EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 18.11.2020
COM(2020) 745 final

BERETNING FRA KOMMISSIONEN

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

Rapport om varslingsmekanismen 2021

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

{SWD(2020) 275 final}

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

Dette års overvågningsforløb under det europæiske semester, herunder gennemførelsen af makroubalanceproceduren, er blevet tilpasset som følge af oprettelsen af genopretnings- og resiliensfaciliteten. I den årlige strategi for bæredygtig vækst, som blev vedtaget i midten af september 2020, blev der gjort status over den økonomiske og sociale situation i Europa og redegjort for de overordnede politiske prioriteringer for EU. Den indeholdt desuden strategisk vejledning om anvendelsen af genopretnings- og resiliensfaciliteten.

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

I denne rapport udpeges de medlemsstater, for hvilke der bør udarbejdes dybdegående undersøgelser med henblik på at vurdere, om de er berørt af ubalancer, som kræver politiske tiltag (artikel 5 i forordning (EU) nr. 1176/2011). Under hensyntagen til drøftelser om rapporten med Europa-Parlamentet og i Rådet og Eurogruppen vil Kommissionen udarbejde dybdegående undersøgelser vedrørende de relevante medlemsstater. De dybdegående undersøgelser vil blive offentliggjort i foråret 2021 og vil danne grundlag for Kommissionens vurdering vedrørende tilstedeværelsen af makroøkonomiske ubalancer og alvoren heraf samt for udpegelsen af huller i politikken.

1. SAMMENFATNING

Denne rapport om varslingsmekanismen er udarbejdet i lyset af covid-19-krisen. Covid-19-krisen forårsager hurtige og markante ændringer af den økonomiske situation, og derfor indeholder den økonomiske analyse i denne rapport en styrket fremadrettet vurdering af de forhold, der kan udgøre en risiko for den makroøkonomiske stabilitet og udviklingen af makroøkonomiske ubalancer. Det er derfor

[1] Det Forenede Kongerige udtrådte af Unionen den 31. januar 2020 på grundlag af Aftalen om Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirlands udtræden af Den Europæiske Union og Det Europæiske Atomenergifællesskab ("udtrædelsesaftalen", EUT C 384 I af 12.11.2019, s. 1), og EU-retten finder fortsat anvendelse på og i Det Forenede Kongerige i hele den overgangsperiode, der udløber den 31. december 2020.

nødvendigt at fokusere på mere end blot de endelige årlige data i resultattavlen, som for denne rapports vedkommende dækker perioden op til 2019. Sammenlignet med de foregående år gøres der i dette års rapport derfor større brug af prognoser og højfrekvensdata for at give mulighed for at vurdere covid-19-krisens mulige konsekvenser[2].

Det nuværende overvågningsforløb under det europæiske semester er blevet midlertidigt tilpasset for at sikre en konsekvent og effektiv anvendelse af genopretnings- og resiliensfaciliteten, hvilket også vil få konsekvenser for gennemførelsen af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer. Den årlige strategi for bæredygtig vækst 2021, som blev vedtaget i midten af september, igangsatte dette års semesterforløb og indeholdt strategisk vejledning om anvendelsen af genopretnings- og resiliensfaciliteten[3]. Idéen med genopretnings- og resiliensfaciliteten er, at medlemsstaterne vedtager genopretnings- og resiliensplaner, som indeholder en beskrivelse af de reformer og investeringer, der vil blive gennemført med henblik på at imødegå vigtige økonomiske udfordringer, og som er afstemt med EU's prioriteter, herunder de landespecifikke henstillinger, der er blevet rettet til medlemsstaterne i de seneste år og navnlig i forbindelse med semesterforløbet i 2019 og 2020. Genopretnings- og resiliensfaciliteten giver således medlemsstaterne mulighed for at gennemføre reformer og investeringer, som er i overensstemmelse med henstillingerne inden for rammerne af makroubalanceproceduren, og som imødegår de underliggende og vedvarende strukturelle årsager til eksisterende makroøkonomiske ubalancer. Den specifikke overvågning af politiske tiltag over for eksisterende makroøkonomiske ubalancer finder ikke sted i efteråret 2020, men vil i stedet foregå i forbindelse med vurderingen af genopretnings- og resiliensplanerne[4]. De næste dybdegående undersøgelser vil blive offentliggjort i foråret 2021 sammen med vurderingen af stabilitets- og konvergensprogrammerne, og her vil der blive set nærmere på, hvor alvorlige de allerede konstaterede ubalancer er, samt hvordan de udvikler sig. Det vil desuden blive undersøgt, om der er risiko for, at der opstår nye ubalancer[5].

De fleste eksisterende makroøkonomiske ubalancer har været under korrektion i en situation med gunstige makroøkonomiske forhold, indtil covid-19-krisen brød ud. I årene efter finanskrisen i 2008 blev der foretaget korrektioner af *ubalancer vedrørende strømstørrelser*, f.eks. uforholdsmæssigt store underskud eller stærk kreditvækst. Dette skete i forbindelse med den bredt baserede gældsnedbringelse i den private sektor. Den økonomiske ekspansion, der begyndte i 2013, bidrog til korrektionen af *ubalancer vedrørende beholdninger*. Denne korrektion begyndte således først senere og forløb i et langsommere tempo og resulterede i, at gældskvoterne for den private og den offentlige sektor samt over for udlandet blev nedbragt, og at bankernes balancer blev styrket. Samtidig har den økonomiske

---

[2] Det fremgår udtrykkeligt af forordning (EU) nr. 1176/2011, at analysen i rapporten skal gøre brug af andre relevante oplysninger (artikel 3, stk. 2). Dataene i resultattavlen fremgår af tabel 1 og 2 sidst i rapporten. Denne rapport ledsages af et statistisk bilag.

[3] COM(2020) 575 final — Årlig strategi for bæredygtig vækst 2021, findes på: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1658

[4] For medlemsstater med konstaterede ubalancer foretages der specifik overvågning, som består i en målrettet overvågning af fremskridt med politiske tiltag til at rette op på ubalancerne og foregår som supplement til den almindelige overvågning inden for rammerne af det europæiske semester. I de foregående år er denne overvågning blevet foretaget om efteråret.

[5] For medlemsstater, for hvilke der i februar blev konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, indeholder bemærkningerne i dette års rapport (afsnit 5) også en opsummering af de seneste landespecifikke henstillinger af relevans for makroubalanceproceduren og de tiltag, som de pågældende lande har gennemført for at efterkomme dem.

ekspansion i de senere år skabt risiko for overophedning, primært med hensyn til udviklingen i boligpriserne og i omkostningskonkurrenceevnen, og særligt i de lande, der har oplevet en kraftig økonomisk vækst.

En række eksisterende makroøkonomiske ubalancer forværres af covid-19-krisen, og der kan opstå nye risici. Navnlig stiger den offentlige og den private gældskvote. På længere sigt kan der i lyset af en svag økonomisk aktivitet, konkurser og et svækket arbejdsmarked opstå vanskeligheder med at tilbagebetale udestående gæld i den private sektor. Dette kan på sin side påvirke bankernes balance og skade deres rentabilitet yderligere. Samtidig forventes de ekstreme stigninger i arbejdsomkostningerne og i boligpriserne, som har været kendetegnende for den seneste tid, at aftage. Dette kan dog give udfordringer, hvis en sådan tilpasning fører til uforholdsmæssigt store nedjusteringer, navnlig i de medlemsstater, hvor husholdningsgælden allerede er stor.

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

- **For de fleste EU-medlemsstaters vedkommende ventes der ingen større ændringer af stillingen på betalingsbalancens løbende poster oven på covid-19-krisen.** Underskuddene på betalingsbalancens løbende poster er fortsat moderate i de fleste lande. I nogle lande er der stadig store overskud, om end de er faldet i de seneste år. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster ventes ikke at blive synderligt påvirket af covid-19-krisen. Dette står i stærk kontrast til situationen under den globale finanskrise, hvor der var store underskud i EU-landene, og krisen udløste en afvikling heraf. Stabiliteten af opgørelserne for betalingsbalancens løbende poster dækker dog over betydelige ændringer af, hvilke sektorer der bidrager til den samlede betalingsbalance, idet store stigninger i den private sektors nettofordringserhvervelse modsvares af en betydelig forringelse af statens nettofordringserhvervelse som følge af deres indsats for at afbøde virkningerne af krisen.
- **Den konstaterede forbedring af de fleste medlemsstaters nettostilling over for udlandet (NIIP) i de seneste år forventes at ophøre.** Selv om der i adskillige medlemsstater fortsat er betydelige ubalancer over for udlandet, blev NIIP for de fleste EU-landes vedkommende fortsat forbedret i 2019. Dette skyldes, at stillingen på betalingsbalancens løbende poster lå over det niveau, der skal til for at stabilisere NIIP, vækst i det nominelle BNP samt, for nogle landes vedkommende, meget positive værdireguleringer. På længere sigt forventes forbedringerne af NIIP i forhold til BNP at ophøre på grund af et betydeligt fald i BNP i 2020 og relativt stabile stillinger på betalingsbalancens løbende poster.
- **Da covid-19-krisen brød ud, opstod der i nogle medlemsstater uden for euroområdet visse spændinger relateret til udenlandsk finansiering.** Kapitalbevægelserne og valutakurserne i nogle medlemsstater uden for euroområdet blev udsat for et vist markedspres i en kortere periode fra slutningen af marts til april i lyset af en stigende risikoaversion. Dette pres er siden aftaget som følge af de bedre resultater på de finansielle markeder.
- **Covid-19-krisen har sammenlignet med nedturens omfang indtil videre kun haft beskedne følger for arbejdsmarkedet, hvilket bl.a. skyldes politiske tiltag såsom arbejdsfordelingsordninger, men arbejdsløsheden forventes at stige.** Krisen bragte en ende på flere år med fremgang på arbejdsmarkederne i EU. Indtil videre har den hovedsagelig resulteret i et fald i den gennemsnitlige arbejdstid pr. medarbejder, mens antallet af arbejdsløse kun er steget en smule. Dette fænomen med hoarding af arbejdskraft (dvs. hvor virksomhederne holder på deres medarbejdere), som har kendetegnet mange økonomier i EU i 2020, skyldes primært statsstøttede initiativer til at bevare arbejdspladser, navnlig arbejdsfordelingsordninger. Arbejdsløsheden forventes imidlertid at stige med en vis forsinkelse, som det ofte ses oven på

recessioner. Der er navnlig risiko for betydelige tab af arbejdspladser i de sektorer, der er blevet hårdt ramt af pandemien. Denne risiko afhænger både af, hvor længe krisens følger vil vare ved, og af styrken af de politiske tiltag.

- **Enhedslønomkostningerne er i de senere år steget kraftigere i flere EU-lande som følge af lønstigninger og svag produktivitetsvækst, men efter en solid stigning i 2020 ventes stigningstakten nu at aftage.** Der er i de senere år registreret store stigninger i enhedslønomkostningerne i en situation med stærk økonomisk vækst i adskillige central- og østeuropæiske lande samt i de baltiske lande. Den faldende arbejdsproduktivitet, som skyldes faldet i produktionen og fastholdelsen af arbejdskraft, forventes at presse enhedslønomkostningerne opad i 2020, selv om der kan konstateres et markant fald i lønudviklingen. I 2021 ventes den gradvise genoptagelse af den økonomiske aktivitet at medføre en stigning i den samlede produktivitet, hvilket delvist vil opveje for stigningen i enhedslønomkostninger i 2020.

- **Virksomhedernes gæld forventes at stige betragteligt over hele linjen i 2020, navnlig på grund af behovet for likviditet.** Lånoptagelsen blandt virksomhederne for at finansiere deres driftskapital steg kraftigt med covid-19-udbruddet, og kreditgivningen til ikkefinansielle selskaber er steget i de fleste lande. Takket være lånegarantier har virksomhederne kunnet optage lån for at understøtte deres aktivitet og styrke deres likviditet. Ordninger med henstand med betaling af gælden (gældsmoratorier) har også bidraget til at øge gælden. De stigende gældsniveauer kombineret med det betydelige fald i BNP i 2020 ventes at øge gældskvoterne markant, navnlig på kort sigt. På længere sigt vil gældskvoterne formodentlig udvikle sig i mere gunstig retning i takt med genopretningen, men nogle sektorer vil kunne få vanskeligt ved at tilbagebetale gælden, navnlig de sektorer, som pandemien har mere længerevarende konsekvenser for. Dette vil også påvirke långivernes balancer.

- **Gældsdynamikken i husholdningerne er forholdsvis begrænset.** Før covid-19-krisen var långivningen til husholdningerne atter begyndt at stige i et hastigt tempo i adskillige lande efter flere år med gældsnedbringelse eller svag udvikling. Dynamikken i husholdningernes gældsbeholdning lader til at stilne af i 2020. Dette sker på trods af gældsmoratorierne, som har lettet likviditetspresset på de gældsatte husholdninger og reduceret tempoet for tilbagebetalingen af gæld. Gældskvoten for husholdningerne stiger mekanisk i 2020 som følge af faldet i BNP. Samtidig er husholdningernes opsparinger steget som følge af et stort fald i forbruget. Husholdningernes tilbagebetalingsevne overskygges imidlertid af den forringede situation på arbejdsmarkederne.

- **Boligpriserne er fortsat steget i 2020, og stigningstakten er taget til i nogle lande, om end udviklingen forventes at blive mere moderat og føre til mulige nedjusteringer.** I 2019 steg boligpriserne fortsat kraftigt, også i en række lande, hvor der kan være risiko for overvurdering. Krisens følger for beskæftigelsen og husstandsindkomsten vil normalt blive afspejlet i en aftagende boligprisdynamik. De seneste kvartalsdata peger allerede i retning af en opblødning af boligmarkedet i mere end halvdelen af EU-landene. Prognoserne for stigningen i boligpriser tyder på nedjusteringer i langt størsteparten af medlemsstaterne mellem 2020 og 2021.

- **Efter at den offentlige gæld i de seneste år har været i en faldende trend som følge af stærkere vækst i det nominelle BNP, stiger den i øjeblikket kraftigt i alle medlemsstaterne, navnlig i dem, der er blevet hårdest ramt af covid-19-krisen.** Den offentlige gæld er i de seneste år fortsat med at falde i de fleste medlemsstater, men i enkelte meget forgældede lande er der enten kun sket en meget beskeden eller slet ingen reduktion. Under krisen lod regeringerne i EU de automatiske stabilisatorer få frit spil, samtidig med at de har ydet direkte budget- og

likviditetsstøtte for at afbøde følgerne af sundhedskrisen og af det faldende forbrug i den private sektor. De offentlige gældskvoter stiger mere i de lande, hvor gældsniveauet allerede før krisen var højere, hvilket også afspejler det forhold, at tilbageslaget har været større i disse lande. De enestående pengepolitiske lempelser og forskellige tiltag på EU- og euroområdeniveau har holdt finansieringsomkostningerne på et historisk lavt niveau og understøttet tilliden. Nogle lande har udnyttet mulighederne ved den omfattende likviditet og den øgede efterspørgsel hos investorerne til at forlænge statsobligationernes løbetidsprofiler, men for andre lande kan statsgældens sammensætning indebære en risiko, navnlig på grund af korte løbetider, og fordi en stor del af gælden er stiftet i udenlandsk valuta.

- **Forholdene i banksektoren er blevet bedre i de senere år, men covid-19-krisen kan sætte modstandsdygtigheden af EU's banksektor på prøve.** Forholdene i banksektoren er væsentligt forbedret siden den globale finanskrise, og kapitalprocenterne og likviditetsbufferne er meget mere solide end for ti år siden. Sektoren har dog fortsat haft udfordringer i form af lav rentabilitet i en situation med lave renter og, for visse landes vedkommende, et stadig forholdsvis højt niveau af misligholdte lån. Centralbankerne har sørget for rigelig likviditet, hvilket har hjulpet med at forhindre kreditstramninger efter covid-19-udbruddet, og suspensionen af udbyttebetalinger og midlertidige lempelser af tilsynsreglerne giver også bankerne lidt pusterum. Krisen forventes at forringe kvaliteten af aktiverne og rentabiliteten. Stigende vanskeligheder blandt virksomheder og husholdninger med at tilbagebetale gælden vil på længere sigt føre til misligholdelse af lån, navnlig når gældsmoratoriet er udløbet. Nedjusteringer af boligpriserne risikerer at påvirke værdiansættelsen af sikkerhedsstillelsen og dermed bankernes balancer.

Covid-19-chokket forværrer de eksisterende ubalancer i euroområdet, hvilket understreger behovet for at udnytte EU's støtteforanstaltninger bedst muligt. Ifølge Kommissionens efterårsprognose 2020 er de medlemsstater, som er blevet hårdest ramt af covid-19-krisen rent økonomisk, fordi pandemien har været særlig alvorlig, eller fordi de er afhængige af sektorer, der har været mere eksponeret, kendetegnet ved relativt store beholdninger af offentlig gæld og udenrigsgæld. Covid-19-krisen lader således til at forstærke de eksisterende mønstre i euroområdet med hensyn til indenlandsk og udenlandsk gældsætning. Flere af de lande, der er blevet hårdt ramt af covid-19-krisen, var indtil for nylig kendetegnet ved meget svag potentiel vækst. Pandemien risikerer derfor at øge de økonomiske forskelle mellem landene. Sideløbende hermed forventes euroområdet som helhed fortsat at have et handelsoverskud til trods for det kraftige fald i efterspørgslen på verdensplan, hvilket peger i retning af, at der kunne være yderligere mulighed for at øge efterspørgslen i euroområdet samlet set med henblik på at fremme genopretningen og samtidig understøtte ECB's bestræbelser på at nå inflationsmålet. I lyset af den stigende gældsætning i alle medlemsstaterne kan genopretnings- og resiliensfaciliteten og andre finansielle støtteinstrumenter, der er oprettet på euroområde- og EU-niveau, herunder SURE og REACT-EU, samt en øget fleksibilitet i anvendelsen af de resterende EU-midler hjælpe medlemsstaterne med at skabe de rette betingelser for en varig genopretning og styrke modstandsdygtigheden. På længere sigt er det vigtigt, at de understøttende politiske tiltag, reformer og investeringer, der gennemføres i hele euroområdet, kombineres på en måde, der effektivt sætter ind mod makroøkonomiske ubalancer, navnlig når disse er uforholdsmæssigt store.

Alt i alt lader risiciene som følge af covid-19-krisen til at være tiltagende i de lande, hvor der allerede var konstateret (uforholdsmæssigt store) ubalancer. Covid-19-krisen har til en vis grad medført en tilbagegang i den gradvise nedbringelse af ubalancer i mange medlemsstater, som primært har været drevet af den økonomiske ekspansion, der har været siden 2013. Til gengæld lader overophedningspresset relateret til stor vækst i boligpriserne og i enhedslønomkostningerne nu til at udgøre en lavere risiko på mellemlang sigt, og vil måske føre vil nedjusteringer. Selv om presset på kapitalstrømmene og valutakurserne indtil videre har vist sig kortvarigt i 2020, er stemningen på

markedet stadig meget svingende. Derfor skal der ved overvågningen fokuseres på lande, hvor risiciene ser ud til at stige, hvilket overvejende falder sammen med de lande, hvor der allerede var konstateret ubalancer. Samtidig skal udviklingen overvåges nøje i andre medlemsstater, herunder i nogle økonomier uden for euroområdet, hvor betænkelighederne vedrørende holdbarheden over for udlandet i løbet af foråret gav sig udtryk i markedspres, samt i medlemsstater med høje gældsniveauer.

Stigningen i de private og offentlige gældskvoter i 2020 kræver nøje overvågning, men de skaber på nuværende tidspunkt ikke et behov for nye dybdegående undersøgelser. De forhold, der kan udgøre en risiko for makroøkonomiske ubalancer, og som navnlig vedrører stigende gældskvoter, er under forværring, særligt i de lande, for hvilke der allerede er konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. De betydelige stigninger i gældskvoterne i 2020 er i vid udstrækning knyttet til den mekaniske virkning af midlertidige, men store tilbageslag, som nedbringer nævneren i forholdet (BNP). Disse stigninger i den offentlige sektors og i virksomhedernes gæld er også knyttet til tilpasningen oven på det store engangschok fra covid-19-udbruddet og er et resultat af bevidste og midlertidige politiske tiltag (som også knytter sig til foranstaltninger vedrørende bankgarantier og gældsmoratorier) for at afbøde krisens virkninger og forhindre, at pandemien får endnu større konsekvenser for den økonomiske aktivitet, indkomsten og den makroøkonomiske stabilitet på længere sigt. Det er nødvendigt at forhindre recessionen i at blive dybere og mere fastgroet for at forbedre gældsudviklingen på længere sigt, selv om det indebærer umiddelbare midlertidige gældsstigninger.

Der vil blive udarbejdet dybdegående undersøgelser vedrørende medlemsstater, for hvilke der allerede er konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. 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 12 medlemsstater, hvori der blev konstateret ubalancer og uforholdsmæssigt store ubalancer på grundlag af resultaterne af de dybdegående undersøgelser, der blev udarbejdet i februar 2020.[6] Der er i øjeblikket konstateret ubalancer i 9 medlemsstater (**Frankrig, Irland, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige** og **Tyskland**), mens der for **Cyperns, Grækenlands** og **Italiens** vedkommende er konstateret uforholdsmæssigt store ubalancer.

I denne rapport om varslingsmekanismen fremhæves potentielle risikable forhold i en række medlemsstater, for hvilke der ikke vil blive udarbejdet dybdegående undersøgelser. Oven på covid-19-udbruddet er der opstået forhold knyttet til udenlandsk finansiering, som kan udgøre en risiko i visse lande uden for euroområdet. I Ungarn lader samspillet mellem offentlig låntagning og udenlandsk finansiering til at give anledning til nærmere overvågning[7]. Den offentlig gæld finansieres delvist i udenlandsk valuta, hvilket afspejler økonomiens åbenhed og det forhold, at en del af den offentlige og den private sektors indtægter udgøres af udenlandsk valuta. Løbetiden for den offentlige gæld er imidlertid meget kort, og den indenlandske banksektor ligger inde med en stor beholdning af offentlig gæld, mens de officielle reserver i begyndelsen af 2020 lå tæt på de prudentielle minimumsniveauer. Markedspresset er aftaget siden foråret, og der er i øjeblikket ingen klare tegn på risiko for ubalancer.

---

[6] Se "Det europæiske semester 2020: 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(2020) 150 final af 26.2.2020). Der blev i februar også foretaget en dybdegående undersøgelse for Bulgarien, men konklusionen var, at landet ikke længere har ubalancer.

[7] Det er også nødvendigt at se nærmere på samspillet mellem statsfinanserne og udlandet i den dybdegående undersøgelse, der udarbejdes for Rumænien.

Imidlertid kan en sådan risici opstå i fremtiden, og der er derfor behov for nøje overvågning. Konsekvenserne af stigende gældskvoter kræver også overvågning i adskillige medlemsstater, som i øjeblikket ikke er genstand for overvågning inden for rammerne af makroubalanceproceduren. I Belgien ventes såvel den private som den offentlige gæld at stige yderligere til et niveau, der ligger over grænseværdierne. For Danmarks, Finlands og Luxembourgs vedkommende ventes den private gæld at stige til et niveau, der ligger over resultattavlens grænseværdier. Den offentlige gæld ventes at stige yderligere over 60 % af BNP i Slovenien og Østrig. Der er stor usikkerhed om, hvorvidt og i hvor stort omfang denne udvikling vil indebære øgede risici for den makroøkonomiske stabilitet, navnlig fordi der også skal tages hensyn til vækstudsigterne på mellemlang og lang sigt, og hvordan de påvirkes af covid-19-krisen. Selv om den forventede stigning i gældskvoterne kræver nøje overvågning, er det derfor på nuværende stadie ikke nødvendigt at udarbejde dybdegående undersøgelser af flere medlemsstater.

2. ÆNDREDE ØKONOMISKE UDSIGTER: BETYDNING FOR MAKROØKONOMISKE UBALANCER I EUROOMRÅDET

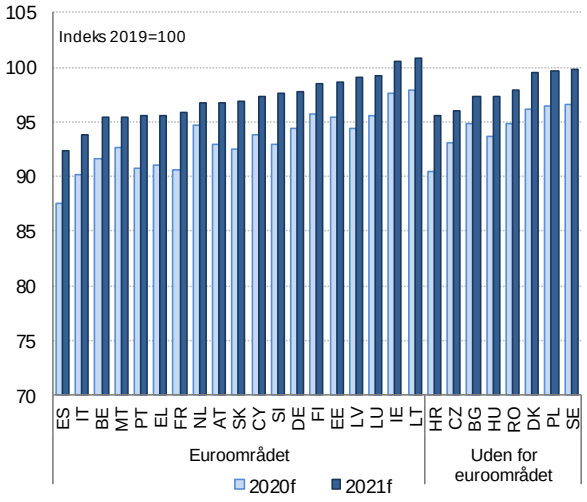
Covid-19-pandemien udgør et enestående chok for økonomien. Udbruddet af pandemien blev i begyndelsen af marts 2020 efterfulgt af restriktive foranstaltninger for at begrænse spredningen, som i de fleste medlemsstater gradvist blev lempet i begyndelsen af maj. De trufne foranstaltninger stod mere eller mindre i forhold til sundhedskrisens alvor, men der var betydelige forskelle mellem landene[8]. Som følge af covid-19-pandemien er et massivt efterspørgselschok, som har påvirket forbruget, blevet forværret af udbudsbegrænsninger i forbindelse med nedlukninger. Forbrugsdynamikken er fortsat afdæmpet sammenlignet med trenden før covid, navnlig med hensyn til tjenesteydelser, hvor det er vanskeligere at undgå menneskelig kontakt. Investeringslysten hæmmes fortsat af betydelig usikkerhed. Den faldende vækst i indkomsterne og i beskæftigelsen og den begrænsede dynamik på eksportmarkederne vil fortsat bremse efterspørgslen på længere sigt. Afbrydelserne i visse værdikæder og afstandsforanstaltningerne på arbejdspladsen påvirker stadig udbuddet, hvilket på sin side hæmmer produktiviteten[9]. EU og andre verdensregioner oplever i øjeblikket et nyt udbrud af pandemien, og der er stor usikkerhed om, hvor alvorlig den vil være, og hvor længe den vil vare. Overordnet set forventes BNP ifølge Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020 at falde med omkring 7,8 % i euroområdet og 7,4 % i EU i 2020. Til trods for den forventede genopretning i 2021 vil BNP ifølge prognosen fortsat ligge under 2019-førkriseniveauet (figur 1)[10]. [11]

Ekstraordinære politiske tiltag har afbødet følgevirkningerne af covid-19-krisen. Der er blevet udvist en enestående politisk handlekraft såvel i EU som i andre større verdensregioner for at forhindre indkomsterne i at kollapse oven på de restriktive foranstaltninger og nedbringe risikoen for større tab af arbejdspladser og virksomhedskonkurser. Regeringerne har ydet finanspolitisk støtte gennem arbejdsfordelingsordninger og øget indkomststøtten til arbejdsløse. Der er givet henstand med betaling af skat og realkreditlån, og der er indført garantier for banklån for at forhindre kreditstramninger. Den Europæiske Centralbank har truffet en bred vifte af støtteforanstaltninger for at opretholde den finansielle stabilitet og velfungerende finansielle markeder, herunder yderligere likviditet til bankerne

[8] Se https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_en. Se også International Monetary Fund, World Economic Outlook, oktober 2020.
[9] Se International Monetary Fund, World Economic Outlook, kapitel 2, oktober 2020.
[10] Europa-Kommissionen, European Economic Forecast, Autumn 2020, Institutional paper 136, november 2020.
[11] Det Forenede Kongerige er ikke medtaget i graferne i de følgende afsnit, da de vedrører gennemførelsen af makroubalanceproceduren i 2021, som finder sted efter overgangsperiodens udløb.

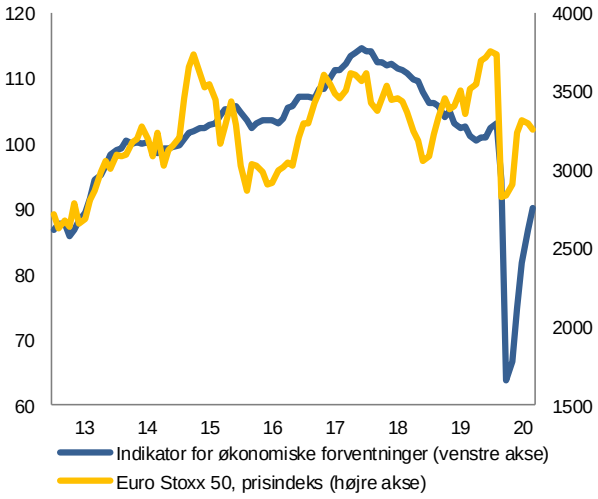
og lempede krav til sikkerhedsstillelse, og har foretaget væsentlige opkøb af aktiver i såvel den private som den offentlige sektor inden for rammerne af programmet for køb af aktiver og pandemiopkøbsprogrammet. De tilsynskrav, der gælder for bankerne under den fælles tilsynsmekanisme, er blevet lempet med henblik på at udligne konjunkturerne. Inden for rammerne af den europæiske stabilitetsmekanisme er der stillet pandemikrisestøtte til rådighed for alle medlemsstaterne i euroområdet, som bygger på kreditlinjen med skærpede betingelser. EU og medlemsstaterne har oprettet tre sikkerhedsnet for arbejdstagere, virksomheder og stater: en facilitet for midlertidig støtte til mindskelse af risiciene for arbejdsløshed i en nødsituation (SURE), en paneuropæisk garantifond under Den Europæiske Investeringsbank og pandemikrisestøtten inden for rammerne af den europæiske stabilitetsmekanisme. Kommissionen har fremsat forslag til nye instrumenter til at fremme genopretningen (NextGenerationEU), som Det Europæiske Råd nåede til enighed om i juli, navnlig en storstilet genopretnings- og resiliensfacilitet. Under faciliteten ydes der lån og tilskud til fremme af reformer og investeringer med henblik på at øge vækstpotentialet, styrke den økonomiske og sociale modstandsdygtighed og lette den grønne og den digitale omstilling, i overensstemmelse med Unionens mål. Der er truffet adskillige andre politiske foranstaltninger, herunder bestemmelser om hurtigere og mere fleksibel anvendelse af de resterende EU-midler, vedtagelsen af midlertidige rammebestemmelser for statsstøtte og aktiveringen af den generelle undtagelsesklausul under stabilitets- og vækstpagten.

Figur 1: BNP sammenlignet med niveauet før krisen (faste priser)



Kilde: Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020

Figur 2: Økonomiske forventninger og aktieindeks, 2013-2020



Kilde: Europa-Kommissionen og ECB, data fra DataStream

Covid-19-udbruddet blev efterfulgt af stærke indledende reaktioner på de finansielle markeder. På de finansielle markeder var der forventninger om en større recession kort efter covid-19-krisens udbrud. Aktiemarkederne styrtdykkede på grund af ændrede forventninger til virksomhedernes indtjening. Kurserne på obligationsmarkederne afspejlede en tilflugt til sikre aktiver med stigende risikopræmier på statsobligationer, som investorerne anså for mere risikobetonede, mens rentespændet på virksomhedsobligationer steg for navnlig de korte rentesegmenter. Udviklingen i valutakurserne afspejlede et pres på de nye vækstmarkeder i en situation med kapitaludstrømninger og store nedjusteringer af olie- og råvarepriserne. Der var også et vist nedadrettet pres på valutakursen for nogle medlemsstater uden for euroområdet. Der kunne navnlig konstateres spændinger med hensyn til

valutakurserne og obligationsafkastet blandt de medlemsstater uden for euroområdet, som har vedtaget fleksible valutakursordninger i en situation med stigende volatilitet i kapitalstrømmene. [12]

Stemningen på de finansielle markeder blev markant bedre oven på de offentlige myndigheders støtteforanstaltninger, og den adskiller sig således fra stemningen i realøkonomien. Aktie- og obligationsmarkederne er steget, efterhånden som risikopræmierne er faldet. Såvel valutamarkederne som råvaremarkederne er blevet stabiliseret. De akkumulerede tab som følge af covid-19-udbruddet er reduceret betydeligt, og markedsvolatiliteten er begrænset. I en situation med massive, rettidige og troværdige indgreb fra de offentlige myndigheders side, lader de finansielle markeder til at være afkoblet fra udviklingen i realøkonomien, som fortsat er omgærdet af betydelige nedadrettede risici (figur 2)[13].

De økonomiske udsigter er behæftet med stor usikkerhed, som knytter sig til udviklingen i pandemien, de politiske tiltag og adfærdsændringer hos de økonomiske agenter. Tilbageslagene i foråret 2020 er endnu ikke kommet fuldt til udtryk, når det kommer til virkningerne for beskæftigelsen, konkurser og bankernes balancer. Det igangværende andet udbrud af pandemien påvirker vækstudsigterne, idet der indføres nye inddæmmende tiltag. Disse tiltag forventes at svække den økonomiske aktivitet og stemningen på kort sigt, hvilket vil påvirke forbruget og investeringerne negativt, om end i mindre omfang end i foråret, eftersom fremgangsmåden indtil videre har været mere målrettet. Derfor ventes væksten i EU's BNP efter et stærkt opsving i tredje kvartal at gå i stå i fjerde kvartal 2020. Samtidig er der risiko for nye handelsrelaterede og geopolitiske spændinger. De finansielle markeder har indtil videre tolket skattemyndighedernes og de pengepolitiske myndigheders vækstfremmende kurs som værende troværdig, og dette risikerer at blive sat over styr, hvis de politiske tiltag ophæves for tidligt. Det kan ikke udelukkes, at risiciene vil blive revurderet, og at der atter opstår finansiel stress, navnlig i lande med stor gæld og en svag udlandsstilling, hvor de store finansieringsbehov ikke kan dækkes tilstrækkeligt på nationalt plan. På den positive side kan større fremskridt med at få kontrol over pandemien og gennemførelsen af ambitiøse og koordinerede politikker i EU give mulighed for en hurtigere genopretning.

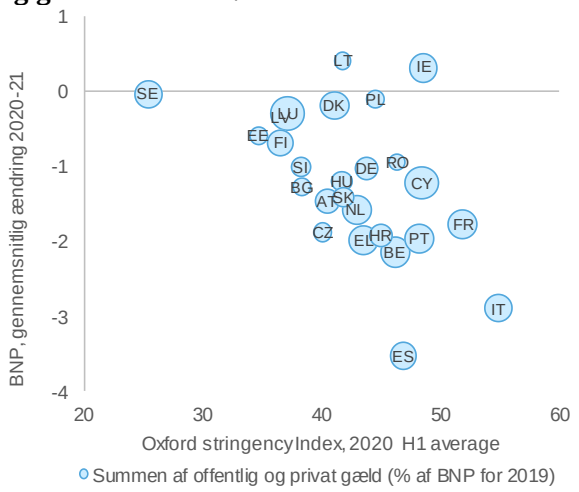
Den aktuelle økonomiske situation har betydning for makroøkonomiske ubalancer. Gældskvoterne for den offentlige og den private sektor stiger i størsteparten af medlemsstaterne. Dette skyldes såvel de rent mekaniske følger af tilbageslagene, hvor nævneren i gældskvoteforholdet (BNP) falder, som den øgede låntagning i den offentlige og den private sektor for at afbøde følgerne af covid-19-krisen. I sidste instans risikerer de forværrede udsigter for den offentlige og den private gæld at smitte af på balancerne i den finansielle sektor, som også vil blive direkte påvirket af covid-19-chokket som følge af nedsat rentabilitet. Samtidig risikerer den udviklingstendens, der blev observeret i adskillige medlemsstater for så vidt angår faldende omkostnings- og priskonkurrenceevne og stærk vækst i boligpriserne, at blive bragt til ende. Dette rejser til gengæld spørgsmål om, hvilke konsekvenser en ændring af dette mønster vil få. Navnlig kan en svag eller negativ udvikling i arbejdsindkomsten svække husholdningernes tilbagebetalingsevne, mens et fald i boligpriserne risikerer at påvirke bankernes balancer, idet

[12] Se også ECB, Financial Stability Review, maj 2020; Bank of International Settlements, Annual Economic Report, juni 2020; og International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, april 2020, opdateret i juni 2020 og oktober 2020.

[13] Kommissionens indikator for økonomiske forventninger er forbedret, men ligger stadig under det gennemsnitlige niveau siden genopretningen i 2013, mens det vigtigste aktieindeks for euroområdet udviser positive tendenser og stort set er på niveau med gennemsnittet for den samme post-2013-periode. Se også International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, opdateret i juni 2020 og oktober 2020.

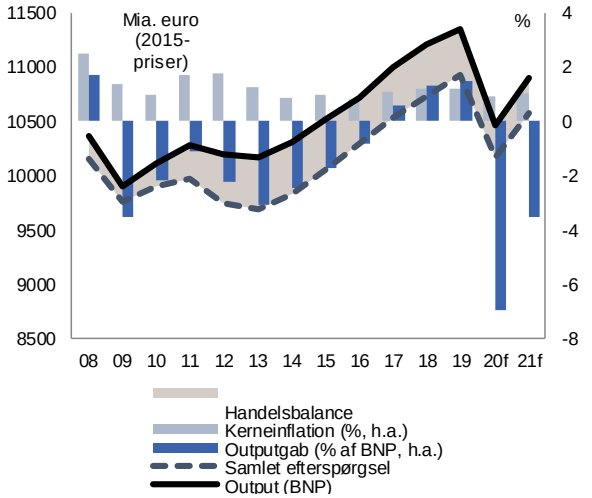
sikkerhedsstillelsen vil blive mindre, navnlig hvis dette sker i lande, hvor husholdningsgælden er stor, eller hvis det foregår ukontrolleret.

Figur 3: Recessioner, Oxford Stringency Index og gældsniveauer før covid-19



Kilde: Eurostat, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020 og Oxford COVID-19 Government Response Tracker

Figur 4: Produktion, indenlandsk efterspørgsel, nettoeksport og kerneinflation i euroområdet



Kilde: AMECO og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020

Anm.: Selv om differencen mellem BNP og indenlandsk efterspørgsel pr. definition bør være lig med handelsbalancen, stemmer dataene ikke fuldt overens som følge af uoverensstemmelser mellem indberetninger i euroområdet.

Covid-19-chokket lader til at øge eksisterende ubalancer i euroområdet.[14] Skønt gældsniveauet ikke lader til at have været en afgørende faktor for styrken af de tilbageslag, der er fulgt efter covid-19, er størsteparten af de lande, der blev hårdest ramt af covid-19-pandemien og var nødsaget til at træffe inddæmmende tiltag, tilfældigvis kendetegnet ved relativt store beholdninger af offentlig eller privat gæld (figur 3). [15] Det betyder, at gældkvoterne på grund af de forholdsvis store tilbageslag navnlig stiger i de lande, hvor gældsbeholdningerne allerede var forholdsvis store. [16] I nogle af de nettodebitorlande,

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

[15] Oxford Stringency Index, som anvendes i figur 3, viser summen af otte inddæmmende tiltag og en sundhedskomponent. Se T. Hale m.fl. (2020), "Variation in government responses to COVID-19". BSG, Working Paper 32 (version 8.0), Blavatnik School of Government, University of Oxford, oktober.

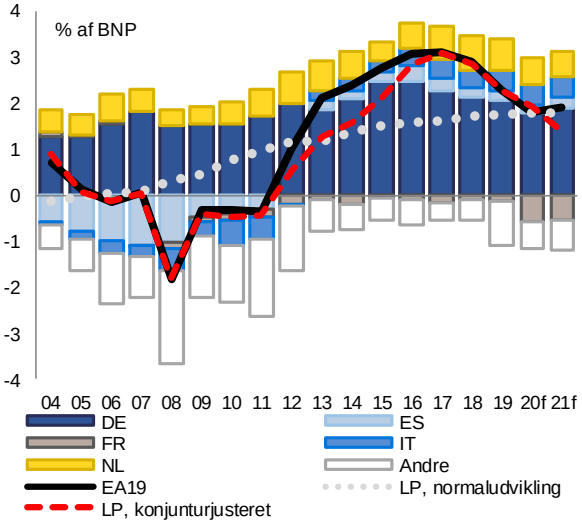
[16] Når der tages højde for omfanget af nedlukningen, kvaliteten af institutionerne og afhængigheden af turismesektoren, lader den offentlige gæld ikke til at have betydning ifølge et tværsnit af determinanterne for størrelsen af tilbageslaget oven på covid-19. Disse resultater bekræfter, at de pengepolitiske myndigheders indgreb til støtte for obligationsmarkederne effektivt har forhindret spændingerne på disse markeder i at forværre

der blev hårdt ramt af pandemien, udgør indtægterne fra turisme desuden en relativt stor del af de samlede indtægter (f.eks. Cypern, Grækenland, Portugal, Spanien). Denne sektor er særlig udsat for virkningerne af covid-19-krisen, hvilket har påvirket disse landes betalingsbalancer. Kort sagt lader covid-19-krisen til at forstærke de eksisterende mønstre i euroområdet hvad angår økonomiske forskelle samt indenlandsk og udenlandsk gældsætning.

Den gradvise nedbringelse af overskuddet på euroområdets handelsbalance forventes at ophøre som følge af det massive fald i den samlede efterspørgsel. Handelsoverskuddet i euroområdet har været faldende siden 2017 og forventes at ligge forholdsvis stabilt i 2020 og 2021. Faldet i BNP i 2020 og stigningen i 2021 forventes at være stort set på linje med udviklingen i den indenlandske efterspørgsel. Udviklingen i importen til euroområdet forventes ligeledes at stå nogenlunde i forhold til eksporten. Euroområdets handelsoverskud forventes derfor ikke at falde yderligere, hvorimod outputgabet ventes at stige i 2020 og at blive større, end det var tilfældet i 2009 efter finanskrisen. Kerneinflationen ventes ligeledes at forblive afdæmpet (figur 4).

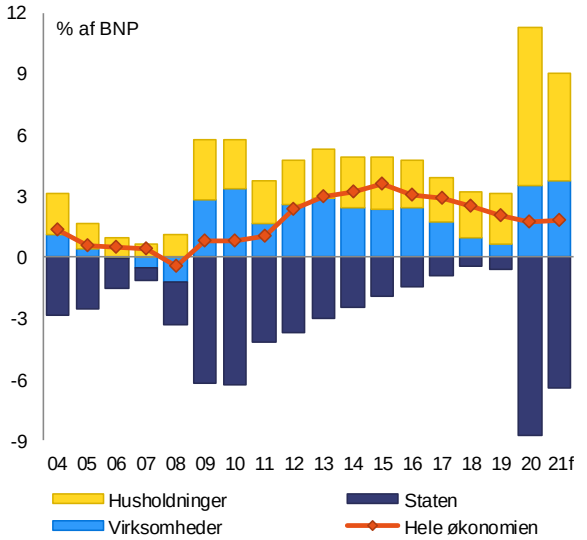
tilbageslagene. Se A. Sapir, "Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?", Policy Contribution Issue no. 18, september 2020.

Figur 5: Udvikling i de løbende poster i euroområdet: opdelt på lande



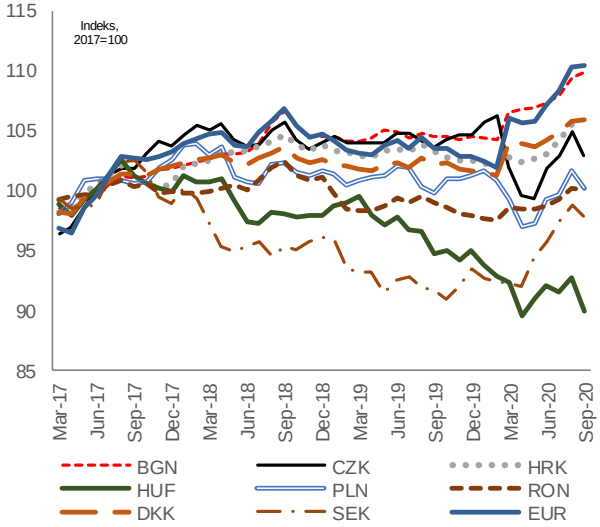
Kilde: Eurostat Balance of Payments og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020.
Anm.: Betalingsbalancetallene for euroområdet for 2020 og 2021 svarer til forventningerne i Europa-Kommissionens efterårsprognose 2020 (justeret), idet der er taget hensyn til uoverensstemmelser mellem de nationale statistikmyndigheders forskellige indberetningsmetoder (se fodnote17).

Figur 6: Nettofordringserhvervelse i euroområdet



Kilde: AMECO, Eurostat og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020
Anm.: Opgørelserne for hele euroområdets økonomi for 2020 og 2021 svarer til forventningerne Europa-Kommissionens efterårsprognose 2020 (justeret). Hvad angår tidligere år svarer opgørelserne for euroområdets samlede økonomi til nettofordringserhvervelsen i Eurostats betalingsbalancedata. Opgørelserne for husholdninger og virksomheder for 2020 og 2021 er beregnet som summen for samtlige eurolande, bortsat fra Malta, som der ikke foreligger data for.

Figur 7: Nominel effektiv valutakurs (NEER)



Kilde: ECB

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster for euroområdet som procent af BNP er faldet siden 2017 og ventes at falde yderligere i 2020. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster steg frem til 2017 i en situation med udbredt gældsnedbringelse og er siden da faldet. I 2019 anslås stillingen på betalingsbalancens løbende poster for euroområdet at udgøre 2,3 % af BNP (figur 5).[17] Mellem 2017 og 2018 kunne faldet i overskuddet på betalingsbalancens løbende poster primært tilskrives udviklingen i handelsbalancen for varer, som navnlig skyldtes handelsspændinger og en større energiregning, mens faldet i 2019 primært kunne tilskrives handelsbalancen for tjenesteydelser. Ikke desto mindre var det løbende overskud på betalingsbalancen for euroområdet i 2019 fortsat det største på verdensplan i pålydende værdi. Selv når der justeres for konjunkturforholdene, lå overskuddet en anelse over normen set ud fra de underliggende økonomiske forhold, som anslås til 2 % af BNP[18]. Hvis der tages udgangspunkt i en uændret politik, ventes det løbende overskud på betalingsbalancen ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2020 at falde yderligere til 1,8 % af BNP i 2020 for derefter at stige en anelse til 1,9 % af BNP i 2021, og det vil derfor falde ned under den estimerede normalstilling. Den forventede reduktion af overskuddet for euroområdet kan til dels tilskrives en lavere energiregning, mens den kraftige stigning i eurokursen, som startede i begyndelsen af 2020, (figur 7) på længere sigt også vil medføre en reduktion af stillingen på den løbende betalingsbalance.

Den geografiske opdeling af det løbende overskud på betalingsbalancen for euroområdet er fortsat stabilt, hvorimod der er sket store ændringer med hensyn til de forskellige økonomiske sektorers bidrag. Overskuddet i euroområdet afspejler primært store, om end støt faldende, overskud i Nederlandene og Tyskland, hvis betalingsbalancer samlet set tegnede sig for 2,7 % af euroområdets BNP i 2019[19]. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster i euroområdet forventes at forblive forholdsvis stabil i alle landene i 2020 og 2021 (figur 5). Denne stabilitet i opgørelserne for betalingsbalancens løbende poster dækker imidlertid over betydelige ændringer i nettofordringserhvervelsen for de forskellige sektorer af økonomien, idet den store stigning i nettofordringserhvervelsen for den private sektor næsten er fuldstændig udlignet af forringelsen af nettofordringserhvervelsen for den offentlige sektor (figur 6). Dette mønster, som er konstateret for euroområdet som helhed, gælder også de enkelte lande. I 2020 kan den store stigning i husholdningernes opsparing overvejende tilskrives nedlukningsforanstaltninger og en begrænset udvikling i forbruget af tjenesteydelser, idet det i forbindelse med denne form for ydelser er vanskeligere at holde fysisk afstand. Samtidig lægger husholdningerne også flere penge til side på grund af den øgede usikkerhed. Stigningen i nettofordringserhvervelsen for virksomheder er dels forbundet med et fald i investeringer, og dels med en stigning i opsparingen som en sikkerhedsforanstaltning. Faldet i offentlige indtægter og de finanspolitiske foranstaltninger, der er truffet for at afbøde covid-19-pandemiens konsekvenser for indkomsterne, medfører et betydeligt fald i nettofordringserhvervelsen for den offentlige sektor. En lignende, men mindre markant udvikling ventes i 2021.

---

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

[18] Ifølge IMF ("External Sector Report 2020") udgør normalstillingen for de løbende poster i euroområdet omkring 1,4 % af BNP.

[19] Summen af de overskud, der er registreret i Nederlandene og Tyskland, er større end overskuddet for euroområdet samlet set, idet nogle medlemsstater registrerede underskud i 2019, se også fodnote 17.

På længere sigt er det for at håndtere de stigende makroøkonomiske risici nødvendigt at sikre en effektiv gennemførelse af EU's støtteforanstaltninger.

- Den aktuelle krise adskiller sig fundamentalt fra finanskrisen i 2008. Finanskrisen var hovedsagelig et resultat af afviklingen af uholdbare ubalancer (overdreven gearing i den finansielle sektor, boligbobler, store og stigende underskud på betalingsbalancen og stigende gæld i den offentlige sektor i opgangstider), hvorimod covid-19-krisen skyldes økonomiske chok som følge af offentlige restriktioner og ændrede adfærdsmønstre, der er knyttet til sundhedsmæssige hensyn. Disse chok har ramt i en tid, hvor der takket være de hidtidige gunstige økonomiske forhold i de fleste tilfælde er skabt ligevægt eller overskud på betalingsbalancen, nedgearingen i finanssektoren i de seneste år har ført til solide kapitalbuffere i banksektoren, gældsnedbringelsen i den private sektor har bragt gældskvoten tilbage på et niveau langt under de toppunkter, der blev observeret før finanskrisen i 2008, og de offentlige gældskvoter er bragt i en nedadgående retning i de fleste medlemsstater i euroområdet.
- På længere sigt er det for at beskytte tilbagebetalingsevnen vigtigt at sikre en økonomisk genopretning og en forbedring af de underliggende økonomiske forhold, hvilket vil kræve en understøttende politisk kurs i hele 2021. Det er afgørende at sørge for en holdbar genopretning, såvel for den offentlige sektor, for så vidt angår udviklingen i de offentlige indtægter, som for den finansielle og ikkefinansielle erhvervssektor, hvis tilbagebetalingsevne afhænger af rentabiliteten, samt for husholdningerne, hvis mulighed for at afvikle realkreditgæld afhænger af udviklingen i beskæftigelsen og i indkomsterne.
- Det er muligt at fremme en varig genopretning og styrke modstandsdygtigheden ved effektivt at udnytte alle de instrumenter, der er oprettet på euroområde- og EU-niveau, og effektivt gennemføre de nødvendige reformer og investeringer. Det er afgørende, at EU-midlerne anvendes til fulde og til de mest produktive formål. Dette vil både styrke midlernes økonomiske indvirkning og mindske risikoen for, at en sådan stigning i udgifterne på kort sigt medfører en uforholdsmæssig stigning i ikkeomsættelige aktiviteter og ubalancer over for udlandet i lande, hvor disse midler tegner sig for en stor del af BNP.
- På længere sigt er det vigtigt, at de understøttende politiske tiltag, reformer og investeringer, der gennemføres i euroområdet, kombineres på en måde, der effektivt imødegår makroøkonomiske ubalancer, navnlig når disse er uforholdsmæssigt store.

3. 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 indikatorer med vejledende grænseværdier for følgende områder: betalingsbalance over for udlandet, konkurrenceevne, gæld i den private sektor, gæld i den offentlige sektor, boligmarked, banksektor og beskæftigelse. Den bygger på ajourførte data af god statistisk kvalitet for at sikre dataenes stabilitet og sammenlignelighed på tværs af lande. I overensstemmelse med makroubalanceforordningen (forordning (EU) nr. 1176/2011) 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.[20] Et sæt af 28 supplerede indikatorer understøtter aflæsningen af resultattavlen.

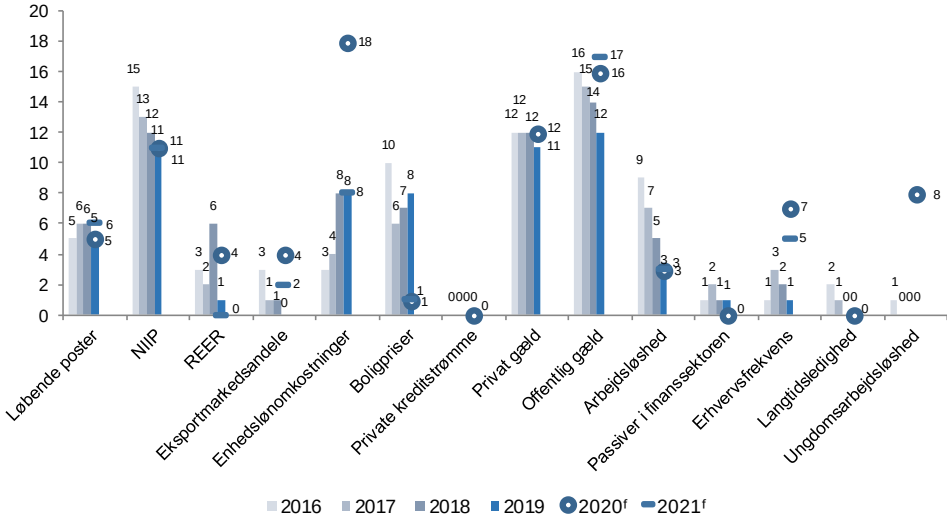
Sammenlignet med rapporterne fra tidligere år gøres der i denne rapport større brug af prognoser og højfrekvensdata for at give mulighed for også at vurdere covid-19-krisens konsekvenser i en situation præget af usikkerhed. Den officielle resultattavle giver ikke mulighed for at vurdere covid-19-krisens konsekvenser, da den kun indeholder data frem til 2019. Værdierne af resultattavlens variable og andre variable, der er relevante for analysen under makroubalanceproceduren for 2020 og 2021, er derfor blevet estimeret på grundlag af Kommissionens prognoser og nowcasting (tekstboks 1 indeholder nærmere oplysninger om de enkelte variable i resultattavlen). Dette er nødvendigt for at få indblik i den aktuelle udvikling, men det er vigtigt at pointere, at sådanne prognoser er behæftet med stor usikkerhed. Ved vurderingen i rapporten tages der ligesom i de foregående år også hensyn til viden fra andre vurderingsrammer samt konklusioner fra eksisterende dybdegående undersøgelser og relevante analyser. Kommissionens analyse er som altid underlagt principperne om gennemsigtighed i analysen og de anvendte data samt forsigtighed med hensyn til konklusionerne på grund af forbehold med hensyn til dataenes kvalitet.

Dataene i resultattavlen antyder, at den seneste korrektion i ubalancerne vedrørende mængder vil ophøre, mens den risiko for overophedning, der har kunnet observeres i de seneste år, forventes at falde som følge af krisen. Når der ses på antallet af værdier i resultattavlen, som i årenes løb har ligget uden for grænseværdierne, tegner der sig visse mønstre (figur 8):

- Den økonomiske ekspansion, der begyndte i 2013, bidrog til at nedbringe de private og de offentlige gældskvoter takket være en positiv nævnereffekt. Dette afspejles af, at antallet af lande, for hvilke gældskvoten lå uden for referenceværdien, er faldet frem til 2019. Covid-19-krisen lader til at bringe en ende på denne tendens.
- Efter at de store underskud på betalingsbalancens løbende poster blev korrigeret i 00'erne, har det seneste årti for nogle økonomiers vedkommende været præget af en akkumulering af store overskud på betalingsbalancens løbende poster, som er blevet nedbragt i de seneste år. Covid-19-krisen ventes ikke at indebære grundlæggende ændringer af denne tilpasning over for udlandet, da den ventes at have begrænsede følger for betalingsbalancen, idet de lande, for hvilke indikatorerne ligger uden for grænseværdierne for stillingen på betalingsbalancens løbende poster og nettostillingen over for udlandet, kun er marginalt påvirkede.
- Som følge af hurtigt stigende enhedslønomkostninger og boligpriser er de relevante grænseværdier blevet overskredet i de seneste år. Det overophedningspres, der er opstået i de pågældende lande, ventes at lette med covid-19-krisen. Dette ses tydeligst på boligpriserne, som ventes at falde, og der ventes færre overskridelser af grænseværdierne. Væksten i enhedslønomkostninger vil muligvis også aftage, men kun efter en midlertidig, men brat stigning i 2020, og mere end halvdelen af medlemsstaterne risikerer at overskride grænseværdien. Denne stigning afspejler den mekaniske effekt af en mærkbart lavere produktivitet, som skyldes, at aktiviteten er fladet mærkbart, mens beskæftigelsen kun er blevet påvirket i mindre grad. Indikatorerne for reale effektive valutakurser ventes at ligge uden for grænseværdierne, primært som følge af udviklingen i de nominelle valutakurser.

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

Figur 8: Antal medlemsstater med variabler uden for grænseværdierne



Kilde: Eurostat og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene (se også tekstboks 1).
Anm.: Antallet af lande med variabler, der ligger uden for grænseværdierne, afspejler tidspunktet for offentliggørelsen af resultattavlen og den relevante rapport. Eventuelle efterfølgende datarevisioner kan indebære, at antallet af værdier, der på grundlag af beregninger af de seneste tal for variablerne ligger uden for grænseværdierne, afviger fra det antal, der er angivet ovenfor. Hvad angår fremgangsmåden vedrørende prognoserne for indikatorerne for 2020 og 2021 henvises til tekstboks 1. For følgende indikatorer foretages der udelukkende prognoser for 2020: kreditstrøm i den private sektor, gæld i den private sektor, den finansielle sektors passiver, langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed.

Tekstboks 1: Nowcasting af de overordnede indikatorer i resultattavlen

For at styrke de fremadskuende aspekter i forbindelse med analysen af resultattavlen bygger analysen i denne rapport så vidt muligt også på prognoser og fremskrivninger vedrørende 2020 og 2021 og "nowcasting" vedrørende det indeværende år. Opgørelserne bygger på Kommissionens efterårsprognose 2020, for så vidt som de foreligger. Er dette ikke tilfældet, bygger opgørelserne på nowcasting af referenceindikatorer, som er specifikt udviklet af Kommissionens tjenestegrene med henblik på denne rapport om varslingsmekanismen.

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

I de tilfælde, hvor variablen vedrører en ændring over flere år (f.eks. ændring over 5 år for eksportmarkedsandele), er det kun komponenten for 2020 og 2021, der bygger på prognoser, mens komponenterne for 2019 eller tidligere år bygger på de data fra Eurostat, der ligger til grund for resultattavlen.

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

Indikator	Metode	Datakilder
Løbende poster, % af BNP (3-årigt gennemsnit)	Værdier fra Kommissionens efterårsprognose vedrørende stillingen på betalingsbalancens løbende poster (betalingsbalancekonceptet)	AMECO
Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	Kommissionens efterårsprognoser vedrørende nettofordringserhvervelsen for hele økonomien viser den ændring af nettostillingen over for udlandet, der afspejler transaktioner; øvrige	AMECO, Eurostat

	virkninger (f.eks. værdireguleringer) medregnes frem til 2. kvartal 2020 og antages derefter at være 0.	
Real effektiv valutakurs, 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose	AMECO
Eksportmarkedsandele, % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	Opgørelserne bygger på Kommissionens prognoser for i) den pålydende værdi af eksporten af varer og tjenesteydelser (V&T) for EU-medlemsstaterne (nationale regnskabstal) og ii) eksportvolumen (V&T) for resten af verden, omregnet til nominelle niveauer ved hjælp af Kommissionens deflator for US-import og prognoser for EUR/USD-kursen.	AMECO
Nominelle enhedslønomkostninger, indeks (2010=100) (procentvis ændring over 3 år)	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose	AMECO
Boligprisindeks (2015=100), deflateret (procentvis årlig ændring)	Modelbaserede prognoser beregnet på grundlag af en model for boligvurderinger, der er delt med medlemsstaterne inden for rammerne af EPC LIME Working Group. Prognoserne viser den forventede procentvise ændring i de reale boligpriser på basis af økonomiske nøgletal (befolkning, prognose for disponibel indkomst, boligmasse, lang rente og prisdeflatoren for udgifter til forbrug i den private sektor) samt fejlkorrektionsleddet, der fanger prisernes tilpasning til deres langsigtede relation til nøgletallene.	Eurostat, Kommissionens tjenestegrene.
Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Opgørelserne for 2020 er et udtryk for kreditstrømmene mellem 1. kvartal 2020 og 3. kvartal 2020 og bygger på konsoliderede data fra ECB's kvartalsmæssige sektorregnskaber for 1. og 2. kvartal 2020 samt referenceværdier for visse komponenter af kreditstrømme fra 3. kvartal 2020. I sidstnævnte tilfælde er der ved estimeringen af komponenterne vedrørende banklån i 3. kvartal 2020 anvendt ECB BSI-data vedrørende lånestrømme fra MFI'er til den private sektor og ved estimeringen af udstedelsen af obligationer i 3. kvartal 2020 anvendt ECB SEC-data vedrørende udstedelsen af gældsinstrumenter (nominelt).	ECB (QSA, BSI, SEC)
Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Opgørelserne for 2020 repræsenterer gælden i den private sektor ved udgangen af 3. kvartal 2020. De bygger på konsoliderede data fra ECB's kvartalsvise sektorregnskaber for 2. kvartal 2020. Tallene fremskrives til 3. kvartal 2020 under anvendelse af opgørelser for banklån (ECB BSI) og data vedrørende obligationsforpligtelser (ECB SEC).	ECB (QSA, BSI, SEC)
Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose	AMECO
Ledighed (3-årigt gennemsnit)	Værdierne stammer fra Kommissionens efterårsprognose	AMECO
Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis årlig ændring)	Opgørelserne for 2020 repræsenterer ECB-data vedrørende stigning i MFI'ernes passiver frem til september 2020.	ECB (BSI)
Erhvervsfrekvens, % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (ændring i pp. over 3 år)	Ændringstakten for 2020 og 2021 bygger på Kommissionens efterårsprognose vedrørende ændringen i den samlede arbejdsstyrke (alle aldre) minus Kommissionens efterårsprognose vedrørende den samlede befolkningsændring (15-64 år).	AMECO
Langtidsledighed, % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring i pp. over 3 år)	Nowcastingen for 2020 bygger på de seneste data (1. og 2. kvartal 2020 under antagelse af en konstant sats for resten af året)	Eurostat (LFS)

Ungdomsarbejdsløshed, % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring i pp. over 3 år)	Nowcastingen for 2020 bygger på de seneste data (jan-sept. 2020 under antagelse af en konstant sats for resten af året)	Eurostat (LFS)

3.1 Situation over for udlandet og konkurrenceevne

Stillingen på betalingsbalancens løbende poster var overordnet set forholdsvis stabil i 2019. Efter at der i 2018 generelt var en tendens til svækkelse af stillingen på den løbende betalingsbalance som følge af et fald i eksportefterspørgselen på verdensplan og stigende oliepriser, kunne der mellem 2018 og 2019 ikke observeres et tydeligt mønster i udviklingen, og ændringerne forblev relativt begrænsede (figur 10). I 2019 blev der observeret betydelige forbedringer i Bulgarien, Danmark og Litauen, mens den løbende betalingsbalance for Cyperns vedkommende blev endnu mere negativ. Nogle af de store overskud blev reduceret en smule, herunder i Nederlandene og Tyskland.

- **For kun to medlemsstaters vedkommende lå indikatoren for underskuddet på betalingsbalancens løbende poster under resultattavlens nedre grænseværdi i 2019.** Det store underskud i Cypern steg yderligere i 2019, og det treårige gennemsnit forblev således under resultattavlens grænseværdi og under den respektive normalstilling for den løbende betalingsbalance og den stilling, der skal til for at bringe NIIP inden for den prudentielle tærskel inden for de næste 10 år[21]. Rumænien kunne registrere en mindre forringelse af stillingen på den løbende betalingsbalance, og det treårige gennemsnit bevægede sig således ned på grænseværdien i 2019. Samtidig er denne stilling også markant værre end den respektive normalstilling.
- **I 2019 var underskuddet på den løbende betalingsbalance for de fleste medlemsstaters vedkommende over de landespecifikke benchmarks, dog med visse påfaldende undtagelser** (figur 9).[22] Den konjunkturjusterede saldo på de løbende poster lå for det meste tæt på eller over den faktiske saldo, hvilket afspejler de negative følger af, at konjunkturforløbet er på vej ind i en aftagende fase.[23] Stillingen på betalingsbalancens løbende poster for Cypern og Rumænien ligger under den normalstilling, der kan udledes af de underliggende forhold. Cyperns, Grækenlands og Portugals underskud ligger under det niveau, der skal til for at bringe NIIP på et forsvarligt niveau[24].

[21] Der redegøres nærmere for de metoder, der ligger til grund for de landespecifikke prudentielle tærskler for nettostillingen over for udlandet, i fodnote 25.

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

[23] 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.

[24] Det store underskud, der blev registreret for Irland i 2019, skyldes engangseffekter relateret til multinationale selskabers aktiviteter. Differencen mellem den faktiske stilling på de løbende poster og den stilling, der kræves for at opnå en stabil NIIP, afhænger af, hvilken tidshorisont der tages udgangspunkt i. Eksempelvis kræves der for at

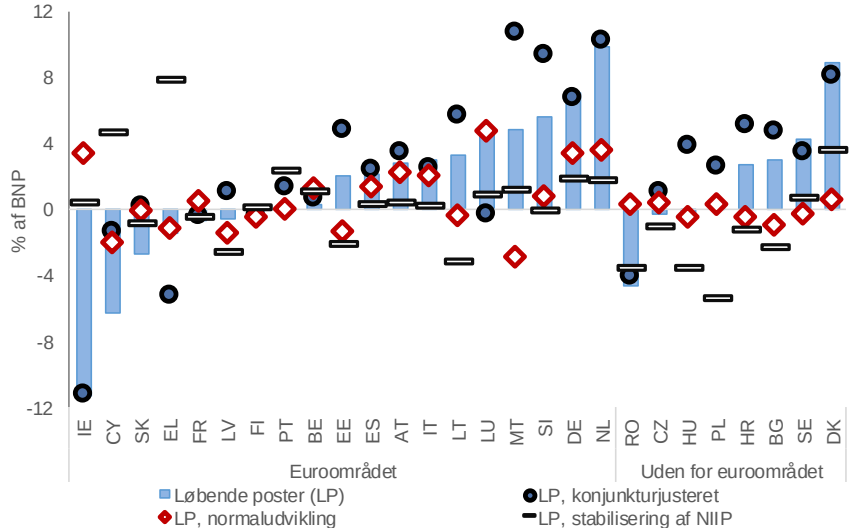
- **For tre EU-landes vedkommende ligger overskuddet på betalingsbalancens løbende poster fortsat over resultattavlens øvre grænseværdi og de landespecifikke benchmarks.** Det har været tilfældet for Danmark, Nederlandene og Tyskland i knap ti år. I Danmark steg overskuddet i 2019, mens stillingen på den løbende betalingsbalance for Nederlandenes og Tysklands vedkommende gradvist er fortsat med at falde. I Nederlandene påvirkes stillingen på betalingsbalancens løbende poster også af multinationale selskabers aktiviteter, som indvirker på både handels- og indkomstbalancen.

Prognoserne peger i retning af en vis stabilitet i opgørelserne for de løbende poster i 2020 og 2021, men der kan observeres væsentlige ændringer med hensyn til de forskellige økonomiske sektorers bidrag til stillingen på betalingsbalancen. Covid-19-krisen har forårsaget et stort fald i såvel eksporten som importen, som stort set modsvarer hinanden. Selv om der ikke sker større ændringer i EU-landenes nettofordringserhvervelse samlet set, kan der observeres markante ændringer af nettofordringserhvervelsen for de enkelte sektorer af økonomien. I 2020 kan der observeres et betydeligt fald i den offentlige sektors nettofordringserhvervelse som følge af de støtteforanstaltninger, der er blevet truffet for at afbøde følgerne af den bratte nedtur. Dette er blevet opvejet af en større nettoopsparing i husholdningerne og virksomhederne (figur 11).

- **Stillingen på den løbende betalingsbalance for nogle nettodebitorlande, som er meget afhængige af eksport af turismetjenester, forventes at blive forringet.** Dette er navnlig tilfældet for Cypern, Grækenland, Kroatien og Malta.

- **Store overskud ventes at falde i 2020** med betydelige fald i Nederlandene og Tyskland i 2020 og 2021 samlet set.

Figur 9: Stilling på de løbende poster og benchmarks i 2019

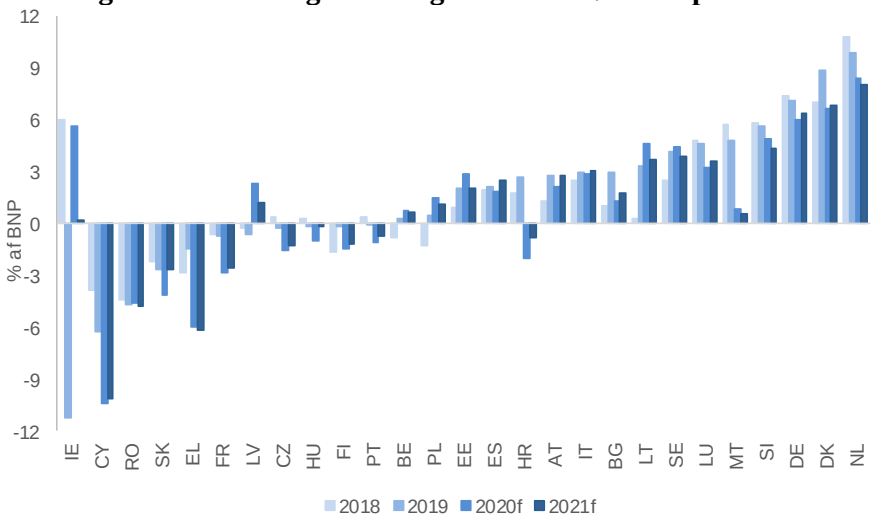


Kilde: Eurostat og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet efter stillingen på de løbende poster i 2019. Konjunkturjusteret LP: se fodnote 23. Normaludvikling LP: se fodnote 22. Benchmarket for stabilisering af NIIP LP er defineret som den saldo, der skal til for at stabilisere 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.

---

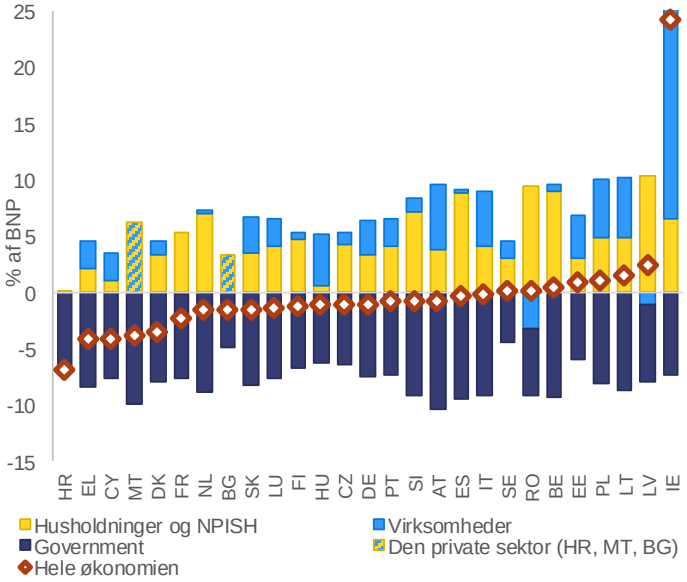
opnå en stabil NIIP for Grækenland, som ligger over den prudentielle tærskel inden for en 20-årig periode, et overskud på 1,7 % af BNP, mens underskuddet for en 10-årig periode skal ligge på 7,7 % af BNP.

Figur 10: Udvikling i betalingsbalancens løbende poster



Kilde: Eurostat, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020 og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra stillingen på den løbende betalingsbalance i 2019.

Figur 11: Ændring i nettofordringserhvervelse pr. sektor mellem 2019 og 2020



Kilde: AMECO og Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020
Anm.: For Irland ligger en del af ændringen i virksomhedernes nettolåntagning uden for figurens område.

Nettostillingen over for udlandet (NIIP) er forbedret for de fleste medlemsstaters vedkommende, men der er stadig store passiver over for udlandet, og krisen risikerer at forværre denne situation. NIIP blev for de fleste EU-landes vedkommende fortsat forbedret i 2019, idet stillingen på betalingsbalancens løbende poster lå over det niveau, der skal til for at stabilisere NIIP. Samtidig steg det nominelle BNP, mens nogle lande nød godt af meget positive værdireguleringer. Alligevel er nettostillingen over for udlandet generelt set yderst negativ for en række EU-lande. I 2019 lå NIIP-værdien for 11 medlemsstaters vedkommende under resultattavlens grænseværdi på -35 % af BNP, hvilket er et land mindre end i 2018. I disse lande ligger værdierne under det niveau, der kan udledes af

de underliggende forhold ("NIIP-normen"), og i de fleste tilfælde også under de respektive prudentielle tærskler (figur 12).[25] Krisen forhindrer, at der sker forbedringer af de negative NIIP i forhold til BNP.

- For nogle eurolande er **NIIP fortsat ekstremt negativ** og udgør mere end -100 % af BNP, bl.a. Cypern, Grækenland, Irland og Portugal. I disse fire lande ligger NIIP langt under både NIIP-normen og de prudentielle tærskler. For Irlands og Cyperns vedkommende afspejler nettostillingen over for udlandet i vid udstrækning multinationale selskabers grænseoverskridende finansielle relationer og SPV-selskabernes store betydning. Disse fire lande er sammen med Spanien kendetegnet ved en stærk overrepræsentation af gældsforpligtelser over for udlandet, hvilket fremgår af den meget negative NIIP eksklusive ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI)[26]. I Grækenland tegner statens store udlandsgæld, som generelt er ydet på meget lempelige vilkår, sig for hovedparten af NIIP[27]. I 2020 vil det forventede kraftige fald i BNP formodentlig have negativ indvirkning på deres NIIP i forhold til BNP, som generelt forventes at blive forværret.

- I de lande, hvis **NIIP er lidt mindre negativ**, men stadig uden for resultattavlens referenceværdi, ligger den under det niveau, der kan forventes ud fra de landespecifikke økonomiske forhold, men i nogle tilfælde tæt på eller over de prudentielle tærskler. Disse lande, primært Kroatien, Letland, Polen, Rumænien, Slovakiet og Ungarn, men også andre central- og østeuropæiske lande samt de baltiske lande, er typisk store nettomodtagere af udenlandske direkte investeringer, og NENDI-værdierne er derfor mere gunstige. Der ventes hovedsagelig lette til moderate ændringer for disse landes vedkommende i 2020.

- Hovedparten af de **meget positive NIIP** fortsatte med at stige i 2019. Tyskland, Danmark og Nederlandene registrerede positive NIIP over 70 % af BNP. Stigningen i 2019 understøttes desuden af betydelige positive værdireguleringer. For Belgiens, Maltas og Luxembourgs vedkommende overstiger NIIP 50 % af BNP. I alle disse tilfælde ligger NIIP tydeligt over de respektive normer, dvs. over det niveau, der kan udledes af de underliggende økonomiske forhold i det pågældende land.

Covid-19-udbruddet blev i nogle lande uden for euroområdet efterfulgt af spændinger relateret til låntagning i udlandet. Da covid-19-krisen brød ud, oplevede de fleste nye vækstøkonomier med flydende valutakurser kapitalflugt og kursfald. Markederne forventede, at de pengepolitiske myndigheder ville skulle veksle mellem at understøtte deres økonomier og stabilisere deres valutaer.

---

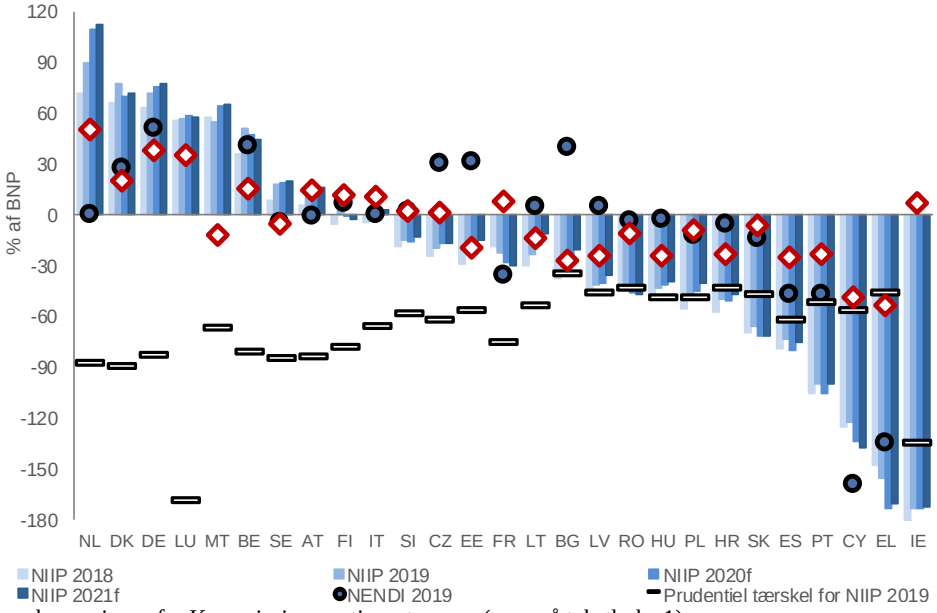
[25] Der opnås en NIIP, der er i overensstemmelse med underliggende forhold, ved at betalingsbalancens løbende poster i en længere periode følger normaludviklingen (se også fodnote 22). De prudentielle tærskler for NIIP bestemmes ud fra en maksimering af signalstyrken i forbindelse med forudsigelser af betalingsbalancekriser, idet der tages hensyn til landespecifikke oplysninger sammenfattet ved indkomst pr. indbygger. For metoden til beregning af en NIIP-beholdning i overensstemmelse med de underliggende forhold, se A. Turrini og S. Zeugner (2019), "Benchmarks for Net International Investment Positions", European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

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

[27] Forværringen af NIIP for Grækenland i 2019 er i vid udstrækning relateret til negative værdireguleringer.

Der kunne også konstateres spændinger med hensyn til valutakurserne blandt de medlemsstater uden for euroområdet, som har vedtaget fleksible valutakursordninger. Særligt i marts og april faldt valutakurserne, navnlig i Ungarn, om end presset tog af, og valutakurserne blev mere stabile i maj. I nogle tilfælde steg kurserne i de efterfølgende måneder. Selv om spændingerne på finansmarkederne og dermed risiciene relateret til udenlandsk finansiering lader til efterfølgende at være aftaget, vil enkelte medlemsstater uden for euroområdet stadig kunne ende i en sårbar position, i tilfælde af at der atter skulle opstå en øget risikoaversion på de globale finansmarkeder eller volatile kapitalstrømme. Adskillige forhold, herunder et muligt behov for udenlandsk finansiering i navnlig den offentlige sektor, og adgangen til valutareserver kan spille en rolle i den forbindelse.

Figur 12: Nettostilling over for udlandet (NIIP) i 2018-2021 og benchmarks i 2019



Kilde: Eurostat og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene (se også tekstboks 1).
Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra NIIP i forhold til BNP i 2019. NENDI er NIIP eksklusive ikkemisligholdelige instrumenter. For begreberne NIIP-norm og prudentielle tærskler for NIIP henvises til fodnote25. NENDI-værdierne for Irland, Luxembourg og Malta ligger uden for figurens område.

Enhedslønomkostningerne steg fortsat kraftigt i adskillige EU-økonomier i 2019, men denne udvikling er i færd med at aftage som følge af covid-19-krisen. Ifølge resultattavlen lå indikatorværdien for vækst i enhedslønomkostninger uden for grænseværdien for otte lande i 2019, hvilket er det samme antal som i det foregående år: Bulgarien, Estland, Letland, Litauen, Luxembourg, Rumænien, Slovakiet og Tjekkiet. For alle disse landes vedkommende, bortsat fra Luxembourg, lå indikatoren allerede uden for grænseværdien i 2018. Væksten i enhedslønomkostninger er siden 2013 steget i de baltiske lande såvel som i adskillige central- og østeuropæiske lande i en situation med stor økonomisk vækst, stramme arbejdsmarkeder og mangel på kvalificeret arbejdskraft.

Efter covid-19-krisens udbrud forventes denne udvikling at blive markeret af en engangsstigning i enhedslønomkostningerne i 2020 efterfulgt af en mere moderat udvikling. Væksten i enhedslønomkostninger forventes som følge af covid-19-krisen at stige markant i hele EU i 2020, idet produktiviteten falder næsten overalt. Denne udvikling ventes imidlertid delvist at vende i 2021, da produktiviteten i takt med den forventede økonomiske genopretning vil stige. Dette vil føre til et markant fald eller stagnering i enhedslønomkostningerne i en situation, hvor lønningerne også vil stige langsommere (figur 13, øvre hjørne).

- **Lønvækst var fortsat den stærkeste drivkraft for væksten i enhedslønomkostninger i mange lande i 2019, men krisen fører nu til en langt mere moderat lønudvikling.** Krisen har bragt en ende på det overophedningspres, der kunne observeres frem til 2019. Lønningerne og de øvrige lønomkostninger forventes at stige mere moderat i de fleste EU-lande i 2020 og 2021. For 2020 afspejler dette primært den nedsatte arbejdstid, der ofte er indført i forbindelse med midlertidige arbejdsfordelingsordninger[28]. Under sådanne ordninger bevarer medarbejderne deres job, men arbejder på nedsat tid til lavere løn[29].

- **Der blev fortsat kun registreret begrænsede stigninger i arbejdsproduktiviteten i 2019, og krisen lægger en yderligere dæmper på produktiviteten i 2020.** I 2020 forventes produktiviteten at falde kraftigt i næsten alle EU-landene målt i output pr. ansat. Nedturen i 2020 medfører et fald i forbruget af arbejdskraft. Dette skyldes imidlertid hovedsageligt, at arbejdstiden er faldet, mens der ikke er sket væsentlige ændringer i antallet af beskæftigede[30]. Når produktiviteten måles i output pr. arbejdstime forekommer faldet derfor at være mere moderat (figur 13, fjerde vindue). Den omfattende og udbredte hoarding af arbejdskraft, der kan observeres i hele EU, understøttes af den omfattende anvendelse af statsstøttede arbejdsfordelingsordninger.[31] I 2021 forventes produktivitetstallene at stige i takt med genopretningen. I de fleste tilfælde ventes produktiviteten imidlertid at forblive tæt på eller under niveauet før krisen.

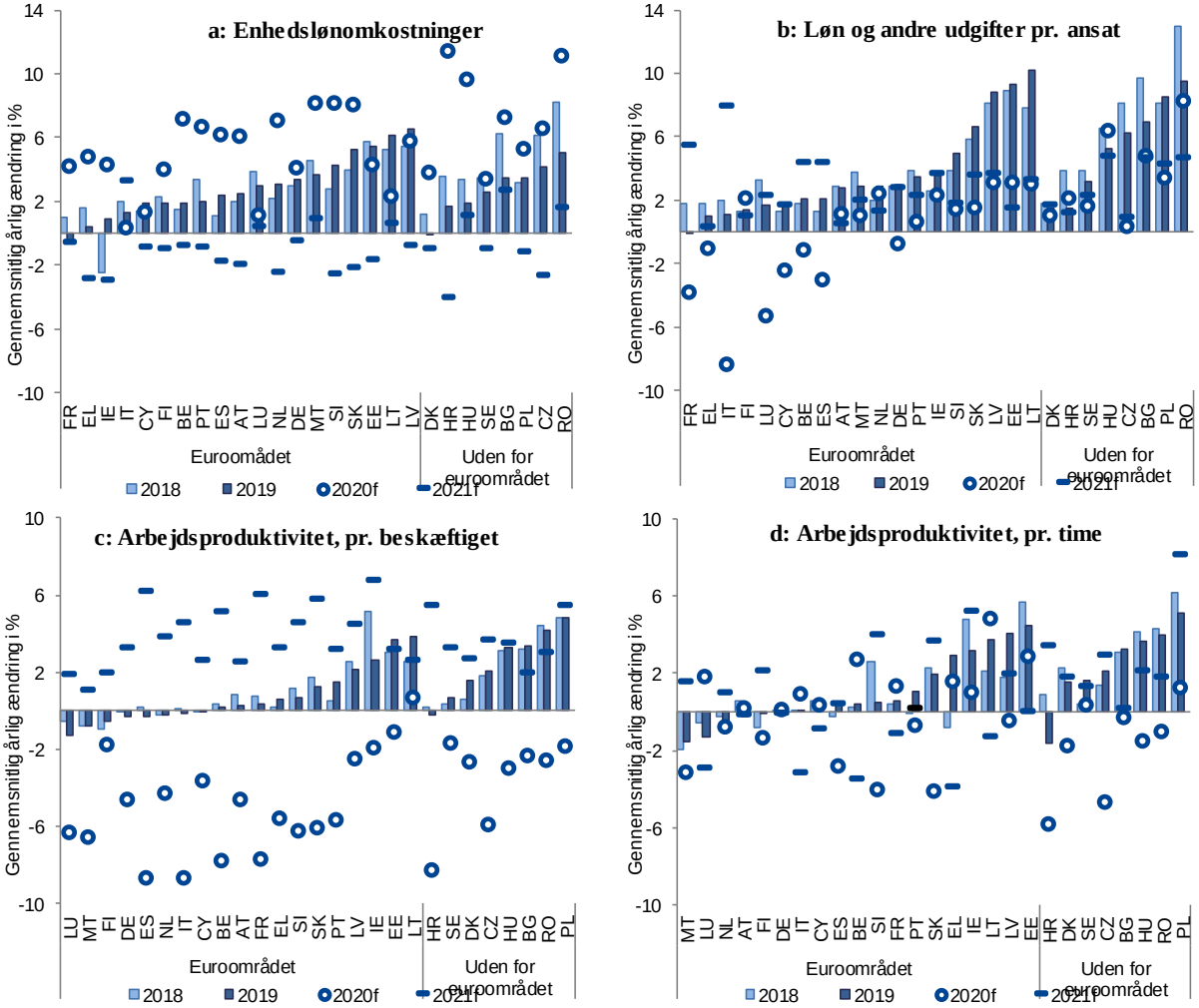
[28] I de ti EU-medlemsstater, hvor der allerede før covid-19-krisen fandtes regler om ydelse af indkomststøtte for arbejde på nedsat tid, blev disse ordninger tilpasset med henblik på at håndtere chok som følge af covid-19. I andre lande blev der indført lignende foranstaltninger på ad hoc-basis (se også tekstboks 2 og Europa-Kommissionen (2020), "Labour Market and Wage Developments in Europe 2020", endnu ikke offentliggjort). Kommissionens nyoprettede SURE-instrument vil bidrage til finansieringen af disse ordninger.

[29] Faldet i de samlede lønomkostninger pr. ansat synes at være mere udtalt i lande, hvor indkomststøtten klassificeres som en offentlig overførsel i stedet for arbejdsindkomst.

[30] Faldet i det samlede antal arbejdstimer i første halvdel af 2020 anslås for euroområdet samlet set generelt at kunne tilskrives et fald på 75 % i det gennemsnitlige antal arbejdstimer, mens resten skyldes et fald i beskæftigelsen. Se ECB (2020), Economic Bulletin, Issue 6/2020.

[31] V. Botelho, A. Consolo og A. Dias da Silva (2020), "A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market", ECB Economic Bulletin, Issue 5/2020, Den Europæiske Centralbank. OECD (2020), "Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) — Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond", 3. august 2020, https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

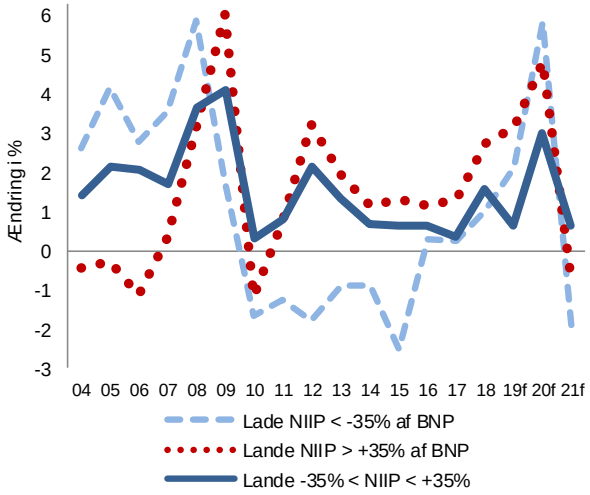
Figur 13: Vækst i enhedslønomkostninger i de senere år, lønomkostninger og produktivitet



Kilde: AMECO, data vedrørende 2020 og 2021 stammer fra Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020. Dataene vedrører antallet af ansatte og beskæftigede.
Anm.: I hver figur er landene opstillet i stigende rækkefølge set ud fra de respektive variable i 2019.

Når der ses på euroområdet som helhed, forventes udviklingen i enhedslønomkostninger at yde et mindre bidrag til genetableringen af balance end tidligere. I 2019 var væksten i enhedslønomkostninger en anelse højere i flere nettokreditorlande, herunder Luxembourg, Nederlandene og Tyskland, end i visse nettodebitorlande, bl.a. Cypern, Grækenland, Irland, Spanien og Portugal. Samlet set for 2020 og 2021 ventes væksten i enhedslønomkostninger imidlertid at vokse i næsten samme tempo i begge landegrupper, og den ventes derfor ikke at bidrage yderligere til genetableringen af balance mellem landenes udlandsstillinger (figur 14). Samtidig er en række nettodebitorlande blandt de hårdest ramte af covid-19-krisen (se også afsnit 2), og de har derfor registreret et større fald i aktiviteten, således at omkostnings- og lønpresset kan formodes at være mindre udtalt i disse lande på længere sigt.

Figur 14: Vækst i enhedslønomkostninger i euroområdet



Kilde: AMECO; data vedrørende 2020 og 2021 stammer fra Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020.
Anm.: DE, LU, NL, BE, MT har en NIIP > +35 % af BNP. FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT har en NIIP mellem 35 % og -35 % af BNP. De resterende lande har en NIIP < -35 % af BNP. Landegrupperingen bygger på gennemsnitsværdier for NIIP i perioden 2017-2019. Nettokreditorlandene har i samme periode gennemsnitligt haft overskud på de løbende poster. Tallene udgør BNP-vægtede gennemsnit for tre grupper af lande.

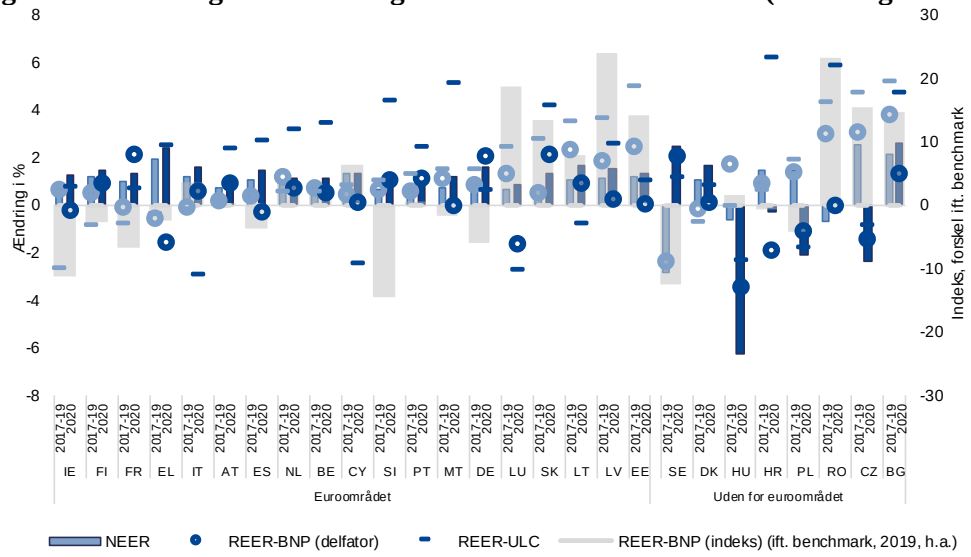
Udviklingen i de reale effektive valutakurser (REER) drives i stigende grad af volatilitet i de nominelle valutakurser. Mellem 2016 og 2018 steg de reale effektive valutakurser i næsten alle medlemsstaterne i lyset af euroens kursstigning (figur 15). Tabet af konkurrenceevne var mest tydeligt målt på enhedslønomkostninger. I 2019 blev konkurrenceevnen imidlertid en anelse forbedret som følge af en kortvarig depreciering af euroen. I lyset af udviklingen i 2019 lå kun Estlands indikator uden for grænseværdien som følge af en stigning i den HICP-baserede reale effektive valutakurs, sammenlignet med seks lande i 2018, hvilket også afspejler en begrænset inflationsudvikling. På længere sigt forventes euroens kursstigning i 2020 at medføre tab af konkurrenceevne på verdensplan for alle eurolande, mens nogle af valutaerne for lande uden for euroområdet er faldet.

- **Nominelle kursfald var almindeligt udbredt i 2019, hvorimod der i 2020 kan observeres større forskelle mellem landene med hensyn til ændringer af valutakursen.** De fleste EU-lande registrerede nominelle kursstigninger i 2019, og disse var endnu mere markante for visse medlemsstater uden for euroområdet, navnlig Rumænien, Sverige og Ungarn. I 2020 begyndte eurokursen at stige igen efter covid-19-udbruddet. Uden for euroområdet har valutaerne hovedsagelig enten fulgt eurokursen, eller også er de steget markant (Sverige) eller faldet betydeligt, navnlig for Ungarns og i mindre grad Polens og Tjekkiets vedkommende.

- **De reale effektive valutakurser målt på enhedslønomkostninger steg i størsteparten af medlemsstaterne i 2019, om end mindre kraftigt end i de senere år, og krisen lægger en yderligere dæmper på denne udvikling.** Navnlig kunne der for en række central- og østeuropæiske lande fortsat konstateres stærkere reale kursstigninger i 2019. Dette omfatter visse eurolande, navnlig de baltiske lande og Slovakiet, og nogle lande uden for euroområdet, navnlig Bulgarien, Rumænien og Tjekkiet. Blandet nettokreditorlandene har kun Malta og Tyskland registreret mærkbare stigninger i de reale effektive valutakurser. Efter forventede stigninger i de reale valutakurser i 2020 i de fleste lande som følge af midlertidige stigninger i enhedslønomkostningerne, ventes den formodede afdæmpede udvikling i enhedslønomkostningerne i 2021 også at føre til mere begrænsede stigninger i de reale valutakurser i de fleste EU-lande.

- **Der kan stadig observeres en indsnævring af pris-omkostningsmarginen i de fleste medlemsstater.** De reale effektive valutakurser målt på enhedslønomkostninger er i de senere år steget kraftigere end målt på BNP. Dette gjorde sig fortsat gældende i 2019, om end i et lavere tempo, hvilket tyder på en yderligere indsnævring af pris-omkostningsmarginen.[32] Denne tendens fortsatte i 2020, navnlig i visse central- og østeuropæiske lande samt i Belgien, Grækenland, Malta og Spanien.
- **På længere sigt tyder REER-opgørelserne også på, at omkostningskonkurrenceevnen vil begynde at yde et mindre bidrag til genetableringen af balance end hidtil.** For 2020 og 2021 ventes de større nettodebitorlande eller de lande, der er blevet hårdere ramt af covid-19-krisen, såsom Frankrig, Italien, Kroatien, Portugal og Spanien, ifølge prognosen kun at registrere få eller slet ingen gevinster i konkurrenceevne i forhold til Nederlandene eller Tyskland.
- **REER-indekserne lader til at ligge over grænseværdierne i primært de medlemsstater, der har været kendetegnet ved længerevarende og kraftige stigninger i de relative priser.** Det gælder navnlig de central- og østeuropæiske lande.

Figur 15: Udvikling i nominelle og reale effektive valutakurser (NEER og REER)



Kilde: AMECO; data vedrørende 2020 og 2021 stammer fra Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020.
Anm.: Landene er opstillet i stigende rækkefølge set ud fra gennemsnitlig årlig ændring i den reale effektive valutakurs (REER) målt efter deflatoren for enhedslønomkostninger mellem 2017 og 2019. De reale og de nominelle effektive valutakurser beregnes i forhold til 37 handelspartnere. Indeksniveauet for de reale effektive valutakurser målt på BNP er udtrykt som den procentvise forskel i forhold til et REER-benchmark, der stemmer overens med de grundlæggende økonomiske forhold. Figuren viser forskellen mellem det observerede REER-niveau og REER-benchmarket: positive værdier er tegn på overvurdering, mens negative værdier er tegn på undervurdering[33].

[32] Skønt en indsnævring af fortjenstmarginen forhindrer omkostningskonkurrenceevnen i at indvirke på bytteforholdet, 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.
[33] Metoden til beregning af disse benchmarks baseret på fundamentaler tager udgangspunkt i noten fra EPC LIME Working Group, "Benchmarks for the assessment of real effective exchange rates", som blev offentliggjort den 15. juni 2020.

Stigningstakten for eksportmarkedsandele aftog i 2019 og ventes at falde yderligere for størsteparten af medlemsstaternes vedkommende. I 2019 blev der for ingen medlemsstaters vedkommende registreret tab af eksportmarkedsandele, der lå under niveauet for grænseværdien i resultattavlen (baseret på den akkumulerede ændring over 5 år). Covid-19-udbruddet skaber dog helt nye handelsforhold, hvilket påvirker eksportmarkedsandelene.

- **Indikatoren for eksportmarkedsandele ventes at falde for omkring halvdelen af EU-medlemsstaterne i 2020.** Krisen har medført et større fald i samhandelen internt i EU end i handelen med lande uden for EU. Det skyldes, at covid-19-krisen indtil videre har haft større konsekvenser for EU end de øvrige verdensregioner. Eftersom EU-landene primært handler med hinanden, er deres vigtigste eksportmarkeder blevet mindre, end det er tilfældet for andre verdensregioner, hvilket også indebærer et tab af eksportmarkedsandele for de fleste EU-medlemsstater.
- **Eksportmarkedsandelene faldt mest markant i lande, som især eksporterer tjenesteydelser, navnlig inden for turismebranchen.** Det er især handelen med tjenesteydelser, der er faldet, og navnlig inden for turismebranchen, som er blevet særlig hårdt påvirket af rejserestriktionerne og forbrugernes ændrede adfærd. Cypern, Grækenland, Frankrig, Italien, Kroatien, Portugal og Spanien ventes at registrere de største tab af eksportmarkedsandele i 2020. Alle disse lande er kendetegnet ved at være meget afhængige af den medtagne turismebranche. Til gengæld ventes Nederlandene og Tyskland at registrere gevinster.

3.2 Gæld i den private sektor og boligmarkedet

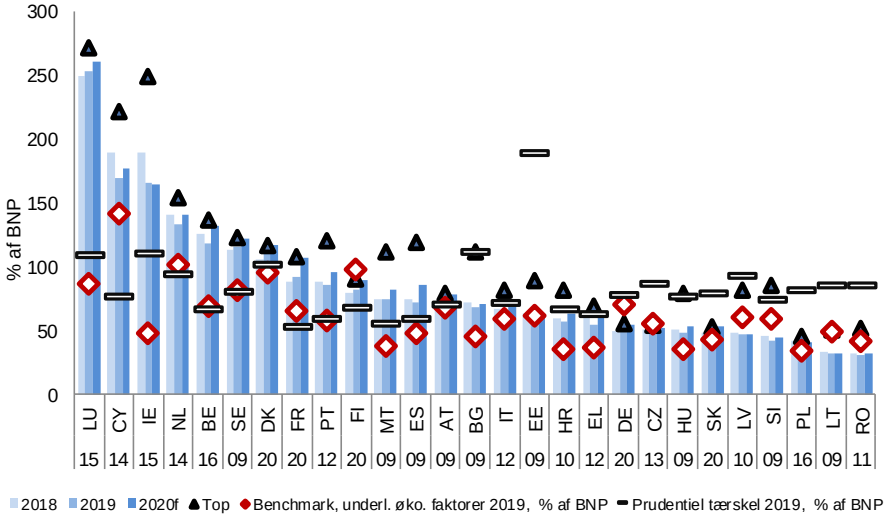
Gælden i den private sektor målt i BNP faldt i størsteparten af medlemsstaterne indtil 2019 i lyset af en gunstig økonomisk udvikling, om end gældsniveauet stadig er højt i nogle lande. For 11 medlemsstaters vedkommende lå indikatorerne uden for resultattavlens grænseværdi for samlet gæld i den private sektor i 2019 sammenlignet med 12 i 2018. For Cyperns, Danmarks, Irlands, Luxembourgs, Nederlandenes og Sveriges vedkommende udgør den private gældskvote over 200 %, hvilket i flere af disse lande bl.a. afspejler multinationale selskabers og SPV-selskabers store betydning. Gældskvoten for Belgien, Finland, Frankrig og Portugal er lavere, men ligger stadig uden for grænseværdien. Gældsniveauerne varierer meget mellem landene som følge af strukturelle landespecifikke forhold, som kan forklare disse forskelle. Gælden lader dog til at være stor i nogle EU-lande, også set i forhold til benchmarks, der tager hensyn til disse landespecifikke økonomiske forhold. I nogle lande forekommer gælden også stor set i forhold til de prudentielle tærskler.[34]

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

- **Den private sektor fortsatte med at nedbringe gælden i 2019, og de fleste EU-lande registrerede lavere gældskvoter.** Faldet i gældskvoten mellem 2018 og 2019 kan hovedsagelig tilskrives vækst i det nominelle BNP ("passiv konsolidering"), idet låntagningen er accelereret i et stigende antal lande i de senere år.
- **I de senere år er låntagningen steget kraftigere, navnlig blandt husholdningerne.** Selv om nettokreditstrømmene for det meste har været positive, faldt gældskvoterne for ikkefinansielle selskaber (NFC'er) i alle EU-landene mellem 2018 og 2019, bortsat fra i Danmark, Finland, Frankrig, Luxembourg, Sverige og Tyskland. Hvad angår husholdningerne er der kun observeret faldende gældskvoter i omkring halvdelen af medlemsstaterne. For husholdningernes vedkommende kan der konstateres en relativt kraftig udvikling i gældsbeholdningen (transaktioner, som påvirker størrelsen af lånet eller udestående gældsinstrumenter) (se rapporten om varslingsmekanismen 2020). Samme mønster gjorde sig gældende mellem 2018 og 2019.
- **Gælden i ikkefinansielle selskaber lå fortsat over benchmarksene i adskillige lande i 2019.** I Belgien, Cypern, Danmark, Frankrig, Irland, Luxembourg, Nederlandene, Malta, Portugal, Spanien og Sverige har gælden i ikkefinansielle selskaber ligget over det niveau, der kan udledes af de underliggende økonomiske forhold, såvel som over de prudentielle tærskler. I 2020 forventes gælden i ikkefinansielle selskaber at ligge tæt på de prudentielle tærskler i Grækenland, Italien, Kroatien og Østrig, og over de prudentielle tærskler i Finland (figur 16). I en række lande, navnlig Belgien, Cypern, Irland, Luxembourg og Nederlandene, påvirkes gældsniveauet i høj grad af grænseoverskridende virksomhedsinterne transaktioner og gæld i SPV'er.
- **Husholdningernes gæld lå fortsat over benchmarksene i adskillige medlemsstater i 2019.** I Danmark, Finland, Frankrig, Grækenland, Nederlandene, Portugal, Spanien og Sverige ligger gælden over benchmarket baseret på fundamentaler og de prudentielle tærskler (figur 21). Husholdningsgælden overskrider de prudentielle niveauer i Belgien og Cypern, mens den er tæt på de prudentielle tærskler i Italien, Tyskland og Østrig. I nogle lande lader husholdningernes gældskvote til at være langt højere, når den måles i forhold til husholdningernes disponible bruttoindkomst. Det gælder navnlig Irland, Luxembourg og Malta.

I 2020 lader gældskvoterne til at stige i de fleste medlemsstater, navnlig blandt ikkefinansielle selskaber. Estimaterne af gældskvoterne for ikkefinansielle selskaber og husholdninger (på grundlag af forhåndenværende oplysninger fra månedlige data vedrørende gældsbeholdningen) peger i retning af ikke ubetydelige stigninger i de fleste EU-lande. Sådanne stigninger i gældskvoterne er i vid udstrækning et mekanisk resultat af et fald i BNP, som udgør nævneren i gældskvoteforholdet. Imidlertid spiller udviklingen i selve gældsbeholdningerne også en rolle, navnlig for ikkefinansielle selskaber. Nettokreditstrømmene ventes at være betydelige i 2020 i de fleste EU-lande, navnlig i Belgien, Finland, Frankrig, Irland, Luxembourg, Spanien og Sverige, og i nogle tilfælde langt større end i 2019.

Figur 16: Gæld i ikkefinansielle selskaber



Kilde: Eurostats sektorregnskaber — lån (F4) plus gældsinstrumenter (F3), AMECO og estimater fra Kommissionens tjenestegrene (se tekstboks 1).
Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra ikkefinansielle selskabers gældskvote i 2019. Årstallet under landekoderne angiver der år, hvor gældskvoten toppede. For en definition af benchmarks baseret på fundamentaler og prudentielle tærskler henvises til fodnote34.

For ikkefinansielle selskaber skyldes det øgede finansieringsbehov i 2020 betydelige tab og mangel på likviditet.

- **Gældskvoterne lader til at stige i 2020, navnlig i lande, hvor covid-19-krisen har større konsekvenser for de ikkefinansielle selskabers fortjeneste og cashflow.** De lande, hvor virksomhedernes driftsresultat forventes at falde betragteligt i 2020, er generelt også dem, der registrerer de største nettokreditstrømme (transaktioner) målt i BNP for 2019 (figur 20).

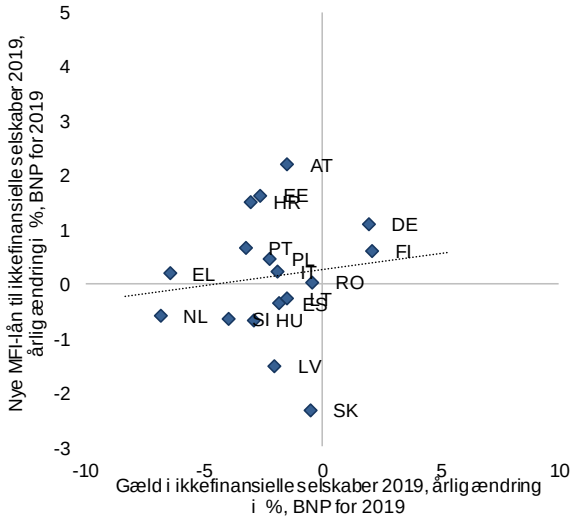
- **De ikkefinansielle selskaber har været nødsaget til at optage lån for at finansiere deres driftskapital til at opbygge likviditetsbuffere, hvilket tyder på, at deres nettogæld ikke er steget lige så kraftigt som bruttogælden.** En del af de lånte midler er gået til at opfylde og styrke deres likviditetsbuffere med henblik på at håndtere den øgede usikkerhed om den økonomiske situation samt til at udnytte de midlertidige særforanstaltninger til støtte for kreditstrømmene. Optagelsen af lån med henblik på at finansiere investeringer har spillet en næsten ubetydelig rolle. Til trods for den betydelige låntagning i 2020 forventes virksomhedernes opsparing således ikke at falde betydeligt. Samtidig forventes virksomhedernes nettoopsparing som følge af færre investeringer at stige i alle EU-landene (figur 11).

- **En række politiske tiltag har gjort det lettere at optage lån.** Foruden de pengepolitiske myndigheders omfattende tilrådighedsstillelse af likviditet til bankerne og tilpasning af tilsynsreglerne har offentlige lånegarantier også bidraget til at opretholde kreditstrømmene, navnlig til fordel for små og mellemstore virksomheder.

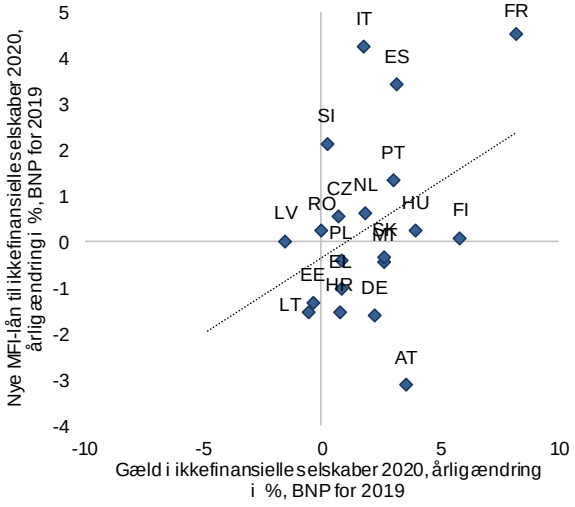
- **Gældsmoratorier har bidraget til at øge gældsdynamikken i 2020.** De ikkefinansielle selskabers mulighed for at udskyde tilbagebetalingen af gæld som følge af de gældsmoratorier, der er indført i hele EU, enten som en offentlig foranstaltning eller på långivernes eget initiativ, medfører en mekanisk stigning i gældsbeholdningerne. Dette bekræftes ved, at der for 2020 kan observeres en meget kraftigere forbindelse mellem ændringen i ikkefinansielle selskabers gæld og "helt nye" MFI-udlån (ekskl. genforhandlinger og tilbagebetalinger) end i 2019 (figur 17 og figur 18). I 2020 var gældsdynamikken således i mindre grad påvirket af tilbagebetalinger end hidtil, formentlig på grund af gældsmoratorierne.

- **På længere sigt ventes udviklingen i gældskvoterne at blive mere begrænset af flere årsager.** For det første ventes den mekaniske stigning i gældskvoterne som følge af faldet i nævneren i gældskvoteforholdet at blive kortvarig, da gældskvoten i 2020 primært stiger som følge af en midlertidig konjunkturnedgang (figur 19). For det andet vil de ekstraordinære foranstaltninger, der er blevet indført i 2020, gradvist blive udfaset. Udløbet af gældsmoratorierne vil føre til øget tilbagebetaling af gæld. Udfasningen af lånegarantierne vil gøre det vanskeligere for virksomheder, der er i økonomiske vanskeligheder, at optage lån. Desuden viser undersøgelser, at lånevilkårene fremadrettet vil blive strammet[35]. For det tredje vil de ikkefinansielle selskaber have mulighed for at udnytte deres likviditetsbuffere som et alternativ til at stifte lån.
- **En længerevarende nedgang i den ikkefinansielle virksomhedssektor risikerer at påvirke investeringsmulighederne og tilbagebetalingsevnen.** Rentabiliteten vil navnlig i servicesektoren være betydeligt svækket, idet denne sektor i højere grad har været udsat for pandemien. Dette kan ikke alene føre til færre investeringer, men også gøre det vanskeligt at tilbagebetale eksisterende gæld. Mere generelt vil udløbet af gældsmoratorierne øge gældsbyrden på grund af akkumulerede renter.

Figur 17: Nye MFI-udlån til ikkefinansielle selskaber ift. udviklingen i ikkefinansielle selskabers gældskvote, 2019



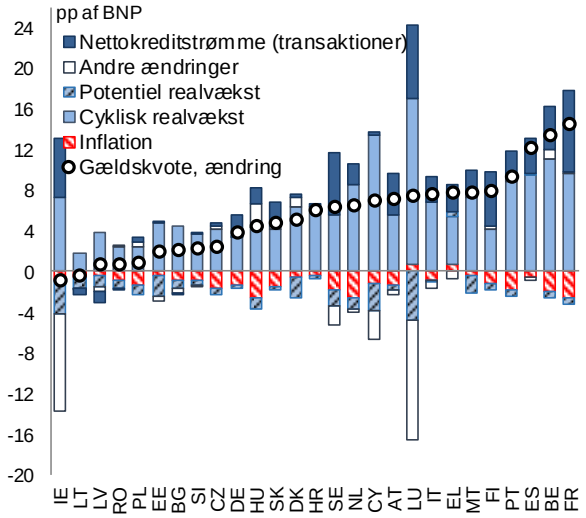
Figur 18: Nye MFI-udlån til ikkefinansielle selskaber ift. udviklingen i ikkefinansielle selskabers gældskvote, 2020



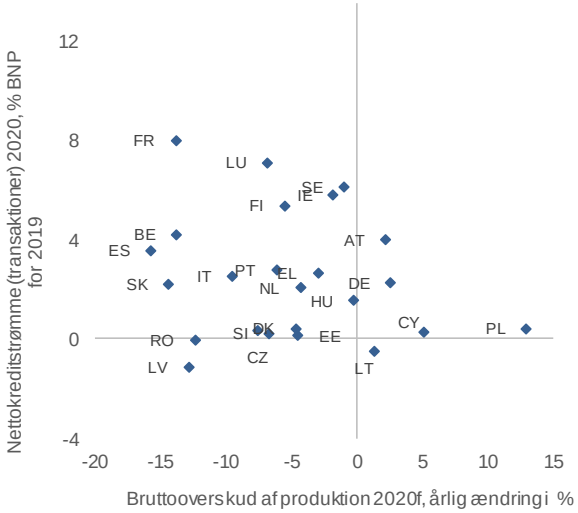
Kilde: ECB MIR-databasen, AMECO, Eurostat og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene (se også tekstboks 1 for prognoser vedrørende privat gæld).
Anm.: Nye MFI-udlån henviser til "helt ny" kredit fra monetære finansielle institutioner (MFI'er) og omfatter kun nye lån, som MFI'er har udstedt til ikkefinansielle selskaber, ekskl. genforhandlinger og tilbagebetalinger. Belgien, Cypern og Luxembourg falder uden for definitionen, og der findes ingen data for Danmark, Irland og Sverige.

[35] ECB (2020): "The euro area bank lending survey — Second quarter of 2020", juli 2020.

Figur 19: Dekomponering af ændringerne i gældskvoten for ikkefinansielle selskaber (2019-2020)

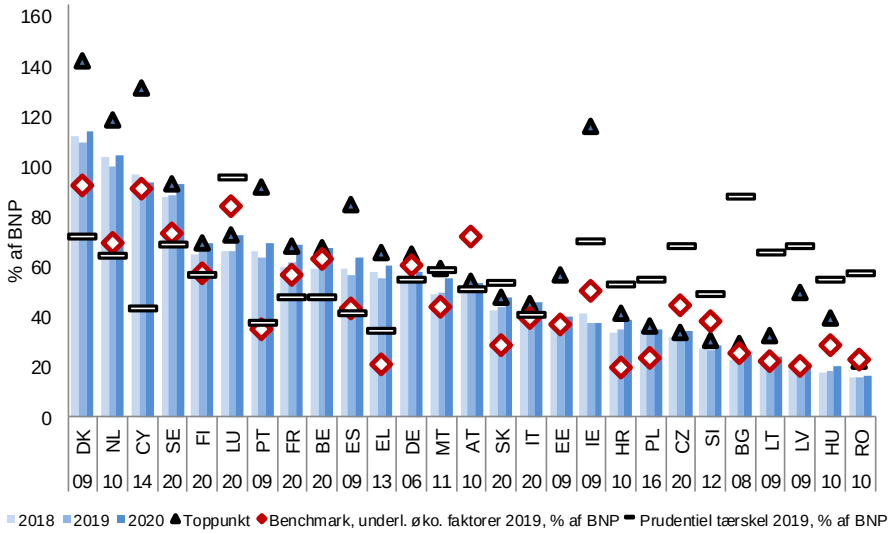


Figur 20: Udvikling i bruttodriftsoverskud i 2020 og nettolångivning (transaktioner) til ikkefinansielle selskaber



Kilde: AMECO, Eurostat og estimater fra Kommissionens tjenestegrene (se tekstboks 1) samt beregninger baseret på ECB's månedlige data vedrørende MFI-udstedelse af lån og andre gældsinstrumenter (strømme) til den private sektor fra BSI-databasen, Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020.
Anm.: Nettokreditstrømme (gældstransaktioner) svarer til transaktioner i forbindelse med lån (F4) og gældsinstrumenter (F3) i Eurostats sektorregnskaber. Der findes ingen oplysninger om ikkefinansielle selskabers bruttodriftsoverskud for Bulgarien, Kroatien og Malta.

Figur 21: Gæld i husholdningerne

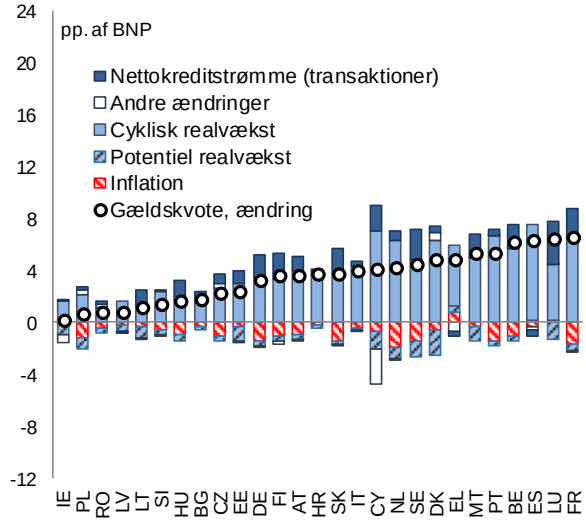


Kilde: Eurostats sektorregnskaber — lån (F4) plus gældsinstrumenter (F3), AMECO og estimater fra Kommissionens tjenestegrene (se tekstboks 1).
Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra husholdningernes gældskvote i 2019. Årstallet under landekoderne angiver der år, hvor gældskvoten toppede. For en definition af benchmarks baseret på fundamentaler og prudentielle tærskler henvises til fodnote 34.

Hvad angår husholdningerne lader covid-19-udbruddet til at have ført til en mere afdæmpet udvikling i låntagningen i lyset af den øgede usikkerhed vedrørende indkomsterne og en øget opsparing.

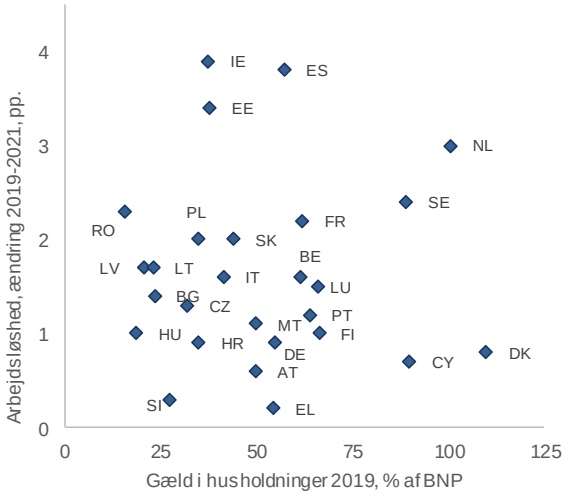
- **Nettokreditstrømmene (gældstransaktioner) til husholdningerne forventes for de fleste EU-lande at ligge tæt på nul eller at være moderate i 2020.** Som det fremgår af figur 22, skyldes de stigende gældskvoter for husholdningerne over hele linjen overvejende faldet i BNP og ikke stigende gælds- og værdipapirtransaktioner, som er forholdsvis begrænsede og lader til at være faldet i næsten alle EU-landene sammenlignet med 2019. Dette fald i husholdningernes låntagning lader til at skyldes øget indkomstusikkerhed kombineret med en øget opsparing, som delvist foretages af sikkerhedshensyn, men også på grund af de restriktive foranstaltninger, som har begrænset forbrugsmulighederne. Forskellene mellem landene kan muligvis skyldes graden af nedlukningsforanstaltningerne og et fald i boligkøbet, forskellige grader af offentlig støtte til husstandsindkomster og lånevilkår samt situationen på boligmarkederne.
- **Husholdningernes låntagning falder til trods for de indførte gældsmoratorier.** Ligesom ved de ikkefinansielle selskaber har gældsmoratorier en positiv effekt på udviklingen i gældsbeholdningen som følge af færre tilbagebetalinger. Derfor lader husholdningernes gældsbeholdning til at falde langsommere.
- **Gældsdynamikken i husholdningerne forventes at være begrænset, og der risikerer at opstå tilbagebetalingsvanskeligheder, efterhånden som situationen på arbejdsmarkedet forværres.** Presset på husholdningernes indkomst vil vare ved til trods for de gunstige finansielle betingelser og de offentlige foranstaltninger til at afbøde krisens konsekvenser for arbejdsmarkedet og husholdningerne. Navnlig forventes arbejdsløsheden efter at være faldet indtil 2020 at stige igen over hele linjen i 2021. Dette vil også afspejle tab af arbejdspladser efter udfasningen af de foranstaltninger, som regeringerne har truffet for at afbøde virkningerne af pandemien, navnlig den økonomiske støtte til arbejdsfordelingsordninger, som i princippet skal forblive midlertidige for at undgå, at man bevarer job i ikkelevedygtige virksomheder. Husholdningerne vil også kunne få vanskeligere ved at tilbagebetale gælden i de lande, som allerede er kendetegnet ved en forholdsvis stor gældsbyrde i husholdningerne (figur 23).

Figur 22: Dekomponering af ændringerne i gældskvoten for husholdninger (2019-2020)



Kilde: Nettokreditstrømme (gældstransaktioner) svarer til transaktioner i forbindelse med lån (F4) og gældsinstrumenter (F3) i Eurostats sektorregnskaber. Andre kilder er AMECO og estimater fra Kommissionens tjenestegrene (se tekstboks 1) samt beregninger baseret på ECB's månedlige data vedrørende MFI-udstedelse af lån og andre gældsinstrumenter (strømme) til den private sektor fra BSI-databasen.

Figur 23: Gæld og ledighed for husholdninger



Kilde: AMECO; data vedrørende 2020 og 2021 stammer fra Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020.

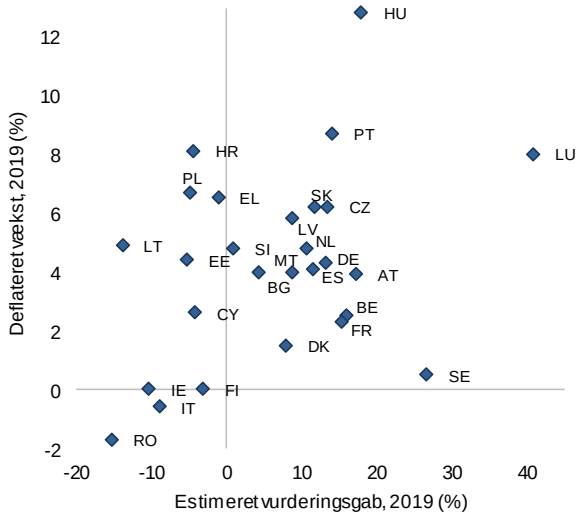
Boligpriserne fortsatte med at stige frem til begyndelsen af 2020, og i nogle tilfælde er stigningstakten steget.

- **I 2019 lå væksten i reale boligpriser over resultattavlens grænseværdi for otte medlemsstaters vedkommende** (Grækenland, Kroatien, Luxembourg, Polen, Portugal, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn), hvilket er en mere end i 2018. Overordnet set bekræfter dette, at den dynamiske vækst i boligpriserne, som har kunnet observeres siden midten af dette årti, er fortsat.
- **Boligpriserne steg i 2019 i næsten alle EU-landene, og de accelererede mellem 2018 og 2019 i størsteparten af medlemsstaterne.** Stigningstakten faldt imidlertid i Bulgarien, Danmark, Irland, Letland, Malta, Nederlandene, Rumænien, Spanien, Slovenien og Tyskland.
- **Den seneste positive trend for væksten i boligpriser har primært været drevet af de underliggende økonomiske forhold.** Lave renter og stigende arbejdsindkomster var de vigtigste faktorer bag den seneste efterspørgsel efter boligtjenester i en situation, hvor boligudbuddet ikke kunne følge med. Den stigende vækst i realkreditlån kunne først rigtig observeres, efter at stigningen i boligpriser viste sig at være en fast tendens og blev mere udbredt i hele EU.
- **Der kan også observeres kraftige stigninger i boligpriserne i medlemsstater, hvor der er tegn på overvurdering** (figur 24). Der blev konstateret et vist fald i boligprisdynamikken mellem

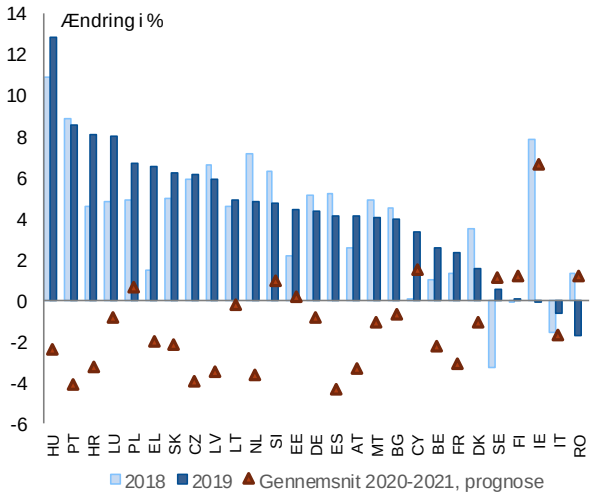
2018 og 2019 i nogle af de lande, hvor der er tegn på overvurdering. Dette var dog ikke tilfældet i andre påfaldende tilfælde, bl.a. Luxembourg og Sverige.[36]

- **Et flertal af medlemsstaterne viste tegn på overvurdering i 2019.** Sammenligninger mellem prisindekser og benchmarks viser omfattende tegn på overvurdering. Boligernes prisoverkommelighed begynder at blive begrænset, hvilket også bekræftes af skøn over prisniveauet. I ca. halvdelen af EU-landene kræves der mere end 10 års indkomst for at købe en bolig på 100 m²[37].

Figur 24: Ændring i boligpriser (deflateret) og vurderingsgab i 2019



Figur 25: Udvikling i boligprisvækst (deflateret)



Kilde: Eurostat og beregninger fra af Kommissionens tjenestegrene.

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 vurderingsgab, der opnås ved den regressionsbaserede model for determinanterne for boligpriser (se fodnote 36). Prognoserne vedrørende boligpriser bygger på den regressionsbaserede model for determinanterne for boligpriser (se fodnote 40).

På længere sigt ventes covid-19-krisen at lægge en dæmper på den seneste prisdynamik, primært på grund af faldende arbejdsindkomster.

- **Kvartalsdata for 2020 viser, at væksten i reale boligpriser er begyndt at aftage i adskillige medlemsstater.** Selv om der i de fleste EU-lande fortsat kunne observeres prisvækst i årets andet kvartal sammenlignet med samme kvartal i 2019, har der for nogles vedkommende allerede kunnet konstateres faldende stigningstakter eller fald i de deflaterede boligpriser. For Cyperns og

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

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

Ungarns vedkommende observeres der årlige nedjusteringer. I over halvdelen af EU-landene kan der observeres en faldende stigningstakt eller generel stagnation. Der tegner sig et mønster med mere udbredte nedjusteringer, når der ses på den kvartalsvise udvikling i første halvdel af 2020, især i Estland, Rumænien og Ungarn, men også i Letland, Portugal, Slovenien og Sverige[38].

- **Estimater af prisniveauet beregnet ud fra salgsprisen bekræfter en begyndende svækkelse af boligmarkedet.** Data vedrørende boligpriserne indtil midten af 2020 afspejler sandsynligvis ikke til fulde covid-19-krisens virkninger, da transaktionerne i mange tilfælde blev indgået før covid-19-udbruddet. Ikke desto mindre peger nyere estimater af den opslåede salgspris også i retning af nedjusteringer i nogle lande. [39]

- **Modelbaserede prognoser for boligpriserne peger også i retning af en opblødning af boligmarkederne i 2021 og på nedjusteringer i langt størsteparten af EU-medlemsstaterne** (figur 25). Faldet i arbejdsindkomster kan i vid udstrækning forklare den forventede afmatning. Udviklingen forventes at stilne af i navnlig de lande, der i dag viser tegn på overvurdering.[40]

I adskillige medlemsstater falder overvurderede boligpriser fortsat sammen med en stor gæld i husholdningerne. Dette er navnlig tilfældet i Belgien, Danmark, Luxembourg, Nederlandene og Sverige. Nederlandene er også kendetegnet ved høje prisniveauer i forhold til den gennemsnitlige husstandsindkomst. I 2019 steg realkreditgælden særlig hurtigt i Bulgarien og i Malta (med over 10 % i forhold til det foregående år), mens den steg med over 5 % i 14 andre lande. I nogle tilfælde har den kraftige vækst taget afsæt i allerede høje niveauer, navnlig i Belgien, Frankrig, Luxembourg, Malta og Tyskland. Med undtagelse af Grækenland og Portugal har en stærke prisvækst været knyttet til stærk vækst i realkreditlån[41].

3.3 Den offentlige sektor

De offentlige gældskvoter faldt yderligere i de fleste medlemsstater i 2019 i en situation med fortsat gunstige økonomiske forhold, men er nu atter begyndt at stige i hele EU, og navnlig i de lande, der blev hårdest ramt af covid-19-krisen. Gældskvoterne lå over grænseværdien på 60 % af

[38] Den kvartalsvise udvikling i deflaterede boligpriser kan være sæsonbestemt. Dette gælder navnlig i Rumænien som følge af sæsonudsvinget i den anvendte deflator, deflatoren fra de nationale regnskaber for udgifter til forbrug i den private sektor. Nyere tal fra Valueguard Hox-boligprisindekset tyder på, at de nominelle boligpriser i Sverige steg med 8,9 % på årsbasis i september 2020.

[39] Disse estimater stammer fra en stratificeret stikprøve opdelt på regioner for huse og lejligheder på højst 600 m². Dataene stammer fra webstedet Idealista.com. For hvert land udgjorde den oprindelige stikprøvestørrelse mellem 1 700 og 2 000 ejendomme. Stikprøvens sammensætning er dynamisk, idet nogle ejendomme ophører med at være ledige, mens andre kommer til. Medianprisen pr. kvadratmeter blev målt over tid mellem april og september 2020 og viser en klart nedadgående tendens for de tre lande, der blev set på.

[40] Prognoserne for boligpriserne foretages af Kommissionens tjenestegrene inden for rammerne af en fejlkorrektionsmodel med anvendelse af følgende variable: befolkning, disponibel indkomst, boligmasse, lang rente og prisdeflatoren for udgifter til forbrug i den private sektor samt residualen fra det estimerede kointegrationsforhold.

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

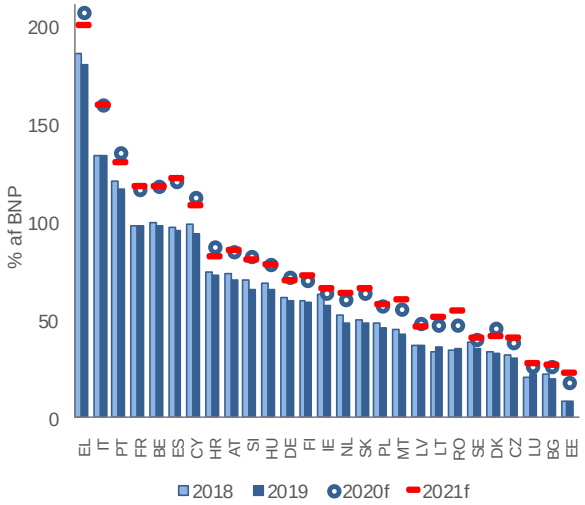
BNP for 12 medlemsstaters vedkommende i 2019 sammenlignet med 14 i 2018. Gældskvoterne for Grækenland, Italien og Portugal lå på over 100 % af BNP. For Belgiens, Cyperns, Frankrigs og Spaniens vedkommende lå den lige under denne tærskel. De øvrige medlemsstater med en gæld på over 60 % af BNP er Kroatien, Slovenien Ungarn og Østrig. I 2019 faldt gældskvoten mest markant (med over 5 procentpoint af BNP) i Cypern, Grækenland og Irland, mens den offentlige gæld forblev uændret i Frankrig og Italien. I 2019, og i nogle tilfælde i årene før, herunder Belgien, Cypern, Frankrig og Portugal, blev der observeret en offentlig gæld på over 60 % af BNP, samtidig med at gælden i den private sektor også lå uden for den respektive grænseværdi i resultattavlen.

De offentlige gældskvoter stiger tydeligt som følge af covid-19-krisen. Det fald i outputtet og i indtægterne, der knytter sig til tilbageslagene i 2020, samt de omfattende støtteforanstaltninger, som regeringerne har truffet for at afbøde følgerne af krisen, ligger til grund for den øgede låntagning og vækst i gældsbeholdningerne i alle EU-medlemsstaterne. Regeringerne har ladt de automatiske stabilisatorer få frit spil under krisen og har ydet direkte budget- og likviditetsstøtte for at afbøde følgerne af sundhedskrisen og af den private sektors faldende forbrug. Samtidig kan en del af stigningen i gældskvoterne i 2020 tilskrives de mekaniske virkninger af det meget lavere nominelle BNP.

- **I alle EU-landene ventes de offentlige gældskvoter ved udgangen af 2021 fortsat at være højere end i 2019, i nogle tilfælde meget højere.** Ved udgangen af 2020 forventes flere medlemsstater at overskride tærsklen på 60 % af BNP, og nogle ventes at overstige 100 %. I 2021 forventes gældskvoterne at blive stabiliseret eller at falde en anelse i omkring halvdelen af landene med hjælp fra genopretningen og et forventet lavere underskud (figur 26). For de øvrige EU-landes vedkommende forventes den offentlige gæld imidlertid at stige yderligere i 2021, navnlig i Rumænien, hvor det store offentlige underskud ventes at stige yderligere næste år og gældskvoten at stige markant, om end fra relativt lave niveauer.
- **Stigningerne i de offentlige gældskvoter forventes generelt at være kraftigere i de lande, hvor gældsniveauet allerede var højt før krisen.** Det afspejler det forhold, at tilbageslagene generelt har været mere alvorlige i disse lande, primært fordi smitten var meget udbredt eller blev efterfulgt af meget stramme inddæmmende tiltag, og fordi disse økonomier i højere grad er afhængige af sektorer såsom turismen. Grækenland, Italien og Spanien forventes at registrere rekordhøje stigninger i de offentlige gældskvoter på over 20 procentpoint af BNP i 2020. Gældsstigningerne afspejler også de gældsforøgende stock-flow-justeringer, som også omfatter former for økonomisk støtte, der ikke medregnes i den offentlige saldo. Dette gælder navnlig Cypern, Danmark, Slovenien og Tyskland.
- **Det er ikke blevet dyrere for den offentlige sektor at skaffe finansiering.** Renten på statsobligationerne var stabil eller faldende i 2019. Efter chokket oven på covid-19-udbruddet og den efterfølgende turbulens på de finansielle markeder i marts og april, steg den markant for visse lande i euroområdet samt visse lande uden for euroområdet. I en situation med lavere volatilitet på de finansielle markeder og oven på de pengepolitiske myndigheders omfattende tiltag er renten igen snævret ind og faldet tilbage på niveauet i begyndelsen af 2020. I nogle tilfælde er den faldet endnu mere, mens den kun i meget få tilfælde er steget.

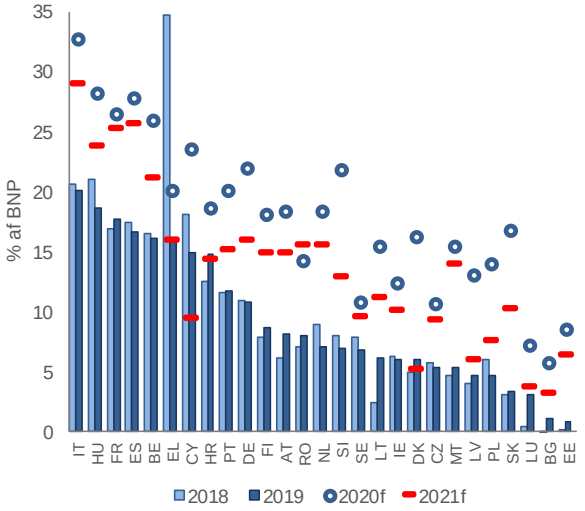
Sammensætningen af den offentlige gæld kan udgøre en øget risiko for nogle lande. Løbetidsstrukturen for den offentlige gæld varierer meget mellem medlemsstaterne, hvilket i den nærmeste fremtid kan indebære forskellige behov for refinansiering. Bruttofinansieringsbehovet i de kommende år forventes at ligge på eller over 20 % af BNP for Belgien, Frankrig, Italien, Spanien og Ungarn (figur 27). Nogle lande uden for euroområdet, som ikke deltager i ERM II, herunder Rumænien og Ungarn, står over for en yderligere risiko, idet en relativt stor del af deres offentlige gæld er stiftet i udenlandsk valuta.

Figur 26: Offentlig gæld



Kilde: AMECO; data vedrørende 2020 og 2021 stammer fra Europa-Kommissionens økonomiske efterårsprognose 2020.
Anm.: Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra den offentlige gæld i 2019 i forhold til deres BNP.

Figur 27: Offentligt bruttofinansieringsbehov



Kilde: Beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: Bruttofinansieringsbehovet beregnes som summen af budgetunderskuddet, stock-flow-justeringer og afdrag på gæld. Landene er opstillet i aftagende rækkefølge set ud fra det offentlige finansieringsbehov i 2019 i forhold til deres BNP.

3.4 Den finansielle sektor

EU's banksektor er blevet betydeligt styrket gennem de seneste år, skønt visse forhold relateret til den lave rentabilitet og andelen af misligholdte lån fortsat skaber problemer i enkelte medlemsstater.

- **EU's banksektor er i bedre stand, end da den globale finanskrise brød ud.** Andelen af misligholdte lån er faldet betydeligt, navnlig i de lande, hvor den var højest. Kernekapitalprocenterne stoppede med at stige i 2018, efter at de kom op over de lovgivningsmæssige krav i alle medlemsstaterne. Bankerne råder nu også over langt mere solide likviditetsbuffere end for ti år siden. Væksten i den finansielle sektors passiver var fortsat begrænset i 2019, og indikatoren ligger kun uden for grænseværdien for Ungarns vedkommende.
- **EU's banksektor er stadig kendetegnet ved lav rentabilitet**, og niveauet faldt yderligere i 2019 i en situation med lave renter. Rentabiliteten lader til at være særlig lav i Cypern, Grækenland, Irland, Portugal og Tyskland. Hvad angår kapitalprocenterne er de forholdsvis lavere i Grækenland, Portugal, Spanien, Tyskland og Ungarn.
- **Enkelte EU-lande er kendetegnet ved en kombination af lav rentabilitet, kapitalprocenter under gennemsnittet og høje andele af misligholdte lån** (figur 28 og figur 29).[42] I Grækenland

[42] 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 i bilaget. Der findes kun harmoniserede data for andelen af misligholdt lån siden 2014. For data vedrørende 2008 og det "øvre vendepunkt" viser figur 29 derfor data for andelen af misligholdte gældsinstrumenter (brutto) i forhold til alle gældsinstrumenter (brutto), som forefindes i længere tidsserier, og som ud over lån også omfatter andre gældsinstrumenter i banksektoren. Sidstnævnte er typisk lidt lavere end andelen af misligholdte lån, mest fordi nævneren er større, dvs. de samlede

er andelen af misligholdte lån faldet, om end den stadig ligger omkring 35 %, mens rentabiliteten kun er marginalt positiv, og kapitalprocenterne er nogle af de laveste i EU. De cypriotiske banker har registreret væsentlige forbedringer af de meget store andele af misligholdte lån, som er faldet til under 20 %, og bankernes rentabilitet har været positiv, men dog under gennemsnittet for EU. I Italien, Bulgarien og Portugal er andelen af misligholdte lån faldet markant gennem de seneste år, og de faldt yderligere i 2019, om end i begrænset omfang til under 7 %. Kapitalprocenterne ligger under gennemsnittet i Italien og Portugal, og rentabiliteten er lavere, navnlig for sidstnævnte land.

Covid-19-chokket vil formodentlig få stor indvirkning på bankaktivernes kvalitet samt bankernes rentabilitet og kapital. Virkningerne lader sig endnu ikke se, og det kan tage tid, før de blive synlige, også i lyset af de omfattende politiske støtteforanstaltninger. Covid-19-chokket har lagt en betydelig dæmper på de økonomiske udsigter, og nogle enkeltstående banker er yderst eksponeret over for visse sektorer, der er blevet uforholdsmæssigt hårdt ramt af krisen. Centralbankerne har sørget for rigelig likviditet, hvilket har hjulpet med at forhindre kreditstramninger efter covid-19-udbruddet, og suspensionen af udbyttebetalinger og visse midlertidige lempelser af tilsynsreglerne giver også bankerne lidt pusterum. Der kan dog risikere at opstå forhold, som kan påvirke bankernes balancer og kapital[43].

- **Stigende andele af misligholdte lån.** De ikkefinansielle selskaber, hvis rentabilitet er blevet allermest påvirket af covid-19-krisen, kan få vanskeligt ved at tilbagebetale deres gæld, hvilket højst sandsynligt vil udgøre en risiko for stigninger i andelen af misligholdte lån. Omfanget af konkurser ventes at stige, navnlig i de sektorer, hvor det er vanskeligere at holde passende fysisk afstand. Det forhold, at der også er stor usikkerhed om husholdningernes fremtidige indkomst og beskæftigelsesmæssige udsigter kan også betyde, at større dele af realkreditgælden vil blive misligholdt. Derudover vil bankerne i lande med mere længerevarende udfordringer have vanskeligere ved at afhænde eksisterende misligholdte lån. Tilbagebetalingen er allerede blevet udsat som følge af gældsmoratorier. På grund af disse kan en vis del af lånene, som normalt ville blive klassificeret som misligholdt, i øjeblikket ikke klassificeres som sådan. Ifølge forhåndenværende data fra et udsnit af systemiske banker i EU ophørte beholdningen af misligholdte lån med at falde i begyndelsen af andet kvartal 2020[44]. Forsigtige estimater af den mulige udvikling i andelen af misligholdte lån peger i retning af betydelige stigninger[45].
- **Bankernes rentabilitet ventes at falde yderligere.** Rentabiliteten ventes at falde yderligere som følge af en reduceret kreditefterspørgsel, komprimerede rentemarginer og kredittab[46]. Værdien af bankernes egenkapital faldt således markant efter covid-19-udbruddet. De var allerede stagnerende i 2019 og faldt drastisk i marts 2020 lige efter covid-19-udbruddet og er siden kun steget marginalt, og de halter tydeligt efter de europæiske aktieindekser.

---

gældsinstrumenter (brutto) er større end den samlede lånemængde. Den største forskel mellem de to satser udgør i øjeblikket 4 procentpoint (Grækenland), mens den for de fleste lande er på under 1 procentpoint.

[43] Se https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html for en nylig stresstest foretaget af ECB, hvor den estimerer kapitaltabet for banksektoren i euroområdet under forskellige scenarier.

[44] Kilde: EBA's risk dashboard, 2. kvartal 2020.

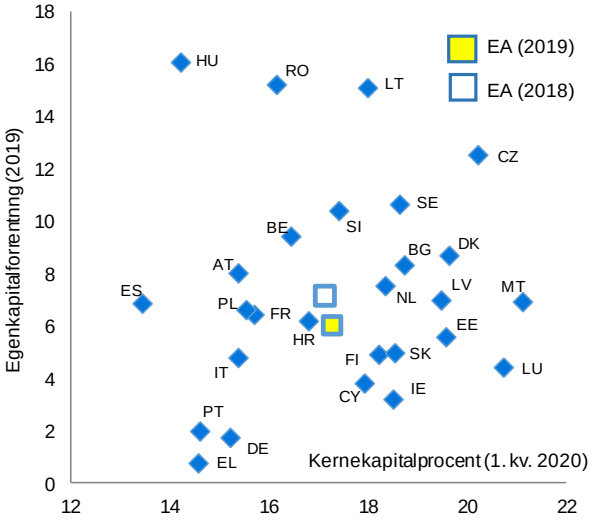
[45] Andelen af misligholdte lån for euroområdet risikerer at stige med mellem 1,7 og 2,3 procentpoint i perioden december 2019-2021, jf. Allianz Research, "European Banks — Could Eur 300 bn of Additional NPLs Crunch the Recovery in Europe?", juli 2020.

[46] ECB, Financial Stability Review, maj 2020. EBA, "The EU Banking Sector: First Insight into the Covid-19 Impacts", Thematic Note EBA/REP/2020/17.

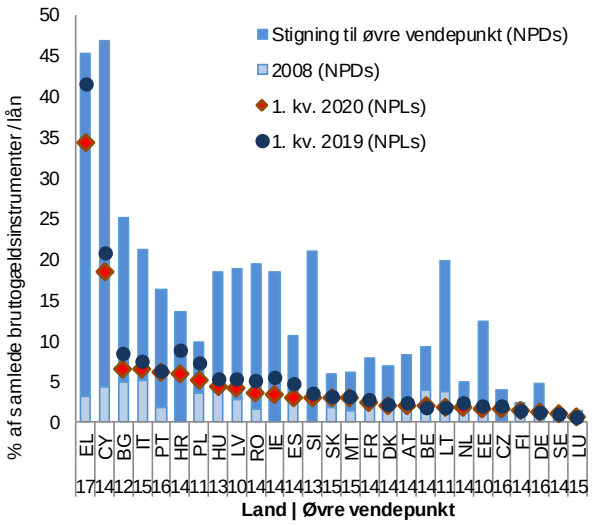
- **Værdiansættelse af aktiverne.** Bankerne har store beholdninger af statsobligationer. De finansielle institutioner, som er tæt knyttet til staten i lande, hvor de offentlige finanser er mere sårbare, risikerer at være eksponeret over for negative feedbacksløjfer. Derudover risikerer en opblødning på boligmarkederne, navnlig i forbindelse med erhvervsejendomme, at reducere værdien af sikkerhedsstillelsen og skabe feedbacksløjfer mellem boligpriserne, bankernes balancer og adgangen til realkreditlån.

Denne krise vil forlænge den aktuelle situation med lave renter yderligere, hvilket kan have negative følger for den finansielle sektor uden for banksektoren. Eftersom de lave renter især påvirker finansielle aktiver med lav risiko, hæmmer det også rentabiliteten og balancerne hos finansieringsinstitutter uden for banksektoren, som har aktivporteføljer, der primært indeholder lavrisikoaktiver, såsom forsikringsselskaber, navnlig inden for livsforsikring, og pensionsfonde. I jagten på afkast har mange finansielle institutioner uden for banksektoren øget deres gearing og eksponering mod mere risikobetonede aktiver, for hvilke priserne faldt efter covid-19-udbruddet, hvilket har medført betydelige værdiforringelser for navnlig investeringsfonde. Den seneste udvikling ventes også at få negative konsekvenser for forsikringsbranchen[47].

Figur 28: Rentabilitet og kapital i banksektoren



Figur 29: Misligholdte lån



Kilde: ECB, beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: De gennemsnitlige værdier for euroområdet i figur 28 er ikke vægtet efter økonomiens størrelse. For Irland, Kroatien, Slovenien, Sverige og Tjekkiet findes der ingen bruttodata om misligholdte gældsinstrumenter for 2008. I figur 29 vedrører dataene for 2008 og "øvre vendepunkt" andelen af misligholdte låneinstrumenter (brutto) i forhold til alle gældsinstrumenter (brutto). Andelen af misligholdte lån indberettes for 1. kvartal 2018 og 1. kvartal 2019. Årstallet under landekoderne angiver der år, hvor andelen toppede.

[47] EIOPA (2020): Financial Stability Report, juli 2020.

Tekstboks 2: Udvikling i beskæftigelsen og andre samfundsforhold

I 2019, før pandemien brød ud, fortsatte fremgangen på arbejdsmarkederne i EU, selv om den europæiske økonomi allerede var begyndt at bremse op. I 2019 steg beskæftigelsen yderligere i EU og slog ny rekord med hensyn til antal personer i beskæftigelse. I 2019 steg beskæftigelsesfrekvensen i næsten alle medlemsstaterne. Bulgarien registrerede den største stigning i beskæftigelsesfrekvensen (2,4 procentpoint) efterfulgt af Cypern (1,9 procentpoint), Grækenland (1,6 procentpoint) og Kroatien (1,5 procentpoint). Arbejdsløsheden fortsatte med at falde i næsten alle medlemsstaterne og nåede det laveste niveau siden 2000 (6,5 %) i december 2019. Alle landene gik ind i 2020 med den laveste arbejdsløshed siden 2013. Faldet var særligt stort i lande med stor arbejdsløshed såsom Grækenland og Kroatien (-2 procentpoint), Cypern (-1,3 procentpoint) og Spanien (-1,2 procentpoint). Til gengæld steg arbejdsløsheden i Sverige med 0,4 procentpoint, mens den i Luxembourg og Litauen lå på omtrent samme niveau som i 2018. For disse tre lande var niveauet dog allerede meget lavt. Forskellene mellem ledighedssatserne for de forskellige lande svandt således markant ind, om end de stadig var betydelige før covid-19-udbruddet.

Erhvervsfrekvensen forblev også forholdsvis robust under den begyndende afmatning før pandemiens udbrud, mens *langtidsledigheds-* og *ungdomsarbejdsløshedstallene* steg meget mere end de øvrige arbejdsmarkedsindikatorer. I 2019 faldt erhvervsfrekvensen (15-64-årige) kun i Frankrig (-0,4 procentpoint), Letland (-0,2 procentpoint) og Estland (-0,2 procentpoint). Forskellen mellem landene med de laveste og dem med de højeste erhvervsfrekvenser forblev stort set uændret på ca. 16 procentpoint. *Langtidsledigheden* faldt i alle medlemsstaterne i 2019, og for alle landene er niveauet lavere end for tre år siden. De højeste langtidsledighedssatser blev observeret i Grækenland (12,2 % af den aktive befolkning), Italien (5,6 %) og Spanien (5,3 %). *Ungdomsarbejdsløsheden* faldt i næsten alle EU-landene i de tre år frem til 2019; den lå imidlertid stadig over 30 % i Grækenland og Spanien, mens den for Italiens vedkommende lå lige under. Endvidere var 10,1 % af de unge (15-24-årige) i EU hverken i beskæftigelse eller under almen eller faglig uddannelse (NEET) i 2019. For adskillige medlemsstater (herunder Bulgarien, Cypern, Frankrig, Grækenland, Irland, Italien, Kroatien, Rumænien, Slovakiet, Spanien og Ungarn) lå satsen over 10 %.

Tallene for fattigdom og social udstødelse faldt yderligere i 2019, men ligger fortsat på et højt niveau i en række medlemsstater. Andelen af personer, der er i risiko for fattigdom eller social udstødelse (AROPE), faldt yderlige i EU til 21,4 % i 2019[48]. Alle landene registrerede fald i de tre år frem til 2019, bortset fra Sverige og Luxembourg, hvor der blev observeret stigninger, om end fra forholdsvis lave niveauer. Trods et markant fald i AROPE-satsen fra knap 39 % til 32,5 % i Bulgarien er det stadig det højeste niveau i EU, efterfulgt af Rumænien og Grækenland, hvor den for begge landes vedkommende ligger over 30 %, mens Spanien, Letland og Litauen registrerede satser over 25 %.

Covid-19-krisen har dog ændret udsigterne drastisk. I løbet af få uger ændrede forventningerne for 2020 sig til det værre. I andet kvartal 2020 var BNP næsten 15 % lavere end ved udgangen af 2019 (18 % for euroområdet), og beskæftigelsen faldt med 3 %, svarende til 6 millioner færre beskæftigede (2,9 % for euroområdet). Det er de største fald, der nogen sinde er observeret i de tidlige faser af en recession. Derudover er der stadig stor uvished om, hvor alvorlige konsekvenser dette hidtil usete chok vil få, idet der kan være meget stor forskel på den økonomiske indvirkning i de enkelte lande, afhængigt af bl.a. intensiteten af udbruddene og landenes

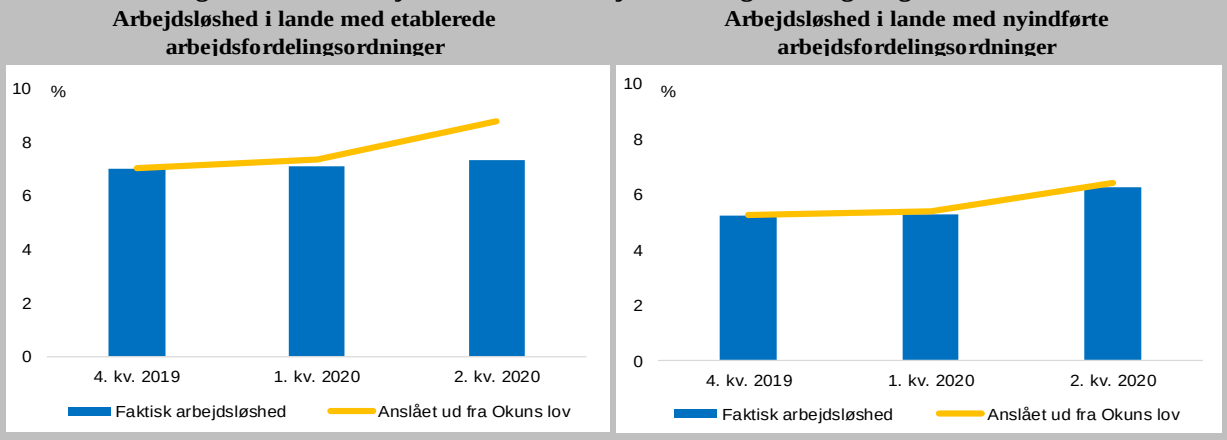
[48] Vægtet gennemsnit af de 25 medlemsstater, for hvilke der var data tilgængelige pr. 23. oktober 2020. Indikatoren for *risiko for fattigdom og social udstødelse (AROPE)* angiver den andel af personer, der kan betegnes som sårbare på grundlag af mindst én ud af tre sociale indikatorer: 1) *risiko 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.

branchespecialisering.

Den udbredte anvendelse af arbejdsfordelingsordninger har afbødet tilbageslagets virkninger for arbejdsløsheden. Skønt arbejdsløsheden er steget i alle medlemsstaterne og således har markeret et klart brud med tidligere års udvikling, har denne stigning været forholdsvis beskeden i de fleste lande. Den udbredte anvendelse af arbejdsfordelingsordninger har bidraget til at dæmme op for den massive nedlæggelse af arbejdspladser, som mange lande ellers ville have været udsat for oven på de betydelige produktionstab i de første to kvartaler i 2020. Dette gælder navnlig de lande, som allerede havde veletablerede arbejdsfordelingsordninger. Til gengæld har arbejdsfordelingsordningerne i de lande, som først for nylig har indført sådanne ordninger, næsten ikke gjort nogen forskel i udviklingen i arbejdsløsheden set i forhold til, hvad der kunne forventes ud fra historiske data, hvilket dels skyldes deres udformning, og dels at de blev indført med en vis forsinkelse (figur 1)[49].

Faldet i erhvervsfrekvensen forklarer det observerede fald i arbejdsløsheden i nogle medlemsstater. Tilbageslagets intensitet har betydet, at mange arbejdsløse er blevet passive, da de har opgivet at søge arbejde. I ni medlemsstater, som tegner sig for mere end en tredjedel af EU's befolkning, er erhvervsfrekvensen faldet. For EU som helhed faldt erhvervsfrekvensen (15-64- årige) fra 73,5 % i fjerde kvartal 2019 til 71,8 % i andet kvartal 2020. I Italien afspejler faldet i arbejdsløsheden på 2 procentpoint mellem januar og april f.eks. et større fald i erhvervsfrekvensen på 3,5 procentpoint end i beskæftigelsesfrekvensen (-1,7 procentpoint).

Figur: Faktisk arbejdsløshed med arbejdsfordelingsordninger og Okuns lov



Kilde: "Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020"
Anm.: Okuns lov henviser til den observerede sammenhæng mellem arbejdsløshed og fald i et lands produktion.

Covid-19-krisen rammer de mest udsatte arbejdstagere uforholdsmæssigt hårdt og vil formodentlig kræve en vedholdende indsats for at mindske den sociale og økonomiske ulighed. Pandemiens følger for beskæftigelsen varierer på tværs af lande, sektorer og arbejdstagere[50]. De allermest økonomisk sårbare arbejdstagere (lavtuddannede, lavtlønnede, indvandrere født uden for EU) og unge arbejdstagere arbejder typisk i sektorer, der er mere udsatte for epidemiologiske risici (dvs. detailbranchen, indlogering og restaurationstjenester), og de fleste er i et atypisk ansættelsesforhold. Hvis der ikke indføres hjælpeforanstaltninger, risikerer covid-19-krisen derfor at have langt mere alvorlige konsekvenser for personer med lavere indkomst, hvilket vil føre til stigende fattigdomssatser. Derfor har medlemsstaterne truffet midlertidige foranstaltninger til at støtte sårbare grupper med meget lave indkomster og personer, der ikke har ret til arbejdsløshedsunderstøttelse. På længere sigt vil de nationale tiltag, med støtte fra EU-initiativer såsom SURE, REACT EU, ESI-fondene og genopretnings- og resiliensfaciliteten, spille en vigtig rolle med hensyn til effektivt at afbøde følgerne af krisen for de sociale forhold.

[49] Europa-Kommissionen (2020), "Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020", endnu ikke offentliggjort. Lande med allerede etablerede arbejdsfordelingsordninger: Belgien, Finland, Frankrig, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Sverige, Tyskland og Østrig.
[50] Se G. Basso, m.fl. (2020), "The new hazardous jobs and worker reallocation", OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 247, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

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

Der er hovedsagelig sket en korrektion af makroøkonomiske ubalancer frem til 2019 i lyset af de gunstige økonomiske forhold, men der tegner sig nye risici i horisonten efter covid-19-udbruddet.

- **Efter finanskrisen i 2008 blev der rettet op på ubalancerne vedrørende strømstørrelser, mens den økonomiske ekspansion, der har været i gang siden 2013, har bidraget til at reducere ubalancerne vedrørende beholdninger**, primært fordi nævneren i gældskvoteforholdet er steget. Til gengæld har den økonomiske ekspansion i de senere år skabt risiko for overophedning, primært med hensyn til boligpriserne og omkostningskonkurrenceevnen, og særligt i de lande, der har oplevet en kraftigere vækst. Denne tendens fortsatte frem til 2019.

- **Efter covid-19-udbruddet risikerer en række makroøkonomiske ubalancer at blive forværret, samtidig med at der kan opstå nye ubalancer.** Prognoser og data fra det indeværende år tyder på, at navnlig de offentlige og de private gældskvoter er begyndt at stige. På længere sigt kan der i lyset af vedvarende lav økonomisk aktivitet, virksomhedskonkurser og et svækket arbejdsmarked opstå vanskeligheder med tilbagebetalingen af gæld. Bankernes balance vil kunne blive påvirket af sådan misligholdt gæld samt af ringere rentabilitet. Samtidig kan de uforholdsmæssigt kraftige stigninger i boligpriserne, som har kendetegnet de seneste år, ende med nedjusteringer.

Generelt står en række medlemsstater over for udfordringer, der har forskellige årsager og er af forskellige alvorsgrader. Der er betydelige forskelle mellem medlemsstaterne med hensyn til alvoren af udfordringerne for den makroøkonomisk stabilitet afhængigt af sårbarhedernes og de uholdbare tendensers karakter og omfang samt den måde, hvorpå de påvirker hinanden. De største kilder til potentielle ubalancer samler sig efter følgende kategorier:

- Flere medlemsstater er fortsat primært berørt af *mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder relateret til beholdninger*. Det er typisk tilfældet for de lande, der blev ramt af de kraftige kreditudsving og markante nedgange på betalingsbalancens løbende poster efter den globale finanskrise, som også påvirkede banksektoren og den offentlige gæld. Adskillige medlemsstater er blevet hårdt ramt af covid-19-krisen, hvilket også afspejler, at deres økonomier er yderst afhængige af turismebranchen.
    - Hvad angår Cypern og Grækenland er store gældsbeholdninger og yderst negative nettostillinger over for udlandet forbundet med vedvarende udfordringer i finanssektoren, selv om der er konstateret fremgang med hensyn til andelen af misligholdte lån og rentabiliteten hvad angår de cypriotiske banker, og tempoet for nedbringelsen af andelen af misligholdte lån i Grækenland tog til i 2019, skønt niveauet stadig er højt. Hvad angår Grækenland er det potentielle output kun steget svagt i en situation med høj ledighed.
    - I Irland, Kroatien, Portugal og Spanien er der også betydelige, mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder, som knytter sig til eftervirkningerne af beholdningsproblemer. I disse lande er ubalancerne vedrørende beholdninger indtil nu faldet som følge af vækst i det nominelle BNP. Dette var i nogle tilfælde ledsaget af nye kraftige stigninger i boligpriserne (i Irland og i den seneste tid også i Portugal). Samtidig er enhedslønomkostningerne for Portugals og Spaniens vedkommende atter begyndt at stige, mens udviklingen i konkurrenceevnen stilner af. Disse tendenser lader imidlertid til at være faldende på grund af

krisen, og i stedet stiger gældskvoterne som følge af lavere vækst i det nominelle BNP og stigende låntagning.

  - I Rumænien og Ungarn knytter sårbarhederne sig til samspillet mellem den offentlige gæld og udenlandsk finansiering. I Rumænien er underskuddet på betalingsbalancens løbende poster steget efter flere år med kraftigt stigende enhedslønomkostninger og en dynamisk indenlandsk efterspørgsel. Den offentlige gæld er steget hurtigt og ventes at stige yderligere, hvilket øger behovet for udenlandsk finansiering. I Ungarn skaber den offentlige gæld et stort finansieringsbehov i lyset af de korte løbetider, og en del af denne gæld er stiftet i udlandet. I begge lande er en ikke ubetydelig del af gælden stiftet i udenlandsk valuta.

- I nogle få medlemsstater skyldes sårbarhederne hovedsageligt en *stor gældsbeholdning i den offentlige sektor, som stiger med krisen*, kombineret med sårbarheder relateret til *potentiel outputvækst* og *konkurrenceevne*. Det gælder navnlig Italien, hvor sårbarhederne også er knyttet til banksektoren og dens fortsat store om end hurtigt faldende beholdning af misligholdte lån (i hvert fald indtil krisen brød ud), kombineret med fortsat svage resultater på arbejdsmarkedet. Belgien og Frankrig står hovedsageligt over for udfordringer relateret til en stor offentlig gæld og potentielle problemer med hensyn til væksten og en faldende konkurrenceevne. I Frankrig var den private sektors relativt store gældsbeholdning allerede begyndt at stige før krisen, og den er allerede tydeligt steget yderligere i år. I Belgien er den relativt store og stigende husholdningsgæld kombineret med mulige overevalueringer af boligpriserne. Betalingsbalancen er fortsat solid, om end den er blevet svækket en anelse på det sidste. Den offentlige gæld i disse lande forventes at stige i lyset af den igangværende recession, hvilket påvirker indtægtsgrundlaget og de foranstaltninger, der træffes for at afbøde følgerne af krisen. For Belgiens vedkommende forventes både den private og den offentlige gæld at stige fra et niveau, der allerede var over grænseværdierne i resultattavlen.

- Nogle medlemsstater er kendetegnet ved *store, men støt faldende overskud på betalingsbalancens løbende poster*, som fortsat ligger over det niveau, der kan udledes af de underliggende forhold. Det gælder navnlig Nederlandene og Tyskland. I Nederlandene er det store overskud forbundet med en stor gæld i husholdningerne og kraftige boligprisstigninger. Der er i den seneste tid også observeret et stigende pres på boligpriserne i Tyskland, men gældsniveauet er forholdsvis lavt. De store, om end faldende overskud kan indebære tabte vækst- og investeringsmuligheder, hvilket har konsekvenser for resten af euroområdet i en situation med længerevarende inflationen under målet og en faldende udenlandsk efterspørgsel.

- I nogle medlemsstater har *udviklingen på boligmarkedet skabt risici, der knytter sig til boligvurderingerne, i en situation med stor gæld i husholdningerne*. Det er navnlig tilfældet i Sverige, og i mindre grad i Danmark, Luxembourg og Østrig, hvor boligpriserne i de seneste år blevet ved med at stige i en situation med mulige overvurderingsgab og betydelig gæld i husholdningerne. Data fra de seneste år peger i retning af en vis, men kortvarig nedjustering af priserne og færre overvurderinger i Sverige, samtidig med at udviklingen lader til at stilne af i de øvrige lande (bortsat fra i Luxembourg). Finland lader ikke til at være præget af en stærk vækst i boligpriserne eller mulige overvurderinger, men snarere af en stor og stigende husholdningsgæld. Efter covid-19-udbruddet vil denne udvikling sandsynligvis foregå i et lavere tempo eller føre til nedjusteringer af boligpriserne. I forbindelse med overvågningen bør det kontrolleres, at en sådan tilpasning foregår under velordnede forhold.

Den fortsatte forværring af ubalancerne vedrørende beholdninger bør ikke automatisk indebære et behov for udarbejdelsen af nye dybdegående undersøgelser. De stigende risici, navnlig i forbindelse med privat og offentlig gæld, vedrører især lande, for hvilke der allerede er blevet

konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. For det andet er prognoserne fortsat behæftet med stor usikkerhed, navnlig med hensyn til pandemiens udvikling. Denne usikkerhed forventes stadig at være til stede, på det tidspunkt hvor de dybdegående undersøgelser vil blive udarbejdet. For det tredje er de kraftigt stigende gældskvoter i 2020 delvis et resultat af større midlertidige fald i det nominelle BNP og bevidste politiske valg, som er truffet for at afbøde følgerne af krisen.

I denne rapport om varslingsmekanismen konkluderes det, at der bør udarbejdes dybdegående undersøgelser for 12 medlemsstater: Cypern, Frankrig, Grækenland, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Sverige og **Tyskland**. Disse medlemsstater var genstand for en dybdegående undersøgelse i den foregående runde af makroubalanceproceduren, hvor det blev konstateret, at der bestod ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. De kommende dybdegående undersøgelser vil bidrage med en mere indgående analyse af disse udfordringer og en vurdering af behovet for politiske tiltag. Navnlig vil de nye dybdegående undersøgelser blive udarbejdet med henblik på at undersøge, om disse ubalancer er under forværring eller er ved at blive korrigeret med henblik på at ajourføre den aktuelle vurdering.

I denne rapport om varslingsmekanismen påpeges et behov for nøje at overvåge potentielle risikable forhold i en række medlemsstater, for hvilke der ikke vil blive udarbejdet dybdegående undersøgelser. Kort efter covid-19-udbruddet opstod der en række udfordringer relateret til udenlandsk finansiering i et par medlemsstater uden for euroområdet. Markedspresset er siden da aftaget, men risikerer at genopstå, hvis forholdene atter skulle give anledning til at foretage nye risikovurderinger. Dette gælder navnlig de lande, hvor staten delvis finansierer sig selv med fremmed valuta, og hvor de offentlige finanser forekommer udsat for større risici. Ungarn lader til at være et af de tilfælde, hvor samspillet mellem offentlig låntagning og udenlandsk finansiering kræver overvågning[51]. Konsekvenserne af de stigende gældskvoter kræver også overvågning i adskillige medlemsstater, som i øjeblikket ikke er genstand for overvågning inden for rammerne af makroubalanceproceduren. I Belgien ventes såvel den private som den offentlige gæld at stige til et niveau, der ligger over grænseværdierne i resultattavlen. I Danmark, Finland og Luxembourg ventes den private gæld at stige yderligere til over grænseværdien. Den offentlige gæld ventes at stige yderligere over 60 % af BNP i Slovenien og Østrig. Der er stor usikkerhed om, hvorvidt og i hvor stort omfang denne udvikling vil indebære øgede risici for den makroøkonomiske stabilitet, da udsigterne vedrørende gældsudviklingen i afgørende grad er knyttet til vækstudsigterne på mellemlang og lang sigt, og disse er på nuværende tidspunkt meget vanskelige at anslå. Derfor konkluderes det i denne rapport om varslingsmekanismen, at der ikke er behov for at udarbejde dybdegående undersøgelser for disse lande på nuværende tidspunkt.

[51] Det er også nødvendigt at se nærmere på samspillet mellem statsfinanserne og udlandet i den dybdegående undersøgelse, der udarbejdes for Rumænien.

5. LANDESPECIFIKKE BEMÆRKNINGER

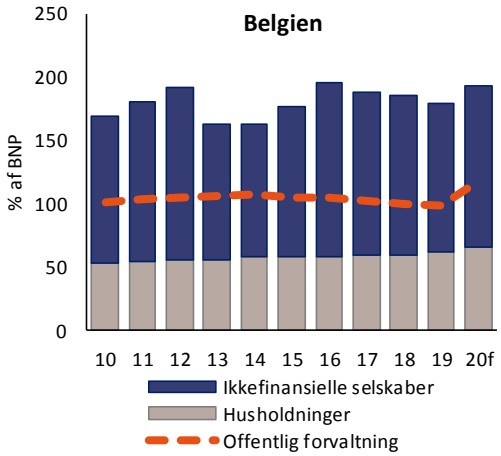
BELGIEN: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Belgien i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for gæld i den private sektor og gæld i den offentlige sektor uden for de vejledende grænseværdier.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 1,7 % i 2019 til -8,4 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 4,1 %, og det nominelle BNP vil således være 1,4 % lavere end i 2019,

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet er fortsat begrænset.** Der blev registreret et marginalt overskud på betalingsbalancens løbende poster i 2019, mens nettostillingen over for udlandet er meget positiv, hvilket begrænser betænkelighederne vedrørende holdbarheden over for udlandet. Enhedslønomkostningerne er steget i begrænset omfang.
- **Gælden i den private sektor** lå fortsat et godt stykke over grænseværdien i 2019 og ventes at stige yderligere i 2020 til omkring 200 % af BNP. De belgiske **ikkefinansielle selskaber** ligger inde med en stor gæld, men denne afspejler i vid udstrækning grænseoverskridende koncerninterne lån, hvilket nedbringer risiciene. **Husholdningernes gæld**, som primært udgøres af realkreditgæld, steg fortsat i 2019 i en situation med positive nettokreditstrømme. Efter at investeringerne faldt i det første semester som følge af nedlukningen og de inddæmmende tiltag, ventes de at stigen igen i anden halvdel af 2020. Boligpriserne steg i 2019, og der er tegn på mulig overvurdering.
- **Bankernes balancer** er blevet styrket gennem de seneste år, og kapital- og likviditetsprocenterne ligger fortsat på et passende niveau. Den allerede store **gæld i den offentlige sektor** ventes at stige betydeligt som følge af covid-19-krisen, og ifølge prognosen vil den stige med 20 procentpoint og dermed udgøre knap 118 % af BNP i 2020.
- De gunstige makroøkonomiske forhold har understøttet **jobskabelsen, og arbejdsløsheden** fortsatte derfor med at falde i 2019 efter at have nået sit højeste niveau i 2015. Denne nedadgående tendens ventes at vende i 2020, og navnlig forventes arbejdsløsheden at stige kraftigt i 2021. Et stort antal personer befinder sig fortsat uden for arbejdsstyrken.

Figur A1: ***Gæld på tværs af sektorer i økonomien***



Kilde: Eurostat

Da covid-19-krisen ramte havde Belgien ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om sårbarheder var under opbygning i relation til gældsætningen. Som følge af covid-19-krisen er gælden i den offentlige og den private sektor steget og kræver overvågning. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

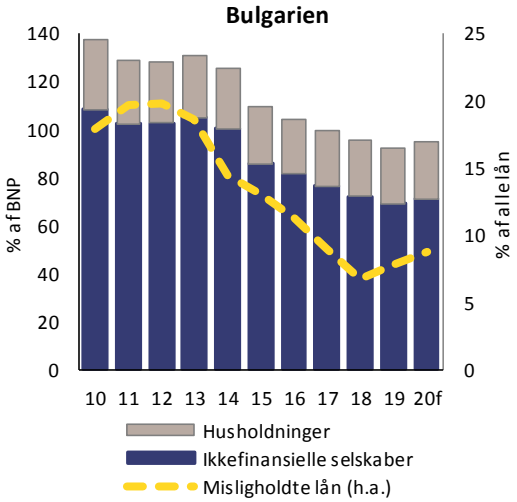
BULGARIEN: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Bulgarien ikke længere befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatoren for vækst i nominelle enhedslønomkostninger uden for den vejledende grænseværdi.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 3,7 % i 2019 til -5,1 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 2,6 %, og det nominelle BNP vil således være 1,4 % højere end i 2019,

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Overskuddet på **betalingsbalancens løbende poster** steg i 2019, men ventes at falde en anelse i 2020 som følge af det kraftige fald i turistindtægter. Den negative nettostilling over for udlandet, som primært udgøres af udenlandske direkte investeringer, blev fortsat forbedret og bevægede sig inden for den vejledende grænseværdi i 2019. Den forventes fremadrettet at blive forbedret yderligere. Den svage lønudvikling, som skyldes covid-19-krisen, vil formodentlig lette presset på omkostningskonkurrenceevnen fremadrettet, selv om tendensen til hoarding af arbejdskraft har ført til en midlertidig forøgelse af væksten i enhedslønomkostninger i 2020.

Figur A2: ***Privat gæld og misligholdte lån***



Kilde: Eurostat og ECB

- **Virksomhederne fortsatte med at nedbringe deres gæld** i 2019 med udgangspunkt i robust vækst i det nominelle BNP. Virksomhedernes gæld ligger under den prudentielle tærskel, men over benchmarket baseret på fundamentaler. Kreditvæksten sted i 2019, men ventes at falde igen i 2020, mens gældskvoten ventes at stige som følge af faldet i BNP. Væksten i reale **boligpriser** aftog en smule i 2019 i en situation med tiltagende realkreditvækst, og stigningstakten ventes at falde yderligere i 2020 som følge af covid-19-krisen.
- **Den offentlige gæld** ventes at ligge et godt stykke under 30 % af BNP i 2020 til trods for covid-19-krisens budgetvirkning. **Den finansielle sektor** er rentabel og velkapitaliseret. Stabiliteten af det finansielle system er blevet understøttet af en bedre forvaltning og et styrket tilsyn. I juli 2020 tilsluttede Bulgarien sig ERM II og tiltrådte bankunionen. Andelen af misligholdte lån er faldet løbende og udgjorde 6,5 % i 2019. De fremtidige udfordringer består i at forhindre, at andelen af misligholdte lån stiger betydeligt, når de offentlige støtteforanstaltninger, der er truffet som reaktion på covid-19-krisen, er blevet udfaset.
- **Fremgangen på arbejdsmarkedet** fortsatte ind i 2019, og arbejdsløsheden er således faldet til 4,2 %. Denne nedadgående tendens er i færd med at vende som følge covid-19-krisen, men tabet af arbejdspladser har endnu ikke givet sig fuldt udslag i stigende arbejdsløshed, idet omfanget af inaktive personer er steget.

Da covid-19-krisen ramte havde Bulgarien ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om andelen af misligholdte lån og virksomhedernes gæld lå på et relativt højt, men dog faldende niveau. Som følge af covid-19-krisen ventes virksomhedernes gældskvote at stige, ligesom der er risiko for, at andelen af misligholdte lån vil stige. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt

at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

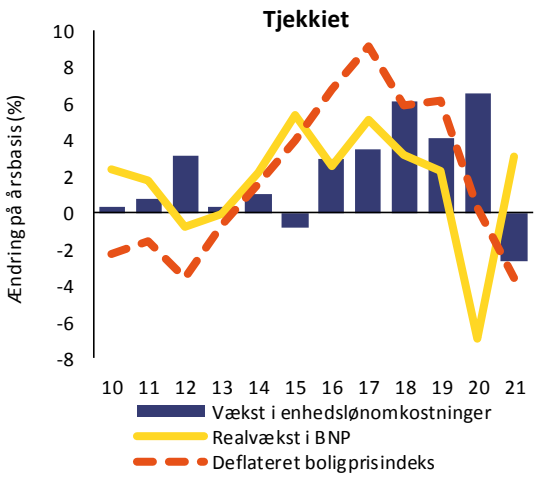
TJEKKIET: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Tjekkiet i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for vækst i enhedslønomkostninger og vækst i boligpriser uden for den vejledende grænseværdi.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 2,3 % i 2019 til -6,9 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,1 %, og det nominelle BNP vil således være 0,8 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Betalingsbalancen** ligger på et forholdsvis forsvarligt niveau med et begrænset underskud på de løbende poster i 2019. Der er en høj eksportkoncentration, og landet er fortsat yderst integreret i de globale værdikæder. Nettostillingen over for udlandet blev fortsat forbedret, men er fortsat negativ og udgjorde omkring -20 % af BNP i 2019. Samtidig er NIIP eksklusive ikkemisligholdelige instrumenter, også blevet forbedret, hvilket er tegn på en klart positiv nettoaktivstilling.

Figur A3: ***BNP, enhedslønomkostninger og boligpriser***



Kilde: Eurostat

- Væksten i **enhedslønomkostninger** aftog i 2019, men var fortsat høj. På længere sigt ventes lønudviklingen at blive mere moderat som følge af covid-19-krisen, skønt tendensen til hoarding af arbejdskraft ventes at føre til en midlertidig stigning i væksten i enhedslønomkostninger i 2020.
- Udviklingen i **boligpriserne** og i realkreditlån kræver fortsat overvågning. I 2019 steg væksten i boligpriser yderligere, og der er stigende tegn på overvurdering. Denne udvikling vil formodentlig aftage i 2020 og 2021. Nettolångivningen til husholdningerne forblev positiv, og væksten i realkreditlån forblev stabil i 2019. Overodnet set er långivningen steget moderat gennem de seneste år, men faldt en anelse i 2019, og **gælden i den private sektor** er fortsat lav.
- **Den offentlige gældskvote** faldt yderligere i 2019, men forventes at stige til omkring 40 % af BNP i 2020 som følge af covid-19-krisen, og den forventes at forblive på dette niveau i 2021. **Banksektoren**, som i vid udstrækning er udenlandsk ejet, har et solidt kapitalgrundlag, og dens kapitalniveau er blandt de højeste i EU.
- Der var yderligere fremgang på **arbejdsmarkedet** i 2019 takket være bedre makroøkonomiske forhold, og arbejdsløsheden faldt til 2 %. Arbejdsløsheden ventes imidlertid at stige en anelse i 2020 og 2021 som følge af covid-19-krisen, om end den ventes at forblive på et meget lavt niveau sammenlignet med gennemsnittet for EU.

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

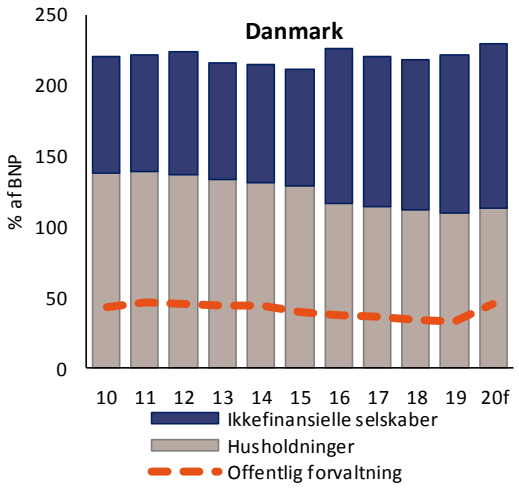
DANMARK: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Danmark i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for overskud på betalingsbalancens løbende poster og gæld i den private sektor uden for de vejledende grænseværdier.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 2,8 % i 2019 til -3,9 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,5 %, og det nominelle BNP vil således være 1,5 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Der var fortsat et stort overskud på **betalingsbalancens løbende poster**, som udgjorde 8,9 % af BNP i 2019 og ventes at falde til omkring 7 % i 2020. De vedvarende overskud har bidraget til en stærkt positiv nettostilling over for udlandet, idet der genereres primære nettoindtægter, hvilket har ført til endnu større overskud på den løbende betalingsbalance.
- **Gælden i den private sektor** var nogenlunde stabil i 2019, mens kreditvæksten steg. Selv om der løbende er sket en passiv konsolidering siden 2009, ligger **husholdningernes gæld** fortsat på det højeste niveau i EU og udgjorde omkring 110 % i 2019, hvilket tydeligt er over de prudentielle benchmarks og benchmarksene baseret på fundamentaler. Den ventes desuden at stige yderligere i 2020. De risici, der knytter sig til husholdningernes gæld, modsvares imidlertid af betydelige aktivbeholdninger. Nettolångivningen til husholdningerne forblev positiv i 2019. De lave finansieringsomkostninger og en gunstig skattebehandling bidrager fortsat til opbygningen af gæld. **De reale boligpriser** fortsatte med at stige i et moderat tempo, og der er tegn på en vis overvurdering. Virksomhedernes gæld er til trods for de seneste stigninger generelt set på et lavt niveau.
- **Arbejdsløsheden** faldt yderligere i 2019 til 5 %, og den ventes kun at stige en anelse som følge af de offentlige støtteordninger. Kun i få sektorer meldes der fortsat om mangel på kvalificeret arbejdskraft, hvilket har lettet det opadgående pres på lønningerne.
- De risici, der knytter sig til **banksektoren og den offentlige gæld**, er begrænsede. Bankerne befinder sig generelt i en god position til at opretholde kreditgivningen til økonomien. Som følge af krisen og de omfattende krisehjælps- og genopretningspakker, som regeringen har indført, ventes den offentlige gæld at stige med godt 10 procentpoint i 2020, hvorved den vil udgøre 45 % af BNP og dermed klart forblive under 60 % af BNP.

Figur A4: ***Gæld på tværs af sektorer af økonomien***



Kilde: Eurostat

Da covid-19-krisen ramte, havde Danmark ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om den store gæld i husholdningerne og boligsituationen indebærer visse begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen ventes husholdningernes gældskvote at stige. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

TYSKLAND: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Tyskland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til det store overskud på betalingsbalances løbende poster, hvilket afspejler et lavt investeringsniveau i forhold til opsparingen i både den private og den offentlige sektor. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatoren for overskud på betalingsbalancens løbende poster over den vejledende grænseværdi.

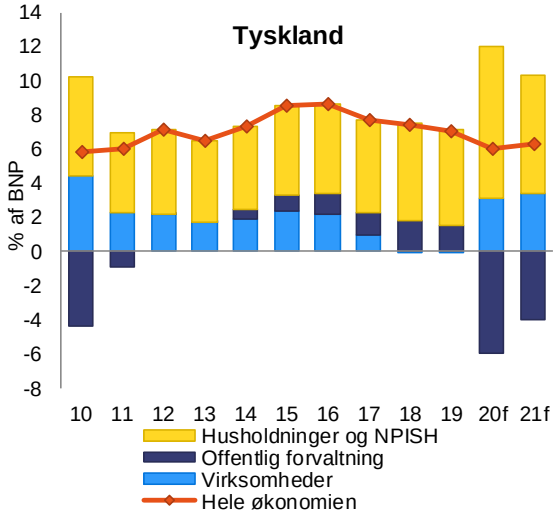
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig investeringer, understøttelse af arbejdsindkomst, rammevilkårene for erhvervslivet og pensioner. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien tager de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, sigte på at øge de offentlige investeringer og understøtte private investeringer, og der er givet tilsagn om at undgå stigninger i skatten på arbejde.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 0,6 % i 2019 til -5,6 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,5 %, og det nominelle BNP vil således være 1,7 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Overskuddet på **betalingsbalancens løbende poster**, som udgjorde 7,1 % af BNP i 2019, er faldet gradvist i de senere år. I 2020 har det kraftige fald i den offentlige sektors nettofordringserhvervelse ført til et betydeligt fald i overskuddet, til trods for at den private sektors nettofordringserhvervelse er steget. I 2020 ventes overskuddet på handelsbalancen også at snævre ind, eftersom eksporten falder mere end importen. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes at stige en anelse igen i takt med genopretningen.
- I de senere år er **investeringerne i såvel den private som den offentlige sektor** steget, skønt de for begge sektorer stadig ligger en smule under gennemsnittet for euroområdet. Mens stigningstakten for offentlige investeringer er steget betragteligt i 2020, har covid-19-krisen lagt en alvorlig dæmper på de private investeringer.
- **Den offentlige gæld** faldt til lige under resultattavlens vejledende grænseværdi på 60 % af BNP i 2019, men ventes at udgøre omkring 71 % af BNP i 2020. Det tyske **banksystem** er fortsat velkapitaliseret, og andelen af misligholdte lån er meget lav. Ikke desto mindre er rentabiliteten fortsat lav, og andelen af misligholdte lån vil formodentlig stige.
- Der var historisk stor stramhed på **arbejdsmarkedet** før covid-19-krisen med lav arbejdsløshed og høj beskæftigelse. I 2020 ventes arbejdsløsheden ifølge prognosen at stige moderat, mens lønvæksten vil aftage. Arbejdsfordelingsordninger har delvist understøttet indkomsten og hjulpet med at begrænse stigninger i arbejdsløsheden.

Figur A5: ***Nettofordringserhvervelse pr. sektor***



Kilde: Ameco

Da covid-19-krisne ramte havde Tyskland et stort indenlandsk opsparingsoverskud, som primært var understøttet af nettoopsparinger i husholdningerne og i den offentlige sektor. Som følge af covid-19-krisen er overskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldet betragteligt, og de offentlige

investeringer er steget, hvorimod de private investeringer er faldet. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

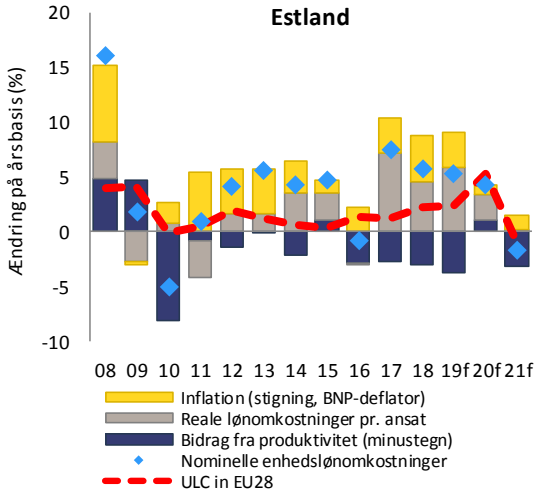
ESTLAND: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Estland i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for vækst i den reale effektive valutakurs og vækst i nominelle enhedslønomkostninger uden for de vejledende grænseværdier.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 5 % i 2019 til -4,6 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,4 %, og det nominelle BNP vil således være 0,7 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** er fortsat begrænset, idet nettostillingen over for udlandet, skønt den stadig er negativ, gradvist er blevet forbedret og forventes at blive forbedret yderligere i 2020 til over -20 % af BNP. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster udgjorde 2 % af BNP i 2019 og forventes at ligge tæt på 3 % i 2020.
- Væksten i **nominelle enhedslønomkostninger** lå fortsat på over 5 % i 2019 som følge af forhold relateret til et begrænset arbejdsudbud. Lønudviklingen ventes at stilne af som følge af covid-19-krisen, hvilket vil sætte en dæmper på væksten i enhedslønomkostninger i 2020 og 2021. Den HICP-baserede reale effektive valutakurs fortsatte med at stige i 2019, om end i et lavere tempo.

Figur A6: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- Såvel **virksomhedernes som husholdningernes gæld** ligger fortsat på et relativt lavt niveau. Gældskvoten for den private sektor faldt i 2019 til 98 % af BNP. Den vil formodentlig stige en anelse i 2020 som følge af faldet i BNP, men ventes fortsat at ligge forholdsvis lavt.
- Hvad angår **banksektoren** forblev andelen af misligholdte lån lav i 2019, men risikerer at stige på længere sigt som følge af covid-19-krisen. **Den offentlige gæld** ventes at stige som følge af covid-19-krisen og at stige yderligere i 2021, skønt den ventes at forblive på det laveste niveau i EU på omkring 20 % af BNP.
- Resultaterne på **arbejdsmarkedet** har været meget positive, men vil blive påvirket af covid-19-krisen, og arbejdsløsheden ventes således at stige fra 4,4 % i 2019 til 7,5 % i 2020.

Da covid-19-krisen ramte, havde Estland ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om udviklingen i indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen indebærer visse begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen er stillingen over for udlandet forblevet stabil, hvilket har ført til en svagere lønudvikling. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

IRLAND: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Irland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til en stor gæld i den private og den offentlige sektor samt nettogæld over for udlandet. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet og gæld i den private sektor uden for de vejledende grænseværdier.

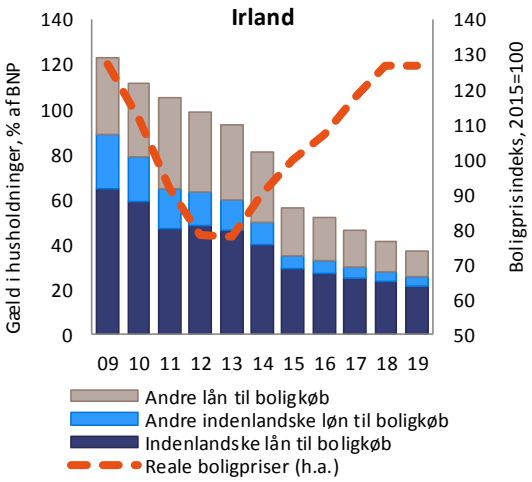
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig finans- og strukturpolitikken og boligmarkedet. De velfunderede politiske foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020, er primært relateret til pandemien.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 5,6 % i 2019 til -2,3 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 2,9 %, og det nominelle BNP vil således være 2,7 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** vækker stadig bekymring. Det er vanskeligt at bedømme alvoren af udsvingene på såvel betalingsbalancens løbende poster som på nettostillingen over for udlandet, da de multinationale selskabers aktivitet har stor indvirkning herpå. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster, som svinger meget, var meget negativ i 2019, hvorimod der ventes et stort overskud i 2020 og nogenlunde ligevægt i 2021. Den samlede nettostilling over for udlandet var stort set stabil i 2019.

Figur A7: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

- **Gælden i den private sektor** er fortsat stor, selv om gældskvoten faldt til omkring 200 % af BNP i 2019. **Gælden i husholdningerne** er lav målt i BNP, men er dog stor set i forhold til den disponible indkomst. På grund af de multinationale selskabers stærke tilstedeværelse er det vanskeligt at anslå, hvor store risici der knytter sig til **virksomhedernes gæld**. På længere sigt vil virksomhederne, som har en lavere indtjening, men et stort set uændret finansieringsbehov, muligvis se sig nødsaget til at udstede mere gæld som følge af covid-19-krisen. Væksten i **boligpriser** faldt markant i 2019 og nærmede sig nulvækst, men prisoverkommeligheden vækker stadig bekymring.
- Den **offentlige gældskvote** faldt ned under grænseværdien på 60 % i 2019, men ventes atter at stige til omkring 63 % af BNP i 2020, hvilket afspejler tilbageslagets omfang og de offentlige støtteforanstaltninger, der er indført som reaktion på covid-19-krisen. Niveauet for den offentlige gæld forekommer større sammenlignet med den nationale indkomst, dvs. gæld målt i BNI*, som beløb sig til 95 % i 2019.
- **Bankesektoren** har gennem de sidste ti år øget sin modstandsdygtighed. Andelen af misligholdte lån er faldet støt, men risikerer atter at stige, når de covid-19-relaterede offentlige støtteforanstaltninger er blevet udfaset.
- Der var fortsat fremgang på **arbejdsmarkedet** i 2019. Arbejdsløsheden forventes kun at stige en anelse i 2020 til 5,3 %, for derefter at stige noget kraftigere i 2021 til 8,9 %.

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

GRÆKENLAND: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Grækenland befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store ubalancer, som navnlig er relateret til en stor gældsætning i den offentlige sektor, en stor andel af misligholdte lån og en ufuldstændig genetablering af balancen over for udlandet i en situation med stor, om end faldende arbejdsløshed og lav potentiel vækst. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, vækst i boligpriser, offentlig gæld og arbejdsløshed uden for de vejledende grænseværdier.

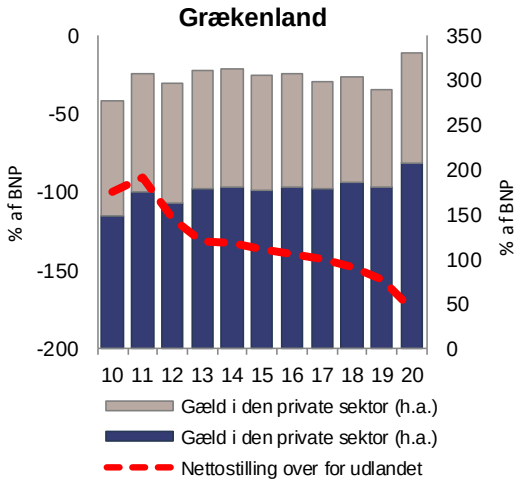
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig finans- og strukturpolitikken, arbejdsmarkedet, rammevilkårene for erhvervslivet, andelen af misligholdte lån og den finansielle sektor. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien vedrører de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, insolvens, energimarkederne, arbejdsmarkedslovgivning, misligholdte lån, offentlige investeringer, privatiseringer, digital forvaltning, almen og faglig uddannelse samt rammvilkårene for erhvervslivet.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 1,9 % i 2019 til -9 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 5 %, og det nominelle BNP vil således være 5,3 % lavere end i 2019,

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Holdbarheden over for udlandet** vækker stadig bekymring, idet nettostillingen over for udlandet ventes at blive yderligere forværret som følge af covid-19-krisen. En stor andel af nettostillingen over for udlandet udgøres af offentlig gæld stiftet på lempelige vilkår og med lange løbetider. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt i 2019, men ventes at stige betragteligt i 2020 og 2021, hvilket også afspejler vanskelighederne i turistbranchen.
- **Gældskvoterne for den private sektor** fortsatte med at falde i 2019 og forblev under resultattavlens grænseværdi. Stigningstakten for de **reale boligpriser** tog til i 2019 efter ti år med prisfald. På længere sigt vil priserne muligvis blive nedjusteret som følge af covid-19-krisen.

Figur A8: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



Kilde: Eurostat

- **Den offentlige gæld** faldt til 180 % af BNP i 2019, men ventes at stige til over 200 % af BNP i 2020 som følge af faldet i BNP og pandemiforanstaltningerne. **Banksektoren** er fortsat tynget af en stor beholdning af tilbageværende misligholdte lån.
- **Arbejdsløsheden** er fortsat meget høj, og den svagt nedadrettede trend er blevet bremset af krisen.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Grækenland sig i en sårbar position med hensyn til den offentlige gæld, tilbageværende misligholdte lån, genetableringen af balance over for udlandet, arbejdsløsheden og den lave potentielle vækst. Som følge af krisen vil gældskvoterne, arbejdsløsheden og andelen af misligholdte lån formodentlig stige. Kommissionen finder overordnet set, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

SPANIEN: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Spanien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til en stor intern og ekstern gæld i såvel den offentlige som den private sektor i en situation med høj arbejdsløshed. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, offentlig gæld, arbejdsløshed samt erhvervsfrekvens uden for de vejledende grænseværdier.

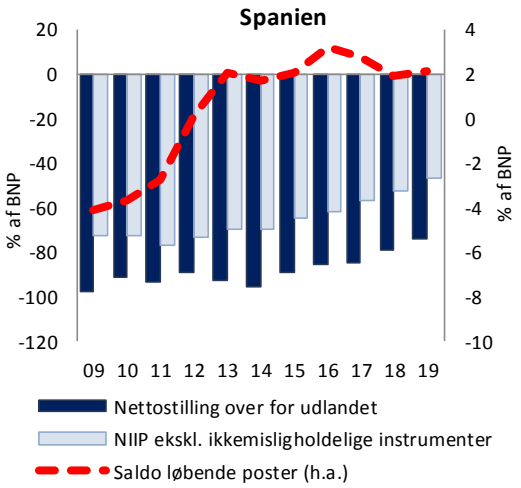
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig finans- og strukturpolitikken, arbejdsmarkedet, uddannelse og rammevilkårene for erhvervslivet. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien vedrører de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, almen og faglig uddannelse og innovation.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 2 % i 2019 til -12,4 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 5,4 %, og det nominelle BNP vil således være 6,1 % lavere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Betalingsbalancen** blev forbedret i 2019, idet nettostillingen over for udlandet blev mindre negativ, og der fortsat var overskud på de løbende poster. Imidlertid er NIIP korrigeret for ikkemisligholdelige instrumenter (NENDI) fortsat meget negativ. Den forventes dog at stige i 2020, mens overskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes at forblive relativt stabilt til trods for den svækkede turistbranche.

Figur A9: ***NIIP og løbende poster***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- Både **virksomhedernes og husholdningernes gæld** faldt frem til 2020, og gældskvoten for den private sektor faldt ned under resultattavlens grænseværdi i 2019. Kreditstrømmene i den private sektor var fortsat afdæmpede i 2019. Husholdningernes gæld ligger over den prudentielle tærskler og benchmarket baseret på fundamentaler. Stigninger i arbejdsløsheden risikerer at hæmme tilbagebetalingsevnen på længere sigt. Gældskvoten for både husholdningerne og virksomhederne ventes at stige i 2020, hovedsagelig på grund af det covid-19-relaterede fald i BNP.
- Den allerede høje **gældskvote for den offentlige sektor** ventes at stige med omkring 25 procentpoint i 2020 og således udgøre 120 % af BNP, og den ventes at forblive på samme niveau i 2021.
- **Bankesektoren** har gennem de sidste ti år øget sin modstandsdygtighed. Bankerne har en solid likviditet og er generelt velkapitaliserede, om end rentabiliteten er beskeden. Andelen af misligholdte lån faldt til ca. 3 % i 2019, men vil formodentlig stige som følge af covid-19-krisen.
- Der var fortsat fremgang på **arbejdsmarkedet** i 2019, skønt arbejdsløsheden og segmenteringen stadig vækker bekymring. Arbejdsløsheden ventes at stige til næsten 17 % i 2020 for derefter at stige en anelse mere i 2021. Erhvervsfrekvensen faldt en smule mellem 2016 og 2019, hvilket til dels skyldes, at flere personer er under uddannelse.

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

FRANKRIG: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Frankrig befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til en stor offentlig gæld og en svag konkurrenceevne i en situation med lav produktivitetsvækst, som også har grænseoverskridende konsekvenser. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for gæld i den private sektor og gæld i den offentlige sektor uden for de vejledende grænseværdier.

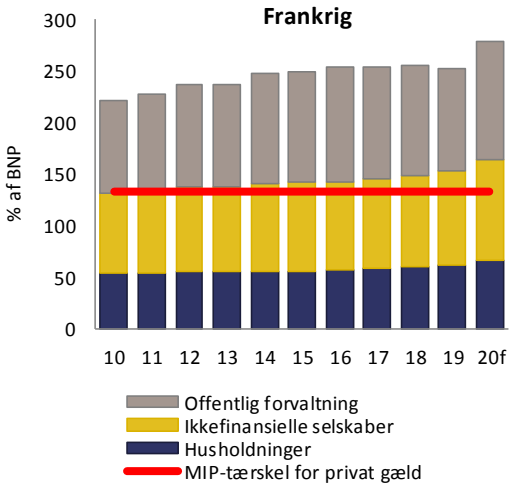
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig finans- og strukturpolitikken, arbejdsproduktiviteten og rammevilkårene for erhvervslivet. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien tager de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, sigte på at forbedre rammevilkårene for erhvervslivet og F&U.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 1,5 % i 2019 til -9,4 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 5,8 %, og det nominelle BNP vil således være 0,9 % lavere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Stillingen på **betalingsbalancen** var stabil med et begrænset underskud på de løbende poster og en lidt mere negativ nettostilling over for udlandet i 2019.
- **Gældskvoten for den private sektor** fortsatte med at stige i 2019 og udgjorde 153 % af BNP, og den ventes at stige yderligere i 2020. **Långivningen til virksomhederne** var høj i 2019 og ventes at stige yderligere, samtidig med at virksomhederne også fortsatte med at opbygge likvide reserver i lyset af stigende virksomhedsoverskud, lavere udbytter, færre investeringer og et generelt lavt og faldende niveau af misligholdte lån. **Husholdningernes gæld** er stor og ventes at stige. Boligpriserne viste begrænsede tegn på overvurdering, mens væksten i boligpriserne generelt set var moderat i 2019.

Figur A10: ***Gæld på tværs af sektorer i økonomien***



Kilde: Eurostat

- De tab af **konkurrenceevne**, der er lidt gennem de seneste ti år, er ikke blevet indhentet. Væksten i enhedslønomkostninger var fortsat begrænset, skønt arbejdsproduktiviteten er faldet væsentligt. Efter få gevinster i de foregående år faldt andelen af eksportmarkedsandele i 2019.
- **Den offentlige gæld** forblev stabil og udgjorde 98 % af BNP i 2019. Gældskvoten ventes at stige til omkring 116 % af BNP i 2020 som følge af faldet i BNP og den store budgetpakke, der er gennemført for at afbøde konsekvenserne af krisen. Kapitalgrundlaget i **banksektoren** lader til at være passende og stigende, mens andelen af misligholdte lån generelt er lav, skønt rentabiliteten er beskeden på ligesom i de øvrige lande. Antallet af konkurser risikerer imidlertid at stige oven på covid-19-krisen.
- Der var fremgang på **arbejdsmarkedet** i 2019, men arbejdsløsheden ventes at stige en smule på længere sigt.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Frankrig sig i en sårbar position med hensyn til gælden og konkurrenceevnen. Som følge af covid-19-krisen og de foranstaltninger, der er truffet for at understøtte

økonomien, er den offentlige gæld steget, mens konkurrenceevnen har været stabil. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

KROATIEN: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Kroatien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer relateret til en stor gæld i den offentlige og den private sektor samt udlandsgæld i en situation med lav potentiel vækst. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, vækst i boligpriser og gæld i den offentlige sektor uden for de vejledende grænseværdier.

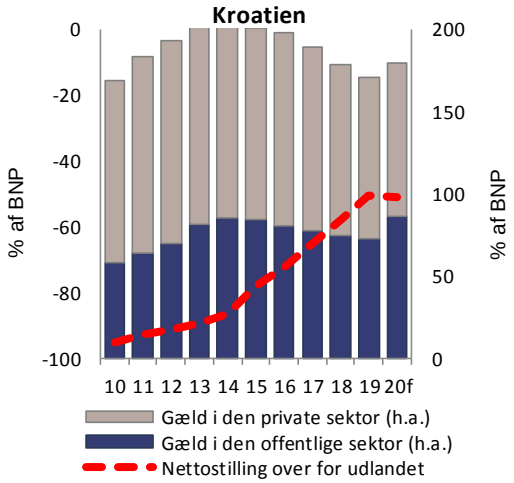
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig finans- og strukturpolitikken, arbejdsmarkedet og rammevilkårene for erhvervslivet. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien tager de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, sigte på at forbedre styringen i den offentlige sektor og lette den administrative og finansielle byrde for virksomhederne

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 2,9 % i 2019 til -9,6 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 5,7 %, og det nominelle BNP vil således være 2,5 % lavere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Holdbarheden over for udlandet** vækker fortsat bekymring, skønt den meget negative nettostilling over for udlandet blev markant forbedret i 2019, og overskuddet på betalingsbalancens løbende poster nærmede sig 3 % af BNP. De risici, der præger holdbarheden over for udlandet, afbødes til en vis grad af det forhold, at en stor del af passiverne over for udlandet udgøres af udenlandske direkte investeringer. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster ventes at blive negativ i 2020, primært på grund af den svækkede turismebranche.
- **Gældskvoten for den private sektor** faldt fortsat i 2019. En stor del af gælden er stadig stiftet i udenlandsk valuta, hvilket indebærer valutarisici.

Figur A11: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



Kilde: Eurostat

- **Væksten i reale boligpriser** tog til i 2019, og priserne steg således med 8 %. Denne udvikling understøttes af stigende vækst i realkreditlån, mens vurderingsgabet er ved at lukke sig. Væksten i boligpriser ventes at aftage i lyset af covid-19-krisen.
- **Den offentlige gæld** fortsatte med at falde, dog til et relativt højt niveau på 73 % af BNP i 2019. I 2020 ventes gælden at stige med mere end 15 procentpoint som følge af det alvorlige økonomiske tilbageslag og de foranstaltninger, der er truffet for at understøtte økonomien under covid-19-pandemien.
- **Banksektoren** er kendetegnet ved moderat rentabilitet og et forholdsvis solidt kapitalgrundlag, men også af en forholdsvis stor andel af misligholdte lån, om end den er faldende. Andelen af misligholdte lån vil formodentlig stige, når de offentlige støtteforanstaltninger, der er truffet som reaktion på covid-19-krisen, er blevet udfaset.
- **Arbejdsløsheden** nåede et rekordlavt niveau på 6,6 % i 2019 og var ledsaget af kraftige fald i både langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden. Den ventes imidlertid at stige som følge af den aktuelle krise.

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

ITALIEN: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Italien befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til en stor offentlig gæld og længerevarende svag produktivitetsvækst i en situation med stadig store misligholdte lån og stor arbejdsløshed. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for gæld i den offentlige sektor og arbejdsløshed uden for de vejledende grænseværdier.

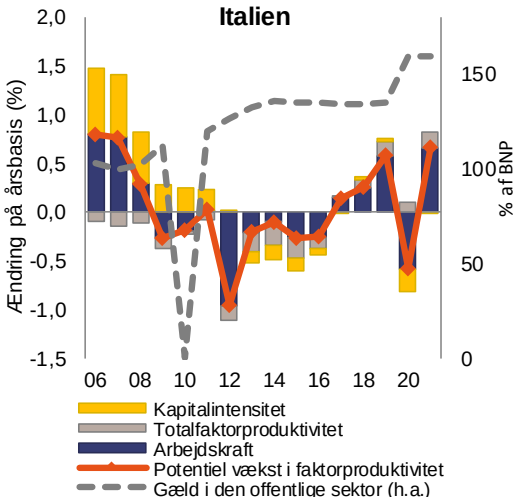
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig finans- og strukturpolitikken, arbejdsmarkedet, rammevilkårene for erhvervslivet og den finansielle sektor. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien tager de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, sigte på at øge effektiviteten i den offentlige forvaltning og understøtte den grønne og den digitale omstilling.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 0,3 % i 2019 til -9,9 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 4,1 %, og det nominelle BNP vil således være 4,1 % lavere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Stillingen på **betalingsbalancen** er stabil, idet nettostillingen over for udlandet er tæt på ligevægt, og der er et stabilt betydeligt overskud på de løbende poster, hvilket også er tilfældet i 2020 til trods for den svækkede turismebranche.
- Den samlede **produktivitetsvækst** er fortsat meget afdæmpet og ventes kun at blive marginalt forbedret på mellemlang sigt. **Væksten i enhedslønomkostninger** var fortsat lav i 2019, og lønvæksten ventes at stilne af i 2020.
- **Den offentlige gæld** forblev stabil i 2019 og udgjorde omkring 135 % af BNP, men den ventes at stige betragteligt i 2020 med omkring 25 procentpoint, hvilket afspejler reaktionen på pandemien og faldet i den økonomiske aktivitet. Den primære saldo ventes at blive negativ i 2020 for første gang siden 2009.

Figur A12: ***Potentiel vækst og offentlig gæld***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- Hvad angår **banksektoren** er det fortsat gået fremad med at reducere andelen af misligholdte lån, men niveauet er stadig forholdsvis højt, og de udgør lige under 7 % af den samlede lånemasse. De likviditetsforanstaltninger, der er truffet som reaktion på pandemien, har bidraget til at øge den ellers forholdsvis svage långivning, der blev observeret i 2019. Andelen af misligholdte lån vil formodentlig stige, hvis nogle af covid-19-foranstaltningerne udfases for tidligt.
- Det chok, som pandemien har forårsaget, er begyndt at vende den seneste tids positive tendenser på **arbejdsmarkedet**, og dette risikerer at blive forværret, når kriseforanstaltningerne bliver udfaset. Arbejdsløsheden ventes at forblive på omkring 10 % i 2020.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Italien sig i en sårbar position med hensyn til en stor gæld i den offentlige sektor og svag produktivitetsvækst i en situation med en stadig stor om end faldende andel af misligholdte lån og arbejdsløshed. Som følge af covid-19-krisen er gældskvoterne steget, mens følgerne for arbejdsmarkedet og banksektoren sandsynligvis først vil kunne ses på et senere tidspunkt, afhængigt af krisens varighed og tidspunktet for udfasningen af støtteforanstaltningerne. Kommissionen finder

overordnet set, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

CYPERN: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Cypern befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til en meget stor andel af misligholdte lån, som tynger den finansielle sektor, samt en stor gæld i den private og den offentlige sektor og en stor udlandsgæld i en situation med moderat potentiel vækst. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for underskud på betalingsbalancens løbende poster, nettostilling over for udlandet, gæld i den private sektor og gæld i den offentlige sektor uden for de vejledende grænseværdier.

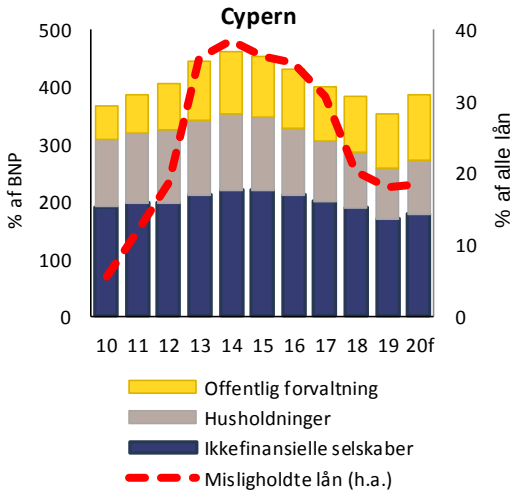
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig finans- og strukturpolitikken, gælden i den private sektor, andelen af misligholdte lån og rammevilkårene for erhvervslivet. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien vedrører de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, retssystemet, den offentlige forvaltning, lokaladministrationen og adgang til finansiering.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 3,1 % i 2019 til -6,2 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,7 %, og det nominelle BNP vil således være 0,7 % lavere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** vækker fortsat bekymring, idet nettostillingen over for udlandet er yderst negativ, selv om den blev forbedret i 2019 og en stor del afspejler SMV'ers aktiviteter. Der var et stort underskud på de løbende poster i 2019 (6,3 % af BNP), og dette forventes at stige kraftigt i 2020 som følge af det store fald i turismen.
- **Gældskvoten for virksomhederne** fortsatte med at falde i 2019, men ligger fortsat på et højt niveau. De ikkefinansielle selskaber har været hurtigere til at nedbringe gælden end husholdningerne. **Husholdningernes gæld** udgjorde omkring 90 % af BNP i 2019, hvilket er over de prudentielle tærskler. I 2020 forventes gældskvoterne for den private sektor at stige som følge af faldet i det nominelle BNP og gældsmoratorier. Den nedadrettede trend ventes at genoptage i 2021.

Figur A13: ***Gæld og misligholdte lån***



Kilde: Eurostat og ECB

- Skønt **gældskvoten for den offentlige sektor** faldt i 2019, ventes den at stige med knap 20 procentpoint i 2020 og således at ligge tæt på 113 % af BNP som følge af de finanspolitiske støtteforanstaltninger, yderligere obligationsudstedelser og faldet i BNP. Forholdene i **banksektoren** er blevet mere stabile i de senere år, og andelen af misligholdte lån faldt markant i 2018 og 2019. I 2020 er andelen af misligholdte lån kun steget i begrænset omfang som følge af afhændelser af aktiver og afskrivninger, men de kan risikere at stige yderligere i 2021 i forbindelse med ophævelsen af gældsmoratorierne.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Cypern sig i en sårbar position med hensyn til udlandsgælden samt gælden i den offentlige og den private sektor og til den stadig store andel af misligholdte lån i en situation med moderat potentiel vækst. Som følge af covid-19-krisen er underskuddet på betalingsbalancens løbende poster blevet større, og gældskvoterne er steget, mens bankernes

nedbringelse af andelen af misligholdte lån forløber langsommere. Kommissionen finder overordnet set, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

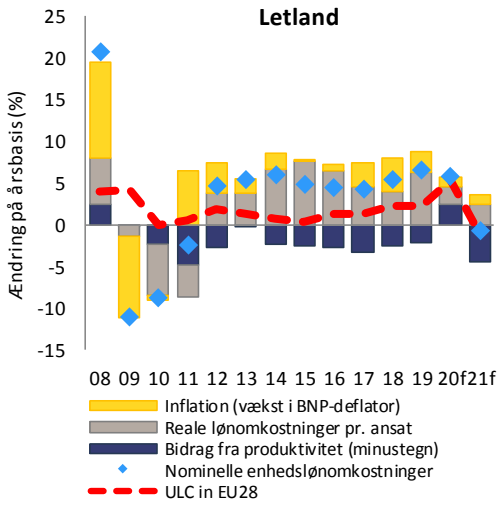
LETLAND: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Letland i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet og vækst i enhedslønomkostninger uden for de vejledende grænseværdier.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 2,1 % i 2019 til -5,6 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 4,9 %, og det nominelle BNP vil således være 1,3 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** består, men der er sket fremskridt. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster var en anelse negativ i 2019, mens nettostillingen over for udlandet, som primært afspejler udenlandske direkte investeringer og offentlig gæld, fortsat blev kraftigt forbedret. NIIP ventes fortsat at stige, mens der ventes overskud på de løbende poster.
- **Enhedslønomkostningerne** steg fortsat relativt kraftigt i 2019 som følge af markant lønvækst. Denne vækst i lønningerne ventes imidlertid at aftage i 2020 som følge af covid-19-krisen. Samtidig forblev den reale effektive valutakrus stort set uændret efter kraftige stigninger det foregående år. For første gang i fire år blev der registreret tab af eksportmarkedsandele.

Figur A14: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- **Gælden i virksomhederne og husholdningerne** er fortsat moderat, men forventes at stige som følge af faldet i BNP oven på covid-19-krisen. Långivningen til ikkefinansielle selskaber steg i 2019, men forventes at aftage kraftigt i 2020. Der var fortsat en kraftig vækst i **boligpriserne** i 2019, og indikatoren ligger lige under grænseværdien. Udviklingen ventes dog at stilne af som følge af covid-19-krisen.
- Ved krisens udbrud var den finansielle situation i **banksektoren** forholdsvis solid, og både kapital- og likviditetsprocenterne lå over gennemsnittet for EU. Andelen af misligholdte lån er lav, men vil formodentlig stige, når de offentlige støtteforanstaltninger som reaktion på covid-19-krisen bliver udfaset. **Den offentlige gæld** faldt yderligere i 2019 til omkring 37 % af BNP, men ventes at stige i 2020 som følge af foranstaltningerne til at afbøde følgerne af pandemien og faldet i BNP.

Da covid-19-krisen ramte havde Letland ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om udviklingen i arbejdsudbuddet og omkostningskonkurrenceevnen indebærer visse begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen er presset på arbejdsmarkedet og på lønningerne lettet midlertidigt. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

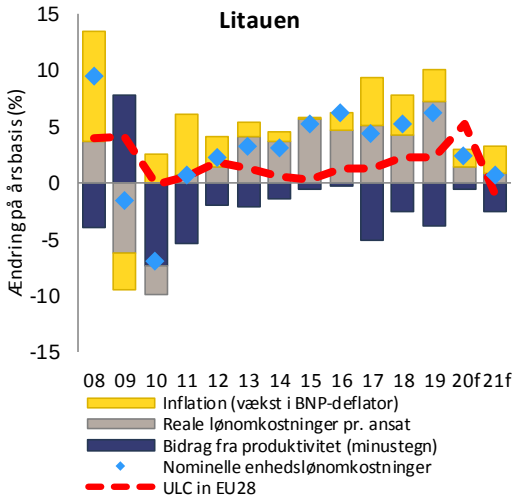
LITAUEN: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Litauen i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatoren for vækst i enhedslønomkostninger uden for den vejledende grænseværdi.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 4,3 % i 2019 til -2,2 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3 %, og det nominelle BNP vil således være 4,8 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** er fortsat begrænset, idet nettostillingen over for udlandet, skønt den stadig er negativ, gradvist blev forbedret indtil 2019. NIIP udgøres primært af akkumulerede udenlandske direkte investeringer. Den ventes at blive yderligere forbedret i 2020 og 2021. Stigende eksport af transporttjenester har forbedret handelsbalancen betydeligt, og overskuddet på betalingsbalancens løbende poster steg derfor til over 3 % i 2019 og ventes at forblive stort i 2020 og 2021. Der registreres fortsat betydelige gevinster i eksportmarkedsandele.

Figur A15: ***Dekomponering af enhedslønomkostninger***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- De **nominelle enhedslønomkostninger** er steget kraftigt siden 2016, hvilket afspejler stramhed på arbejdsmarkedet og visse lovgivningsmæssige ændringer, herunder en forholdsvis hurtig stigning i mindstelønnen og lønningerne i den offentlige sektor. Covid-19-pandemien ventes at påvirke lønnen i den private sektor i negativ retning i 2020 og at reducere væksten i de nominelle enhedslønomkostninger.
- **Banksektoren** er yderst rentabel, og kapitalprocenten ligger en anelse over gennemsnittet for euroområdet. Andelen af misligholdte lån er faldet løbende og er generelt lav. **Den offentlige gæld** faldt yderligere i 2019, men forventes at stige til omkring 47 % af BNP i 2020 som følge af covid-19-krisen, og den forventes at stige yderligere i 2021.
- Før covid-19-pandemien var resultaterne på **arbejdsmarkedet** meget positive, og arbejdsløsheden lå på 6,3 %. Den ventes imidlertid at stige til 8,9 % i 2020, før den atter vil falde i 2021.

Da covid-19-krisen ramte, havde Litauen ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen indebærer visse begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen har stillingen på betalingsbalancen været stabil, og lønpresset er lettet. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

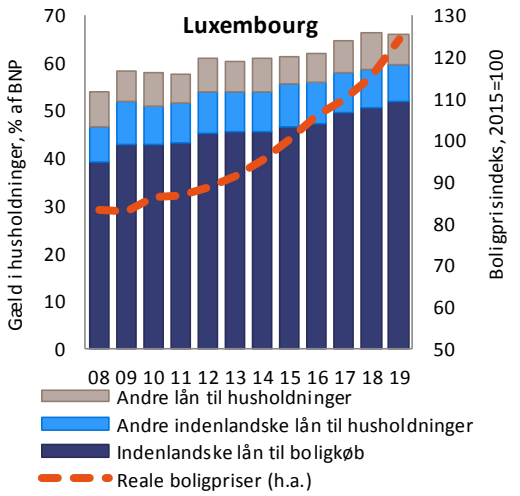
LUXEMBOURG: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Luxembourg i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for vækst i enhedslønomkostninger, vækst i boligpriser og gæld i den private sektor uden for den vejledende grænseværdi.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 2,3 % i 2019 til -4,5 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,9 %, og det nominelle BNP vil således være 0,3 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Der er ingen større betænkeligheder vedrørende den holdbarheden over for udlandet.** Der er et stabilt overskud på betalingsbalancens løbende poster, og nettostillingen over for udlandet er meget positiv. **Enhedslønomkostningerne** fortsatte med at stige forholdsvis kraftigt i 2019 i en situation med stramhed på arbejdsmarkedet. I 2020 ventes væksten i enhedslønomkostninger at være begrænset i lyset af en svagere lønudvikling på grund af covid-19-krisen.

Figur A16: ***Gæld i husholdninger og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

- **Gældskvoten for den private sektor** er meget høj og udgjorde 319 %. Den afspejler primært **virksomhedernes gæld**, som udgjorde over 250 % af BNP i 2019. De høje tal afspejler imidlertid Luxembourgs rolle som globalt finansielt centrum og samt grænseoverskridende koncerninterne lån. **Husholdningernes gæld** blev stabiliseret i 2019 og udgjorde 66 % af BNP. Dette er et godt stykke under den prudentielle tærskel og benchmarket baseret på fundamentaler, selv om gælden er stor set i forhold til den disponible indkomst. Realkreditlånene steg med 8 % i 2019, og halvdelen af den udestående gæld er stiftet til variabel rente, selv om denne andel falder støt. I 2020 forventes gældskvoten for husholdningerne at stige, især på grund af faldet i BNP.
- **Boligpriserne** fortsatte med at stige markant i 2019, og der er tegn på overvurdering. Denne udvikling i boligpriserne ventes ikke at aftage synderligt i 2020-2021. På udbudssiden blev der lagt en dæmper på boligbyggeriet i 2019, hvilket øger den uligevægt mellem udbud og efterspørgsel, som bidrager til at presse priserne i vejret.
- **Banksektoren** er velkapitaliseret og likvid og er forblevet rentabel, selv om rentabiliteten ligger under gennemsnittet for euroområdet. Andelen af misligholdte lån er meget lav. Imidlertid kræver udviklingen i boligpriserne, og dermed bankernes eksponering for realkredit og den store gæld i husholdningerne, fortsat overvågning. **Den offentlige gæld** er lav og ventes at stige til omkring 25 % af BNP i 2021.

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

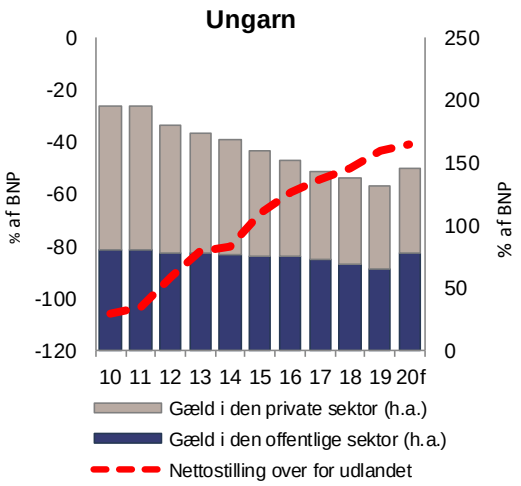
UNGARN: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Ungarn i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, vækst i boligpriser, offentlig gæld og stigning i finansielle passiver uden for de vejledende grænseværdier.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 4,6 % i 2019 til -6,4 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 4 %, og det nominelle BNP vil således være 6,2 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** består, selv om nettostillingen over for udlandet er steget løbende og udgjorde -44 % i 2019, hvilket er over benchmarket baseret på fundamentaler. Nettostillingen over for udlandet ventes at blive yderligere forbedret i 2020 og 2021. De officielle reserver i begyndelsen af 2020 lå tæt på det niveau, der anses for det prudentielle minimum. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster vendte til et mindre underskud i 2019 og forventes at forblive lettere negativ indtil 2022. Væksten i eksportmarkedsandele steg til trods for en faldende omkostningskonkurrenceevne. I 2020 faldt den ungarske forint betydeligt, hvilket fremadrettet tegner godt for konkurrenceevnen, men det afspejler også en sårbarhed over for ændringer i stemningen på de finansielle markeder.

Figur A17: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



Kilde: Eurostat

- **Boligpriserne** og kreditstrømmene steg markant i 2019, og der er stigende bekymringer for overvurdering. Covid-19-krisen ventes at føre til en vis prisjustering.
- **Den offentlige gæld** faldt i 2019 og udgjorde omkring 65 % af BNP. Den ventes at stige med næsten 13 procentpoint i 2020, hvilket afspejler tilbageslagets omfang og de offentlige støtteforanstaltninger, der er indført som reaktion på covid-19-krisen. Bruttofinansieringsbehovet er særlig stort og skyldes en kombination af stor gæld og relativt korte løbetider. Samtidig er både den offentlige gæld og virksomhedernes gæld eksponeret over for udenlandsk valuta. Økonomiens åbenhed medfører, at den nationale indkomst og budgetsaldoen er følsomme over for kursudsving. Et vist niveau af gæld stiftet i udenlandsk valuta kan hjælpe med at afdække denne eksponering.
- **Banksektoren** er meget rentabel, men bankernes kernekapitalprocent er lavere end i de fleste andre EU-lande. Den omfattende henstandsperiode, der er givet til låntagerne, beskytter midlertidigt bankerne mod potentiel misligholdelse. Andelen af misligholdte lån er imidlertid stadig forholdsvis stor, på 4,3 % i 2019, og risikerer at stige efter udløbet af henstandsperioden. Erhvervsbankerne ligger inde med en betragtelig del af den offentlige gæld (omkring 20 % af BNP).

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til omkostningspresset, eksportstrukturen, den offentlige gæld og boligmarkedet. Som følge af covid-19-krisen vil udfordringerne relateret til omkostningspresset sandsynligvis blive mindsket, mens risiciene relateret til samspillet mellem det offentlige finansieringsbehov og udenlandsk finansiering lader til at være steget. Når det er sagt, er selve størrelsen af ubalancerne vedrørende beholdninger ikke særlig stor. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere

dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

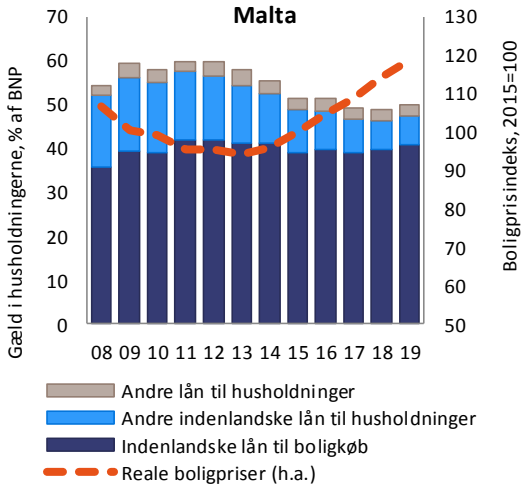
MALTA: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Malta i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligge ingen af indikatorerne uden for den vejledende grænseværdi.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 4,9 % i 2019 til -7,3 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3 %, og det nominelle BNP vil således være 2,6 % lavere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Overskuddet på **betalingsbalancens løbende poster** er stort, men ventes at nærme sig en ligevægtig stilling i 2021, dels som følge af den svage turisme. Den meget positive nettostilling over for udlandet afspejler landets position som internationalt finansielt centrum. Enhedslønomkostningerne er steget forholdsvis kraftigt i de senere år.
- **Gælden i den private sektor** steg en anelse og nærmede sig resultattavlens grænseværdi i 2019. Den drives af en igangværende stærk kreditekspansion, som har understøttet store investeringer i boligbyggeri. Udviklingen i boligsektoren ventes at fortsætte som følge af en midlertidig nedsættelse af skatten på boligtransaktioner i 2020 og 2021. Gunstige forhold på arbejdsmarkedet og lave renter har bidraget til gældsætningen i husholdningerne, som kræver overvågning. Den vedvarende **vækst i boligpriserne** fortsatte i 2019, og der er visse tegn på overvurdering. Væksten i boligpriserne ventes at aftage midlertidigt i 2020 som følge af covid-19-krisen.
- **Den offentlige gæld** faldt indtil 2019 og ventes at stige til 60 % af BNP i 2020 som følge af covid-19-udbruddet. Banksektorens passiver faldt i 2019, og niveaet af misligholdte lån forblev stabilt. Den igangværende revision af insolvenslovgivningen ventes at styrke sektorens modstandsevne. Alligevel kræver boligsektorens stigende koncentration i bankernes portefølje nøje overvågning.
- **Arbejdsløsheden** faldt i 2019, og erhvervsfrekvensen fortsatte med at stige. Arbejdsløsheden ventes imidlertid at stige som følge af den covid-19-krisen.

Figur A18: ***Gæld i husholdningerne og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

Da covid-19-krisen ramte, havde Malta ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om der knyttede sig begrænsede risici til overskuddet på betalingsbalancens løbende poster og den relativt dynamiske vækst i boligpriserne. Som følge af covid-19-krisen er det indenlandske pres lettet en smule, og betalingsbalancen er forblevet stabil. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

NEDERLANDENE: I februar 2020 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. I den opdaterede resultattavle ligger indikatorerne for overskud på betalingsbalancens løbende poster og gæld i den private sektor uden for de vejledende grænseværdier.

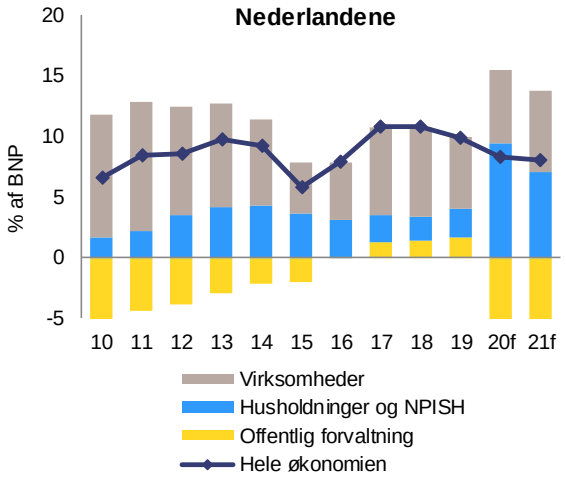
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig investeringer, husstandsindkomsten, pensionerne, gælden i den private sektor og boligmarkedet. Foruden velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien vedrører de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, pensionssystemet, boliginvesteringer, nedbringelse af husholdningernes skattemæssige fordele ved at stifte gæld og oprettelsen af invest-NL.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 1,7 % i 2019 til -5,3 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 2,2 %, og det nominelle BNP vil således være 0,1 % lavere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Overskuddet på **betalingsbalancens løbende poster** faldt fra 10,8 % af BNP i 2018 til 9,9 % af BNP i 2019, og det ventes også at falde moderat i 2020. På grund af covid-19-krisen er nettofordringserhvervelsen for den offentlige sektor blevet meget negativ, men dette vil formodentlig blive modsvaret af yderligere stigninger i husholdningernes og virksomhedernes opsparingsoverskud. Overordnet set ventes overskuddet på betalingsbalancens løbende poster at forblive langt over benchmarket baseret på fundamentaler.

Figur A19: ***Nettofordringserhvervelse pr. sektor***



Kilde: Ameco

- **Gælden i den private sektor**, som udgjorde omkring 230 % af BNP i 2019, faldt indtil covid-19-krisen. **Gælden i virksomhederne** er primært knyttet til koncernintern gæld i multinationale selskaber. **Husholdningernes gæld**, som udgjorde 100 % af BNP i 2019, er primært knyttet til den gunstige skattebehandling af realkreditlån og et suboptimalt lejemarked. Gældskvoten for husholdningerne ventes at stige igen fra 2020. En stigning i arbejdsløsheden kan hæmme husholdningernes tilbagebetalingsevne fremadrettet. **Boligpriserne** steg med 4,8 % i 2019, og der er tegn på overvurdering.
- **Banksystemet** er velkapitaliseret med en lav andel af misligholdte lån og god rentabilitet. **Den offentlige gæld** forventes at stige til omkring 64 % af BNP i 2020, og vil muligvis stige yderligere i årene derefter
- Der var historisk stor stramhed på **arbejdsmarkedet** før krisen. Arbejdsmarkedsforholdene forventes imidlertid at blive markant ringere som følge af krisen. Det vil især påvirke de personer, der befinder sig i en svagere position på arbejdsmarkedet.

Da covid-19-krisen ramte, var Nederlandene kendetegnet ved et langvarigt stort indenlandsk opsparingsoverskud og en stor gæld i den private sektor. Som følge af krisen forventes

opsparingsoverskuddet at falde en anelse, men dog at forblive stort, mens gældskvoterne for den private sektor ventes at stige. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

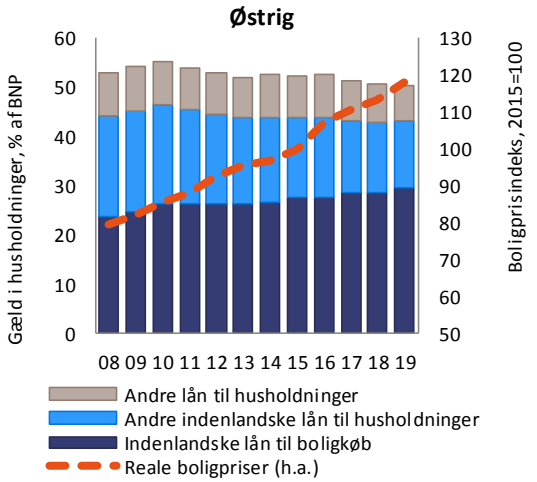
ØSTRIG: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Østrig i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatoren for gæld i den offentlige sektor uden for den vejledende grænseværdi.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 1,4 % i 2019 til -7,1 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 4,1 %, og det nominelle BNP vil således være 0,6 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** er fortsat begrænset. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster steg op mod 3 % af BNP i 2019, men ventes at falde en anelse i 2020. Væksten i enhedslønomkostninger steg moderat i 2019, men forblev forholdsvis begrænset. I 2020 ventes en begrænset lønudvikling, også fordi lønforhandlingerne i vigtige økonomiske sektorer fandt sted før krisens udbrud.
- **Gælden i den private sektor** fortsatte med at falde, idet gældskvoten for husholdningerne forblev stabil, og de ikkefinansielle selskaber nedbragte en del af gælden i 2019. I begge tilfælde ventes gælden dog atter at stige i 2020, primært som følge af det covid-19-relaterede fald i BNP. Denne tendens ventes delvist at vende i 2021 som følge af den forventede økonomiske genopretning.

Figur A20: ***Gæld i husholdningerne og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

- De **reale boligpriser** fortsatte opad, og stigningstakten steg en anelse i 2019 med visse tegn på overvurdering. Der ventes dog en vis prisjustering i 2021. Selv om dette kræver nøjere overvågning, lader prisstigningerne ikke til at skyldes en øget kreditgivning.
- Overordnet set er **banksektoren** godt rustet til at hjælpe med at afbøde følgerne af krisen. Andelen af misligholdte lån faldt yderligere i 2019 til lidt over 2 %. **Den offentlige gæld** har også fortsat sin nedadrettede trend som følge af solid økonomisk vækst og den igangværende afvikling af aktiver i nationaliserede finansieringsinstitutter. Som følge af krisen ventes den imidlertid at stige til omkring 84 % af BNP i 2020, hvilket er knap 14 procentpoint over niveauet i 2019.
- De forbedrede makroøkonomiske forhold har bidraget til yderligere fremgang på **arbejdsmarkedet**, selv om arbejdsløsheden ventes at stige i 2020 som følge af krisen.

Da covid-19-krisen ramte, havde Østrig ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om der var visse sårbarheder relateret til boligmarkedet. Som følge af covid-19-krisen er væksten i boligpriser stilnet af, mens den offentlige gæld stiger. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

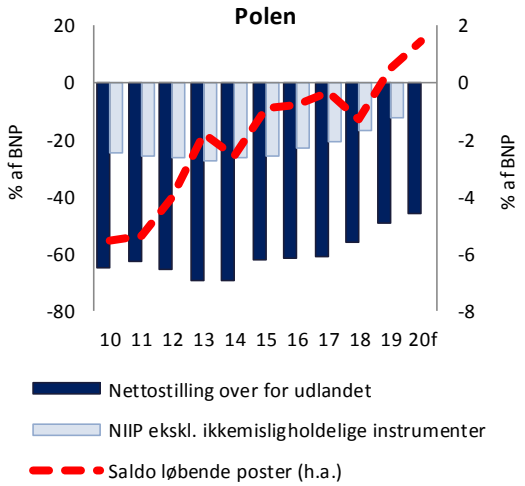
POLEN: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Polen i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet og vækst i boligpriser uden for de vejledende grænseværdier.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 4,5 % i 2019 til -3,6 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,3 %, og det nominelle BNP vil således være 5 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** er fortsat begrænset, idet nettostillingen over for udlandet, skønt den stadig er negativ, gradvist blev forbedret frem til 2019. Samtidig udgøres den hovedsagelig af akkumulerede udenlandske direkte investeringer, og en betydelig del af de indgående FDI-strømme stammer fra geninvesteret indtjening. Nettostillingen over for udlandet ventes at blive en smule forbedret og udgøre 49 % af BNP i 2020. Den ventes fortsat at blive forbedret i 2021, om end i et langsommere tempo. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster blev positiv i 2019, og der ventes også overskud i 2020 og 2021.
- **Gælden i den private sektor** ligger fortsat under de prudentielle tærskler og faldt i 2019. Den forventes at ligge på et stabilt niveau i 2020.

Figur A21: ***NIIP og løbende poster***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- Væksten i **boligpriserne** tog til i 2019, og det gjorde væksten i realkreditlån også. Væksten i boligpriser nåede op på knap 7 % i 2019, men udviklingen ventes at aftage i 2020-2021. Risiciene er fortsat begrænsede, og der er kun få tegn på overvurdering.
- **Banksektoren** er generelt godt rustet til at hjælpe med at afbøde følgerne af krisen. Samtidig faldt andelen af misligholdte lån i 2019 til et stadig forholdsvis højt niveau på ca. 6 %, og den risikerer at stige yderligere på længere sigt som følge af covid-19-krisen. **Den offentlige gæld** faldt yderligere i 2019, men ventes at stige med 11 procentpoint og nærme sig 60 % af BNP i 2020 i lyset af de foranstaltninger, der er truffet for at imødegå pandemien og faldet i BNP.
- De gunstige makroøkonomiske forhold gennem 2019 bidrog til yderligere fremgang på **arbejdsmarkedet**, og arbejdsløsheden har nået et rekordlavt niveau. Covid-19-krisen vil dog formodentlig føre til stigninger i 2020-2021.

Da covid-19-krisen ramte, havde Polen ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, skønt nettostillingen over for udlandet var negativ, hvilket indebærer begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen er stillingen på betalingsbalancen forblevet stabil. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

PORTUGAL: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Portugal befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til en stor beholdning af nettopassiver over for udlandet, gælden i den private såvel som i den offentlige sektor og en stor andel af misligholdte lån i en situation med lav produktivitetsvækst. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, vækst i boligpriser, gæld i den private sektor og gæld i den offentlige sektor uden for de vejledende grænseværdier.

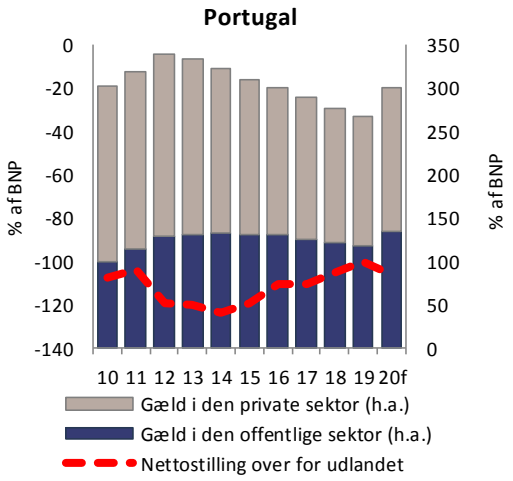
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig finans- og strukturpolitikken, rammevilkårene for erhvervslivet og andelen af misligholdte lån. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien vedrører de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, uddannelse og færdigheder, digitalisering og retspleje.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 2,2 % i 2019 til -9,3 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 5,4 %, og det nominelle BNP vil således være 1,1 % lavere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Holdbarheden over for udlandet** er stadig usikker på grund af landets store beholdning af nettopassiver over for udlandet og covid-19-krisens negative følger for turismen. Der var stort set ligevægt på betalingsbalancens løbende poster i 2019, men denne stilling ventes at blive en anelse forværret i 2020. Den negative nettostilling over for udlandet ventes at blive endnu mere negativ i 2020, om end i et langsomt tempo.
- **Gælden i den private sektor** fortsatte med at falde og udgjorde knap 150 % af BNP i 2019, men ventes at stige igen som følge af covid-19-krisen. **Virksomhederne** er presset på likviditeten, og der er indført lånegarantiordninger. Selv om andelen af misligholdte lån er faldet løbende, lå de stadig på et forholdsvis højt niveau, da covid-19-krisen brød ud. Solvensrisiciene vil formentlig stige, når henstandsperioden på tilbagebetalingen af lån udløber. **Gældskvoten for husholdningerne**, som allerede er høj, ventes at stige i 2020 som følge af faldet i BNP, mens husholdningernes opsparingskvote ventes at stige betydeligt.
- **Væksten i reale boligpriser** lå over den vejledende grænseværdi i fire år i træk frem til 2019, og der er stigende tegn på overvurdering. Stigningstakten ventes dog at falde markant i 2020-2021 i en situation med lavere efterspørgsel og en stigning i byggeriet.
- **Den offentlige gæld** er stor, men er faldet støt og nåede 117 % af BNP i 2019. Den ventes imidlertid at stige med 18 procentpoint i 2020 i lyset af de trufne foranstaltninger og faldet i BNP.

Figur A22: ***NIIP, privat gæld og offentlig gæld***



Kilde: Eurostat

Da covid-19-krisen ramte, befandt Portugal sig i en sårbar position med hensyn til store gældsbeholdninger i en situation med lav produktivitetsvækst. Som følge af covid-19-krisen er gældskvoterne steget for alle sektorer. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under

hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

RUMÆNIEN: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Rumænien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til tabet af omkostningskonkurrenceevne, forværringen af betalingsbalancen og et stigende underskud på de løbende poster i en situation med ekspansiv finanspolitik og uforudsigelige rammevilkår for erhvervslivet. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for underskud på betalingsbalancens løbende poster, nettostilling over for udlandet og vækst i enhedslønomkostninger uden for de vejledende grænseværdier.

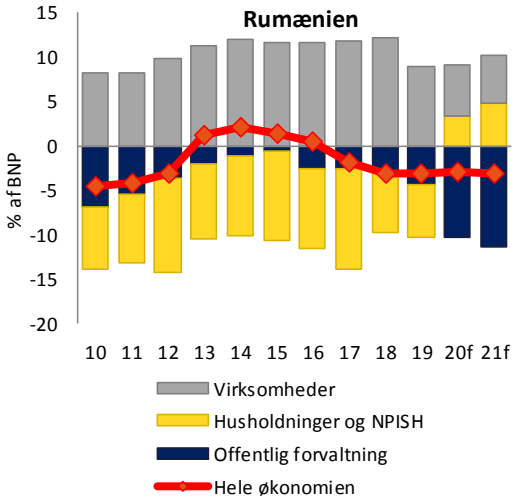
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019 og 2020, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig finans- og strukturpolitikken, den finansielle stabilitet, omkostningskonkurrenceevnen og rammevilkårene for erhvervslivet. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien vedrører de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, primært banksektoren og i mindre grad mindstelønsordningen.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 4,2 % i 2019 til -5,2 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,3 %, og det nominelle BNP vil således være 3,6 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Holdbarheden over for udlandet** udgør fortsat en sårbarhed, idet den negative nettostilling over for udlandet ikke blev forbedret i 2019, men fandt et stabilt niveau på omkring -44 % af BNP. Nettostillingen over for udlandet ventes at forblive på nogenlunde samme niveau i 2020. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster steg til knap 5 % af BNP i 2019 og forventes fortsat at være betragteligt i 2020 og 2021.
- De nominelle **enhedslønomkostninger** steg fortsat kraftigt i 2019 som følge af stramhed på arbejdsmarkedet. Den moderate lønudvikling som følge af covid-19-krisen vil formodentlig lette presset på omkostningskonkurrenceevnen, selv om tendensen til hoarding af arbejdskraft har ført til en yderligere stigning i væksten i enhedslønomkostninger i 2020.

Figur A23: ***Nettofordringserhvervelse pr. sektor***



Kilde: Ameco

- **Gældskvoten for den offentlige sektor** ventes at stige med mere end 11 procentpoint i 2020 og at udgøre omkring 47 % af BNP. Denne stigning afspejler følgerne af krisen, men også tidligere permanente stigninger i det offentlige forbrug. Den offentlige gæld ventes at stige markant i 2021. Samtidig er en forholdsvis stor del af gælden stiftet i udenlandsk valuta og derfor udsat for valutarisici. Den politiske uforudsigelighed var fortsat problematisk i 2019 og 2020, navnlig i forbindelse med lovgivning, som påvirker den finanspolitiske holdbarhed.
- Rentabiliteten i **banksektoren** ligger langt over gennemsnittet for EU, men har været faldende siden 2019. Selv om andelen af misligholdte lån faldt til under 4 % i begyndelsen af 2020 og ventes at ligge på et moderat niveau i 2020, er der risiko for stigninger som følge af covid-19-krisen. Gælden i den private sektor forblev lav, men ventes at stige moderat i 2020.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Rumænien sig i en sårbar position med hensyn til udlandsgælden og den offentlige gæld, omkostningskonkurrenceevnen og uforudsigelige rammevilkår for erhvervslivet. Som følge af covid-19-krisen er gældskvoterne steget markant, og budgetstillingen er forværret. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

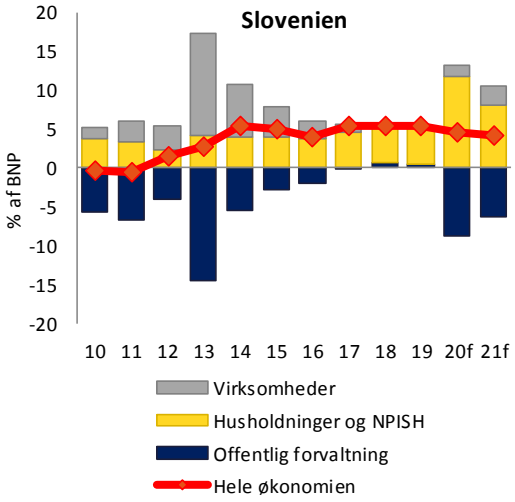
SLOVENIEN: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Slovenien i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatoren for gæld i den offentlige sektor uden for den vejledende grænseværdi.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 3,2 % i 2019 til -7,1 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 5,1 %, og det nominelle BNP vil således være 1,3 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster** forblev stort i 2019 og udgjorde knap 6 % af BNP. Overskuddet afspejler en stor opsparing i husholdningerne. I 2020 og 2021 ventes overskuddet at falde gradvist. I 2019 lå investeringerne på omtrent samme niveau som i det foregående år, og det er fortsat lavt sammenlignet med historiske gennemsnit. Nettostillingen over for udlandet er svagt negativ. Enhedslønomkostningerne steg yderligere i 2019.
- **Den offentlige gæld** faldt fortsat i 2019 og udgjorde omkring 66 % af BNP, men ventes at stige til omkring 82 % af BNP i 2020 som følge af kriseforanstaltningerne og tilbageslaget. Samtidig udgør de forventede aldringsomkostninger stadig en byrde for den finanspolitiske holdbarhed på mellemlang og lang sigt.

Figur A24: ***Nettofordringserhvelvelse pr. sektor***



Kilde: Ameco

- **Gælden i den private sektor** faldt yderligere i 2019, mens kreditstrømmene til den private sektor forblev positiv. **Væksten i boligpriser** aftog i 2019 til et niveau under grænseværdien, og den ventes at aftage yderligere i 2020-2021 som følge af covid-19-krisen. **Banksektoren** befandt sig i en relativt stærk position, da krisen brød ud, med en lavere andel af misligholdte lån og lavere gearing, hvilket forventes at begrænse krisens indvirkning på sektoren.
- Der var yderligere fremgang på **arbejdsmarkedet** i 2019, idet erhvervsfrekvensen lå på et rekordhøjt niveau, og arbejdsløsheden var meget lav. Det antages, at forholdene vil blive forværret i 2020.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Slovenien sig i en gunstig situation uden konstaterede makroøkonomiske ubalancer, skønt den finanspolitiske holdbarhed og udviklingen i boligpriser udgør begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen ventes den offentlige gæld at stige, mens det store overskud på betalingsbalancens løbende poster ventes at blive opretholdt. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

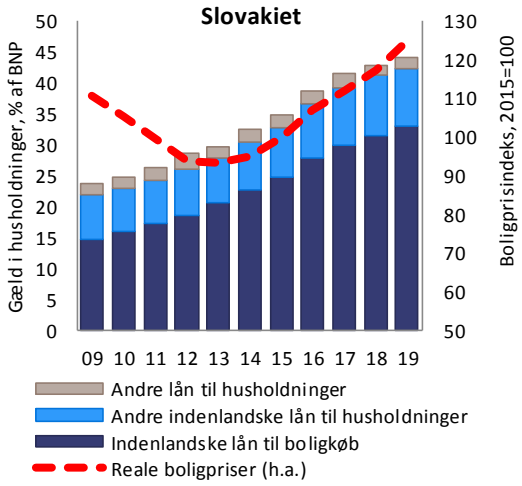
SLOVAKIET: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Slovaktiet i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for nettostilling over for udlandet, vækst i enhedslønomkostninger og vækst i boligpriser uden for de vejledende grænseværdier.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 2,3 % i 2019 til -7,5 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 4,7 %, og det nominelle BNP vil således være 0,6 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** vækker fortsat bekymring til trods for forbedringer. Der er en høj eksportkoncentration, og landet er fortsat yderst integreret i de globale værdikæder. Selv om nettostillingen over for udlandet er meget negativ og udgjorde -66 % i 2019, blev den gradvist forbedret i 2019. Den ventes at blive forværret i 2020 og 2021. Risiciene er dog begrænsede, da en stor del af passiverne over for udlandet udgøres af udenlandske direkte investeringer. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster steg i 2019 og ventes at stige yderligere i 2020.

Figur A25: ***Gæld i husholdningerne og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

- Udviklingen i **omkostningskonkurrenceevnen** fortjener opmærksomhed, idet enhedslønomkostningerne er steget løbende siden 2017 som følge af stærk lønvækst i en situation med stramhed på arbejdsmarkedet og en kraftigere konvergensdynamik hen imod EU-gennemsnittet. De reale effektive valutakurser er steget en anelse over de seneste år. Presset på omkostningskonkurrenceevnen vil muligvis aftage i 2020 og 2021 som følge af covid-19-krisen og svag lønvækst.
- **Gælden i den private sektor**, og navnlig i husholdningerne, er steget i adskillige år, skønt stigningstakten aftager. Gælden i husholdningerne ligger fortsat under de prudentielle tærskler, men over det niveau, som de underliggende økonomiske forhold tilsiger, sammenlignet med andre EU-lande i området.
- **Boligpriserne** steg kraftigt med 6 % i 2019. Der er visse tegn på overvurdering på boligmarkedet, hvilket er med til at øge husholdningernes gældsætning. Væksten i boligpriserne ventes imidlertid at aftage i 2020-2021. Dette understøttes også af de makroprudentielle foranstaltninger, som centralbanken har truffet, og faldet i realindkomsten i 2020.
- **Banksektoren** er velkapitaliseret, og rentabiliteten ligger nogenlunde på gennemsnittet for euroområdet. Andelen af misligholdte er faldet markant i de senere år og ligger under EU-gennemsnittet, men der risikerer at opstå yderligere vanskeligheder ved at tilbagebetale lån som følge af krisen. På grund af krisen ventes gældskvoten for den offentlige sektor at stige i 2020 til over 60 % af BNP.

Da covid-19-krisen ramte, havde Slovakiet ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om sårbarhedernes over for udlandet, det indenlandske prispres og afhængigheden af bilindustrien indebærer begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen er det indenlandske prispres lettet, mens betalingsbalancen er blevet en anelse forværret. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke

nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

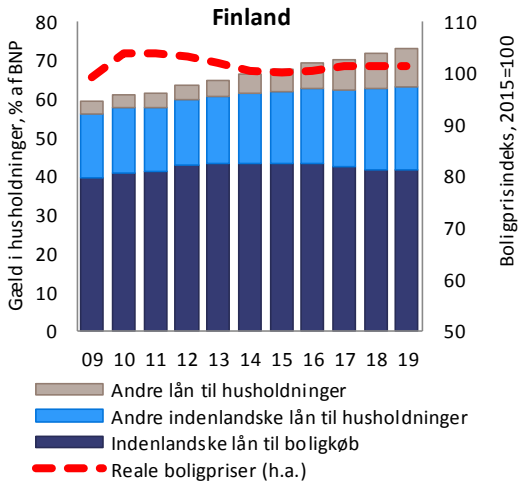
FINLAND: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Finland i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatoren for gæld i den private sektor uden for den vejledende grænseværdi.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 1,1 % i 2019 til -4,3 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 2,9 %, og det nominelle BNP vil således være 1,7 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Hvad angår **betalingsbalancen** faldt underskuddet på de løbende poster, mens nettostillingen over for udlandet blev positiv. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes imidlertid at stige i 2020 i takt med faldet i den udenlandske efterspørgsel. Eksportmarkedsandelene steg for fjerde år i træk, og det akkumulerede tab er således blevet endnu mindre. Enhedslønomkostningerne steg, men den reale effektive valutakrus faldt, hvilket mindsker risiciene for omkostningskonkurrenceevnen.

Figur A26: ***Gæld i husholdningerne og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

- Gældskvoterne for både de **ikkefinansielle selskaber** og **husholdningerne** forblev høje og steg en anelse til henholdsvis 82 % og 66 %. Gunstige kreditvilkår og lave rentesatser øgede kreditvæksten i 2019. Selv om husholdningernes gæld ligger over de prudentielle tærskler og det niveau, som de underliggende forhold tilsiger, går det langsomt med at tilbagebetale gælden. Næsten alle nye realkreditlån er udstedt til variabel rente. Gældsniveauet ventes at stige yderligere i 2020 i lyset af covid-19-foranstaltningerne og faldet i BNP.
- Den **finansielle sektor** er fortsat velkapitaliseret, og risiciene for den finansielle stabilitet er begrænsede til trods for betydelige grænseoverskridende eksponeringer over for navnlig de nordiske lande. Dette skyldes en forholdsvis stor afhængighed af engrosfinansiering, samt at en større regional bank har flyttet sit hovedsæde til Finland. Krisen kan dog føre til en stigning i andelen af misligholdte lån, selv om denne andel ventes at forblive meget lav.
- **Den offentlige gæld** blev reduceret yderligere ned under tærsklen i 2019, idet væksten i BNP stadig var højere end væksten i gæld. Den offentlige gæld ventes imidlertid at stige med mere end 10 procentpoint i 2020 og at udgøre omkring 70 % af BNP, hvilket afspejler recessionens omfang og regeringens budgetforanstaltninger over for krisen. Den forventes at stige moderat i 2021.
- Der var fortsat fremgang på **arbejdsmarkedet** i 2019, hvor både den overordnede arbejdsløshed og langtidsledigheden faldt. Under de nuværende omstændigheder ventes arbejdsløsheden at stige til 7,9 % i 2020 for derefter at falde en anelse i 2021.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Finland sig i en sårbar position med hensyn til gælden i den private sektor. Som følge af covid-19-krisen stiger gældskvoten for den private sektor, men risiciene er fortsat begrænsede. Kommissionen finder det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

SVERIGE: I februar 2020 konkluderede Kommissionen, at Sverige befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til overvurderede boligpriser kombineret med fortsatte stigninger i husholdningernes gæld. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatoren for gæld i den private sektor uden for den vejledende grænseværdi.

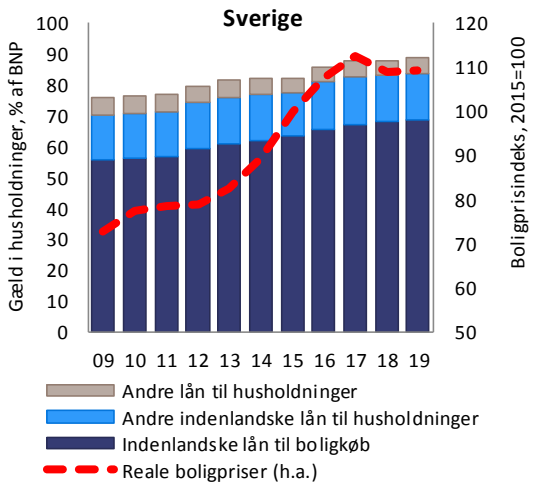
De landespecifikke henstillinger, der blev udstedt i 2019, og som er relevante for makroubalanceproceduren, vedrører hovedsagelig den måde, boligmarkedet er indrettet på, og gælden i den private sektor. Foruden de velfunderede politiske tiltag til at imødegå pandemien vedrører de foranstaltninger, der er blevet truffet i 2020 med henblik på at nedbringe ubalancerne, markedet for lejeboliger.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 1,3 % i 2019 til -3,4 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,3 %, og det nominelle BNP vil således være 2,8 % højere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- Der var fortsat en solid stilling på **betalingsbalancen**. Overskuddet på de løbende poster steg i 2019 til over 4 % af BNP, mens den allerede positive nettostilling over for udlandet steg markant. I 2020 ventes overskuddet at forblive på nogenlunde samme niveau.
- Den konsoliderede **gæld i den private sektor** slog ny rekord med 204 % af BNP i 2019, og gælden i såvel de ikkefinansielle selskaber som i husholdningerne ligger over de prudentielle tærskler. **Gælden i husholdningerne** steg til rekordhøje 89 % af BNP. Realkreditlånene til husholdninger fortsatte med at stige i første halvdel af 2020 til trods for den kraftige nedgang i den økonomiske aktivitet. En stigning i arbejdsløsheden kan hæmme husholdningernes tilbagebetalingsevne fremadrettet.

Figur A27: ***Gæld i husholdningerne og boligprisindeks***



Kilde: Eurostat og ECB

- Efter at være faldet ved udgangen af 2017, begyndte **boligpriserne** atter at stige fra 2018 og frem og er næsten ikke blevet påvirket af covid-19-krisen. Boligpriserne ligger generelt på et højt niveau, og der er risiko for overvurdering. Boligpriserne og gælden i husholdningerne presses yderligere i vejret af den gunstige skattebehandling af boligejerskab, de ekstremt lave realkreditrenter og særlige kendetegn ved realkreditmarkedet samt begrænsninger på udbudssiden.
- I 2020 ventes **gældskvoten for den offentlige sektor** at stige betydeligt, før den når et stabilt niveau i 2021, om end stadig et godt stykke under tærsklen på 60 % af BNP. Den **finansielle sektor** befandt sig i en solid udgangsposition, da krisen ramte, og drog fordel af navnlig de pengepolitiske myndigheders hurtige støtteforanstaltninger. Det makroprudentielle tilsyn er blevet lempet midlertidigt som følge af krisen.
- De politiske støtteforanstaltninger såsom de midlertidige arbejdsløshedsordninger har hjulpet med at afbøde virkningerne på **arbejdsmarkedet**. Arbejdsløsheden ventes imidlertid stadig at stige til 8,8 % i 2020.

Da covid-19-krisen ramte, befandt Sverige sig i en sårbar position med hensyn til boligmarkedet og gælden i den private sektor. Som følge af covid-19-krisen er der fortsat sårbarheder relateret til

husholdningernes gæld, omfanget af realkredit og boligpriserne. Overordnet ser finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

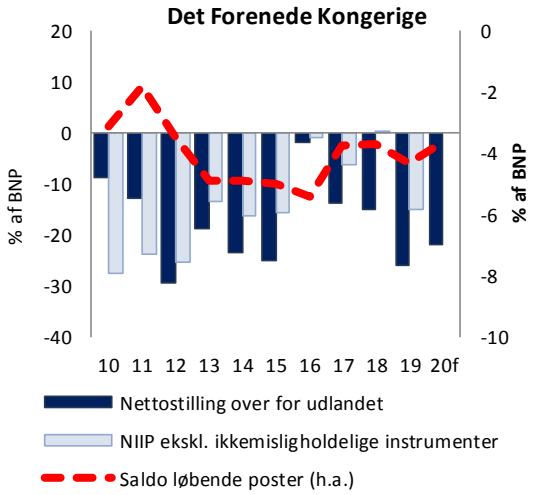
DET FORENEDE KONGERIGE: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Det Forenede Kongerige i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle, som indeholder tal frem til 2019, ligger indikatorerne for gæld i den private sektor og gæld i den offentlige sektor uden for de vejledende grænseværdier.

Væksten i det reale BNP ventes at falde betydeligt som følge af covid-19-krisen, fra 1,3 % i 2019 til -10,3 % i 2020. I 2021 ventes realvæksten at ligge på 3,3 %, og det nominelle BNP vil således være 3,9 % lavere end i 2019.

De mest relevante forhold kan opsummeres som følger:

- **Sårbarheden over for udlandet** steg som følge af et betydeligt underskud på betalingsbalancens løbende poster og en forværring af nettostillingen over for udlandet. Underskuddet på de løbende poster steg til over 4 % af BNP i 2019, og der er derfor opstået et behov for udenlandsk finansiering. Stillingen på betalingsbalancens løbende poster ventes at snævre en smule ind i de kommende år. Nettostillingen over for udlandet blev yderligere forværret og udgjorde -26 % af BNP i 2019, og den ligger nu langt under det forventede niveau set ud fra de underliggende forhold, men dog stadig over den prudentielle tærskel. På længere sigt ventes nettostillingen over for udlandet at blive stabiliseret omkring dette niveau.

Figur A28: ***NIIP og løbende poster***



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

- **Gælden i den private sektor** faldt en smule i 2019. Navnlig er gælden i husholdningerne stor og over de prudentielle tærskler, hvilket kræver overvågning, navnlig i lyset af pandemiens forventede negative følger for husstandsindkomsten. De **reale boligpriser** faldt med 0,3 % i 2019. Regeringens politiske tiltag har understøttet boligpriserne i 2020, men der ventes yderligere justeringer.
- **Den offentlige gæld** ligger fortsat over grænseværdien og ventes at stige til over 100 % af BNP i 2020 som følge af de offentlige foranstaltninger til at imødegå pandemien og faldet i BNP.
- Banksektoren er fortsat rentabel og velkapitaliseret, og andelen af misligholdte lån er meget lav. Den finansielle sektors eksponering over for erhvervsejendomme og konsekvenserne af Det Forenede Kongeriges udtræden af EU's indre marked og af toldunionen ved udgangen af 2020 indebærer imidlertid risici.
- Resultaterne på **arbejdsmarkedet** var fortsat solide i 2019, idet beskæftigelsen var høj og arbejdsløsheden rekordlav. Pandemien ventes imidlertid at få alvorlige negative følger for arbejdsmarkedet fra og med 2020.

Da covid-19-krisen ramte, havde Det Forenede Kongerige ingen konstaterede makroøkonomiske ubalancer, selv om der var udfordringer relateret til udlandet, og gælden i den private sektor indebærer begrænsede risici. Som følge af covid-19-krisen ventes gældskvoterne at stige, og sårbarhederne over for udlandet vil fortsat gøre sig gældende. Kommissionen vil ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Tabel 1: Resultattavle for makroubalanceproceduren 2019

	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer						Beskæftigelsesindikatorer[1]		
År 2019	**Løbende poster - % af BNP** (3-årigt gennemsnit)	**Nettostilling over for udlandet** (% af BNP)	**Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator** (procentvis ændring over 3 år)	**Eksport-markeds-andele - % af verdens-eksporten** (procentvis ændring over 5 år)	**Nominelle enhedsløn-omkostninger indeks (2010=100)** (procentvis ændring over 3 år)	**Boligpris-indeks (2015=100), deflateret** (procentvis årlig ændring)	**Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret** (% af BNP)	**Gæld i den private sektor, konsolideret** (% af BNP)	**Bruttogæld i den offentlige sektor** (% af BNP)	**Arbejdsløshed** (gennemsnit over 3 år)	**Samlede passiver i finanssektoren, ikkekonsolideret** (procentvis årlig ændring)	**Erhvervsfrekvens - % af den samlede befolkning i alderen 15-64** (ændring i pp. over 3 år)	**Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i aldren 15-74** (ændring i pp. over 3 år)	**Ungdoms-arbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24** (ændring i pp. over 3 år)
Grænseværdi	-4%/+6%	-35%	±5% (EA) ±11% (ikke-EA)	-6%	9% (EA) 12% (ikke-EA)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0.1	50.6	2.6	-3.1	5.3	2.5	3.8	179.1	98.1	6.2b	4.6	1.4	-1.7	-5.9
BG	2.5	-31.2	4.5	15.4	19.5p	4.0p	5.6	91.8	20.2	5.2	5.8	4.5	-2.1	-8.3
CZ	0.6	-20.3	8.7	5.1	14.4	6.2	3.1	80.8	30.2	2.4	5.6	1.7	-1.1	-4.9
DK	8.0	76.9	-0.2	2.6	1.4	1.5	11.4	221.2	33.3	5.3b	13.1	1.6b	-0.4	-2.1
DE	7.4	71.7	2.1	-1.1	7.9	4.3	5.4	105.4	59.6	3.4	7.3	1.3	-0.5	-1.3
EE	1.7	-21.4	6.2	2.0	19.9	4.4	3.8	97.8	8.4	5.2	12.5	1.4	-1.2	-2.3
IE	-1.6	-174.0	-1.4	71.0	-4.4	0.0	-9.1	202.4	57.4	5.8	15.5	0.6	-2.6	-4.3
EL	-2.1	-155.9	0.3	3.7	1.7p	6.5e	0.8p	109.9p	180.5	19.4	11.5	0.2	-4.8	-12.1
ES	2.3	-73.9	1.7	2.6	4.0p	4.1	1.3p	129.4p	95.5	15.5	0.9	-0.4	-4.2	-11.9
FR	-0.7	-22.9	1.6	-0.5	1.3p	2.3	8.0p	153.3p	98.1	9.0	7.5	0.3	-1.2	-4.9
HR	2.6	-50.3	1.5	22.5	4.7p	8.1	1.7p	91.2p	72.8	8.8	6.8	0.9	-4.2	-14.7
IT	2.7	-1.5	0.2	-2.6	3.2	-0.6	0.2	106.6	134.7	10.6	3.8	0.8	-1.1	-8.6
CY	-5.2	-122.3	-0.1	13.7	5.2p	2.6	2.7p	259.1p	94.0	8.9	3.9	2.6	-3.7	-12.5
LV	0.1	-41.7	3.7	3.6	17.0	5.8	1.5	67.1	36.9	7.5	4.6	1.0	-1.6	-4.9
LT	1.4	-24.1	3.7	16.8	16.4	4.9	3.0	55.1	35.9	6.5	4.1	2.5	-1.1	-2.6
LU	4.7	56.2	2.0	10.3	11.9	8.0	3.8	318.7	22.0	5.6	3.3	2.0	-0.9	-1.9
HU	0.7	-43.7	0.3	5.9	10.0p	12.8p	3.2p	66.6p	65.4	3.8	17.8	2.5	-1.3	-1.5
MT	5.1	54.6	1.3	18.1	8.5	4.0p	8.5	123.7	42.6	3.8	4.4	5.3	-1.5	-1.4
NL	10.5	90.0	2.4	0.7	5.9p	4.8	0.0p	234.0p	48.7	4.0	6.1p	1.2	-1.5	-4.1
AT	1.8	12.1	2.1	1.4	5.5	3.9	4.5	120.1	70.5	5.0	4.3	0.9	-0.8	-2.7
PL	-0.4	-49.4	2.8	25.1	9.2p	6.7	3.3	74.0	45.7	4.0	4.2	1.8	-1.5	-7.8
PT	0.5	-100.3	-0.4	8.5	7.6p	8.7	2.2p	149.2p	117.2	7.5	0.0	1.8	-3.4	-9.7
RO	-4.0	-43.5	0.2	17.9	24.5p	-1.7	2.0p	46.7p	35.3	4.3	10.4	3.0	-1.3	-3.8
SI	5.9	-15.4	1.0	16.0	8.4	4.8	0.8	68.7	65.6	5.4	9.9	3.6	-2.4	-7.1
SK	-2.3	-66.3	2.6	1.9	14.5	6.2	5.0	91.6	48.5	6.8	4.9e	0.8	-2.4	-6.1
FI	-0.9	3.6	0.2	4.6	0.8	0.0	7.6	147.5	59.3	7.6	7.6	2.4	-1.1	-2.9
SE	3.3	18.2	-8.3	-5.1	8.2	0.5	9.8	203.9	35.1	6.6b	10.6	0.8	-0.4	1.2
P.M.: UK	-3.9	-26.2	-2.9	-1.4	8.8	-0.3	2.8	154.7	85.4	4.0	3.3	0.8	-0.4	-1.8

De markerede felter indeholder værdier, der ligger på eller uden for grænseværdien. Forkl.:b:Ophold i tidsserien. e:Estimat. p:Foreløbig.

1) Det Forenede Kongerige udtrådte af Den Europæiske Union den 31. januar 2020 på grundlag af Aftalen om Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirlands udtræden af Den Europæiske Union og Det Europæiske Atomenergifællesskab ("udtrædelsesaftalen", EUT C 384 I af 12.11.2019, s. 1), EU-retten finder fortsat anvendelse på og i Det Forenede Kongerige under den overgangsperiode, der udløber den 31. december 2020. 2) For beskæftigelsesindikatorerne henvises til side 2 i rapporten om varslingsmekanismen fra 2016. 3) Boligprisindeks e = estimat fra EL's centralbank. 4) Gæld i den private sektor, kreditstrømme i den private sektor, samlede passiver i finanssektoren: LU har foretaget en benchmark revision af landets nationalregnskab. 5) For samlede passiver i den finansielle sektor for SK omfatter "Finansielle derivater og medarbejdsaktieoptioner" (F.7) ikke medarbejderaktieoptioner. 6) Arbejdsløshed, b = revideret undersøgelsesmetode for BE; b = forbedret dataindsamling, indførelse af CAWI (computerstøttet webinterview) for DK.
Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og Direktoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender (for reale effektive valutakurser) og data fra Den Internationale Valutafond data, WEO (for verdenseksporten i mængder af varer og tjenesteydelser)

Tabel 2: Supplerende indikatorer 2019

År 2019	Realt BNP (procentvis årlig ændring)	Faste bruttoinvesteringer (% af BNP)	Nationale bruttoudgifter til FoU (% af BNP)	Løbende poster plus kapitalposter (fordringserhvervelse) (% af BNP)	Nettostilling over for udlandet ekskl. ikkemisligholdelige instrumenter (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - strømme (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - beholdninger (% af BNP)	Handelsbalance (netto) for energiprodukter (% af BNP)	Reel effektiv valutakurs - euroområdets handelspartnere (procentvis ændring over 3 år)	Eksportresultater ift. udviklede lande (procentvis ændring over 5 år)	Byttefohold (procentvis ændring over 5 år)	Eksportmarkedsandele i mængder (procentvis årlig ændring)	Arbejdsproduktivitet (procentvis årlig ændring)	Misligholdte bruttolån i indenlandske og udenlandske enheder (% af bruttolån)	Enhedslønomkostninger ift. EA (procentvis ændring over 10 år)	Boligprisindeks (2015=100) - nominelt (procentvis ændring over 3 år)	Boligbyggeri (% af BNP)	Husholdningsgæld, konsolideret (inkl. NPISH, % af BNP)	Gearing i bankerne, konsolideret indenlandske og udenlandske enheder (aktiver i alt/egenkapital i alt)
BE	1.7	24.2	na	0.5	40.2	-5.3	168.1	-2.6	1.1	-4.8	1.2	-0.1	0.2	2.1p	0.3	10.9	6.2	61.2	13.4p
BG	3.7	18.7	0.8p	4.5	39.9	2.4	81.7	-2.9	1.7	13.4	8.9	2.8	3.3	6.5p	42.5	22.8p	2.8	23.3	8.2p
CZ	2.3	26.2	1.9p	0.2	29.7	3.7	78.1	-2.4	7.5	3.2	0.9	0.2	2.1	1.7p	9.0	32.4	4.5	31.8	12.1p
DK	2.8	22.0	3.0p	8.9	27.2	-2.0	54.3	-0.4	-2.5	0.8	-1.3	3.9	1.6	1.9p	-6.6	11.7	4.9	109.5	16.7p
DE	0.6	21.7	3.2e	7.1	51.3	1.9	46.6	-1.8	0.3	-2.9	3.3	-0.1	-0.3	1.2p	10.4	19.7	6.6	54.4	13.7p
EE	5.0	26.2	1.6p	3.2	31.2	9.3	96.7	-1.2	4.4	0.2	0.6	5.1	3.7	1.6p	22.2	19.6	4.9	37.6	7.5p
IE	5.6	45.6	0.8	-21.2	-285.4	-11.4	436.7	-1.2	-2.9	68.0	4.3	9.4	2.6	3.4p	-35.4	25.1	2.3	37.2	7.4p
EL	1.9p	10.1p	1.2p	-1.1	-135.3	2.4	23.8	-2.4p	-2.0	1.8	1.9p	3.7p	0.6p	35.5p	-17.8	8.0e	0.7p	54.3	10.9p
ES	2.0p	19.9p	1.1p	2.5	-46.8	1.0	67.7	-1.9p	0.0	0.8	-1.0p	1.2p	-0.3p	3.1p	-11.8	19.2	5.7p	56.9	13.5p
FR	1.5p	23.6p	na	-0.6	-35.6	1.9	48.0	-1.8p	-0.1	-2.2	2.5p	0.8p	0.4p	2.5p	-1.4	9,7	6.4p	61.7	15.1p
HR	2.9p	21.0p	na	4.7	-5.5	2.4	49.4	-2.9p	0.5	20.4	3.7p	5.7p	-0.2p	5.2p	-17.6	20.0	na	34.6	7.5p
IT	0.3	18.1	1.5p	2.9	0.0	1.6	29.0	-2.0	-1.7	-4.3	4.2	-0.1	-0.2	6.7p	-2.4	-1.8	4.2	41.2	12.9p
CY	3.1p	19.4p	na	-6.2	-159.5	103.5	1827.5	-4.0p	-2.5	11.7	0.7p	-1.5p	-0.1p	18.1p	-11.5	7.9	7.9p	89.5	12.8p
LV	2.1	22.2	0.6p	0.8	4.5	3.1	56.0	-2.7	2.8	1.8	6.7	1.0	2.1	3.9p	17.3	29.9	2.4	20.3	9.8p
LT	4.3	21.4	1.0p	5.2	4.8	2.9	44.0	-3.6	3.4	14.7	4.5	8.4	3.9	1.7p	16.8	24.9	2.9	23.0	14.5p
LU	2.3	16.9	na	4.5	-3893.6	-446.6	6742.5	-3.2	1.0	8.3	-0.7	-0.3	-1.3	0.6p	8.5	24.5	3.4	65.9	15.0p
HU	4.6p	27.2p	1.5	1.6	-2.5	19.7	169.6	-3.8p	-0.6	4.0	0.0p	4.7p	3.3p	4.1p	15.3	50.0p	3.2p	18.4	9.6p
MT	4.9	21.6p	0.6p	5.6	246.3	27.5	1497.1	-6.4	-0.1	16.0	3.3	5.0	-0.8	3.2p	4.5	18.2p	4.9p	49.7	11.2p
NL	1.7p	21.0p	na	9.9	-0.5	3.9	581.2	-0.8p	0.9	-1.1	1.9p	1.6p	-0.2p	1.8p	-1.7	26.3	5.0p	100.3p	16.1p
AT	1.4	24.7	3.2p	2.8	-1.1	-1.9	59.7	-2.2	1.1	-0.4	0.7	1.8	0.3	2.2p	5.5	16.6	4.7	49.5	11.2p
PL	4.5	18.5	1.3p	2.5	-12.5	2.4	46.4	-2.4	1.6	22.9	3.7	4.0	4.8p	6.1p	4.1	20.3	2.0	34.4	9.7p
PT	2.2p	18.2p	1.4p	0.9	-47.1	3.5	80.6	-2.5p	-1.6	6.6	4.1p	2.4p	1.4p	6.1p	-7.1	32.1	3.2p	63.6	10.8p
RO	4.2p	23.6p	na	-3.4	-4.1	2.9	44.2	-1.7p	-1.2	15.8	4.7p	2.9p	4.2p	4.3p	30.7	15.8	2.4p	15.4	9.1p
SI	3.2	19.6	na	5.2	1.6	3.1	39.7	-3.5	0.4	13.9	2.0	3.0	0.7	3.4p	-1.4	25.6	2.2	26.9	8.2p
SK	2.3	21.4	0.8	-2.0	-14.1	2.2	69.6	-3.1	1.9	0.1	-2.0	-0.3	1.3	2.9p	6.3	24.1	3.4	43.7	9.6p
FI	1.1	23.9	2.8p	-0.1	6.3	5.9	50.9	-1.7	-1.7	2.7	2.5	6.6	-0.5	1.4p	-3.1	3.7	7.2	66.0	16.6p
SE	1.3	24.5	3.4pe	4.2	-5.0	4.6	86.1	-1.1	-9.7	-6.7	-0.5	2.2	0.7	1.1p	5.8	8.3	4.6	88.6	17.9p
P.M.: UK	1.3	18.0	na	-4.3	-15.1	0.8	80.5	-0.5	-4.4	-3.1	2.3	1.7	0.2	1.2p	9.2	9.1	4.0	84.1	16.0p

Forkl.:e:Estimat. p:Foreløbig.

1) Det Forenede Kongerige udtrådte af Den Europæiske Union den 31. januar 2020 på grundlag af Aftalen om Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirlands udtræden af Den Europæiske Union og Det Europæiske Atomenergifællesskab ("udtrædelsesaftalen", EUT C 384 I af 12.11.2019, s. 1), EU-retten finder fortsat anvendelse på og i Det Forenede Kongerige under overgangsperioden, som udløber den 31. december 2020. 2) Den officielle frist for indberetning af 2019-data vedrørende bruttoudgifter til FoU var den 31. oktober 2020, og dataene blev udtrukket den 23. oktober 2020. 3) Boligprisindeks e = estimat fra EL's centralbank. 4) Husholdningsgæld: LU har foretaget en benchmarkrevision af landets nationalregnskaber.

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

Tabel 2 (fortsat): Supplerende indikatorer 2019

År 2019	Beskæftigel-sesfrekvens (procentvis årlig ændring)	Erhvervsfrekvens - % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (%)	Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (%)	Ungdomsar-bejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (%)	Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under almen eller faglig uddannelse - % af den samlede befolkning i alderen 15-24		Personer i risiko for fattigdom eller social udstødelse - % af den samlede befolkning		Personer i risiko for fattigdom efter sociale overførsler - % af den samlede befolkning		Personer, der lider alvorlige materielle afsavn - % af den samlede befolkning		Personer i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet - % af den samlede befolkning i alderen 0-59	
					%	ændring i procentpoint over 3 år	%	ændring i procentpoint over 3 år	%	ændring i procentpoint over 3 år	%	ændring i procentpoint over 3 år	%	ændring i procentpoint over 3 år
BE	1.6	69.0	2.3	14.2	9.3	-0.6	19.5b	-1.4b	14.8b	-0.7b	4.4b	-1.1b	12.4b	-2.5b
BG	0.3	73.2	2.4	8.9	13.7	-4.5	32.5	-7.9b	22.6	-0.3b	19.9	-12.0b	9.3	-2.6b
CZ	0.2	76.7	0.6	5.6	5.7	-1.3	12.5	-0.8	10.1	0.4	2.7	-2.1	4.2	-2.5
DK	1.2	79.1	0.8	10.1	7.7	1.0b	16.3	-0.5	12.5	0.6	2.6	0.0	9.3	-1.4
DE	0.9	79.2	1.2	5.8	5.7	-1.0	17.4	-2.3	14.8	-1.7	2.6	-1.1	7.6	-2.0
EE	1.3	78.9	0.9	11.1	6.9	-2.2	24.3	-0.1	21.7	0.0	3.3	-1.4	5.4	-0.4
IE	2.9	73.3	1.6	12.5	10.1	-2.5	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.2p	68.4	12.2	35.2	12.5	-3.3	30.0	-5.6	17.9	-3.3	16.2	-6.2	13.8	-3.4
ES	2.2p	73.8	5.3	32.5	12.1	-2.5	25.3	-2.6	20.7	-1.6	4.7	-1.1	10.8	-4.1
FR	1.1p	71.7	3.4	19.6	10.6	-1.3	17.9	-0.3	13.6	0.0	4.7	0.3	7.9	-0.5
HR	3.1p	66.5	2.4	16.6	11.8	-5.1	23.3	-4.6	18.3	-1.2	7.2	-5.3	9.2	-3.8
IT	0.5	65.7	5.6	29.2	18.1	-1.8	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	3.1p	76.0	2.1	16.6	13.7	-2.3	22.3	-5.4	14.7	-1.4	9.1	-4.5	6.8	-3.8
LV	-0.1	77.3	2.4	12.4	7.9	-3.3	27.3	-1.2	22.9	1.1	7.8	-5.0	7.6	0.4
LT	0.5	78.0	1.9	11.9	8.6	-0.8	26.3	-3.8	20.6	-1.3	9.4	-4.1	7.5	-2.7
LU	3.6	72.0	1.3	17.0	5.6	0.2	20.6	1.5b	17.5	1.7b	1.3	-0.3b	7.5	0.9b
HU	1.3	72.6	1.1	11.4	11.0	0.0	18.9	-7.4	12.3	-2.2	8.7	-7.5	5.0	-3.2
MT	5.8	75.9	0.9	9.3	8.6	-0.2	20.1	-0.2	17.1	0.6	3.6	-0.8	4.9	-2.4
NL	1.9p	80.9	1.0	6.7	4.3	-0.3	16.5	-0.2b	13.2	0.5b	2.5	-0.1b	9.2	-0.5b
AT	1.1	77.1	1.1	8.5	7.1	-0.6	16.9	-1.1	13.3	-0.8	2.6	-0.4	7.8	-0.3
PL	-0.2p	70.6	0.7	9.9	8.1	-2.4	18.2	-3.7	15.4	-1.9	3.6	-3.1	4.7	-1.7
PT	0.8p	75.5	2.8	18.3	8.0	-2.6	21.6	-3.5	17.2	-1.8	5.6	-2.8	6.2	-2.9
RO	0.0p	68.6	1.7	16.8	14.7	-2.7	31.2	-7.6	23.8	-1.5	14.5	-9.3	6.0	-2.2
SI	2.5	75.2	1.9	8.1	7.0	-1.0	14.4	-4.0	12.0	-1.9	2.6	-2.8	5.2	-2.2
SK	1.0	72.7	3.4	16.1	10.3	-2.0	16.4	-1.7	11.9	-0.8	7.9	-0.3	6.2	-0.3
FI	1.7	78.3	1.2	17.2	8.2	-1.7	15.6	-1.0	11.6	0.0	2.4	0.2	9.7	-1.7
SE	0.6	82.9	0.9	20.1	5.5	-1.0	18.8	0.5	17.1	0.9	1.8	1.0	8.6	0.1
P.M.: UK	1.1	78.1	0.9	11.2	10.5	-0.4	na	na	na	na	na	na	na	na

Forkl.:b:Ophold i tidsserien. p:Foreløbig.

1) Det Forenede Kongerige udtrådte af Den Europæiske Union den 31. januar 2020 på grundlag af Aftalen om Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirlands udtræden af Den Europæiske Union og Det Europæiske Atomenergifællesskab ("udtrædelsesaftalen", EUT C 384 I af 12.11.2019, s. 1), EU-retten finder fortsat anvendelse på og i Det Forenede Kongerige under overgangsperioden, som udløber den 31. december 2020. 2) Den officielle frist for 2019-data vedrørene indikatorerne for indkomst og leveforhold (EU-SILC) var den 30. november 2020, og dataene blev udtrukket den 23. oktober 2020. 3) Indikatorer for indkomst og leveforhold. Der bør tages forbehold ved sammenligning i tid for BE: der er foretaget adskillige grundlæggende forbedringer af undersøgelsen. Opholdet i tidsserien er både væsentligt og metodologisk. Hvad angår indhold gik man i 2019 over til at anvende administrative data for hvoedparten af indkomstvariablene. Hele SILC-spørgeskemaet er derfor blev ændret grundlæggende. På metodeplan er hele modellen for korrektion af manglende svar, frafald af panelddeltagere og kalibrering blevet ændret.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat