EUROPA-
KOMMISSIONEN

Strasbourg, den 17.12.2024
COM(2024) 702 final

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

Rapport om varslingsmekanismen 2025

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

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

MEDDELELSE – RAPPORT OM VARSLINGSMEKANISMEN

I rapporten om varslingsmekanismen udpeges de medlemsstater, der på grundlag af en økonomisk fortolkning af resultattavlen for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer ("makroubalanceproceduren") efter Kommissionens opfattelse kan være påvirket af eller i risiko for at blive påvirket af ubalancer ([1])**.** Den økonomiske fortolkning af resultattavlen er baseret på de endelige data for 2023, som fortolkes på en fremadrettet måde. I den forbindelse tages der hensyn til udviklingen i mulige risici på grundlag af den økonomiske udvikling i det indeværende år (2024) og prognoserne for 2025 og 2026 fra Kommissionens efterårsprognose 2024, hvor det er relevant. Efter en årrække er resultattavlen blevet ændret, og denne rapport om varslingsmekanismen er den første, der er baseret på den reviderede resultattavle. De vigtigste ændringer er beskrevet i tekstboks 1, og der findes flere oplysninger i et særligt arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene([2]) om disse revisioner af resultattavlen, der ledsager denne meddelelse. Et andet arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene indeholder den fuldstændige økonomiske analyse, der ligger til grund for denne meddelelse, og ledsages af et bilag med resultattavlens værdier([3]).

Perioden med høj inflation, der begyndte i 2021, er aftagende, da inflationen efterhånden nærmer sig målet, men inflationen i servicesektoren er fortsat høj. I midten af 2024 var den periode med stærk inflation, der begyndte i 2021, aftaget. Den overordnede forbrugerprisinflation nærmer sig gradvist de monetære myndigheders mål. På trods af dette generelle fald er der stadig et inflationspres. Den internt genererede inflation – hovedsagelig fra servicesektoren – er fortsat stærk samlet set og er divergerende, idet inflationen i nogle lande skiller sig ud. På nuværende tidspunkt opvejes dens bidrag til den overordnede inflation af inflationsdæmpning fra importerede kilder, hovedsagelig energi- og fødevarepriserne, og af prisfald på varige forbrugsgoder. Denne inflationsdæmpende proces skyldes både basiseffekterne og de lavere energipriser, der gør fremstillingsprocessen billigere. Efterhånden som virkningen af disse processer aftager, kan inflationen i servicesektoren få den overordnede inflation til at stige, hvis den ikke er blevet bremset i mellemtiden. Eftersom reallønnen først lige har nået niveauet før pandemien i år, kan lønefterspørgslen fortsat være stærk og bidrage til, at kerneinflationen og BNP-deflatoren forbliver høj.

Den økonomiske vækst er begyndt igen, men det makroøkonomiske miljø er udfordrende. Realvæksten var svag i 2023, da både forbrug og investeringer faldt som følge af kombinationen af høje renter og høj pris- og omkostningsvækst. I 2024 er realvæksten begyndt igen, efterhånden som husholdningernes købekraft stiger, hjulpet på vej af højere lønninger og lavere inflation. Dette burde medføre, at den nominelle vækst forbliver forholdsvis robust på trods af faldet i inflationen. Selv om renterne fortsat er væsentligt højere end i størstedelen af det seneste årti, er de begyndt

([1]) Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1176/2011 af 16. november 2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer.

([2]) Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene om ændringerne af resultattavlen for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer (foreligger ikke på dansk), SWD(2024) 702.

([3]) Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene – Alert Mechanism Report 2025 (rapport om varslingsmekanismen 2025 – foreligger ikke på dansk), SWD(2024) 700; arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene – Statistical Annex accompanying the Alert Mechanism Report 2025 (statistisk bilag, der ledsager rapporten om varslingsmekanismen 2025 – foreligger ikke på dansk), SWD(2024) 701.

at falde. Dette burde begynde at lette presset på husholdninger, virksomheder og regeringer med gæld, der skal serviceres. Mens de finansielle vilkår lempes, strammes finanspolitikken i nogle lande, hvilket kan påvirke væksten. Med pandemien og energiprischokkene bag os og en fornyet vækst er regeringerne begyndt at reducere deres gældskvoter, der til dels er steget som følge af politikker til støtte for efterspørgslen under pandemien og energiprischokkene. Det globale økonomiske landskab er stadig komplekst med de nye geopolitiske spændinger og potentielle økonomiske forstyrrelser, der udgør betydelige udfordringer, som kan påvirke den offentlige gæld. De vedvarende risici er fortsat nedadrettede og skyldes den globale kontekst: konflikten i Mellemøsten, Ruslands fortsatte krig mod Ukraine og en geopolitisk kontekst i konstant forandring, der kan påvirke den globale handel og gøre de eksterne forhold vanskelige.

Den inflationsperiode, der er ved at slutte, efterlader divergerende vækstmønstre og forskellige stigninger i de overordnede prisniveauer, hvilket fører til potentielle problemer med omkostningskonkurrenceevnen. Den overordnede forbrugerinflation faldt kraftigt over hele linjen, og i nogle lande har der været kortvarige tilfælde af deflation i det seneste år. Der er typisk tale om lande, hvor energi og andre råvarer har spillet en væsentlig rolle med hensyn til at sænke priserne, delvist på grund af basiseffekter. I nogle lande bliver kerneinflationen dog hårdnakket ved med at være højere end i de andre lande, hvilket bidrager til den samlede kumulerede stigning i prisniveauet, der har fundet sted i de senere år. Dette skaber udsigt til fortsatte feedbackeffekter mellem lønvækst og prisinflation, og for lande, der allerede har haft meget høje prisstigninger, kan sådanne fortsatte feedbackeffekter være bekymrende. Væksten i BNP viser også divergerende mønstre. Selv om den overordnede udvikling med lavere vækst i 2023 efterfulgt af en stigning i 2024 og 2025 – næsten – gælder for alle lande, er der store forskelle. Der er ikke noget konsekvent mønster mellem høj kerneinflation og indenlandsk efterspørgsel, hvilket tyder på betydelige forskelle i landskabet efter krisen. Selv om den høje kerneinflation ledsager en fortsat høj realvækst i BNP i nogle tilfælde, fortsætter den nemlig i andre tilfælde trods en negativ vækst sidste år og en fortsat svaghed i realt BNP, både i forhold til andre lande og til vækstraterne før pandemien.

Sektorspecifik tematisk fortolkning

- I 2023 **forbedredes betalingsbalancens løbende poster i næsten alle medlemsstater**, da energipriserne faldt, og efterspørgslen fortsat var svag, hvilket delvist ophævede den kraftige nedgang i handelsbalancerne fra 2022. På trods af disse stigninger ligger betalingsbalancens løbende poster i mange tilfælde stadig under niveauet før pandemien – navnlig for nogle store nettodebitorer – og under det niveau, der er befordrende for en hurtig korrektion. I nogle få bemærkelsesværdige tilfælde er den indenlandske efterspørgsel forblevet stærk, og der lader fortsat til at være store underskud på betalingsbalancens løbende poster. I andre tilfælde er en kraftig forbedring – eller en stabilisering på et beskedent niveau – af betalingsbalancens løbende poster resultatet af en konjunkturbestemt – eller i det mindste midlertidig – nedgang i efterspørgslen. I disse tilfælde kan en tilbagevenden af mere gunstige forhold afsløre en mere negativ underliggende stilling. Der har fortsat været store overskud, og visse indkomstbalancer og særlige landespecifikke forhold har i nogle tilfælde spillet en væsentlig rolle. I 2024 opvejer en gradvis forbedring af den indenlandske efterspørgsel generelt den fortsatte forbedring af bytteforholdet, hvilket fører til stort set stabile løbende poster på betalingsbalancen i år og næste år, selv om forbedringerne i de seneste kvartaler stadig afspejles i dataene på årsbasis. Sammenlignet med før pandemien har der været en ændring i de forskellige økonomiske sektorers långivning og låntagning, eftersom regeringerne har øget deres nettolåntagning, og den private sektor har øget sin nettolångivning. I 2024 er denne effekt ikke så markant som i 2023, da der har været et fald i den offentlige låntagning og en stigning i den private sektors opsparing.

- De store **negative nettostillinger over for udlandet** indsnævredes kraftigt i 2023, hvor nævnereffekter spillede en væsentlig rolle og mere end opvejede visse betydelige underskud. I nogle tilfælde førte kraftige værdireguleringer til yderligere fald, hvilket afspejlede valutakursudviklingen. De store **positive nettostillinger over for udlandet** er stort set forblevet stabile, idet tæller- og nævnereffekterne udligner hinanden i lyset af de fortsat store overskud på de løbende poster.

- De **løbende poster i euroområdet** begyndte at stige fra et lavpunkt i begyndelsen af 2023 og er fortsat steget hvert kvartal siden da. Forbedringen af bytteforholdet har været drivkraften bag den kraftige forbedring af den nominelle balance, mens efterspørgslen generelt har været afdæmpet, hvilket også har øget saldoen på betalingsbalancens løbende poster. De løbende poster i euroområdet ligger stadig under niveauet før pandemien, hvilket afspejler en varig effekt af de højere energipriser, som har påvirket handelsbalancen, og en gradvis nedgang i balancerne for primær indkomst. Denne nedgang i balancerne for primær indkomst er koncentreret i et lille antal lande og afspejler i nogle tilfælde transaktioner foretaget af enheder med særligt formål, med stærke grænseoverskridende finansielle forbindelser, men begrænsede forbindelser til landenes nationale økonomier. Sideløbende hermed har der været et fald i det (lille) overskud på tjenestebalancen, selv om turismens bidrag stort set ligger på sit langsigtede gennemsnit. De løbende poster i euroområdet forventes at blive yderligere forbedret i år og forblive stort set stabile næste år, hvilket afspejler den langvarige mangel på indenlandske investeringer i forhold til opsparing. Overordnet set har den kraftige forbedring af nettodebitorernes nettostilling over for udlandet (NIIP) ført til en ensidet afbalancering af **stillingerne over for udlandet i euroområdet** trods den manglende korrektion fra de store nettokreditorlandes side.

- Væksten i **enhedslønomkostningerne (ULC)** steg overordnet set markant i 2023 – men med betydelige forskelle mellem landene – i de fleste tilfælde som følge af stigende lønvækst og en træg eller endda negativ produktivitetsvækst. Den meget kraftige vækst i enhedslønomkostningerne markerer den største stigning i de senere år for de fleste medlemsstater. Lønstigningerne var betydelige, men i nogle medlemsstater har reallønnen stadig ikke nået 2019-niveauet. Der sker en opbremsning i lønstigningerne i 2024, men de forventede stigninger er stadig historisk høje i mange lande. Overordnet set er arbejdsmarkederne fortsat stramme, hvilket styrker arbejdstagernes forhandlingsposition. Selv om arbejdsløsheden stiger i nogle lande, stiger den fra et lavt niveau og er fortsat begrænset. I en række tilfælde er stigningerne i arbejdsløsheden sket samtidig med langt større stigninger i beskæftigelsen, idet migrationen og/eller arbejdsmarkedsdeltagelsen er steget. Store nettodebitorlande i euroområdet har haft en vækst i enhedslønomkostningerne under gennemsnittet i euroområdet, og mange nettokreditorlande har haft en kraftigere vækst. Dette burde fremme en symmetrisk genopretning af stillingerne over for udlandet i euroområdet.

- I 2023 steg euroen over for andre vigtige valutaer, idet ECB fortsatte sin stramningskurs. Uden for euroområdet steg de europæiske valutaer også med undtagelse af den svenske krone. Som følge heraf steg de **reale effektive valutakurser (REER)** overordnet set, og de eneste undtagelser var Sverige og nogle lande i euroområdet med meget lavere inflation, hvor de stort set forblev stabile. I lande med meget høj inflation steg de HICP-baserede reale effektive valutakurser med over 5 % på et år, og de steg yderligere i lande uden for euroområdet, der var præget af både en kraftig appreciering af den nationale valuta og en høj inflation. I 2024 aftog euroens appreciering betydeligt, hvilket resulterede i stort set stabile reale effektive valutakurser i hele euroområdet, hvor de nu meget mindre forskelle i inflationen var drivkraft bag de relativt begrænsede ændringer i de reale effektive valutakurser.

- I hele EU havde **virksomhedernes gældskvote** sit tredje år med kraftige fald i 2023, hvor den samlede gældskvote nåede sin laveste værdi i over et årti. Selv om den væsentligste drivkraft

bag faldet var inflationens indvirkning på nævneren, bidrog de begrænsede eller i nogle tilfælde negative nettokreditstrømme også til et samlet fald i virksomhedernes gældsætning. Kreditstrømmene faldt samlet set til deres laveste niveau i over et årti. Virksomhedernes gældsnedbringelse var primært forbundet med en nedgang i lånebeholdningen, mens gældsinstrumenterne stort set forblev stabile. Stramme finansieringsvilkår og høje renter har øget virksomhedernes renteudgifter og tynget erhvervssektorens evne til at tilbagebetale gæld. På trods af en lille stigning i virksomhedernes finansielle sårbarheder er der dog på nuværende tidspunkt kun få udbredte tegn på en stigning i antallet af misligholdte lån. Efter at have toppet i midten af 2022 faldt overskudsandelene igen til deres niveau før pandemien i løbet af 2023 og i begyndelsen af 2024, hvilket muligvis afspejler virksomhedernes tilpasning til højere lønninger, selv om afdæmpet økonomisk aktivitet og en svag produktivitetsvækst sandsynligvis har lagt og fortsat vil lægge pres på overskuddene i nogle lande og industrier. I 2024 fortsætter gældsnedbringelsen, men i et langsommere tempo, hvilket afspejler en aftagende inflation og en lille stigning i kreditstrømmene, som også burde ledsages af et gradvist – men langsomt – opsving i virksomhedernes investeringer. Dette opsving burde tage til, efterhånden som efterspørgslen styrkes, og finansieringsvilkårene og erhvervslivets tillid forbedres.

- **Boligpriserne** steg langsommere i 2023 efter en kraftig vækst i perioden 2020-2022. Der var dog betydelige forskelle mellem landene, idet priserne faldt i nogle lande, men steg i andre lande. Faldet – eller de langsommere stigninger – i priserne afspejler en tilpasning til højere låneomkostninger, eftersom husholdningerne er i stand til at servicere en lavere lånebeholdning. Det lille rentefald, der allerede har fundet sted, fører – sammen med markedets tilpasning til et lavere prisniveau – til en genoptagelse af efterspørgslen i 2024, selv om den afdæmpede prisvækst fortsætter i nogle lande. På trods af den afdæmpning, der har fundet sted, anslås boligpriserne fortsat at være overvurderede i tre fjerdedele af EU-landene, og over halvdelen viser tegn på overvurderinger på mere end 10 %. Dette sker til trods for, at de største fald i boligpriserne har fundet sted på de markeder, der blev anslået til at være de mest overvurderede. Sideløbende hermed er væksten i boligpriserne stadig meget kraftig i nogle lande. Overordnet set har der været en nedgang i boligbyggeriet og i erhvervelsen af tilladelser, navnlig i lande, hvor priserne er korrigeret mere markant, og dette burde holde udbuddet begrænset i den nærmeste fremtid, hvilket vil føre til en genoptagelse af den underliggende udvikling, der har resulteret i kraftige boligprisstigninger i de senere år.

- **Husholdningernes gældskvoter** fortsatte de senere års fald i 2023 og nåede et historisk lavpunkt i de fleste EU-lande. Selv om faldet i 2023 i høj grad skyldtes den høje inflations indvirkning på nævneren, bidrog en nedgang i kreditstrømmene også til at mindske virkningen af ny låntagning på gælden. Stigningen i låneomkostningerne har været kraftig og har straks slået igennem på de nye lån, hvilket har reduceret efterspørgslen efter realkreditlån. Rentebetalinger på eksisterende lån blev påvirket mere umiddelbart i lande, hvor der er større sandsynlighed for, at realkreditlån har variable renter eller meget korte rentebindingsperioder, og hvor realkreditvilkårene er lange. I 2023 var der et vist opsving i husholdningernes opsparing efter to år, hvor den faldt efter den kraftige stigning som følge af pandemien. Husholdningernes renteindtægter er i gennemsnit steget en smule mere end de betalte renter. Eftersom aktiver og lån ejes af forskellige husholdninger, kan nogle husholdninger i en række lande dog stå over for et betydeligt pres fra høje renter. Det nylige rentefald og den forventede lønvækst burde lette dette pres noget fremover. I 2024 er husholdningernes balancer fortsat blevet styrket samlet set, omend i et langsommere tempo end i 2023.

- Kraftig nominel vækst i BNP som følge af høj inflation understøttede fortsat et fald i **den offentlige gæld** i 2023 på trods af de stadig betydelige offentlige underskud. I 2024 og 2025 forventes de offentlige primære underskud ikke at blive indsnævret væsentligt i visse lande med stor gæld, og som følge af den mindre gunstige nominelle BNP-vækst-renteforskel forventes det kraftige fald i den offentlige gældskvote, der har været tydeligt siden 2021, enten at blive

moderat eller at stagnere. I nogle lande – navnlig lande med stor gæld – forventes der dog stadig en betydelig nedbringelse af gælden i 2024. Der er tale om lande med overskud eller begrænsede underskud og med en fortsat kraftig realvækst i BNP, som burde bidrage til gældsnedbringelsen. For nogle lande uden for euroområdet kan der være yderligere risici forbundet med offentlig låntagning, hvis relativt store dele af deres offentlige gæld er denomineret i udenlandsk valuta og derfor kan blive påvirket af valutakursudsving. I de kommende år vil gennemførelsen af EU's nye finanspolitiske ramme støtte gældsnedbringelsen i den offentlige sektor.

- Overordnet set udviste **den finansielle sektor** i EU fortsat modstandsdygtighed i 2023, idet bankerne har nydt godt af højere renteindtægter, og andelen af misligholdte lån er forblevet stabil. Højere renter medførte højere rentemarginer, idet bankerne hurtigere overvæltede de højere renter på udlån end på indlån. Dette har øget bankernes rentabilitet, navnlig for banker, der er mere afhængige af indlånsfinansiering. Den egentlige kernekapitalprocent er steget en smule. Overordnet set er de misligholdte lån fortsat stabile, selv om der i 2024 er konstateret visse stigninger, som lader til primært at være forbundet med den korrektion af priserne på erhvervsejendomme, der er ved at ske i en række lande, men også med generelt svagere konjunkturforhold. Kreditstandarderne blev strammet i 2023, og der har været et fald i både udbuddet af og efterspørgslen efter lån fra både husholdninger og ikkefinansielle selskaber. Banksektorens modstandsdygtighed fortsætter ind i 2024, selv om der er visse tegn på forringelser af aktivernes kvalitet, da nogle låntagere – herunder virksomheder, som er aktive inden for fast ejendom – påvirkes af højere renter og likviditetsmismatch. Uden for banksektoren er den finansielle sektor uden for banksektoren formentlig udsat for yderligere risici, dermed forbundne strammere finansielle vilkår, forringet kreditkvalitet og muligheden for ukontrollerede korrektioner af aktivpriserne. Disse risici omfatter likviditetsrisici og risici i forbindelse med indbyrdes forbundethed, da forbindelserne mellem banksektoren og andre sektorer er særligt stærke i EU. Forstyrrelser i investeringsfondssektoren eller forsikringssektoren kan have afsmittende virkninger på banksektoren og omvendt. Tilbagegangen i sektoren for erhvervsejendomme udgør en risiko for visse dele af den finansielle sektor og kan have en negativ afsmittende virkning på hele den finansielle sektor og realøkonomien.

Udsigterne for økonomiske ubalancer

Udsigterne for ubalancer hænger sammen med det usædvanligt kraftige inflationsmiljø, som medførte kraftige fald i gældskvoterne. 2023 var et år, hvor inflationen faldt kraftigt og nærmede sig centralbankernes mål ved årets udgang. I løbet af året var pris- og omkostningsstigninger dog den afgørende faktor for udsigterne for ubalancer. Høje BNP-deflatorer havde en stærk nævnereffekt på de vigtigste gældskvoter. På denne måde er tilbageværende ubalancer – hovedsagelig store gældsbeholdninger – fortsat blevet korrigeret, og mange aggregater, navnlig virksomhedernes og husholdningernes gæld, ligger nu på det laveste niveau i mange år. En undtagelse herfra er den offentlige gæld i nogle lande, hvor gældskvoterne på trods af et yderligere fald i 2023 endnu ikke er vendt tilbage til niveauet før 2020.

De seneste års inflationspres efterlader et ændret økonomisk landskab. Selv om faldet i inflationen betyder, at dens bidrag til gældsnedbringelsen nu er mere begrænset, fortsætter den højere inflations eftervirkninger, og de vil fortsat være en faktor, når der opstår ubalancer. I mange lande forventes enhedslønomkostningerne fortsat at stige betydeligt, i takt med at lønningerne opvejer faldet i den disponible realindkomst. Selv om centralbankerne, herunder Den Europæiske Centralbank, er begyndt at lempe pengepolitikken, er renten fortsat højere og forventes at forblive højere, end det har været tilfældet i det seneste årti. Dette påvirker den rentebyrde, der er forbundet med gældsætning, og har konsekvenser for aktivernes værdi i alle økonomiske sektorer. Siden rentestigningen er der allerede sket et fald i investeringerne, både til bolig- og erhvervsformål.

Nominel vækst vil give en mere begrænset støtte til passiv gældsnedbringelse i de kommende år. Den samlede nominelle vækst forventes at forblive noget højere end før pandemien, hvilket hovedsagelig skyldes, at BNP-deflatoren fortsat er en smule høj. I de kommende år vil yderligere reduktioner af gældsbyrden dog ikke længere kunne gennemføres uden at begrænse låntagningen. For husholdninger med en stor gæld og variabelt forrentede realkreditlån eller med rentebindingsperioder, der er udløbet eller er ved at udløbe, kan evnen til at betale de højere renter komme under pres. Hvad virksomhederne angår, er der en tydelig nedgang i kreditstrømmene, som ledsages af et fald i indtjeningen pr. enhed – efter kraftige stigninger – for muligvis at absorbere nogle af stigningerne i enhedslønomkostningerne, efterhånden som lønningerne indhenter leveomkostningerne.

I nogle lande ses der betydelige underliggende underskud på betalingsbalancens løbende poster, og nettoudlandsgælden kan begynde at stige igen. I nogle få tilfælde er udlandsgælden ved et vendepunkt, hvor betydelige underskud på betalingsbalancens løbende poster ikke længere opvejes af nominel vækst, hvilket resulterer i en forventet forværring af nettostillingen over for udlandet i de kommende år. Selv om dette ikke er tilfældet for de lande, der har den største udlandsgæld, omfatter det nogle lande, hvor manglen på effektive politiske foranstaltninger kan føre til bekymrende stigninger i udlandsgælden. For at kunne træffe foranstaltninger er det typisk nødvendigt at begrænse budgetunderskuddene med henblik på at bremse den høje efterspørgsel, hvilket samtidig ville bidrage til at dæmme op for det resterende inflationspres, men der kunne også være behov for en tilpasning af husholdnings- eller erhvervssektoren.

Udfordringerne med hensyn til omkostningskonkurrenceevnen er blevet større i de senere år, og nogle lande står nu over for meget højere pris- og omkostningsniveauer som følge af kumulative stigninger, der i nogle tilfælde fortsat forværres. Selv om inflationsforskellene er blevet meget mindre – og i mange tilfælde er forsvundet – efterlader de i nogle medlemsstater eftervirkninger i form af meget højere relative priser og omkostninger. Selv om dette hovedsagelig gælder i lande, der stadig har et vist indhentningspotentiale, lader stigningen til at være meget højere, end hvad der rimeligvis kan tilskrives faktorer som Balassa-Samuelson-effekten, og skyldes ikke produktivitetsstigninger. Som følge heraf har disse lande meget højere prisniveauer end tidligere, hvilket potentielt kan lægge pres på deres konkurrenceevne, navnlig hvis de kommer oven i en allerede svækket konkurrencemæssig stilling fra før pandemien. Det vil tage tid at rette op på disse virkninger. De kræver nemlig enten et kraftigt pris- og omkostningsfald, som kan føre til økonomiske forstyrrelser, eller en vedvarende periode med pris- og omkostningstilbageholdenhed over for handelspartnerne, der varer længere eller er mere markant, end hvad der ellers ville have været tilfældet.

Øgede pris- og omkostningsniveauer kan lægge yderligere pres på den eksterne side, og det kan i nogle tilfælde være vanskeligt at dæmme op for yderligere pris- og omkostningsstigninger. I nogle lande med en kraftig stigning i pris- og omkostningsniveauet er der andre skadelige faktorer på spil, som udgør en særlig risiko. Et tab af eksportmarkeder – som kan have geopolitiske årsager – kan være vanskeligere at modvirke ved at finde nye muligheder i betragtning af de højere priser og omkostninger i hjemlandet. I de tilfælde, hvor betalingsbalancerne over for udlandet allerede er under pres, f.eks. gennem en permanent nedgang i balancerne som følge af energipriseffekter, kan øgede omkostningsniveauer lægge yderligere pres på den eksterne side, indtil der sker en tilpasning til et lavere efterspørgselsniveau. I de tilfælde, hvor væksten også er afdæmpet, kan det være vanskeligt at tøjle yderligere inflationspres, når efterspørgslen er genoprettet. Efterhånden som de økonomiske forhold normaliseres, kan underliggende økonomiske svagheder, såsom strukturelt svagere betalingsbalancer over for udlandet, blive synlige.

De høje boligpriser giver fortsat anledning til stor bekymring i flere lande, selv om der er sket en vis afdæmpning på det seneste. Boligpriserne er aftaget efter flere år med kraftig vækst, som i de fleste tilfælde tiltog under pandemien. Disse korrektioner medfører ikke i sig selv en væsentlig reduktion af den risiko, der er forbundet med udviklingen i boligpriserne. De viser i stedet sårbarhederne: I lande, hvor boligpriserne falder kraftigt, skyldes det, at der var en underliggende udvikling, som havde bragt dem op på et uholdbart niveau. Denne underliggende udvikling har i det store og hele ikke ændret sig. Når boligefterspørgslen har tilpasset sig fuldstændigt til et højere renteniveau, kan det forventes, at den kraftige vækst i boligpriserne vil genoptages i betragtning af den langvarige kløft mellem en stærk boligefterspørgsel og et begrænset udbud. Dette kan forværres af det fald i boliginvesteringerne, der for nylig har fundet sted i en situation med en historisk høj nettomigration til nogle medlemsstater. Boligernes prisoverkommelighed, som er kommet mere og mere under pres i mange lande, vil sandsynligvis blive forringet yderligere. I storbyområderne i nogle medlemsstater har boligpriserne nået et niveau, der kan hæmme økonomiernes evne til at tiltrække arbejdstagere, hvilket kan blive en stadig større hindring for deres vækstmodel. I nogle lande er væksten i boligpriserne stadig meget kraftig og er igen tiltagende. I nogle tilfælde fortsætter denne kraftige vækst sideløbende med en stærk inflationsdynamik, som kan være vanskelig at bremse uden kraftige økonomiske virkninger.

Landespecifikke konklusioner og opfølgende overvågning

I 2025 vil der blive udarbejdet dybdegående undersøgelser for de ni lande, for hvilke det i 2024 blev konstateret, at de havde ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer([4]). Rapporten om varslingsmekanismen giver et overblik over udviklingen i de vigtigste data, der ligger til grund for disse ubalancer. I de dybdegående undersøgelser for 2025, der offentliggøres i første halvdel af 2025, vil der blive foretaget en økonomisk vurdering af, om disse ubalancer forværres, er under korrektion eller er blevet korrigeret, med henblik på at ajourføre eksisterende vurderinger og vurdere eventuelle resterende politikbehov. Dette vil være tilfældet for **Cypern, Tyskland, Grækenland, Italien, Ungarn, Nederlandene, Rumænien**, **Slovakiet** og **Sverige.**

Desuden fører den økonomiske fortolkning af resultattavlen til den konklusion, at der bør foretages en dybdegående undersøgelse for Estland, da denne medlemsstat er forbundet med særlige risici for nye ubalancer. Dette er i overensstemmelse med det fremadrettede perspektiv, der er blevet forfulgt i de senere år. I henhold til denne tilgang bør de dybdegående undersøgelser fortsættes, når der opstår bekymrende udviklingstendenser, uden at vente på sikkerhed for, at der er ubalancer. Der har været et kraftigt omkostningspres i Estland i de senere år, mens boligpriserne er steget markant, og husholdningernes låntagning også er steget en smule. Estland skiller sig ud som følge af denne udviklings vedvarende karakter og det forhold, at der er andre bekymrende faktorer, som udgør yderligere risici.

I Estland akkumuleres der stadig tab af omkostningskonkurrenceevne, og der er sket en forværring af betalingsbalancens løbende poster. Samtidig fortsætter boligpriserne med at stige markant. Estland var genstand for en dybdegående undersøgelse i foråret 2023, men der blev ikke konstateret ubalancer på dette tidspunkt. Der var allerede sårbarheder med hensyn til konkurrenceevnen, betalingsbalancerne over for udlandet og boligpriserne, men de viste sig at være begrænsede, og det forventedes, at de hurtigt ville blive indsnævret. Den nuværende resultattavle for Estland viser, at der i 2023 var to indikatorer, som lå over deres vejledende grænseværdier, nemlig den reale effektive valutakurs og enhedslønomkostningerne. Den økonomiske fortolkning af resultattavlen baseret på den seneste udvikling og de seneste udsigter er ikke tilstrækkeligt betryggende. Omkostningspresset er aftaget, men er blandt de højeste i euroområdet. Landet har fortsat en høj inflation, og kerneinflationen er steget på det seneste og ligger klart over gennemsnittet i euroområdet. Estlands kraftige pris- og omkostningsvækst har fundet sted på trods af økonomiens svage vækstresultater. Økonomien er ikke kommet sig efter den krise, der blev udløst af Ruslands krig mod Ukraine, og den gennemgik en markant recession i 2023 og 2024. BNP i faste priser ligger lige omkring niveauet før pandemien, hvilket er det dårligste resultat i EU. Eksporten faldt markant for nylig, og det samme gjorde eksportmarkedsandelene. Underskuddet på de løbende poster er aftaget i forhold til 2022-niveauet, men der forventes ingen yderligere forbedring. Desuden er dette underskud opstået på et tidspunkt med træg aktivitet, hvilket tyder på en svagere underliggende stilling over for udlandet, og en forbedring af den økonomiske aktivitet, som resulterer i en større efterspørgsel, ville mindske de løbende poster. Samtidig er boligpriserne steget betydeligt i de senere år, og de nominelle priser er steget med over 7 % i første halvdel af 2024. Dette har øget risikoen for overvurdering af boligpriserne. Husholdningernes låntagning aftog i 2023, men forblev betydelig på trods af de højeste låneomkostninger i euroområdet.

For de øvrige medlemsstater er det på nuværende tidspunkt ikke nødvendigt at gennemføre dybdegående undersøgelser.

([4]) Meddelelse fra Kommissionen om det europæiske semester 2024 – forårspakken, COM(2024) 600.

Tekstboks: Resultatet af 2024-gennemgangen af resultattavlen for makroubalanceproceduren

I henhold til makroubalanceforordningen vurderer Kommissionen regelmæssigt, om resultattavlen for makroubalanceproceduren er hensigtsmæssig, og ajourfører den, når det er nødvendigt (artikel 4, stk. 7, i forordning (EU) nr. 1176/2011). Med denne rapport om varslingsmekanismen indføres der en række ændringer af resultattavlen, både for de overordnede og de supplerende indikatorer. Som i tidligere revisioner af resultattavlen er de planlagte revisioner blevet meddelt til Europa-Parlamentet, Rådet (herunder dets ekspertudvalg) og ESRB forud for deres endelige vedtagelse.

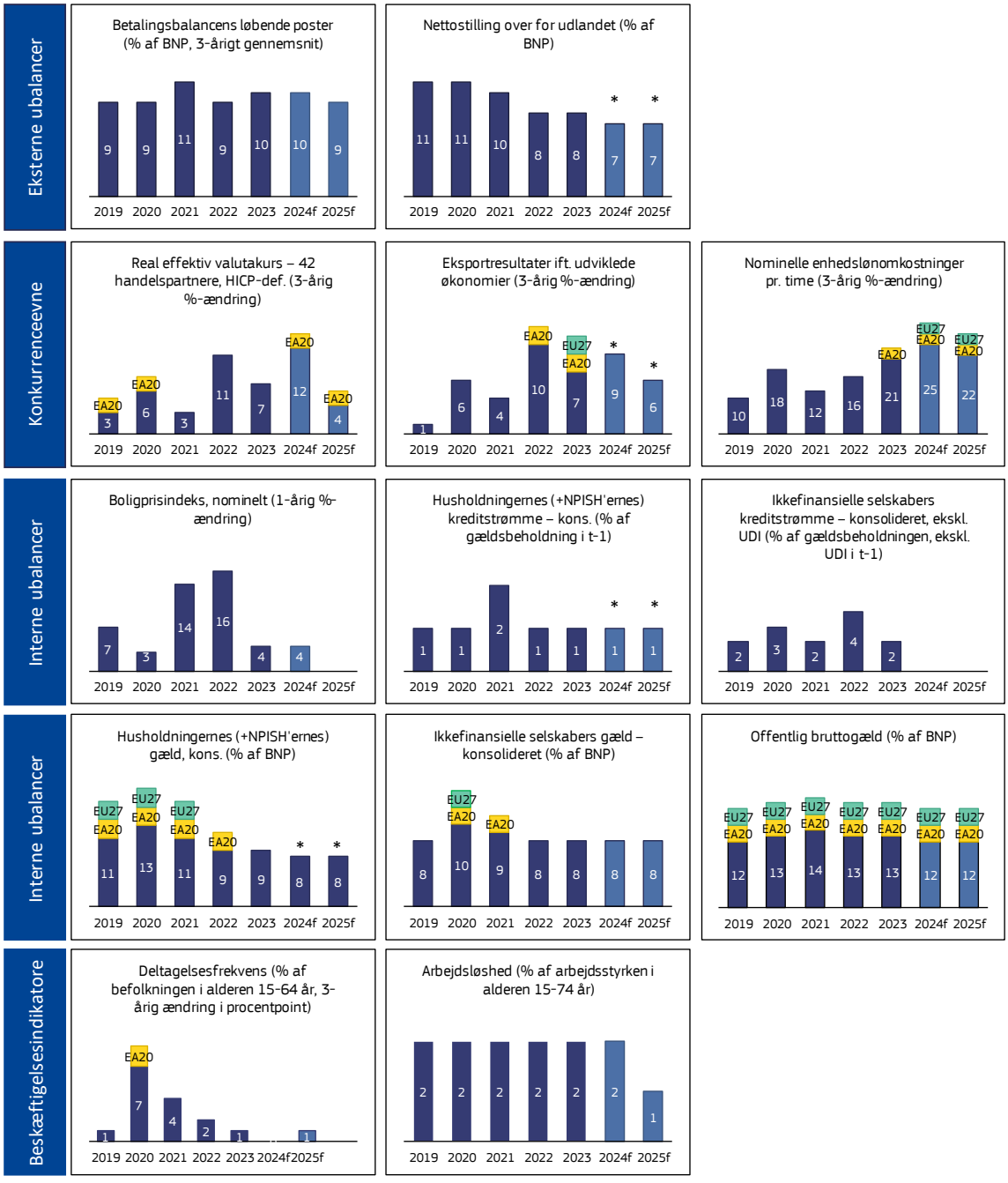
De vedtagne revisioner tager hensyn til den seneste udvikling i de statistiske indikatorer og har til formål at gøre resultattavlen mere kompakt, bedre afbalanceret mellem de forskellige tematiske blokke og mere fremadrettet. De bygger på følgende principper: i) stabilitet (undgåelse af alt for hyppige revisioner), ii) ingen spredning af variabler (antallet af variabler bør som hovedregel ikke stige for at overholde forordningens krav om begrænsning i resultattavlen), iii) relevans og betydning for overvågningen af makroubalanceproceduren og iv) behovet for at tage højde for løbende forbedringer af den statistiske kvalitet. De vigtigste ændringer af de overordnede indikatorer er beskrevet nedenfor. Der findes flere oplysninger herom i det ledsagende arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene([5]).

- Indikatoren for "eksportresultater i forhold til udviklede økonomier" opgraderes fra supplerende indikator til overordnet indikator, målt som ændringen over tre år. Der er for nylig fastsat en tærskel for denne indikator på -3 %. Til gengæld nedgraderes indikatoren for "eksportmarkedsandele" til supplerende indikator.
- Indikatorerne for den private sektors gældsbeholdninger og kreditstrømme opdeles i separate indikatorer for husholdninger og ikkefinansielle selskaber. Kreditstrømmene vil blive målt som en procentdel af det foregående års beholdninger, og kreditstrømmen til ikkefinansielle selskaber vil udelukke udenlandske direkte investeringer både i tælleren og nævneren. De nyligt fastsatte tærskler ligger på 55 % og 85 % af BNP for henholdsvis husholdningernes og de ikkefinansielle selskabers gældsbeholdninger og på 14 % og 13 % af det foregående års gældsbeholdning for kreditstrømmene.
- Den overordnede indikator for den finansielle sektors passiver bortfalder i erkendelse af, at der ikke findes en omfattende indikator for den finansielle sektor, for hvilken der med rimelighed kan fastsættes en tærskel, og at der findes flere andre uafhængige overvågningsmekanismer for den finansielle sektor på europæisk plan, som er blevet oprettet efter iværksættelsen af makroubalanceproceduren. Banksektoren vil blive overvåget mere nøje ved hjælp af tre supplerende indikatorer: misligholdte bruttolån (% bruttolån), banksektorens kernekapitalprocent (% risikovægtede aktiver) og banksektorens egenkapitalforrentning (%). Selv om disse indikatorer giver vigtige oplysninger, er det vanskeligt at fastsætte meningsfulde makroøkonomiske tærskler. Manglen på en overordnet indikator i resultattavlen indebærer på ingen måde, at den finansielle sektor tillægges mindre betydning i Kommissionens makroøkonomiske overvågning.
- Langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden bliver supplerende indikatorer.
- Tærsklen for indikatoren for den reale effektive valutakurs bliver indsnævret fra ±5 % for euroområdet og ±11 % for lande uden for euroområdet til ±3 % for euroområdet og ±10 % for lande uden for euroområdet for at tage hensyn til de seneste datas fordelingsmæssige karakteristika.
- Der foretages visse justeringer af definitionerne og ændringerne af nogle af de overordnede indikatorer, navnlig følgende:
  - Det nominelle enhedslønomkostningsindeks bliver målt pr. time i stedet for pr. ansat person.
  - Boligprisindekset bliver målt nominelt i stedet for i faste priser, hvilket også fører til en ændring af tærsklen til +9 %.
  - Arbejdsløsheden bliver fremlagt som årlige data i stedet for et 3-årigt gennemsnit.

([5]) Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene om ændringerne af resultattavlen for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer (foreligger ikke på dansk), SWD(2024) 702.

Der foretages også flere ændringer af de supplerende indikatorer, herunder en betydelig reduktion af deres antal, som beskrevet i det ledsagende arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene. Den reviderede resultattavle vil have 1 overordnet indikator og 5(+5) supplerende indikatorer mindre end den hidtil anvendte udgave.

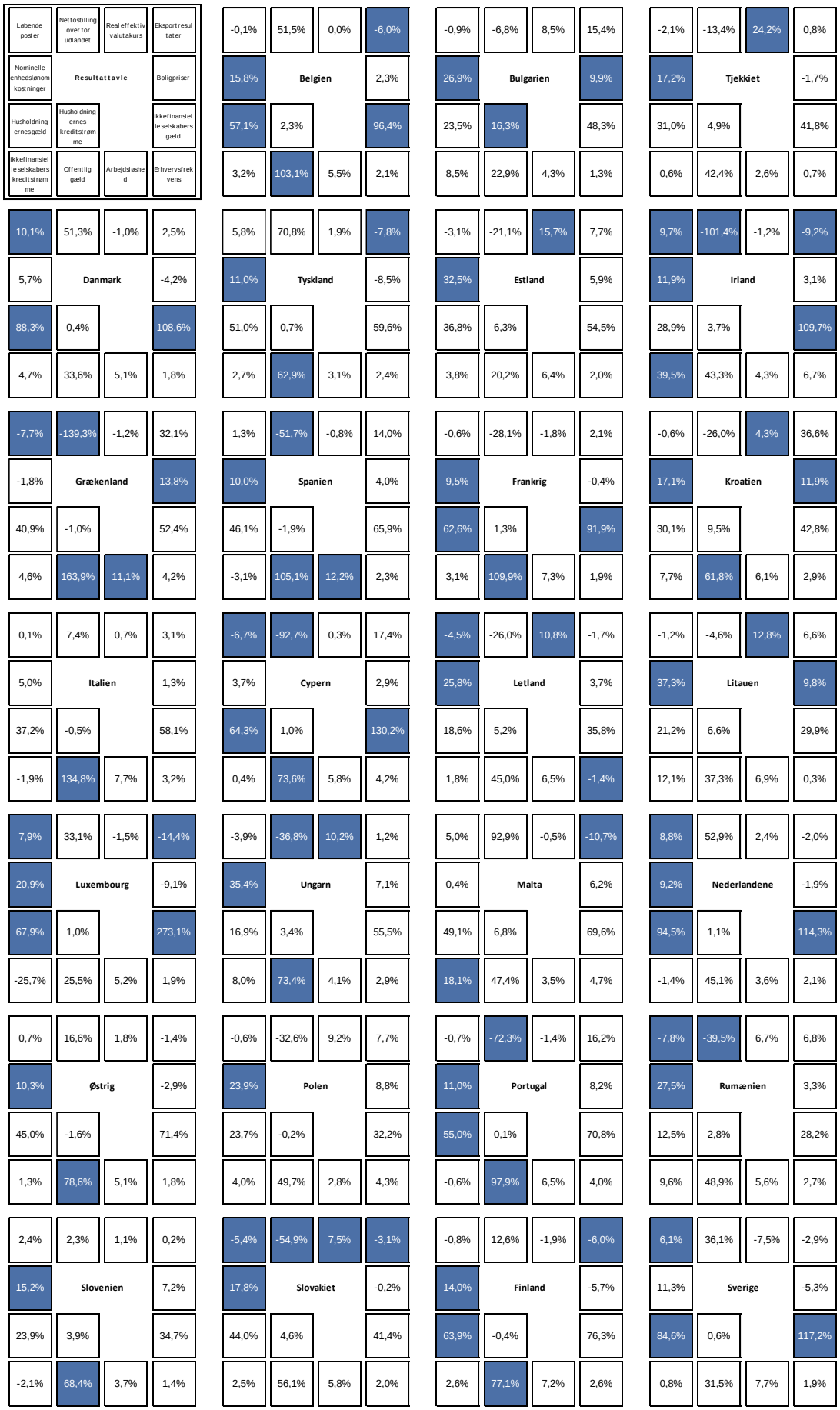
Figur 1: **Antal medlemsstater med variabler uden for grænseværdierne**



Antallet af medlemsstater med variabler, der ligger uden for de relevante grænseværdier i et bestemt år, afspejler dataene pr. skæringsdatoen for rapporten om varslingsmekanismen 2025 (31. oktober 2024). Eventuelle efterfølgende datarevisioner kan indebære en forskel i antallet af værdier uden for grænseværdierne beregnet ved hjælp af tidligere år for resultattavlens variabler, som offentliggjort i tidligere udgaver af rapporten om varslingsmekanismen. * Der foreligger ingen data for aggregater i prognoseperioden.

Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens prognoser.

Figur 2: **Resultattavlens indikatorer (i rapporten om varslingsmekanismen) i 2023, opdelt efter land**



Kilde: Eurostat.