EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Strasbourg den 17.12.2024
COM(2024) 702 final

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET, RÅDET OCH EUROPEISKA EKONOMISKA OCH SOCIALA KOMMITTÉN

Rapport om förvarningsmekanismen 2025

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

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

MEDDELANDE OM RAPPORTEN OM FÖRVARNINGSMEKANISMEN

I rapporten om förvarningsmekanismen anges vilka medlemsstater som Europeiska kommissionen på grundval av en ekonomisk avläsning av resultattavlan för förfarandet vid makroekonomiska obalanser[1] bedömer kan ha, eller riskera att få, obalanser. I den ekonomiska avläsningen av resultattavlan beaktas utfallsdata för 2023 och gör utifrån dessa en tolkning på lång sikt. Man tittar på hur eventuella risker kan komma att utvecklas med utgångspunkt i den ekonomiska utvecklingen innevarande år (2024) och i relevanta fall beräkningarna för 2025 och 2026 enligt kommissionens höstprognos 2024. Resultattavlan har efter ett antal år ändrats, och denna rapport är den första som bygger på den reviderade resultattavlan. De viktigaste ändringarna beskrivs i ruta 1 och närmare information finns i ett särskilt arbetsdokument från kommissionens avdelningar[2] om revideringarna av resultattavlan som åtföljer detta meddelande. Ett annat arbetsdokument från kommissionens avdelningar innehåller den fullständiga ekonomiska analys som ligger till grund för detta meddelande samt en bilaga med resultattavlans värden[3].

Den höga inflationstakt som hållit i sig sedan 2021 börjar avta och inflationen närmar sig målet. Tjänsteinflationen är dock fortsatt hög. I mitten av 2024 hade den starka inflationsutvecklingen med hög inflation som inleddes 2021 avtagit. Den samlade inflationen i konsumentledet närmar sig gradvis de monetära myndigheternas mål. Inflationstrycket kvarstår dock, trots denna nedgång totalt sett. Den inhemskt genererade inflationen – främst från tjänstesektorn – är fortfarande hög totalt sett, och skiftande, och inflationen i vissa länder står ut från mängden. Dess bidrag till den samlade inflationen motverkas för närvarande av disinflationen när det gäller importerade varor, främst energi och livsmedel, och av prissänkningar på varaktiga konsumtionsvaror. Denna disinflation beror på både baseffekter och att lägre energipriser får genomslag utanför tillverkningsprocessen. I takt med att denna effekt klingar av kan tjänsteinflationen, om den inte dessförinnan har begränsats, driva upp den samlade takten. Eftersom reallönerna först i år har återgått till de nivåer som rådde före pandemin kan lönekraven även fortsättningsvis vara höga och bidra till kärninflationen och till en fortsatt hög BNP-deflator.

Den ekonomiska tillväxten har åter kommit igång, men det makroekonomiska läget är besvärligt. Den reala tillväxten var svag under 2023, då både konsumtion och investeringar sjönk på grund av en kombination av höga räntor och en hög pris- och kostnadsökningstakt. Under 2024 har den reala tillväxten åter kommit i gång i takt med att hushållens köpkraft stärkts tack vare högre löner och lägre inflation. Detta bör leda till att den nominella tillväxten förblir relativt stark, trots nedgången i inflation. Även om räntorna fortfarande är betydligt högre än under större delen av det senaste decenniet har de börjat gå ned, vilket bör minska trycket på hushåll, företag och stater som har skulder att betala av. Även om finansieringsvillkoren håller på att bli lättare stramas finanspolitiken åt i vissa länder, vilket kan påverka tillväxten. Med pandemin och

[1] Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1176/2011 av den 16 november 2011 om förebyggande och korrigering av makroekonomiska obalanser.

[2] Commission staff working document on the changes in the scoreboard of the Macroeconomic Imbalance Procedure, SWD(2024) 702 (inte översatt till svenska).

[3] Commission staff working document, Alert Mechanism Report 2025, SWD(2024) 700 (inte översatt till svenska). Commission staff working document, *Statistical Annex accompanying the Alert Mechanism Report 2025*, SWD(2024) 701 (inte översatt till svenska).

energiprischockerna bakom oss och i ett läge där tillväxten åter har kommit igång börjar staterna minska de skuldkvoter som ökade delvis till följd av de åtgärder som vidtogs för att stötta efterfrågan under pandemin och energiprischockerna. Globalt är det ekonomiska läget fortfarande komplext. Framväxande geopolitiska spänningar och potentiella ekonomiska störningar utgör betydande utmaningar som kan påverka de offentliga skuldnivåerna. De ihållande riskerna är fortfarande nedåtriktade och beror på läget globalt: konflikten i Mellanöstern, Rysslands fortsatta krig mot Ukraina och en överhuvudtaget förändrad geopolitisk kontext som kan påverka världshandeln och försämra omvärldsvillkoren.

Den period av inflation som börjar nå sitt slut har lett till skillnader i tillväxt och olika ökningar av de samlade prisnivåerna, vilket kan leda till problem med kostnadskonkurrenskraften. Den samlade inflationen i konsumentledet har sjunkit kraftigt över hela linjen och vissa länder har under det gångna året upplevt kortvariga perioder av deflation. Det rör sig i regel om länder där energi och andra råvaror har spelat en viktig roll för prisnedgången, delvis på grund av baseffekter. I vissa länder ligger dock kärninflationen fortfarande envist kvar på en högre nivå än i andra, vilket bidrar till den samlade kumulativa ökningen av prisnivåerna de senaste åren. Detta ökar sannolikheten för fortsatta återkopplingseffekter mellan löneökningar och prisinflation. För länder där prisnivåerna redan har stigit kraftigt kan sådana fortsatta återkopplingseffekter ge anledning till oro. Även BNP-tillväxten har följt olika mönster. Den sammantagna bilden av en lägre tillväxt 2023, följt av en uppgång under 2024 och 2025, gäller visserligen i stort sett alla länder, men det finns det stora inbördes skillnader. Det finns inget enhetligt mönster mellan hög kärninflation och inhemsk efterfrågan, vilket tyder på att landskapet efter kriserna präglas av stora skillnader. Även om den höga kärninflationen i vissa fall åtföljer en fortsatt hög real BNP-tillväxt var den nämligen i andra fall ihållande trots en negativ tillväxt förra året, och en fortsatt svag real BNP-tillväxt, både jämfört med andra länder och i förhållande till tillväxtnivåerna före pandemin.

Sektorspecifik tematisk avläsning

- Under 2023 **förbättrades bytesbalansen i nästan alla medlemsstater** när energipriserna sjönk och efterfrågan var fortsatt svag, vilket delvis upphävde den kraftiga minskningen av handelsbalanserna sedan 2022. Trots dessa ökningar ligger bytesbalanserna i många fall fortfarande under de nivåer som rådde före pandemin – det gäller särskilt vissa stora nettolåntagarländer – och under de nivåer som skulle främja en snabb korrigering. I ett fåtal anmärkningsvärda fall har den inhemska efterfrågan varit fortsatt stark och stora underskott i bytesbalansen verkar kvarstå. I andra fall är en kraftig förbättring – eller stabilisering på en blygsam nivå – av bytesbalansen resultatet av en konjunkturell – eller åtminstone tillfällig – minskning av efterfrågan. I dessa fall kan en återgång till mer gynnsamma förhållanden avslöja en mer negativ underliggande position. Det finns fortfarande stora överskott och i dessa sammanhang spelar ibland vissa inkomstbalanser och landsspecifika förhållanden en viktig roll. För 2024 totalt utgör den gradvisa förbättringen av den inhemska efterfrågan en motvikt till den fortsatta förbättringen av bytesförhållandet gentemot utlandet (*terms of trade*), vilket innebär att bytesbalanserna är i stort sett oförändrade i år och nästa år, även om de senaste kvartalens förbättringar fortfarande håller på att få genomslag i siffrorna på årsbasis. Jämfört med före pandemin har ut- och upplåningen inom olika sektorer av ekonomin förändrats genom att staterna har ökat sitt nettoupplåning medan den privata sektorn har ökat sin nettoutlåning. Denna effekt är inte lika tydlig 2024 som 2023, eftersom det har skett en nedgång i den offentliga upplåningen samtidigt som den privata sektorns sparande har ökat.

- De stora **negativa nettoutlandsställningarna** krympte kraftigt under 2023, till stor del till följd av nämnareffekter, vilket mer än uppvägde vissa betydande underskott. I vissa fall ledde betydande omvärderingseffekter på grund av växelkursutvecklingen till ytterligare minskningar.

Stora **positiva nettoutlandsställningar** har i stort sett varit oförändrade, eftersom täljar- och nämnareffekter uppväger varandra i ett läge med fortsatt stora bytesbalansöverskott.

- **Euroområdets bytesbalans** började stiga från sin bottennivå i början av 2023 och har sedan dess fortsatt att öka kvartal för kvartal. Förbättringen av bytesförhållandet gentemot utlandet har lett till en kraftig förbättring av det nominella saldot, samtidigt som den samlade efterfrågan har varit dämpad, vilket också har fått saldot i bytesbalansen att stiga. Euroområdets bytesbalans ligger fortfarande under den nivå som rådde före pandemin, vilket beror på att högre energipriser har haft en varaktig effekt som har påverkat handelsbalansen och på att primärinkomstsaldona gradvis har minskat. Minskningarna av primärinkomstsaldona är koncentrerade till ett litet antal länder och beror i vissa fall på specialföretag (SPE-bolag), som har starka gränsöverskridande finansiella kopplingar men begränsade kopplingar till ländernas inhemska ekonomier. Det mindre överskottet i tjänstebalansen har samtidigt krympt, även om bidraget från turism i stort sett ligger på sitt långsiktiga genomsnitt. Förbättringen av euroområdets bytesbalans förväntas fortsätta innevarande år, medan den kommer att vara i stort sett oförändrad nästa år till följd av det långvariga underskottet i inhemska investeringar i förhållande till sparandet. Den starka förbättringen av den finansiella nettoutlandsställningen för länder som är nettolåntagare har lett till en ensidig ombalansering av **utlandsställningarna inom euroområdet,** även utan en korrigering när det gäller länder som är stora nettolångivare.

- Totalt sett steg **enhetsarbetskostnaderna** markant under 2023 – även om det fanns betydande skillnader mellan länderna – och drevs i de flesta fall på av en snabbare lönetillväxt och trög eller till och med negativ produktivitetstillväxt. Den mycket starka ökningstakten för enhetsarbetskostnader är i de flesta medlemsstater den högsta på senare år. Löneökningarna var betydande, men i vissa medlemsstater är reallönerna fortfarande inte tillbaka på 2019 års nivåer. Under 2024 har löneökningstakten mattats av, men de prognostiserade ökningarna är fortfarande historiskt höga i många länder. Arbetsmarknaderna är överlag fortsatt strama, vilket stärker arbetstagarnas förhandlingsposition. Även om arbetslösheten stiger i vissa länder sker det från låga nivåer, och den är fortfarande begränsad. I flera fall har arbetslösheten ökat parallellt med betydligt mer kraftiga ökningar av sysselsättningen i takt med att migrationen och/eller arbetsmarknadsdeltagandet har ökat. I länder i euroområdet som är stora nettolåntagare har ökningen av enhetsarbetskostnaderna varit lägre än euroområdets genomsnitt och i många länder som är nettolångivare har ökningen varit större. Detta förhållande bör främja en symmetrisk ombalansering av utlandsställningarna inom euroområdet.

- Under 2023 apprecierade euron gentemot andra större valutor i takt med att ECB fortsatte sin åtstramningscykel. Även utanför euroområdet apprecierade europeiska valutor, med undantag för den svenska kronan. Det betydde att de **reala effektiva växelkurserna** steg totalt sett, utom i Sverige och i vissa euroländer med mycket lägre inflation, där de var i stort sett oförändrade. I länder med mycket hög inflation steg HIKP-baserade reala effektiva växelkurser med över 5 % på ett år och ökade ytterligare i länder utanför euroområdet där nationella valutor apprecierade kraftigt och inflationen var hög. Under 2024 avtog eurons appreciering avsevärt, vilket ledde till i stort sett stabila reala effektiva växelkurser i hela euroområdet, där de nu betydligt mindre skillnaderna i inflation inneburit relativt begränsade förändringar i reala effektiva växelkurser.

- I EU totalt minskade **företagens skulder i förhållande till BNP** kraftigt 2023 för tredje året i rad och den samlade skuldkvoten var den lägsta på över ett decennium. Den viktigaste faktorn bakom minskningen var inflationens inverkan på nämnaren, men även begränsade eller i vissa fall negativa nettokreditflöden bidrog till en allmän minskning av företagens skuldsättning. Totalt sett sjönk kreditflödena till de lägsta nivåerna på mer än ett decennium. Företagens

skuldnedväxling handlade främst om att minska lånestocken, medan skuldförbindelserna var i stort sett fortsatt stabila. Strama finansieringsvillkor och höga räntor har gjort att företagens räntekostnader ökat och inverkat negativt på företagens återbetalningsförmåga. Även om företagens finansiella sårbarhet har ökat något finns det för närvarande få mer allmänna tecken på att antalet fallerade lån har ökat. Efter att ha nått en topp i mitten av 2022 sjönk vinstandelarna under 2023 och i början av 2024 tillbaka till samma nivåer som före pandemin, vilket kan vara en följd av att företagen har anpassat sig till högre löner, även om dämpad ekonomisk aktivitet och svag produktivitetstillväxt säkert pressar, och kommer att fortsätta att pressa, vinsterna i vissa länder och branscher. Skuldnedväxlingen har fortsatt under 2024, om än i långsammare takt till följd av nedgången i inflation och en mindre ökning av kreditflödena, vilket även bör åtfölja en gradvis – men långsam – återhämtning i företagens investeringar. Denna återhämtning bör accelerera i takt med att efterfrågan stärks och finansieringsvillkoren och företagens förtroende förbättras.

- Efter att ha ökat kraftigt under åren 2020–2022 avtog **bostadsprisutvecklingen** 2023. Det fanns dock stora skillnader mellan länderna i och med att priserna sjönk i vissa länder och ökade i andra. Prisnedgången – eller den långsammare prisökningstakten – beror på en anpassning till högre lånekostnader, eftersom hushållens återbetalningsförmåga gäller en mindre lånestock. Den mindre räntenedgång som redan har ägt rum, och marknadens anpassning till en lägre prisnivå, leder till att efterfrågan åter börjar stiga under 2024, samtidigt som vissa länder fortsätter att ha en dämpad prisökningstakt. Trots nedgången bedöms bostäder fortfarande vara övervärderade i tre fjärdedelar av EU-länderna och mer än hälften av dem visar tecken på övervärderingar på över 10 %. Detta är fallet trots att bostadspriserna har sjunkit mest på de marknader som bedömdes vara mest övervärderade. I vissa länder fortsätter bostadsprisökningarna samtidigt att vara mycket kraftiga. Totalt sett har det skett en minskning när det gäller bostadsbyggande och bygglov, särskilt i länder där priskorrigeringen har varit större, vilket bör innebära att utbudet kommer att vara fortsatt begränsat den närmaste tiden och därmed leda till en återgång till den underliggande dynamik som under de senaste åren har resulterat i kraftiga bostadsprisökningar.

- **Hushållens skuldkvoter** fortsatte precis som de senaste åren att minska under 2023 och hamnade i de flesta EU-länder på historiskt låga nivåer. Även om nedgången 2023 i hög grad berodde på den höga inflationens inverkan på nämnaren bidrog även åtstramade kreditflöden till att dämpa ny upplånings inverkan på skuldsättningen. Ökade lånekostnader har omedelbart haft en kraftig inverkan på nya lån, vilket har minskat efterfrågan på bostadslån. Räntebetalningarna på befintliga lån påverkades mer omedelbart i länder där bostadslån oftare har rörlig ränta eller mycket korta räntebindningstider och där bostadslånen är långfristiga. Hushållens sparande återhämtade sig något under 2023 efter att i två år i rad ha sjunkit efter den kraftiga uppgång som orsakades av pandemin. I genomsnitt har de räntor som hushållen får ökat något mer än de räntor som hushållen betalar. Eftersom tillgångar och lån innehas av olika hushåll kan dock en del av dem i flera länder hamna under hård press på grund av det höga ränteläget. Räntesänkningar den allra senaste tiden, och förväntade löneökningar, bör minska detta tryck något framöver. Under 2024 har hushållens balansräkningar fortsatt att stärkas totalt sett, om än i långsammare takt än 2023.

- En stark nominell BNP-tillväxt till följd av hög inflation fortsatte att främja en minskning av den **offentliga skulden** under 2023, även om de offentliga underskotten fortfarande är stora. Under 2024 och 2025 ser de primära offentliga underskotten inte ut att krympa nämnvärt i vissa högt skuldsatta länder, och den mindre gynnsamma ränte-tillväxtdifferensen innebär att den kraftiga nedgång av den offentliga skuldkvoten som har kunnat skönjas sedan 2021 antingen kommer att avta eller upphöra helt. I vissa länder, särskilt de som är särskilt högt skuldsatta, förväntas skulden dock fortsätta att minska avsevärt under 2024. Det rör sig om länder som har överskott eller begränsade underskott, där en fortsatt stark real BNP-tillväxt bör

underlätta en skuldnedväxling. För vissa länder utanför euroområdet kan det finnas andra risker knutna till offentlig upplåning om en relativt stor del av deras offentliga skuld är i utländsk valuta och därför kan påverkas av växelkursrörelser. Under de närmaste åren kommer genomförandet av EU:s nya finanspolitiska ramverk att underlätta den offentliga sektorns skuldnedväxling.

- EU:s **finanssektor** har på det hela taget visat fortsatt motståndskraft under 2023 i och med att bankerna har gynnats av högre ränteintäkter och andelen nödlidande lån har varit stabil. Högre räntor har lett till ökade räntemarginaler, eftersom bankerna låtit de högre räntorna få snabbare genomslag på utlåningen än på inlåningen. Bankernas lönsamhet har därmed ökat, i synnerhet för banker som är mer beroende av inlåningsfinansiering. Kärnprimärkapitalrelationen har ökat något. När det gäller nödlidande lån är andelen på det hela taget oförändrad, även om vissa ökningar har kunnat noteras under 2024. Dessa tycks i första hand bero på den korrigering av priserna på kommersiella fastigheter som pågår i flera länder, men även på den generellt svagare konjunkturen. Kreditkraven skärptes under 2023 och både utbudet och efterfrågan på lån från hushåll och icke-finansiella företag har minskat. Banksektorn har varit motståndskraftig även 2024, även om det finns vissa tecken på en försämring av tillgångskvaliteten eftersom vissa låntagare – däribland företag inom fastighetssektorn – påverkas av högre räntor och likviditetsobalans. Vid sidan om bankerna kan finanssektorn i övrigt sägas vara exponerad för ytterligare risker och därmed för stramare finansieringsvillkor, försämrad kreditkvalitet och eventuellt oordnade korrigeringar av tillgångspriserna. Det handlar bl.a. om likviditetsrisker och risker som beror på sammanlänkning, eftersom kopplingarna mellan banksektorn och andra sektorer är särskilt starka i EU. Störningar i investeringsfondssektorn eller försäkringssektorn kan fortplanta sig till banksektorn och vice versa. Nedgången i den kommersiella fastighetssektorn utgör en risk för delar av finanssektorn och kan få negativa spridningseffekter på hela finanssektorn och realekonomin.

Prognos när det gäller ekonomiska obalanser

Prognosen när det gäller obalanser har påverkats av den ovanligt starka inflationsutvecklingen, som resulterade i kraftiga minskningar av skuldkvoterna. År 2023 var ett år då inflationstakten föll kraftigt och i slutet av året började närma sig centralbankernas mål. Under hela året var dock pris- och kostnadsökningar den avgörande faktorn för prognosen när det gäller obalanser. Höga BNP-deflatorer ledde till starka nämnareffekter på de viktigaste skuldkvoterna. Gamla obalanser – framför allt stora skuldstockar – har på så sätt fortsatt att korrigera och många mått – i synnerhet företagens och hushållens skuldsättning – ligger för närvarande på de lägsta nivåerna på många år. Ett undantag är den offentliga skulden i vissa länder, där skuldkvoterna, trots ytterligare minskningar under 2023, ännu inte har återgått till samma nivåer som före 2020.

Inflationstrycket de senaste årens har förändrat det ekonomiska landskapet. Trots att inflationen nu är långsammare och dess bidrag till skuldnedväxlingen därmed mer begränsat fortsätter den tidigare höga inflationen att vara en faktor när det gäller obalanserna och kommer att så förbli. I många länder förväntas enhetsarbetskostnaderna fortsätta att stiga avsevärt eftersom lönerna kompenserar för nedgången i reala disponibla inkomster. Trots att den penningpolitik som bedrivs av centralbankerna – däribland Europeiska centralbanken – har börjat lätta ligger räntorna kvar, och förväntas förbli, på högre nivåer än under det senaste decenniet. Detta påverkar räntebördan i samband med skuldsättning och får implikationer för tillgångarnas värde för alla sektorer av ekonomin. Sedan räntorna började stiga har en nedgång i investeringarna redan kunnat konstateras när det gäller såväl bostäder som affärsändamål.

Den nominella tillväxten kommer att ge mer begränsad draghjälp åt passiv skuldnedväxling de närmaste åren. Totalt sett förväntas den nominella tillväxten även i fortsättningen vara något högre än före pandemin, vilket mestadels beror på att BNP-deflatorn

fortsätter att vara något förhöjd. Under de kommande åren kommer ytterligare minskningar av skuldbördan dock inte att kunna uppnås utan begränsningar av upplåningen. För hushåll med stora skulder och bolån med rörlig ränta, eller med bindningstider som har löpt ut eller närmar sig slutet, kan förmågan att klara av högre räntekostnader vara begränsad. När det gäller företagen är det tydligt att kreditflödena har minskat, vilket har skett parallellt med en nedgång i vinsterna per enhet – som följde på kraftiga uppgångar – eventuellt i syfte att absorbera en del av ökningen av enhetsarbetskostnaderna i takt med att lönerna kommer ifatt levnadsomkostnaderna.

Stora underliggande bytesbalansunderskott kan konstateras i vissa länder och det kan hända att nettoutlandsskulden börjar stiga igen. I ett fåtal fall har utvecklingen när det gäller utlandsskulden nått en vändpunkt i och med att betydande bytesbalansunderskott inte längre kompenseras av nominell tillväxt, vilket förväntas leda till en försämring av nettoutlandsställningen de närmaste åren. Även om detta inte är fallet för de mest skuldsatta länderna gäller det vissa länder där bristen på effektiva åtgärder kan leda till att utlandsskulden växer på ett oroväckande sätt. För att hantera situationen krävs i regel att man begränsar budgetunderskotten för att tygla den höga efterfrågan, vilket samtidigt skulle begränsa det resterande inflationstrycket, även om det även kan krävas justeringar när det gäller hushålls- eller företagssektorerna.

Utmaningarna när det gäller förmågan att kostnadskonkurrera har ökat de senaste åren och vissa länder står nu inför mycket högre pris- och kostnadsnivåer till följd av kumulativa ökningar som i vissa fall fortsätter att förvärras. Även om inflationsskillnaderna har krympt högst väsentligt – och i många fall försvunnit helt – lämnar de i vissa medlemsstater spår efter sig i form av betydligt högre relativa priser och kostnader. Detta gäller visserligen främst länder som fortfarande har en viss potential att komma ikapp, men uppgången verkar vara mycket högre än vad som på ett trovärdigt sätt kan tillskrivas t.ex. Balassa-Samuelson-effekter och drivs inte av produktivitetsökningar. Dessa länder har därför mycket högre prisnivåer än tidigare, vilket kan sätta press på deras konkurrenskraft, i synnerhet om deras konkurrensposition var försvagad redan före pandemin. Det kommer att ta tid att korrigera dessa effekter: de kräver antingen en kraftig nedgång i priser och kostnader som kan leda till ekonomiska störningar, eller en ihållande period av återhållsam pris- och kostnadsutveckling i förhållande till handelspartner som varar betydligt längre eller är mer markant än vad som annars skulle ha varit fallet.

Högre pris- och kostnadsnivåer kan sätta ytterligare press på den externa sidan, och det kan i vissa fall vara svårt att hejda ytterligare pris- och kostnadsökningar. I vissa länder där priser och kostnader har ökat kraftigt finns det även andra skadliga faktorer som medför särskilda risker. Det kan vara svårare att uppväga en förlust av exportmarknader – som kan bero på geopolitiska orsaker – genom att hitta nya möjligheter om priser och kostnader är högre på hemmaplan. Om de externa balanserna redan är utsatta för tryck, t.ex. genom en permanent minskning av balanserna på grund av energipriseffekter, kan ökade kostnadsnivåer sätta ytterligare press på den externa sidan tills det sker en anpassning till en lägre efterfrågenivå. Om även tillväxten har varit dämpad kan det vara svårt att tygla ytterligare inflationstryck när efterfrågan väl återhämtar sig. När det ekonomiska läget normaliseras kan underliggande svagheter i ekonomin, däribland strukturellt svagare externa balanser, bli synliga.

Höga bostadspriser fortsätter att vara en mycket oroande faktor i flera länder, även om de har gått ned något på senare tid. Bostadspriserna har gått ned något efter flera år av stark tillväxt, som i de flesta fall accelererade under pandemin. Dessa korrigeringar innebär inte i sig någon väsentlig minskning av den risk som är förknippad med bostadsprisutvecklingen. De är tvärtom en manifestation av sårbarheterna: i länder där bostadspriserna sjunker kraftigt beror det på att det finns en underliggande dynamik som var orsaken till att de steg till ohållbara nivåer överhuvudtaget. Denna underliggande dynamik har på det hela taget inte förändrats. När efterfrågan på bostäder helt och hållet har anpassats till högre räntenivåer kan man förvänta sig

att bostadspriserna åter börjar stiga kraftigt på grund av det långvariga gapet mellan den starka efterfrågan på bostäder och det begränsade utbudet. Denna situation kan förvärras av att bostadsinvesteringarna har gått ned på senare tid i ett läge med en historiskt hög nettomigration till vissa medlemsstater. Rimliga bostadskostnader har i många länder blivit ett allt större problem och situationen kommer sannolikt att förvärras ytterligare. I vissa medlemsstaters storstadsområden har bostadspriserna nått nivåer som kan bromsa dessa ekonomiers förmåga att locka arbetstagare, vilket kan bli ett växande problem för deras tillväxt. I vissa länder är bostadsprisökningarna fortfarande mycket starka och börjar på nytt accelerera. I en del fall fortsätter denna starka tillväxt parallellt med en stark inflationsutveckling som kan vara svår att tygla utan att det får betydande effekter på ekonomin.

Landsspecifika slutsatser och uppföljande övervakning

Under 2025 kommer fördjupade granskningar att förberedas för de nio länder som har konstaterats ha obalanser eller alltför stora obalanser 2024[4]. I rapporten om förvarningsmekanismen ges en översikt över hur de nyckeltal som ligger bakom dessa obalanser har utvecklats. För att uppdatera befintliga bedömningar och avgöra om fler åtgärder behöver vidtas kommer en ekonomisk bedömning att göras i de fördjupade granskningar av om dessa obalanser håller på att förvärras, håller på att korrigeras eller har korrigerats, vilka ska offentliggöras första halvåret 2025. Detta gäller **Cypern, Grekland, Italien, Nederländerna, Rumänien, Slovakien, Sverige, Tyskland** och **Ungern**.

Den ekonomiska avläsningen av resultattavlan leder dessutom till slutsatsen att en fördjupad granskning bör göras när det gäller Estland, eftersom denna medlemsstat uppvisar särskilda risker till följd av framväxande obalanser på senare tid. Detta överensstämmer med det långsiktiga perspektiv som har eftersträvats de senaste åren. Enligt denna strategi bör fördjupade granskningar göras när en oroande utveckling börjar tillta, och man bör inte vänta till dess att man är säker på att det föreligger obalanser. I Estland har det funnits ett starkt kostnadstryck de senaste åren, samtidigt som bostadspriserna har stigit markant och även hushållens upplåning ökat. Estland utmärker sig genom att denna utveckling håller i sig och det faktum att det även finns andra oroande faktorer som medför ytterligare risker.

I Estland håller förlusterna av kostnadskonkurrenskraft fortfarande på att ackumuleras och bytesbalansen har försämrats. Samtidigt fortsätter bostadspriserna att stiga markant. Estland var föremål för en fördjupad granskning våren 2023, men då kunde inga obalanser konstateras: sårbarheter i fråga om konkurrenskraft, externa balanser och bostadspriser fanns redan, men bedömdes vara begränsade och kunna förväntas minska i snabb takt. Den nuvarande resultattavlan för Estland visar att två indikatorer under 2023 låg över sina vägledande tröskelvärden, nämligen den reala effektiva växelkursen och enhetsarbetskostnaderna. Den ekonomiska avläsningen av resultattavlan på grundval av den senaste tidens utveckling och framtidsutsikterna är inte tillräckligt lugnande. Kostnadstrycket har dämpats men är bland de högsta i euroområdet. Landet fortsätter att ha rekordhög inflation, med en kärninflation som har stigit på senare tid, som är klart högre än genomsnittet i euroområdet. De kraftiga pris- och kostnadsökningarna i Estland har ägt rum trots ekonomins svaga tillväxt. Ekonomin har inte återhämtat sig från den kris som utlöstes av Rysslands krig mot Ukraina och har befunnit sig i en markant recession 2023 och 2024. BNP i fasta priser ligger precis kring nivåerna före pandemin, vilket är det sämsta resultatet i EU. Exporten har minskat markant på senare tid och även exportmarknadsandelarna har krympt. Underskottet i bytesbalansen har minskat från 2022 års nivå, men ingen ytterligare förbättring är att vänta. Detta underskott föreligger dessutom i ett läge med trög aktivitet, vilket tyder på en svagare underliggande utlandsställning, och en förbättring av den ekonomiska aktiviteten som leder till ökad efterfrågan skulle minska bytesbalansen. Bostadspriserna har samtidigt stigit betydligt de senaste åren och de nominella priserna steg med över 7 % första halvåret 2024. Detta har ökat riskerna för övervärdering av bostäder. Hushållens upplåning dämpades under 2023 men var fortfarande betydande, trots att lånekostnaderna är de högsta i euroområdet.

För resterande medlemsstater är det i nuläget inte nödvändigt att göra fördjupade granskningar.

[4] Meddelande från kommissionen: *Europeiska planeringsterminens vårpaket 2024*, COM(2024) 600.

Ruta: Resultatet av 2024 års översyn av resultattavlan för förfarandet vid makroekonomiska obalanser

I enlighet med förordningen om förfarandet vid makroekonomiska obalanser bedömer kommissionen regelbundet om resultattavlan för förfarandet vid makroekonomiska obalanser är lämplig och uppdaterar den om det behövs (artikel 4.7 i förordning (EU) nr 1176/2011). Genom denna rapport om förvarningsmekanismen görs ett antal revideringar av resultattavlan som avser både huvudindikatorer och kompletterande indikatorer. Precis som i samband med tidigare översyner av resultattavlan har de planerade revideringarna meddelats Europaparlamentet, rådet (inklusive dess expertkommittéer) och ESRB innan de slutgiltigt antagits.

De antagna revideringarna tar hänsyn till den senaste utvecklingen när det gäller statistiska indikatorer och syftar till att göra resultattavlan mer kompakt, bättre balanserad mellan olika tematiska block och mer långsiktig. Följande principer var vägledande för revideringarna: i) stabilitet (undvikande av alltför frekventa revideringar), ii) ingen ökning av antalet variabler (för att respektera förordningens krav på att resultattavlan ska omfatta ett mindre antal indikatorer bör antalet variabler som regel inte öka), iii) relevans och tydlighet för övervakning inom förfarandet vid makroekonomiska obalanser, och iv) behovet av att ta hänsyn till fortlöpande förbättringar av statistikens kvalitet. De viktigaste ändringarna av huvudindikatorerna anges nedan. Mer information finns i det åtföljande arbetsdokumentet från kommissionens avdelningar[5].

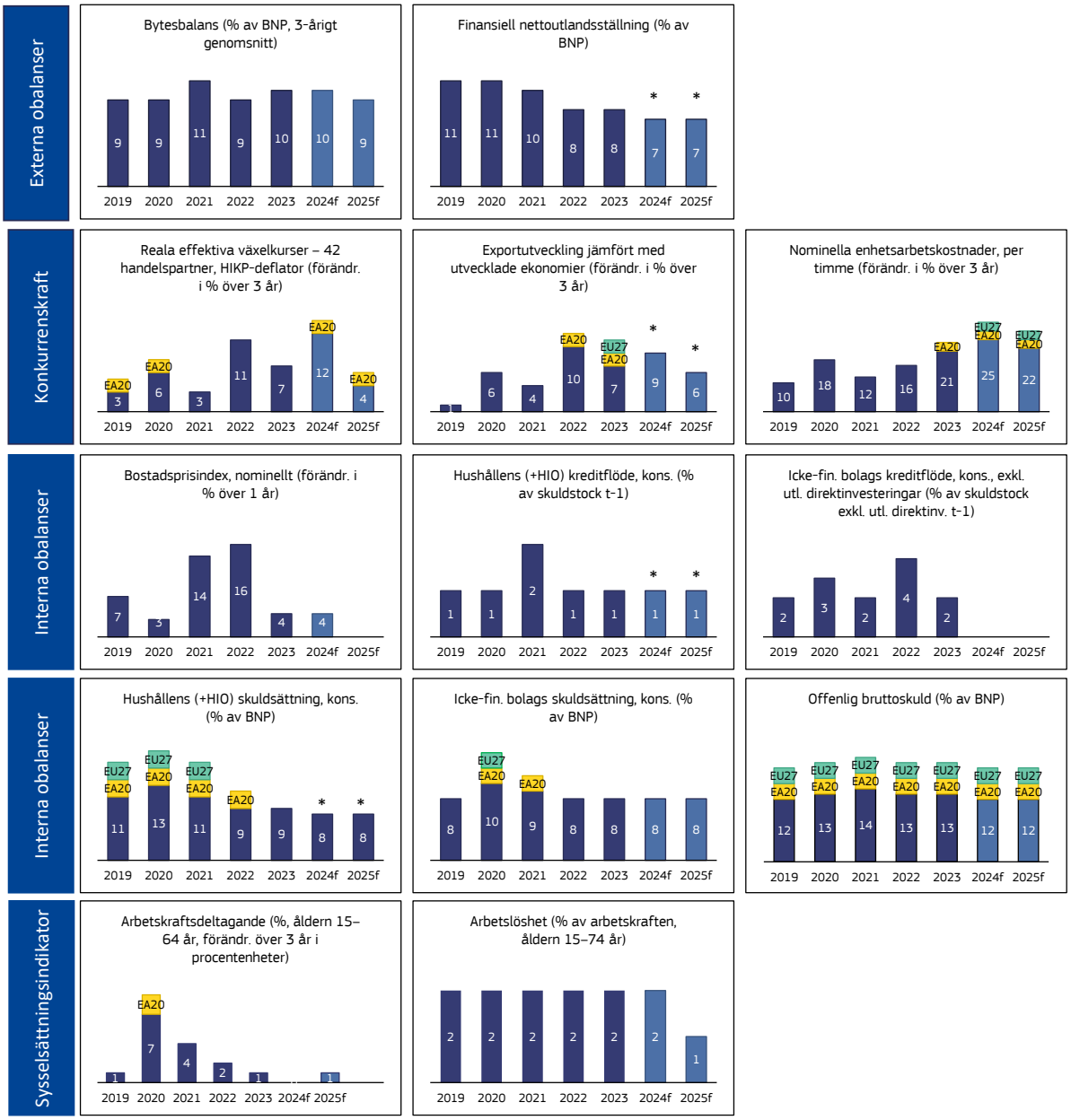
- Indikatorn för *exportutveckling i förhållande till utvecklade ekonomier* uppgraderas från kompletterande indikator till huvudindikator och mäts som förändring över tre år. Ett nytt tröskelvärde på –3 % har fastställts för denna indikator. Indikatorn för *exportmarknadsandel* nedgraderas i sin tur till kompletterande indikator.
- Indikatorerna för den privata sektorns skuldstockar och kreditflöden delas upp i separata indikatorer för hushåll och icke-finansiella bolag. Kreditflödena kommer att mätas som procentuell andel av stockarna året innan och kreditflödet till icke-finansiella bolag kommer att exkludera utländska direktinvesteringar i såväl täljare som nämnare. De nyligen fastställda tröskelvärdena uppgår till 55 % och 85 % av BNP för hushållens respektive icke-finansiella bolag skuldstockar, och till 14 % respektive 13 % av skuldstocken året innan för kreditflöden.
- Huvudindikatorn för den finansiella sektorns skulder slopas eftersom det inte finns någon övergripande finanssektorindikator för vilken ett meningsfullt tröskelvärde kan fastställas och på grund av att det finns flera andra oberoende övervakningsmekanismer på europeisk nivå för finanssektorn som har inrättats efter det att förfarandet vid makroekonomiska obalanser infördes. Banksektorn kommer att övervakas mer noggrant med hjälp av tre kompletterande indikatorer: nödlidande lån, brutto (% bruttolån), banksektorns primärkapitalrelation (% riskvägda tillgångar) och banksektorns avkastning på eget kapital (%). Även om dessa indikatorer innehåller viktig information är det svårt att fastställa meningsfulla makroekonomiska tröskelvärden. Att det saknas en huvudindikator i resultattavlan innebär på intet sätt att finanssektorn är mindre viktig i kommissionens makroekonomiska övervakning.
- Långtids- och ungdomsarbetslösheten blir kompletterande indikatorer.
- Tröskelvärdet för indikatorn för den reala effektiva växelkursen kommer att sänkas från ±5 % för euroområdet och ±11 % för länder utanför euroområdet till ±3 % för euroområdet och ±10 % för länder utanför euroområdet för att ta hänsyn till nyare uppgifters distributionella egenskaper.
- Vissa justeringar görs av definitionen och transformationen av vissa av huvudindikatorerna. Det handlar särskilt om följande:
  - Det nominella enhetsarbetskostnadsindexet kommer att mätas per timme i stället för per anställd.

[5] Commission staff working document on the changes in the scoreboard of the Macroeconomic Imbalance Procedure, SWD(2024) 702 (inte översatt till svenska).

- Bostadsprisindexet kommer att mätas i nominella i stället för reala termer, vilket även leder till en ändring av tröskelvärdet till +9 %.
- Arbetslösheten kommer att redovisas på årsbasis i stället för som ett 3-årigt genomsnitt.

Flera ändringar har också genomförts när det gäller de kompletterande indikatorerna, bland annat en betydande minskning av deras antal, vilket beskrivs i det åtföljande arbetsdokumentet från kommissionens avdelningar. Den reviderade resultattavlan kommer att ha 1 huvudindikatorer och 5 (+5) kompletterande indikatorer mindre än den version som har använts hittills.

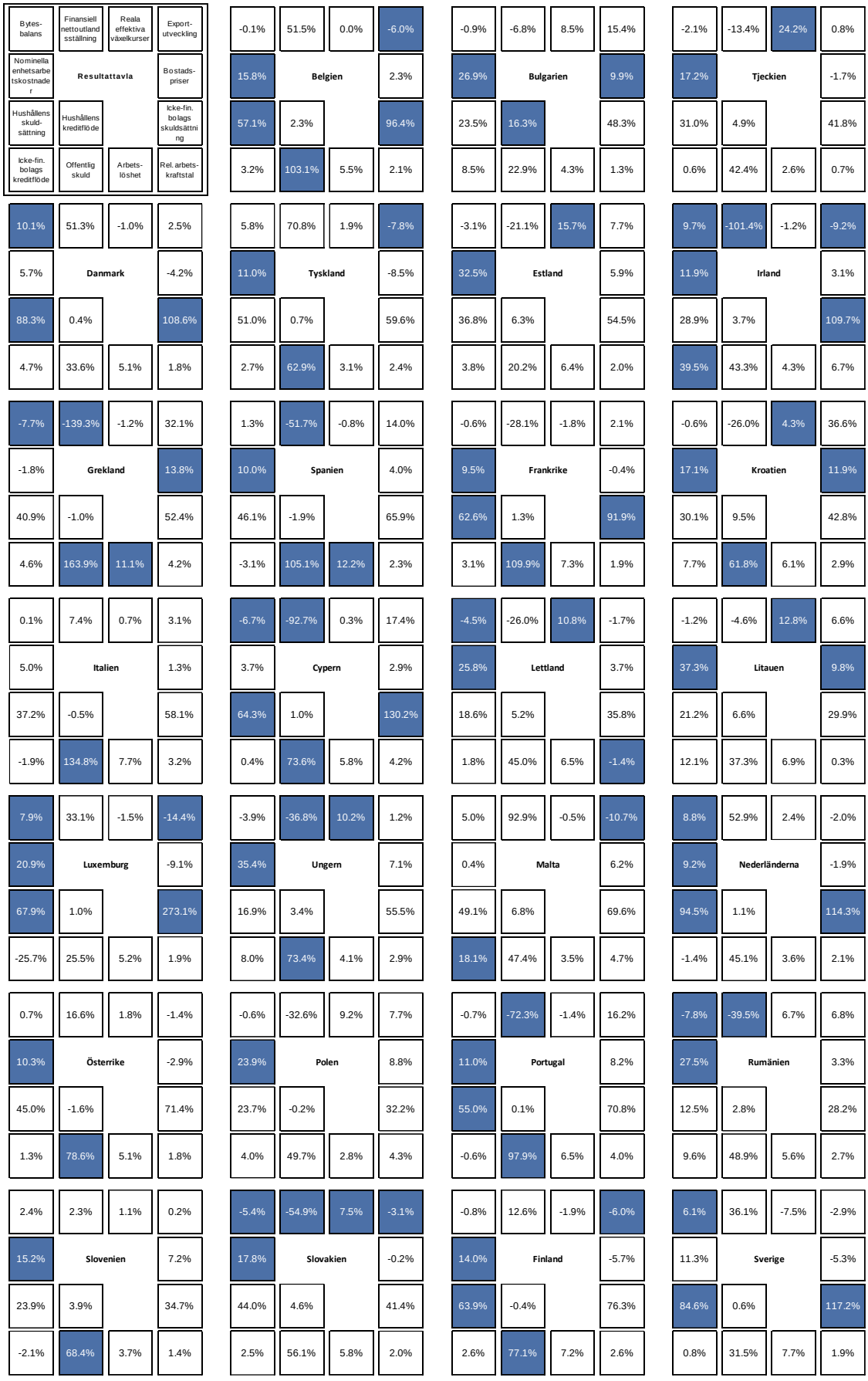
Diagram 1: **Antal medlemsstater vars variabler ligger över resultattavlans tröskelvärden**



Antalet medlemsstater som redovisar variabler i resultattavlan som ligger över relevanta tröskelvärden under ett visst år utgår från uppgifterna på stoppdatumet för 2025 års rapport om förvarningsmekanismen (31 oktober 2024). Eventuella efterhandsrevideringar av uppgifterna kan leda till att ett annat antal värden ligger över tröskelvärdena än om beräkningarna görs på grundval av de variabler i resultattavlan som offentliggjorts i tidigare rapporter om förvarningsmekanismen. * Uppgifter saknas för aggregat över prognosperioden.

Källa: Eurostats och Europeiska kommissionens prognoser.

Diagram 2: **Resultattavlans indikatorer (i rapporten om förvarningsmekanismen 2023), fördelat på land**



Källa: Eurostat.