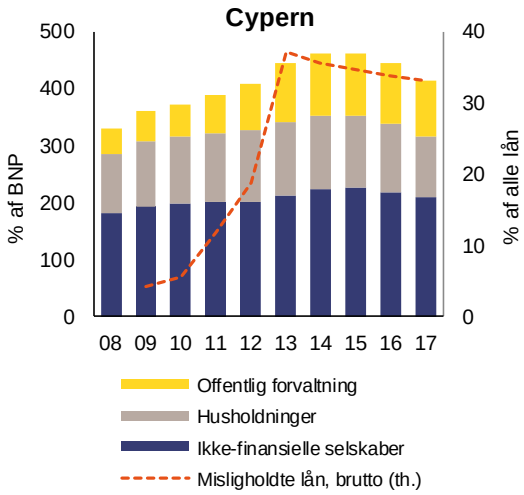
Betalingsbalancen over for udlandet er forholdsvis stærk med overskud på de løbende poster og en nettostilling over for udlandet under forbedring. Den offentlige gældskvote har lagt sig stabilt på et meget højt niveau i 2017, men regeringens budgetplaner, svagere genrejsning end ventet og øgede låneomkostninger er alle med til at hindre en fremtidig reduktion af gældskvoten. Samtidig lægger svag produktivitetsvækst og en vigende befolkning i den erhvervsaktive alder en dæmper på Italiens potentielle vækst. Den lave produktivitetsvækst har rod i mangeårige strukturelle svagheder, bl.a. ugunstige rammer for erhvervslivet sammenlignet med tilsvarende lande, finansieringsbegrænsninger, mangel på højtkvalificeret arbejdskraft og et lavt investeringsniveau for immaterielle aktiver. Bankernes balancesanering skrider fremad, og den italienske banksektor er atter blevet rentabel i 2017. Der kan imidlertid stadig iagttages sårbarheder i sektoren, navnlig blandt mellemstore og små banker, som stadig ligger inde med en stor beholdning af misligholdte lån og er mere eksponeret over for landerisici end de større banker. Der er gradvis fremgang på arbejdsmarkedet, men ledigheden er fortsat stor og ligger langt over niveauet før krisen, navnlig for unge og langtidsledige. Samlet set stiger erhvervsfrekvensen, skønt den stadig ligger under gennemsnittet for euroområdet. Takket være den igangværende genrejsning forværres de makroøkonomisk ubalancer i Italien ikke længere, men de er stadig betydelige og afvikles kun langsomt. Opbremsningen i realvæksten i BNP og det fornyede pres på statsobligationsmarkedet risikerer at svække de fremskridt, der er opnået hidtil.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til stor offentlig gæld i en situation med større markedsvolatilitet og stor ledighed. Produktivitetsudviklingen er svag, samtidig med at de nære forbindelser mellem banker og stat atter vækker bekymring. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de

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

Cypern: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Cypern befinder sig i en situation med *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til en stor privat og offentlig gæld samt udlandsgæld og en høj andel af misligholdte lån i banksystemet. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger fortsat uden for de vejledende grænseværdier i 2017, nemlig de løbende poster, nettostillingen over for udlandet, den reale effektive valutakurs, gæld i den private sektor, gæld i den offentlige sektor samt ledigheden og ændring i erhvervsfrekvensen.

Fig. A13: ***Gæld og misligholdte lån***



Kilde: Eurostat og ECB

Underskuddet på de løbende poster er blevet forøget i 2017 i lyset af solid importvækst, og nettostillingen over for udlandet er stadig meget negativ. Omkostningskonkurrenceevnen har undergået en mindre justering, idet enhedslønomkostningerne er steget marginalt, og den reale effektive valutakurs har lagt sig på et stabilt niveau. Niveauet for den private gældsætning er blandt de højeste i EU for både husholdninger og virksomheder, og konsolideringen forløber meget langsomt. Navnlig har husholdningerne en negativ opsparingskvote. Nedjusteringen af de reale boligpriser har nået sit lavpunkt, og priserne er nu begyndt at stige moderat. Det meget høje niveau af misligholdte lån forhindrer kreditstrømme til økonomien, som imidlertid er nødvendige for at støtte potentiel vækst på mellemlang sigt. Den offentlige gældskvote er fortsat meget høj. Ledigheden falder hurtigt, om end den stadig er stor, især blandt unge. Såvel langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden er imidlertid blevet forbedret i de sidste tre år.

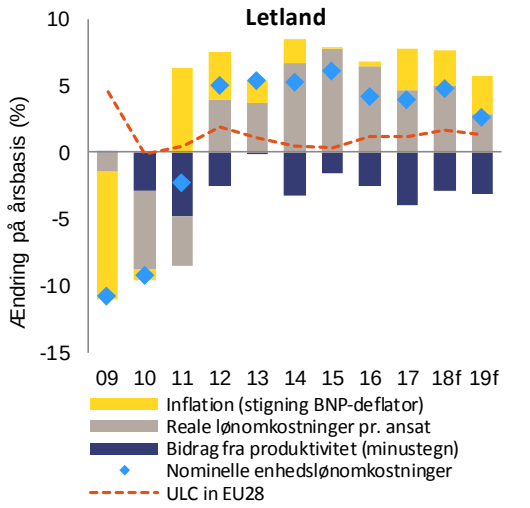
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til holdbarheden over for udlandet, offentlig og privat gæld, sårbarheder i finanssektoren og arbejdsmarkedsjusteringer. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

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

Der er stort set balance på de løbende poster, og den negative nettostilling over for udlandet, som primært udgøres af udenlandske direkte investeringer, er blevet forbedret som følge af solid nominel vækst i BNP, skønt den fortsat ligger uden for grænseværdien. Enhedslønomkostningerne er komparativt set steget hurtigt i adskillige år, hvilket afspejler en stærkere lønudvikling og et stramt arbejdsmarked, og indikatoren har således ligget over grænseværdien siden 2014. Følgerne heraf for priskonkurrenceevnen og eksportresultaterne har indtil videre været begrænsede, idet disse delvist er

blevet afbødet af lavere fortjenstmarginer. Lønudviklingen ventes i fremtiden at forblive stærk som følge af en yderligere tilstramning på arbejdsmarkedet. Samlet set udgør disse tendenser risici for landets konkurrenceevne og vækstudsigter på mellemlang sigt. Der er fortsat en kraftig dynamik i væksten i reale boligpriser. Skønt væksten er aftaget i 2017 sammenlignet med 2016, begyndte boligpriserne atter at stige hurtigt i første halvdel af 2018. Overordnet set har kreditvæksten været afdæmpet. Den offentlige såvel som den private gæld er relativt lav.

Fig. A14: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***



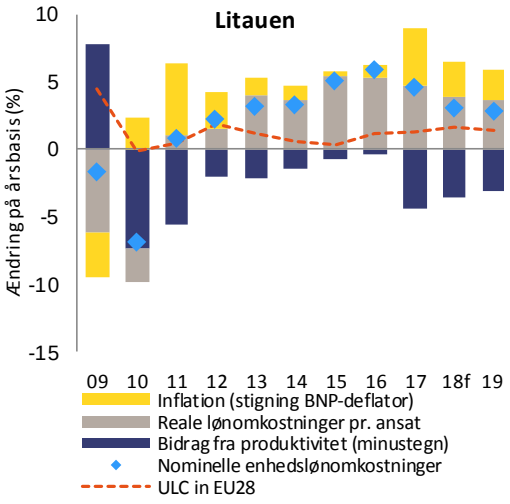
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

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

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

Der er stort set balance på de løbende poster, og som følge af solid nominel vækst i BNP er den negative nettostilling over for udlandet, som primært udgøres af udenlandske direkte investeringer, blevet forbedret, skønt den fortsat ligger en anelse over grænseværdien. Enhedslønomkostningerne har komparativt set været høje i adskillige år, og indikatoren har som følge af store lønstigninger ligget over grænseværdien siden 2015, hvilket er tegn på et stramt arbejdsmarked og, blandt andre faktorer, en hurtig stigning i mindstelønnen siden 2016. De stigende arbejdsomkostningers virkning for omkostningskonkurrenceevnen og eksportresultaterne har indtil videre været begrænset og er delvist blevet afbødet af lavere fortjenstmarginer, hvilket i sig selv risikerer at være uholdbart på længere sigt. Lønudviklingen ventes i fremtiden at forblive stærk i en situation med faldende ledighed og en tilstramning på arbejdsmarkedet. Samlet set undergraver disse tendenser landets konkurrenceevne og vækstudsigter på mellemlang sigt. Væksten i boligpriser har været meget dynamisk i de senere år og er steget gradvist, om end indikatoren stadig ligger inden for grænseværdien. Kreditvæksten er begyndt at stige. Niveauet for den offentlige og den private gæld er fortsat relativt lavt og stabilt.

Fig. A15: ***Dekomponering af enhedslønomkostnin***



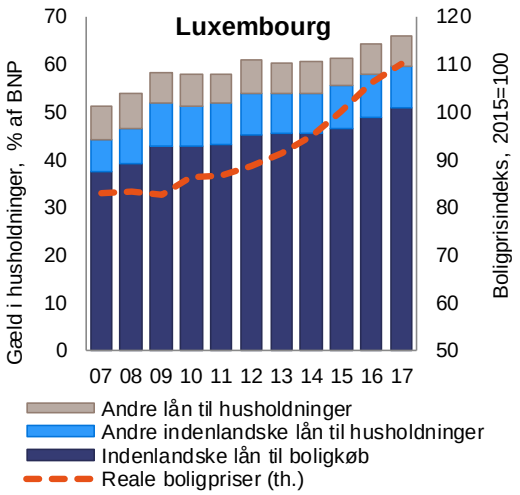
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til udviklingen i enhedslønomkostninger og den eksterne konkurrenceevne, skønt risiciene lader til at

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

Luxembourg: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Luxembourg i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig gæld i den private sektor samt ændring i erhvervsfrekvensen og langtidsledigheden.

Fig. A16: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

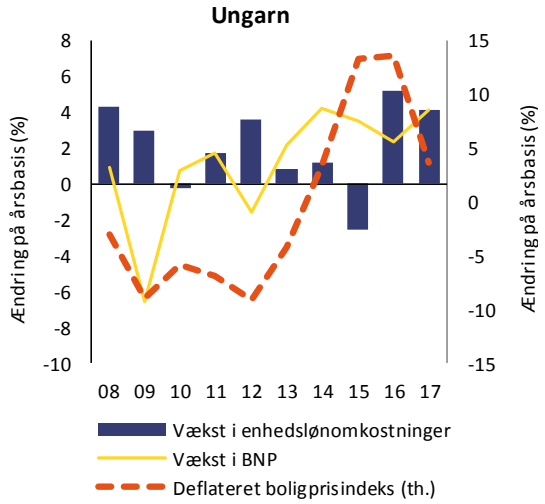
Betalingsbalancen udviser fortsat et stabilt overskud på de løbende poster og en positiv og uforandret nettostilling over for udlandet. Landets status som internationalt finanscentrum har imidlertid større betydning for tallene end aktiviteten i den indenlandske økonomi. De akkumulerede gevinster i eksportmarkedsandele har fundet et stabilt niveau. Der har dog for nylig kunnet iagttages enkelte markedstab, som delvist kan tilskrives en forværring af omkostningskonkurrenceevnen, som skyldes stærkere vækst i enhedslønomkostninger og importpriser. I løbet af de seneste 10 år er de reale boligpriser steget relativt hurtigt, hvilket overordnet set kræver nøje opmærksomhed. Boligprisstigningerne foregår i en situation med et dynamisk arbejdsmarked kombineret med en betragtelig migration og gunstige finansieringsvilkår, samtidig med at udbuddet er forholdsvis begrænset og fortsat ikke er tilstrækkeligt til at imødekomme den solide efterspørgsel. På grund af de konstant stigende boligpriser bliver det stadig vanskeligere at få råd til at købe en bolig til overkommelige priser. Gælden i virksomhederne er meget stor, men denne er imidlertid primært knyttet til koncerninterne lån på tværs af grænserne. Husholdningsgælden, som primært udgøres af realkreditlån, er steget støt, hvilket afspejler den kraftige dynamik på boligmarkedet og gunstige kreditvilkår. Skønt de lavere renter og realkreditlånenes længere løbetid har mindsket det økonomiske pres på husholdningerne, og selv om nye realkreditlån udstedes med fast rente, er en stor andel af de gældsatte husholdninger sårbare over for pludselige rentestigninger. Truslen mod landets finansielle stabilitet begrænses imidlertid af banksektorens soliditet. Den offentlige gæld er fortsat lav. Trods den seneste økonomiske opbremsning sker der en tilstramning på arbejdsmarkedet, og ledigheden falder yderligere.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres begrænsede risici, som primært er relateret til de konstant stigende boligpriser og gælden i husholdningerne. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Ungarn: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Ungarn i den foregående runde af proceduren. Nogle indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet og gæld i den offentlige sektor.

Overskud på de løbende poster i de senere år har medført en hurtig og betydelig forbedring af den negative nettostilling over for udlandet, som i vid udstrækning udgøres af udenlandske direkte investeringer. Eksportmarkedsandelene er steget i 2017 takket være en voksende bilindustri. De nominelle enhedslønomkostninger er steget betragteligt i en situation med tilstramning på arbejdsmarkedet. Administrative lønstigninger har også forøget stigningerne i arbejdsomkostninger, men disse er delvist blevet opvejet af et fald i arbejdsgiverbidrag. Kreditstrømmen til den private sektor er blevet positiv, men den private sektors gæld fortsat er faldet i 2017. Stigningerne i de reale boligpriser er blevet mere moderate oven på betydelige stigninger i de foregående år. Alligevel kræver høje vurderinger i nogle områder og den kraftige stigning i tildelingen af realkreditlån opmærksomhed. Den igangværende genrejsning på ejendomsmarkedet kan bidrage til yderligere at nedbringe andelen af misligholdte lån, som stadig ligger på et højt niveau. Banksektoren har forbedret sin rentabilitet og muligheder for at modstå chok. Til trods for de positive konjunkturer er den offentlige gæld kun faldet gradvist i lyset af en procyklisk finanspolitik. Ledigheden er faldet til et historisk lavt niveau, og tilstramningen på arbejdsmarkedet har medført kraftige lønstigninger, som fortsat overstiger produktivitetsgevinsterne.

Fig. A17: ***BNP, enhedslønomkostninger og boligpriser***



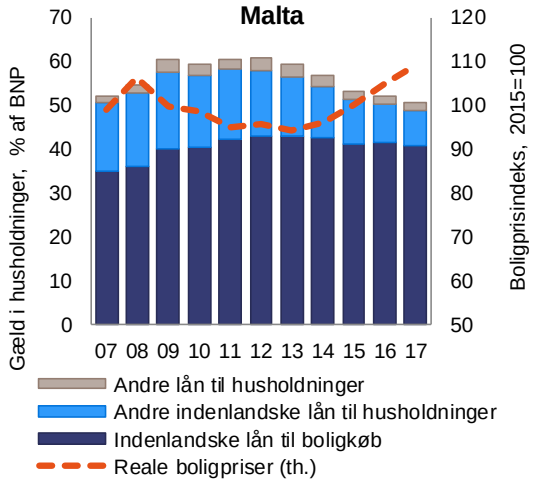
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

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

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

Det store overskud på de løbende poster er steget yderligere i 2017 til et meget højt niveau, som falder sammen med en solid forbedring af den allerede positive nettostilling over for udlandet. Stillingen over for udlandet afspejler imidlertid i højere grad udsving i den internationalt orienterede virksomhedssektor end en udvikling internt i landet. Omkostningskonkurrenceevnen og den reale effektive valutakurs har undergået en forholdsvis positiv udvikling, mens moderate lønstigninger kombineret med forholdsvis solid produktivitetsvækst har holdt udviklingen i enhedslønomkostninger på et lavt

Fig. A18: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



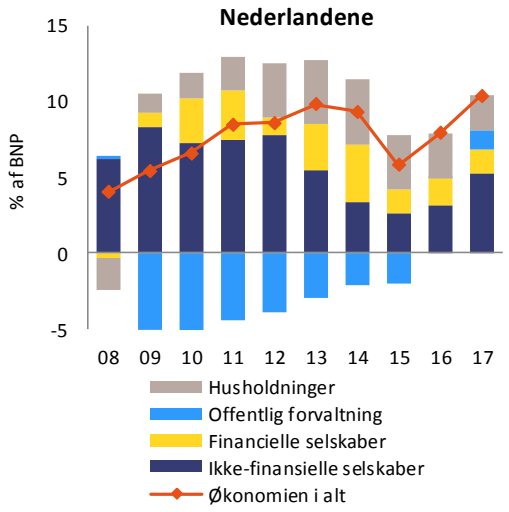
Kilde: Eurostat og ECB

niveau. Den private sektors gældskvote er faldet betragteligt i 2017 takket være solid nominel vækst i BNP. Virksomhederne er fortsat højt gearede, hvorimod långivningen til husholdningerne er aftaget. Den offentlige gældskvote har fulgt en støt nedadgående tendens. De reale boligpriser er steget i 2017 og kræver nøje opmærksomhed. Navnlig har den stærke økonomiske aktivitet og begrænsede muligheder for at investere privatopsparinger skabt ny interesse for boligmarkedet. Kvaliteten af aktiverne i den indenlandske banksektor er blevet forbedret, og de nuværende kapitalbuffere lader til at være tilstrækkelige til at kunne absorbere umiddelbare risici, der kan opstå på boligmarkedet eller som følge af institutionelle forhold. Resultaterne på arbejdsmarkedet er fortsat solide, idet beskæftigelsen stiger kraftigt og er ledsaget af en lav og stadig faldende ledighed.

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

Nederlandene: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Nederlandene befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til en stor gæld i den private sektor og et stort overskud på de løbende poster. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig det treårige gennemsnit for stillingen på de løbende poster, gæld i den private sektor og stigning i reale boligpriser.

Fig. A19: ***Opsparingskvote pr. sektor***



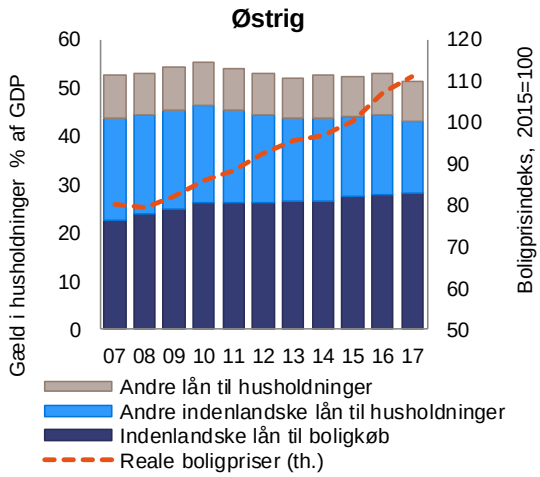
Kilde: Eurostat

Overskuddet på de løbende poster er fortsat meget stort og steg yderligere i 2017, mens den positive nettostilling over for udlandet er faldet en anelse. Skønt alle sektorer er nettoopsparere, kan stigningen i overskuddet på de løbende poster i 2017 primært tilskrives ikke-finansielle selskaber, hvis opsparingsoverskud er knyttet til en relativt høj rentabilitet og en til sammenligning lav investeringssats. Udviklingen i enhedslønomkostninger er begrænset, og lønningerne udvikler sig på linje med produktiviteten. Den private gæld ligger på et højt niveau, skønt virksomhedernes gæld kan forklares med multinationale selskabers interne gæld i koncernen. Gælden i husholdningerne er stor og skyldes de skattefordele, der følger af boligejerskab og fordelagtige realkreditrenter. Skønt husholdningernes gæld i forhold til BNP er aftagende, er den nominelle gæld atter begyndt at stige. Der har været stor fremgang på boligmarkedet, idet boligpriserne er steget yderligere i 2017, samtidig med at lejemarkedet fungerer suboptimalt. Der sker en tilstramning på arbejdsmarkedet, og ledigheden er lav og falder støt.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en stor gæld i husholdningerne og et stort indenlandsk opsparingsoverskud. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

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

Fig. A20: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



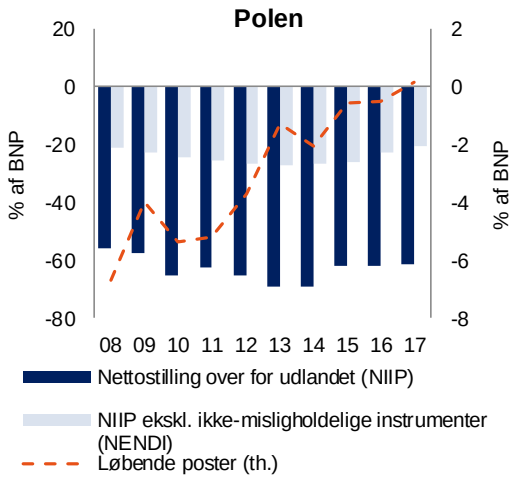
Kilde: Eurostat og ECB

Overskuddet på de løbende poster har ligget stabilt på et moderat niveau i 2017, mens nettostillingen over for udlandet er en anelse positiv. Eksportmarkedsandelene har ligget på et stabilt niveau. Udviklingen i enhedslønomkostninger er afdæmpet som følge af en stigning i arbejdsproduktivitetsvæksten kombineret med en begrænset lønudvikling. De reale boligpriser er fortsat opad, om end i et svagere tempo i 2017 sammenlignet med 2016. Skønt denne udvikling kræver opmærksomhed, lader prisstigningerne ikke til at være drevet af en øget kreditgivning, og der kan kun iagttages en mindre stigning i kreditvæksten. Samtidig falder både virksomhedernes og husholdningernes gældskvoter. Den offentlige gæld har også fortsat sin nedadgående kurs og er faldet i 2017 som følge af solid økonomisk vækst og den igangværende afvikling af aktiver i nationaliserede finansieringsinstitutter. Situationen i banksektoren er forbedret yderligere, bl.a. som følge af genrejsningen i nabolandene. Takket være de gunstige økonomiske forhold og en solid beskæftigelsesvækst er ledigheden faldet markant.

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

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

Fig. A21: ***NIIP og løbende poster***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

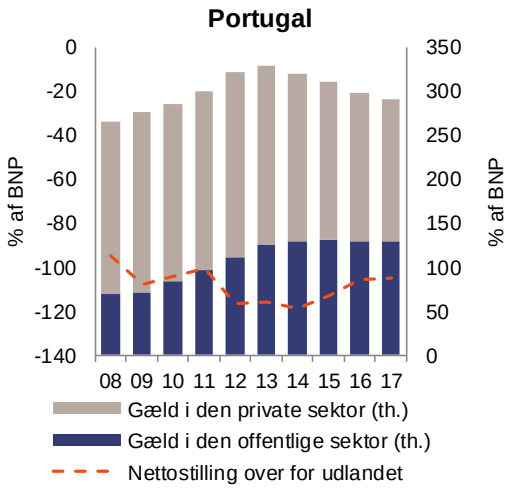
Stillingen på de løbende poster er forbedret og er således blevet stort set ligevægtig i 2017, mens den negative nettostilling over for udlandet har været stabil. De eksterne risici er fortsat begrænsede, da passiverne over for udlandet primært udgøres af udenlandske direkte investeringer. Der kan atter iagttages betydelige stigninger i eksportmarkedsandele i 2017. Sammen med en solid produktivitetsvækst og stigende lønninger medfører det, at udviklingen i enhedslønomkostninger har været begrænset. Gældskvoten for den private sektor er faldet i 2017 som følge af en solid vækst i

BNP og en appreciering af zlotyen i forhold til de valutaer, som en del af den udestående gæld er stiftet i. Den offentlige gæld, målt i forhold til BNP, er faldet yderligere fra et allerede forholdsvis lavt niveau som følge af kraftig nominel økonomisk vækst, et lavere samlet underskud og zlotyens kursstigning. Risiciene i banksektoren er stadig begrænsede. Der opnås fortsat positive resultater på arbejdsmarkedet, og ledigheden er således faldet til et meget lavt niveau.

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

Portugal: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Portugal befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig er relateret til en meget stor beholdning af nettopassiver over for udlandet, gæld i den offentlige såvel som i den private sektor og en stor andel af misligholdte lån i en situation med lav produktivitetsvækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, offentlig gæld, gæld i den private sektor, ledighed og stigning i boligpriser.

Fig. A22: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



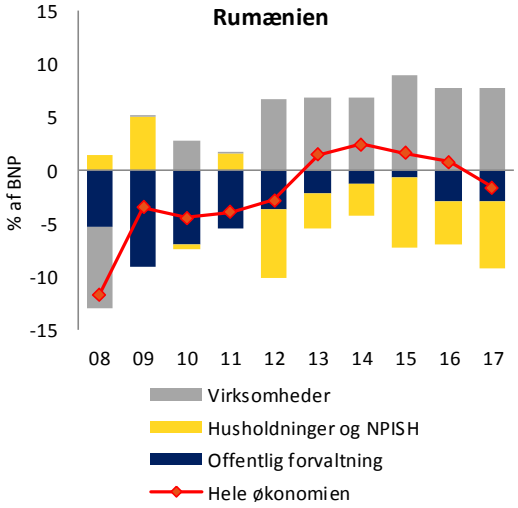
Kilde: Eurostat

Stillingen på de løbende poster er stabil og udviser et mindre overskud, mens nettostillingen over for udlandet fortsat er meget negativ, og tilpasningen ventes at forløbe meget langsomt. Priskonkurrenceevnen er blevet en anelse forværret i 2017 som følge af en mindre stigning i den reale effektive valutakurs. Stigningen i nominelle enhedslønomkostninger er tiltaget en smule, hvorimod produktivitetsvæksten har været negativ i 2017. Denne udvikling stemmer imidlertid stort set overens med udviklingen blandt samhandelspartnerne, og der kan således iagttages en stigning i eksportmarkedsandele. Den private sektor fortsætter sin konsolidering, og kreditvæksten er fortsat afdæmpet. Den offentlige gæld er stadig meget stor, men ventes at falde støt. Bankerne har forbedret deres balancer væsentligt og øget deres nettoindtægter, men der kan dog stadig spores sårbarheder, idet de fortsat ligger inde med store beholdninger af misligholdte lån trods det seneste fald. Boligpriserne stiger fortsat kraftigt, men dette skal ses i lyset af tidligere undervurderinger og en generelt stabil realkreditgæld. Takket være de økonomiske konjunkturer har der været bredt funderet fremgang på arbejdsmarkedet i de seneste år, og ledigheden er faldet betragteligt.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til beholdningsubalancer, navnlig hvad angår nettopassiver over for udlandet, gæld i den offentlige og i den private sektor, sårbarheder i banksektoren og en svag produktivitetsvækst. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Rumænien: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Rumænien i den foregående runde af proceduren. En indikator i den opdaterede resultattavle ligger uden for den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet.

Fig. A23: ***Opsparingskvote pr. sektor***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

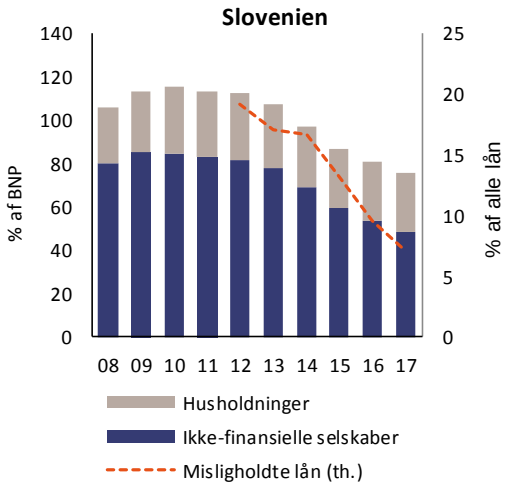
Underskuddet på de løbende poster er steget yderligere i 2017 som følge af stigende import af hovedsagelig forbrugsvarer. Til trods for det stigende underskud er den negative nettostilling over for udlandet, som primært udgøres af udenlandske direkte investeringer, blevet yderligere forbedret som følge af stærk nominel vækst i BNP. Eksportresultaterne er fortsat positive i 2017, og Rumænien har vundet yderligere eksportmarkedsandele. Enhedslønomkostningerne er imidlertid steget betragteligt i 2017 som følge af en kraftigere lønudvikling i navnlig den offentlige sektor. Skønt Rumæniens eksportresultater hidtil har været solide, viser tidligere erfaringer, at lønstigninger i den offentlige sektor sandsynligvis vil smitte af på den private sektor, hvilket vil kunne medføre en lavere omkostningskonkurrenceevne i fremtiden. Stigningstakten for de reale boligpriser er faldet en anelse i 2017 og ligger fortsat på et moderat niveau. Banksektoren er fortsat velkapitaliseret og likvid. Kreditgivningen til den offentlige sektor er steget en anelse, men er fortsat afdæmpet. Ledigheden er faldet yderligere i 2017, hvilket afspejler en tilstramning på arbejdsmarkedet, hvorimod erhvervsfrekvensen er steget en anelse. I lyset af den solide nominelle vækst i BNP er både den offentlige og den private gæld faldet i forhold til BNP, og for begge sektorer ligger gælden på et relativt lavt niveau. Den finanspolitiske kurs ventes imidlertid at forblive ekspansiv på mellemlang sigt trods de gunstige økonomiske forhold, hvilket risikerer at påvirke den offentlige gæld og dynamikken på de løbende poster i negativ retning. Såvel det stigende handelsunderskud som de tiltagende enhedslønomkostninger er knyttet til regeringens vedvarende procykliske finanspolitik, som har været med til at give en allerede kraftigt voksende økonomi et ekstra skub gennem gentagne skattelettelser og offentlige lønstigninger. Samtidig har jævnlige og uforudsigelige lovændringer bidraget til at skabe et usikkert erhvervsklima, som påvirker virksomhedernes beslutninger og investeringer negativt, hvilket kan være med til at gøre landet mindre attraktivt for udenlandske investorer.

Den økonomiske analyse viser, at sårbarhederne er taget til i styrke, navnlig hvad angår stillingen over for udlandet og konkurrenceevnen. Derfor finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de pågældende risici i en dybdegående undersøgelse med henblik på at vurdere, om der kan konstateres ubalancer.

Slovenien: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Slovenien *ikke længere befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer*. I den opdaterede resultattavle ligger indikatorerne for offentlig gæld og reale boligprisstigninger uden for den vejledende grænseværdi.

Det store overskud på de løbende poster er steget yderligere i 2017 som følge af solid eksportvækst. Den negative nettostilling over for udlandet er blevet markant forbedret, og ligger ikke længere uden for grænseværdien. Eksportmarkedsandelene er steget, mens udviklingen i enhedslønomkostninger har været begrænset, og den reale effektive valutakurs er faldet. Den private gæld er steget yderligere og drives af virksomhederne, mens kreditstrømmene til den private sektor er blevet positive. Investeringerne er steget betydeligt, men niveauet ligger stadig under det historiske gennemsnit. Boligpriserne er steget kraftigere end i de foregående år, mens boliginvesteringerne ligger på et stabilt niveau, og realkreditvæksten er begrænset. Den offentlige gæld er fortsat stor, men er faldet siden toppunktet i 2015. De forventede omkostninger, der knytter sig til befolkningens aldring, udgør fortsat en risiko for finanspolitisk holdbarhed på mellemlang og lang sigt. Banksektoren er blevet stabiliseret, og gearingen reduceres, samtidig med at den stadig relativt store andel af misligholdte lån nedbringes og ventes at falde yderligere. Der var yderligere fremgang på arbejdsmarkedet, idet erhvervsfrekvensen er steget, og ledigheden er faldet. Arbejdsproduktivitetsvæksten er også steget en anelse i 2017.

Fig. A24: ***Privat gæld og misligholdte lån***



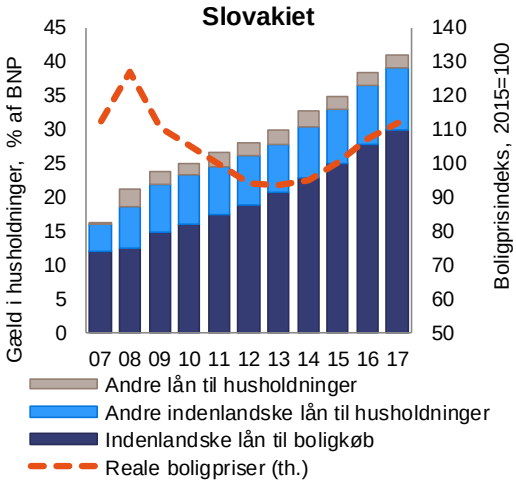
Kilde: Eurostat og ECB

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den finanspolitiske holdbarhed på lang sigt. Kommissionen finder det derfor på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Slovakiet: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Slovakiet i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligger indikatorerne for nettostillingen over for udlandet og samlede passiver i finanssektoren uden for den vejledende grænseværdi.

Underskuddet på de løbende poster er steget yderligere i 2017, men er overordnet set beskedent. Nettostillingen over for udlandet er yderst negativ trods de seneste forbedringer, men risiciene er begrænsede, idet en stor del af passiverne over for udlandet udgøres af udenlandske direkte investeringer i navnlig den voksende bilindustri og i finanssektoren. Både eksportmarkedsandelene og den reale effektive valutakurs har ligget generelt stabilt. Væksten i nominelle enhedslønomkostninger er taget til som følge af stærk lønvækst i en situation med tilstramning på arbejdsmarkedet. Boligpriserne stiger fortsat

Fig. A25: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



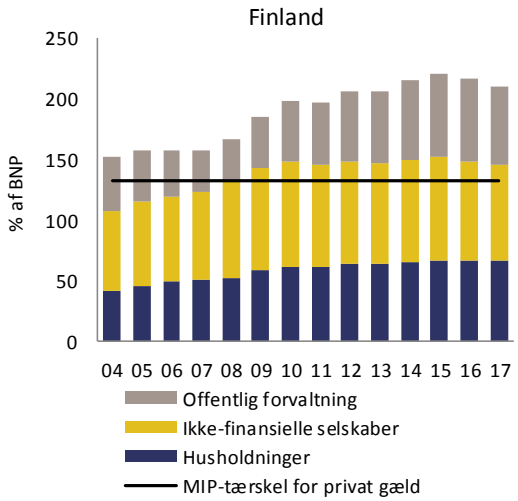
Kilde: Eurostat og ECB

kraftigt, men stigningstakten er dog faldet en smule i 2017 sammenlignet med 2016, og niveauet ligger nu inden for grænseværdien. Kreditgivningen til den private sektor er faldet en anelse, samtidig med at den private gældskvote fortsat er steget. Bankesektoren, som i vid udstrækning er udenlandsk ejet, har et solidt kapitalgrundlag. Yderligere fald i såvel den overordnede ledighed som i langtidsledigheden er ledsaget af stigninger i erhvervsfrekvensen.

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

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

Fig. A26: ***Gæld på tværs af sektorer i økonomien***



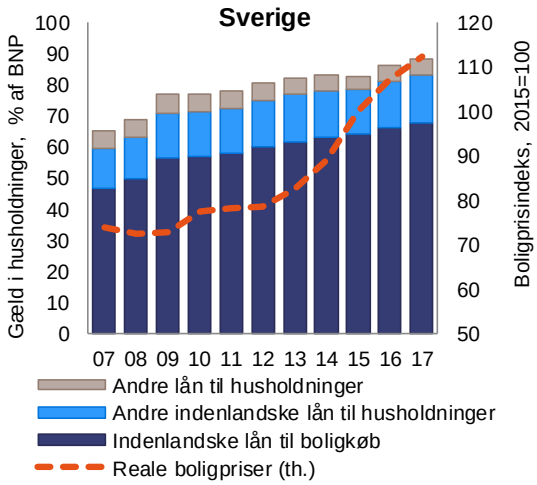
Kilde: Eurostat

Stillingen på de løbende poster forblev en anelse negativ i 2017 efter flere års underskud, mens nettostillingen over for udlandet er en anelse positiv. Eksportmarkedsandelene er steget for andet år i træk, mens indikatorerne for omkostningskonkurrenceevne er blevet forbedret, idet både enhedslønomkostningerne og den reale effektive valutakurs er faldet. I 2018 og 2019 vil eksportvæksten formodentlig stadig overgå importvæksten. Alligevel ventes indikatorerne for omkostningskonkurrenceevne at forblive stabile, idet konkurrencepagtens positive virkning delvist aftager. Såvel den offentlige som den private gældskvote er faldet yderligere i 2017, hvilket afspejler et stærkt forbedret output. Gunstige kreditvilkår, lave renter og forbedrede økonomiske udsigter har imidlertid været med til at øge kreditvæksten i den private sektor, hvilket risikerer at hæmme den fremtidige konsolidering, skønt den private gæld fortsat ligger på et højt niveau. Husholdningernes gæld er stor, og deres opsparingskvote er historisk lav. Finanssektoren har fortsat et solidt kapitalgrundlag, hvilket begrænser risiciene mod finanspolitisk holdbarhed, samtidig med at de relativt stabile reale boligpriser peger i retning af begrænsede risici i forbindelse med husholdningernes gæld. Den offentlige gældskvote falder, hvilket afspejler stigende økonomisk vækst. Beskæftigelsen stiger fortsat, mens ledigheden falder som følge af øget økonomisk aktivitet.

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

Sverige: I marts 2018 konkluderede Kommissionen, at Sverige befandt sig i en situation med *ubalancer*, som navnlig er relateret til overvurderede boligpriser kombineret med fortsatte stigninger i husholdningernes gæld. I den opdaterede resultattavle ligger indikatoren for gæld i den private sektor uden for den vejledende grænseværdi.

Fig. A27: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



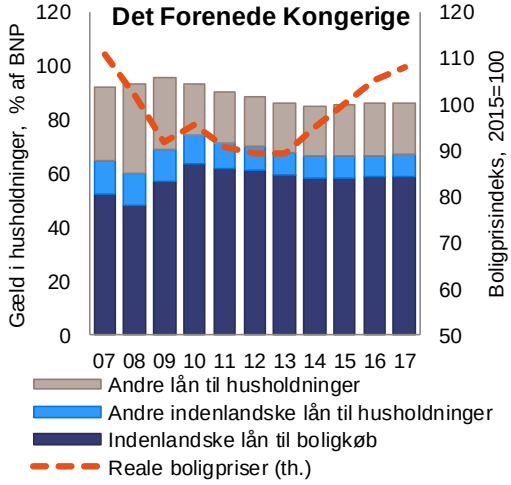
Kilde: Eurostat og ECB

Overskuddet på de løbende poster er fortsat moderat og er faldet en anelse i 2017. Nettostillingen over for udlandet er faldet en anelse og er nu tæt på balance. Tabet af eksportmarkedsandele er stilnet af, og indikatoren ligger nu et stykke under grænseværdien. Udviklingen i enhedslønomkostninger er begrænset, mens den reale effektive valutakurs er faldet. Husholdningerne er meget gældsatte, og gælden er steget løbende siden 2008, også i 2017. Denne stigning falder sammen med stigende boligpriser, hvilket skaber en risiko for den makroøkonomiske stabilitet. I efteråret 2017 faldt boligpriserne en anelse, skønt de stadig generelt set ligger på højt niveau. Boligpriserne og gælden i husholdningerne presses op af de skattefordele, der følger af boligejerskab, lave realkreditrenter og særlige aspekter ved realkreditmarkedet. Risiciene i banksystemet lader til at være begrænsede, idet aktivkvaliteten og rentabiliteten er høje, og husholdningerne generelt har en god økonomi. Arbejdsmarkedet strammes, og ledigheden falder fortsat.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en stor gæld i den private sektor og i husholdningerne. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts 2018 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

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

Fig. A28: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

Underskuddet på de løbende poster er faldet en anelse i 2017, hvilket overvejende kan tilskrives en forbedring af balancen for primær indkomst, men det store underskud og de dertil knyttede eksterne finansieringsbehov er stadig til stede. Pundets depreciering har understøttet nettostillingen over for udlandet, som er en anelse negativ, og forbedret priskonkurrenceevnen i en situation med moderate stigninger i enhedslønomkostninger. Pundets fald har imidlertid indtil videre ikke givet sig udslag i en forøgelse af nettohandelen. Efter flere år med

gradvis konsolidering har den private gældskvote nået bunden. Navnlig er gælden i husholdningerne fortsat stor og kræver nøje opmærksomhed. Stigningerne i reale boligpriser er aftaget, og priserne er ved at finde et stabilt, om end højt niveau. Den offentlige gæld er stor og forholdsvis stabil. Den stærke beskæftigelsesfremgang ledsages af faldende ledighed, men arbejdsproduktiviteten er fortsat lav.

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

Tabel 1.1: Resultattavle for makroubalanceproceduren, 2017

	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer						Beskæftigelsesindikatorer[1]		
År 2017	**Løbende poster i % af BNP** (3-årigt gennemsnit)	**Nettostilling over for udlandet** (% oaf BNP)	**Real effektiv valutakurs - 42 samhandelspartnere, HICP-deflator** (procentvis ændring over 3 år)	**Eksportmarkedsandele i % af verdenseksporten** (procentvis ændring over 5 år)	**Nominelle enhedslønomkostninger, indeks (2010=100)** (procentvis ændring over 3 år)	**Boligprisindeks (2015=100), deflateret** (procentvis ændring på årsbasis)	**Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret** (% af BNP)	**Gæld i den private sektor, konsolideret** (% af BNP)	**Bruttogæld i den offentlige sektor** (% af BNP)	**Ledighedssats** (3-årigt gennemsnit)	**Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret** (procentvis ændring på årsbasis)	**Erhvervsfrekvens - % af den samlede befolkning i alderen 15-64** (ændring i pp. over 3 år)	**Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74** (ændring i pp. over 3 år)	**Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24** (ændring i pp. over 3 år)
Grænseværdi	-4/6%	-35%	±5% (EA) ±11% (ikke-EA)	-6%	9% (EA) 12% (ikke-EA)	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

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

1) For beskæftigelsesindikatorerne henvises til s. 2 i rapporten om varslingsmekanismen fra 2016. 2) Boligprisindeks e = kilde EL's centralbank. 3) For nominelle enhedslønomkostninger HR, d: beskæftigelsesdata baseret på nationalbegreb i stedet for indenlandsbegreb. 4) Ledighedssats, erhvervsfrekvens, langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed: BE: revideret undersøgelsesmetode; IE: indførelse af ny arbejdskraftundersøgelse som erstatning for den kvartalsmæssige nationale husstandsundersøgelse som datakilde; DK: forbedring af dataindsamlingen, indførelse af computerstøttede web-undersøgelser.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og generaldirektoratet for økonomiske og finansielle anliggender (real effektiv valutakurs), Den Internationale Valutafond, WEO (verdenseksporten af varer og tjenester i mængder)

Tabel 2.1: Supplerende indikatorer, 2017

År 2017	Realt BNP (procentvis ændring på årsbasis)	Faste bruttoinvesteringer (% af BNP)	Nationale bruttoudgifter til FoU (% af BNP)	Løbende poster plus kapitalposter (fordringserhvervelse, netto) (% af BNP)	Nettostilling over for udlandet ekskl. ikke-misligholdelige instrumenter (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - strømme (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - beholdninger (% af BNP)	Handelsbalance (netto) for energiprodukter (% af BNP)	Real effektiv valutakurs - euroområdets samhandelspartnere (procentvis ændring over 3 år)	Eksportresultater ift. udviklede økonomier (procentvis ændring over 5 år)	Byttеforhold (procentvis ændring over 5 år)	Eksportmarkedsandele målt i mængde (procentvis ændring på årsbasis)	Arbejdsproduktivitet (procentvis ændring på årsbasis)	Misligholdte bruttolån i indenlandske og udenlandske enheder (% af bruttolån)	Resultater af enhedslønomkostninger ift. EA (procentvis ændring over 10 år)	Boligprisindeks (2015=100) - nominelt (procentvis ændring over 3 år)	Boligbyggeri (% af BNP)	Husholdningsgæld, konsolideret (inkl. NPISH, % af BNP)	Gearing i bankerne, konsolideret, indenlandske og udenlandske enheder (aktiver i alt/egenkapital i alt)
BE	1.7	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

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

1) Den officielle frist for indberetning af 2017-data vedrørende nationale bruttoudgifter til FoU var den 31 oktober 2018, og dataene blev udtrukket den 24 oktober 2018. 2) Boligprisindeks e = kilde EL's centralbank. 3) Arbejdsproduktivitet for HR d: beskæftigelsesdata på basis af nationalbegreb i stedet for indenlandsbegreb.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og generaldirektoratet for økonomiske og finansielle anliggender (den reale effektive valutakurs), Den Europæiske Centralbank (misligholdte bruttolån i indenlandske og udenlandske enheder og gearing i bankerne, konsolideret, indenlandske og udenlandske enheder), og Den Internationale Valutafond, WEO (verdenseksport af varer og tjenester i mængder)

Tabel 2.1 (fortsat): Supplerende indikatorer, 2017

År 2017	Beskæftigelses-frekvens (procentvis ændring på årsbasis)	Erhvervsfrekvens - % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (%)	Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (%)	Ungdomsarbejds-løshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (%)	Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse - % af den samlede befolkning i alderen 15-24		Personer truet af fattigdom eller social udstødelse - % af den samlede befolkning		Personer truet af fattigdom efter sociale overførsler - % af den samlede befolkning		Personer, der lider alvorlige materielle afsavn - % af den samlede befolkning		Personer i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet - % af den samlede befolkning i alderen 0-59	
					%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år
BE	1.4	68.0b	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	:	:

Forkl.: b: ophold i tidsserien. d: forskellige definitioner. p: foreløbig.

1) Den officielle frist for indberetning af 2017-data vedrørende personer truet af fattigdom og social udstødelse er den 30. november 2018, og dataene er udtrukket den 24. oktober 2018. 2) Nominelle enhedslønomkostninger og arbejdsproduktivitet for HR d: beskæftigelsesdata på basis af nationalbegreb i stedet for indenlandsbegreb. 3) Arbejdskraftundersøgelsesindikatorer for IE: indførelse af den nye arbejdskraftundersøgelse som erstatning for den kvartalsmæssige nationale husstandsundersøgelse (QNHS) som datakilde.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat