



Bruxelles, den 10.4.2013  
COM(2013) 199 final

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG  
RÅDET OG EUROGRUPPEN**

**Resultater af dybdegående undersøgelser gennemført i henhold til forordning (EU)  
nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer**

{SWD(2013) 113 final}  
{SWD(2013) 114 final}  
{SWD(2013) 115 final}  
{SWD(2013) 116 final}  
{SWD(2013) 117 final}  
{SWD(2013) 118 final}  
{SWD(2013) 119 final}  
{SWD(2013) 120 final}  
{SWD(2013) 121 final}  
{SWD(2013) 122 final}  
{SWD(2013) 123 final}  
{SWD(2013) 124 final}  
{SWD(2013) 125 final}

## MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET OG EUROGRUPPEN

### Resultater af dybdegående undersøgelser gennemført i henhold til forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer

#### 1. INDLEDNING

Den aktuelle økonomiske og finansielle krise har givet anledning til en gennemgribende omstrukturering af vore økonomier. Dette skal ledsages af en ny form for økonomisk styring i EU, som anerkender den gensidige afhængighed mellem økonomierne og lægger fundamentet for en intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst og konkurrenceevne i fremtiden.

Medlemsstaterne og EU-institutionerne har et fælles ansvar for at rette op på fortidens problemer og placere EU på en mere holdbar udviklingskurs i fremtiden, da vore økonomier er flettet tæt sammen.

I de ti år, der gik forud for krisen, blev der på EU-plan ikke fokuseret tilstrækkeligt på den økonomiske udvikling i de enkelte medlemsstater. Det skyldtes dels en utilstrækkelig anerkendelse af, at den økonomiske politik i én medlemsstat kan smitte af på økonomierne i andre medlemsstater — afsmittende virkninger, som var særligt dybe i euroområdet på grund af den tætte indbyrdes økonomiske afhængighed mellem lande med samme valuta. Det skyldtes imidlertid også, at EU ikke rådede over de nødvendige redskaber til at afsløre, forebygge og om nødvendigt korrigere sådanne ubalancer. Det betød, at ubalancer fik mulighed for at udvikle sig uden kontrol med deraf følgende negative konsekvenser for såvel økonomien i flere medlemsstater som for en velfungerende økonomisk og monetær union.

EU er fast besluttet på at undgå lignede situationer i fremtiden og har med udgangspunkt i sine hidtidige erfaringer indført et nyt system for økonomisk styring. Som led i denne nye måde at arbejde på har lovgiveren på forslag af Kommissionen indført en procedure i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer for at hjælpe med at afsløre, forebygge og rette op på problemerne på et tidligere tidspunkt (forordning (EU) nr. 1176/2011, herefter benævnt "forordningen"). Proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer er — sammen med den styrkede stabilitets- og vækstpagt med sit fokus på holdbare offentlige finanser — kernen i EU's styrkelse af den økonomiske styring.

Den beslutsomme politiske indsats i medlemsstaterne og på EU-plan hjælper med til at skabe bedre balance i EU's økonomi, og der er tegn på, at det tidligere tab af konkurrenceevne gradvist er ved at vende, men de ubalancer, der blev opbygget over flere år i nogle EU-økonomier, udgør fortsat enorme udfordringer. Navnlige behovet for at bringe den uholdbare offentlige og private gæld under kontrol og tilvejebringe en bedre balance mellem indtægter og udgifter dæmper p.t. væksten i den økonomiske aktivitet og beskæftigelsen. I nogle tilfælde forværres denne situation af de vedblivende dybe strukturelle stivheder i nogle landes økonomier, som begrænser tilpasningsevnen og har forværret de høje arbejdsløshedstal. Disse faktorer er anerkendt i Kommissionens vinterprognoser fra 2013, som viser, at der kun gradvist vil blive genskabt en bæredygtig vækst.

Selv om situationen varierer fra den ene medlemsstat til den anden, har de alle behov for at gøre en konstant reformindsats. Det tager tid for strukturreformer at fremme vækst og jobskabelse, som vil kunne lette presset på de offentlige finanser. Derfor supplerer en troværdig mellemfristet budgetstrategi og en større pakke af strukturelle reformer hinanden. EU's nye redskaber til økonomisk styring tjener til at bistå regeringerne med at afsløre underliggende problemer og tackle dem straks gennem passende landespecifikke politikker inden for en bredere europæisk ramme. EU-institutionerne og medlemsstaterne arbejder tæt sammen i anerkendelse af den gensidige afhængighed mellem Euroområdet og EU som helhed, der kræver en mere dybdegående og fælles beslutningstagning.

Dette er den samlede strategi, der lå til grund for Kommissionens årlige vækstundersøgelse<sup>1</sup> for 2013, der markerede starten på det tredje europæiske semester for samordning af den økonomiske politik. Som led i denne proces screenede Kommissionen i sin rapport om varslingsmekanismen<sup>2</sup> samtlige medlemsstater<sup>3</sup> for eventuelle makroøkonomiske ubalancer ud fra en resultattavle med indikatorer, der er led proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer. Resultattavlen er blevet opstillet af Kommissionen i samråd med Europa-Parlamentet og Rådet samt Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici. Disse indikatorer tjener som støtte for de økonomiske analyser af situationen i hver enkelt medlemsstat med hensyn til interne ubalancer (såsom den private og offentlige gæld, boligpriser, arbejdsløshed) og eksterne ubalancer (såsom betalingsbalancens løbende poster, internationale aktiver og passiver og indikatorer for konkurrenceevne). På basis heraf blev der udvalgt fjorten medlemsstater til dybdegående undersøgelser.

De konstaterede ubalancer varierer medlemsstaterne imellem med hensyn til årsag, type og omfang og kræver en landespecifik tilgang. Behovet for politiske tilpasningsforanstaltninger er især presserende i de medlemsstater, der i lang tid har haft store underskud på betalingsbalancens løbende poster og oplevet en svækkelse af konkurrenceevnen. I en omfattende undersøgelse, der blev offentliggjort i december 2012, undersøgte Kommissionen også årsagerne til, at nogle medlemsstater har store og konstante overskud på betalingsbalancen<sup>4</sup>. Betalingsbalanceoverskud vil normalt være tegn på god konkurrenceevne, men kan undertiden også afspejle markedssvigt eller en svag indenlandsk efterspørgsel og manglende investeringsmuligheder. De makroøkonomiske ubalancer i EU har generelt ført til en fejlfordeling af ressourcer i landene med overskud, med negative følger for væksten.

Med udgangspunkt i analysen i de dybdegående undersøgelser, der ledsager denne meddelelse, har Kommissionen identificeret ubalancer i alle de lande, der blev udvalgt i rapporten om varslingsmekanismen, dvs. **Belgien, Bulgarien, Danmark, Spanien, Frankrig, Italien, Ungarn, Malta, Nederlandene, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige**<sup>5</sup>. I afsnit 2 er sammenfattet de generelle konklusioner, der kan drages af denne

---

<sup>1</sup> COM(2012) 750 af 28.11.2012.

<sup>2</sup> COM(2012) 751 af 28.11.2012.

<sup>3</sup> Med undtagelse af de lande, der er omfattet af et program.

<sup>4</sup> Europa-Kommissionen, Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender: "Current Account Surpluses in the EU", *European Economy* 9/2012.

<sup>5</sup> Der offentliggøres ingen dybdegående analyse for Cypern som følge af den politiske aftale, som Eurogruppen og de cypriotiske myndigheder har indgået om de centrale elementer i et makroøkonomisk tilpasningsprogram og offentlig finansiering. Programlandene er ikke omfattet af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, da de er underkastet et skærpet økonomisk tilsyn inden for rammerne af det økonomiske tilpasningsprogram, der er knyttet til den finansielle bistand, de modtager. Dette princip er nu blevet bekræftet af den pakke, der består af to forordninger til yderligere styrkelse af Den Økonomiske og Monetære Unions økonomiske søjle. Gennemførelsen af proceduren i

analyse. Afsnit 3 indeholder hovedresultaterne for hvert land<sup>6</sup>. Endelig indeholder afsnit 4 nogle kortfattede konklusioner og oplysninger om de næste skridt i denne proces for økonomisk styring i EU.

## 2. DE VIGTIGSTE GENERELLE KONKLUSIONER AF DE DYBDEGÅENDE UNDERSØGELSER

**Der gennemføres makroøkonomiske tilpasninger, men med forskelle i karakter og tempo, i de forskellige medlemsstater.** Denne udvikling er beskrevet i de dybdegående undersøgelser, der indeholder data og diskuterer centrale faktorer såsom nedbringelse af betalingsbalanceunderskud, konvergens i enhedslønomkostninger, korrektioner af uforholdsmæssigt høje boligpriser og mindskelse af den private sektors gældsætning. Da udfordringerne og ubalancerne varierer fra land til land, forventes forskellene i vækst at bestå i de kommende år<sup>7</sup>.

**Den dæmpede økonomiske aktivitet og de skrøbelige økonomiske udsigter kan i nogle tilfælde have forværret risiciene ved og de afsmittende virkninger af de makroøkonomiske ubalancer, der er blevet analyseret.** Desuden er tilpasningsprocessen stadig ikke bragt til ende i de fleste tilfælde. Den akkumulerede eksterne gældsætning (som målt ved store og negative internationale nettointvesteringspositioner og nettoudlandsgælden), den private gældsætning og situationen på boligmarkedet i nogle medlemsstater udgør fortsat store udfordringer. Tacklingen af disse udfordringer vil være afgørende for de forgældede landes muligheder for at skabe ny vækst og konkurrere, sikre finansiel stabilitet og nedbringe arbejdsløsheden. **I mange medlemsstater skal de konstaterede makroøkonomiske ubalancer overvåges nøje og tackles gennem en beslutsom gennemførelse af strukturreformer.** Mange af de foranstaltninger, der skal træffes for at absorbere de eksterne og interne ubalancer, vil også fremme den økonomiske vækst på mellemlang sigt. EU's strategi til styrkelse af vækst og investeringer på mellemlang sigt omfatter i sig selv de foranstaltninger, der skal træffes som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

### De dybdegående undersøgelser viser især følgende:

- Justeringen af landenes **eksterne stillinger** pågår, om end den betydelige eksterne nettogæld fortsat gør flere medlemsstater sårbare.
- Trods det forbedrede eksportresultat, der stammer fra forbedringen af omkostningskonkurrenceevnen, skal flere medlemsstater øge indsatsen for at styrke eller genvinde deres **konkurrenceevne**, både i det indre marked og globalt set.

---

forbindelse med makroøkonomiske ubalancer er også blevet suspenderet for Grækenlands, Irlands, Portugals og Rumæniens vedkommende.

<sup>6</sup> Denne meddelelse opfylder kravet i artikel 6, stk. 1, og artikel 7, stk. 1, i forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer, der siger, at Kommissionen skal underrette Europa-Parlamentet, Rådet og Eurogruppen om, hvorvidt den på grundlag af den dybdegående undersøgelse finder, at der består ubalancer i en medlemsstat. Resultaterne af de dybdegående undersøgelser offentliggøres i overensstemmelse med artikel 5, stk. 3, parallelt med denne meddelelse. Med hensyn til kravet i artikel 7, stk. 1, indeholder meddelelsen også oplysninger om, i hvilke tilfælde Kommissionen finder ubalancerne uforholdsmæssigt store.

<sup>7</sup> Se de økonomiske vinterprognoser fra Kommissionens tjenestegrene, der blev offentliggjort den 22. februar 2013 i *European Economy*, 1(2013).

- **Andre aspekter af konkurrenceevnen end omkostninger** spiller fortsat en vigtig rolle. Der er f.eks. behov for en indsats med hensyn til eksportens sammensætning og teknologiindhold, eksportens geografiske diversificering, virksomhedernes struktur, eksportens importindhold, rå- og hjælpestoffernes rolle samt investeringerne i forskning og udvikling og innovation.
- **Gældsætningen er faldende** i den private sektor i flere økonomier, men den private gæld er fortsat stor, og presset for at begrænse lånemulighederne er fortsat stort.
- **Boligmarkederne** er i færd med at tilpasse sig i en række lande, der oplevede et boligboom før krisen. Nye nedjusteringer kan ikke udelukkes som følge af den fortsat sårbare banksektor, de skærpede kreditvilkår og den økonomiske usikkerhed.

### 3. KONKLUSIONER PR. MEDLESMSTAT

I dette afsnit gives en oversigt over analyserne i de dybdegående undersøgelser pr. land, og i overensstemmelse med forordningen angives det, hvor Kommissionen finder, at der består ubalancer, og hvor den finder, at sådanne ubalancer er uforholdsmæssigt store.

**BELGIEN** *har makroøkonomiske ubalancer, som fortjener overvågning og politiske foranstaltninger.* Opmærksomheden bør især rettes mod den makroøkonomiske udvikling med hensyn til varers eksterne konkurrenceevne og gældsætningen, særlig følgerne af den store offentlige gæld for realøkonomien.

Mere specifikt har Belgien oplevet et langvarigt fald i sine eksportmarksandele på grund af vedholdende tab af konkurrenceevne i relation til både omkostninger og andre faktorer. Skønt den belgiske vareeksport gradvist rettes mod mere dynamiske regioner, forstærkes også specialiseringen i omkostningsfølsomme mellemprodukter. Sidstnævnte fremhæver omkostningsfaktorernes rolle for Belgiens eksportresultat, da arbejdsomkostningerne vokser hurtigere end hos handelspartnerne. I løbet af det seneste år har regeringen bebudet og indledt gennemførelsen af foranstaltninger, der skal modvirke det stadig større løngab. Denne korrektion forventes dog i bedste fald et blive langvarig, så problemet vil bestå på mellemlang sigt, mens adskillige handelspartnere gennemfører reformer til styrkelse af deres konkurrenceevne. Når det gælder konkurrenceevnen på andre faktorer end omkostninger, skal der bl.a. gøres noget ved den mangelfulde udnyttelse af forskningsresultater til udvikling af nye produkter med et større teknologiindhold. Det generelle tab af konkurrenceevne forstærker problemet med den store offentlige gæld, da det skader vækstudsigterne. Den store offentlige gæld udsætter Belgien for finansiell turbulens, og finanssektorens store eventualforpligtelser repræsenterer en yderligere risiko. På længere sigt vil den finanspolitiske holdbarhed også skulle tilpasses de budgetmæssige konsekvenser af en aldrende befolkning.

**BULGARIEN** *har makroøkonomiske ubalancer, som fortjener overvågning og politiske foranstaltninger.* Især virkningen af nedgearingen inden for virksomhedssektoren samt den fortsatte tilpasning af positionerne over for udlandet, udviklingen i konkurrenceevne og arbejdsmarkedsforhold fortjener fortsat opmærksomhed.

Mere specifikt opstod der hurtigt ubalancer i Bulgarien i perioden med kraftig vækst, der faldt sammen med landet optagelse i EU. I forbindelse med den økonomiske indhentning bidrog en stor tilstrømning af udenlandsk kapital til overophedningen af den indenlandske økonomi og til en kraftig vækst inden for boligsektoren. Ved krisens start kastede Bulgarien sig hurtigt ud

i en proces bestående i en hurtig nedgearing, og landet har taget skridt til at fastholde finansiell stabilitet. Skønt Bulgariens betalingsbalance har gennemgået en hurtig og omfattende tilpasning, forventes der igen moderate underskud, efterhånden som det økonomiske opsving fører til forøget import. Dette vil sænke tempoet i tilpasningen af landets nettogældsætning over for udlandet. For at opretholde omkostningskonkurrenceevnen og eksportvæksten vil det være vigtigt at sikre, at enhedslønomkostningerne ledsages af produktivitetstgevinster. Gældsætningen inden for den ikke-finansielle sektor, herunder en forøgelse af forsinkede betalinger, tyder på, at nedgearingspresset hæmmer en mere dynamisk økonomisk vækst. Den lavtkvalificerede del af arbejdsmarkedet synes at være blevet særligt hårdt ramt af krisen og kræver særlig opmærksomhed. Ledigheden er vokset betydeligt, og der bør tages skridt til at sikre, at den ikke bliver af strukturel karakter. Der begynder at opstå mangel på arbejdskraft inden for visse sektorer som følge af et misforhold mellem de færdigheder, der udbydes og efterspørges, hvilket tyder på, at der er behov for en omfattende pakke af aktive arbejdsmarkedspolitikker, uddannelsespolitikker og regionalpolitikker. En af de udfordringer, som Bulgarien står over for i dag, består derfor i at forbedre tilpasningsevnen på arbejdsmarkedet, muliggøre en glat nedgearing inden for virksomhedssektoren og forhindre, at der opstår nye uholdbare ubalancer.

**DANMARK** har makroøkonomiske ubalancer, som fortjener overvågning og politiske foranstaltninger. Opmærksomheden skal især rettes mod den fortsatte tilpasning på boligmarkedet, husholdningernes og den private sektors betydelige gældsætning samt de faktorer, der er nødvendige for at styrke konkurrenceevnen over for udlandet.

Eksporten har været svag på grund af stigningen i enhedslønomkostningerne i kølvandet på store lønstigninger og især den svage produktivitetstgevekst. Desuden kan den svage eksportudvikling tilskrives et ufordelagtigt eksportmarkedsmix. De seneste år har der været visse forbedringer i denne henseende, men i den aktuelle situation er det vanskeligt at vurdere, hvor varige de bliver. I betragtning af, at Danmark har sikret store og stigende overskud på betalingsbalancens løbende poster, er der intet, der tyder på, at denne udvikling medfører risici på kort sigt. Det lave renteniveau og de stigende huspriser i årene forud for finanskrisen bidrog til, at husholdningernes gæld voksede kraftigt til et uholdbart niveau. Skønt denne udvikling er begyndt at vende, og husholdningernes nettopositioner bidrager til at mindske risiciene, kommer denne tilpasningsproces til at strække sig over lang tid. Dette udgør en potentiel risiko for den økonomiske og finansielle stabilitet.

**SPANIEN** har uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer. Skønt der finder en tilpasning sted, kræver omfanget af den påkrævede korrektion fortsat stærk politisk handling. Især udgør den meget store indenlandske og eksterne gæld fortsat en risiko for væksten og den finansielle stabilitet. Den beslutsomme politiske indsats, der er blevet gjort på EU-plan og af Spanien, har resulteret i en synlig forbedring af forskellige strømme, et fald i finansieringsomkostningerne og en mindskelse af de umiddelbare risici. Det seneste års udvikling, herunder den fortsatte nedgang i den økonomiske aktivitet, den kraftigt stigende ledighed og behovet for offentlig støtte til rekapitalisering af en række banker, har imidlertid afsløret, hvor let disse ubalancer kan skade væksten, beskæftigelsen, de offentlige finanser og den finansielle stabilitet.

Spanien er blevet ramt af store og indbyrdes forbundne eksterne og interne ubalancer. Den kraftige kapitalindstrømning i årene med højkonjunkturer bidrog til akkumuleringen af en betydelig ekstern nettogæld og satte gang i en stor bolig- og byggeboble. Da boblen sprang,

indebar banksektorens eksponering over for tvivlsomme aktiver inden for ejendoms- og byggebranchen, at den finansielle stabilitet blev bragt i fare. Disse risici for banksektoren bliver tacklet effektivt gennem programmet for bistand til finanssektoren og rekapitaliseringen og omstruktureringen af de hårdest ramte banker samt de forstærkede rammer for regulering og tilsyn<sup>8</sup>.

Tilpasningen af ubalancerne over for udlandet pågår fortsat, men er endnu ikke bragt til ende, da Spanien har behov for at sikre et vedvarende overskud på betalingsbalancens løbende poster for at kunne forbedre sin negative nettoposition over for udlandet: En del forbedringer af betalingsbalancen og omkostningskonkurrenceevnen kan være drevet af konjunkturmæssige faktorer. Tilpasningen af balancerne inden for den private sektor skrider fremad, men vil fortsat repræsentere en udfordring for den økonomiske vækst og de finanspolitiske udsigter på mellemlang sigt. Boligmarkedet har stadig ikke stabiliseret sig. Stivheder på produkt- og arbejdsmarkedet bidrager til en høj og stigende ledighed og lægger mere generelt hindringer i vejen for tilpasningen af økonomien. Alt i alt er Spanien fortsat meget sårbart over for reale og finansielle chok og med dem risikoen for negative afsmittende virkninger på resten af euroområdet. Dette fordrer en vedvarende indsats i relation til produkt- og tjenestemarkederne, arbejdsmarkedet, den finansielle sektor og de offentlige finanser.

Desuden har et betydeligt indtægtstab forårsaget af behovet for at genskabe balancen i økonomien, højere sociale udgifter og rekapitaliseringen af banker lagt betydeligt pres på økonomien i form af stigende offentlige underskud og kraftigt stigende offentlig gæld. En holdbar korrektion af det uforholdsmæssigt store budgetunderskud på mellemlang sigt kræver, at der samtidig gøres fremskridt med korrektionen af makroøkonomiske ubalancer ved hjælp af nye strukturreformer, der kan sætte skub i vækst og beskæftigelse og mindske de strukturelle stivheder, der hæmmer tilpasningen af økonomien.

**FRANKRIG** har makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og beslutsomme politiske foranstaltninger. Der er navnlig grund til at være opmærksom på forværringen af handelsbalancen og konkurrenceevnen, der skyldes såvel omkostningsmæssige som andre faktorer og sker på baggrund af en forværring af landets finansielle position over for udlandet og en stor offentlig gæld. I betragtning af den franske økonomis størrelse er det særlig vigtigt at skride ind for at mindske risikoen for skadelige virkninger for den franske økonomi og Den Økonomiske og Monetære Unions funktionsmåde.

Mere præcist afspejler det voksende underskud på handelsbalancen et langsigtet fald i eksportmarksandele, der igen hænger sammen med vedvarende tab af konkurrenceevne i såvel omkostningsmæssig som anden henseende. Lønniveauet er steget hurtigt og lægger pres på priserne og virksomhedernes rentabilitet. Den lave og faldende rentabilitet i private virksomheder, især inden for fremstillingsindustrien, har ikke blot haft konsekvenser for deres gæld, men kan også - hvad der er endnu vigtigere - have hæmmet deres evne til at innovere og forbedre deres konkurrenceevne på andre områder end priser. Andre faktorer, bl.a. det faldende antal eksportvirksomheder, har forværret disse konkurrenceproblemer. Navnlig kan stivhederne på det franske arbejdsmarked, der også har medvirket til udviklingen i arbejdsomkostningerne, have begrænset mulighederne for at tilpasse økonomien og hæmmet produktivitetsudviklingen. Foruden problemerne forbundet med landets konkurrenceevne gør den stigende offentlige gæld Frankrig sårbart over for potentiel turbulens på finansmarkederne, og den medfører en risiko for, at private investorer trænges ud af markedet.

<sup>8</sup> Se rapporten fra Kommissionens tjenestegrene om programmet for finansiell bistand til rekapitalisering af finansieringsinstitutter i Spanien, *European Economy-Occasional Papers*, 118, 121, 126 og 130.

**ITALIEN** har makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og beslutsomme politiske foranstaltninger. Opmærksomheden skal især rettes mod landets eksportresultat, det underliggende tab af konkurrenceevne og den betydelige offentlige gældsætning i en kontekst med svag vækst. Disse problemer kræver, at der gennemføres gennemgribende reformer for at forebygge alvorlige konsekvenser for den italienske økonomi og Den Økonomiske og Monetære Unions funktionsmåde, navnlig når henses til den italienske økonomis størrelse.

I en kontekst med vigende risikovillighed på finansmarkederne vejer Italiens store offentlige gæld tungt på landets vækstudsigter via flere kanaler, især det høje skattetryk, der er nødvendigt for at servicere gælden, finansieringsproblemerne for italienske banker og dermed den private sektor, den voksende makroøkonomiske usikkerhed og det stærkt begrænsede råderum for en konjunkturudjævrende finanspolitik og vækstfremmende offentlige udgifter. For at sikre et støt fald i den høje offentlige gældskvote har Italien ført en strategi baseret på en omfattende finanspolitisk konsolidering, men de ugunstige vækstudsigter gør det vanskeligt - men endnu vigtigere - at opnå og fastholde de store primære overskud, der kræves. Italiens faldende konkurrenceevne over for udlandet siden slutningen af 1990'erne har afspejlet sig i et betydeligt tab af eksportmarkedsandele. En stagnerede produktivitet kombineret med hurtigt voksende arbejdsomkostninger har medført, at enhedslønomsomkostningerne er steget i forhold til tilsvarende lande, og den betydelige apreciering af Italiens nominelle effektive vekselkurs mellem 2003 og 2009 har forringet omkostningskonkurrenceevnen yderligere. Den høje beskatning af arbejdskraft og kapital har også negative følger for konkurrenceevnen. Desuden lider Italiens eksport fortsat under en ufordelagtig produktspecialisering, og landets utilstrækkelige satsning på den menneskelige kapital vanskeliggør en overgang til en teknologisk mere avanceret specialiseringsmodel. Institutionelle og lovgivningsmæssige barrierer, et ugunstigt erhvervsklima og strukturelle forhold på virksomhedsplan forhindrer mange italienske virksomheder i at vokse, hvilket er til skade for produktivitetsudviklingen og den internationale ekspansion. Disse faktorer begrænser også indstrømningen af udenlandske direkte investeringer, og dermed går landet glip af endnu en vigtig potentiel kilde til produktivetsforbedringer. Endelig har double dip-recessionen i alvorlig grad svækket den italienske banksektors evne til at støtte den tilpasning, der er nødvendig for at rette op på ubalancerne.

**UNGARN** har makroøkonomiske ubalancer, som fortjener overvågning og politiske foranstaltninger. For at modvirke de alvorlige risici for økonomiens funktionsmåde er det vigtigt at fastholde opmærksomheden omkring korrektionen af landets stærkt negative internationale nettoinvesteringsposition, der i vidt omfang skyldes den private sektors nedgearing i en kontekst med betydelig offentlig gæld og et ugunstigt erhvervsklima.

Ungarn forsøger at mindske sin eksterne og interne (offentlige og private) gæld, og denne proces bør fortsætte på mellemlang sigt. For tredje år i træk er nettoinvesteringspositionen blevet forbedret takket være overskud på betalingsbalancens løbende poster. Dette beror hovedsagelig på et fald i den indenlandske efterspørgsel drevet af nedgearingen i den private sektor (først og fremmest husholdningerne). Samtidig har et hurtigt fald i udbuddet af kredit til virksomheder, som er blevet forværret af politisk usikkerhed og høje tillægsskatter på finanssektoren, medvirket til et historisk lavt investeringsniveau. Dette har gjort Ungarn mere sårbart, forringet udsigterne til potentiel vækst yderligere og opretholdt den høje ledighed, hvilket gør en tilpasning og finanspolitisk konsolidering mere vanskelig. Den offentlige gæld, der er forholdsvis høj sammenlignet med nabolandenes, er faldet. Dette hænger sammen med en række finanspolitiske konsolideringsforanstaltninger samt en engangsindtægt fra afviklingen af den obligatoriske privatforsikringsordning. Ikke desto mindre kan usikkerhed i



det politiske miljø, et lavt vækstpotentiale sammenkoblet med en høj andel gæld, der er denomineret i udenlandsk valuta, samt en betydelig offentlig og privat gæld få stor indflydelse på Ungarns finansieringsvilkår, der kan blive mere vanskelige i fremtiden.

**MALTA** har makroøkonomiske ubalancer, som fortjener overvågning og politiske foranstaltninger. Det er vigtigt at være opmærksom på den langsigtede holdbarhed i de offentlige finanser, og den meget store finanssektor og især de stærke forbindelser mellem de indenlandske orienterede banker og ejendomsmarkedet repræsenterer en udfordring for den finansielle stabilitet og bør overvåges kontinuerligt.

Den langsigtede holdbarhed i de offentlige finanser er især i fare på grund af de høje fremskrevne omkostninger forbundet med befolkningens aldring og andre betydelige eventualforpligtelser. Skønt der ikke synes at være nogen umiddelbar risiko for større op- og nedture på ejendomsmarkedet, er det særlig vigtigt for den finansielle stabilitet at sikre, at det fungerer korrekt. Udviklingen på dette marked bør derfor følges regelmæssigt. Den risiko, som den meget store finanssektor indebærer for den indenlandske finansielle stabilitet, bør ikke overvurderes som følge af de internationalt orienterede bankers meget begrænsede eksponering over for den indenlandske økonomi, men det er vigtigt at holde konstant øje med de internationalt orienterede og mindre centrale indenlandske banker. Stabiliteten i de centrale indenlandske banker vil endvidere kunne tilgodeses af nye foranstaltninger til forøgelse af hensættelserne til dækning af tab som følge af deres eksponering over for ejendomsmarkedet.

**NEDERLANDENE** har makroøkonomiske ubalancer, som fortjener overvågning og politiske foranstaltninger. Opmærksomheden bør især rettes mod den makroøkonomiske udvikling med hensyn til gældsætningen og nedgearingspresset i den private sektor og mod den tilbageværende ineffektivitet på boligmarkedet. Skønt det store overskud på betalingsbalancens købende poster ikke er behæftet med samme risici som store underskud, vil Kommissionen også fortsætte med at overvåge betalingsbalanceudviklingen i Nederlandene.

Der er gennem flere årtier opstået stivheder og fordrejende incitament, der har indflydelse på boligfinansieringen og opsparingsmønstrene i de forskellige sektorer. Boliglån er blevet en meget tung post på finansieringsinstitutternes balancer, idet husholdningerne har optaget lån mod sikkerhedsstillelse i deres faste ejendom. Parallelt hermed har virksomheder uden for finanssektoren siden midten af 1990'erne haft overskud på deres strukturelle opsparing. Dette har ført til et betydeligt og vedholdende overskud på betalingsbalancen, der har gået hånd i hånd med et højt niveau for både husholdningernes bruttogæld og deres bruttoaktiver. I den nuværende situation har boligmarkedets afsmitning på realøkonomien en negativ indflydelse på den økonomiske aktivitet, navnlig gennem negative velstands- og tillidseffekter.

**FINLAND** har makroøkonomiske ubalancer, som fortjener overvågning og politiske foranstaltninger. Opmærksomheden bør især rettes mod den væsentlige forværring af betalingsbalancens løbende poster og det svage eksportresultat, der er følger af industrielle omstruktureringer, samt omkostningsfaktorer og andre faktorer, der har indflydelse på konkurrenceevnen.

Tabet af konkurrenceevne svækker landets økonomiske stilling og risikerer at bringe den fremtidige velstand og levestandard i fare, navnlig da den aldrende befolkning allerede udgør en udfordring i denne henseende. Finland har hurtigt tabt verdensmarkedsandele, og

betalingsbalancen har været for nedadgående og udviste sågar et underskud i 2011, som ifølge prognoserne vil vokse. Forværringen af de løbende poster på betalingsbalancen synes først og fremmest at være forårsaget af en svækkelse af den ikke-prisrelaterede konkurrenceevne og forsinkelser i den omstrukturering, der er nødvendig inden for visse sektorer. Desuden belastes omkostningskonkurrenceevnen af betydelige stigninger i enhedslønomkostningerne som følge af lønftaler, der ikke til fulde afspejler faldet i produktivitet under krisen og/eller sektorspecifikke produktivitetstendenser. Finland eksporterer mellemprodukter og investeringsgoder til især modne, langsomt voksende økonomier, og landets industri er sårbar over for energiprisstigninger og den deraf følgende forværring af bytteforholdet. Til gengæld vurderes det, at risiciene knyttet til boligmarkedet og husholdningernes gældsætning er forholdsvis begrænsede. Den største bekymring i denne henseende knytter sig til de finske husholdningers finansielle stilling med deres lave opsparingskvote og samlede nettolåntagning.

**SLOVENIEN** har uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer. Der er behov for hurtige politiske foranstaltninger for at bremse den hurtige forværring af disse ubalancer og for at sikre, at de bringes under kontrol og reduceres. Hidtil har den private og offentlige gæld ligget under resultatavlens tærskelværdi, og også nettoudlandsgælden er forholdsvis begrænset. På baggrund af en stadig hurtigere økonomisk nedgang optræder der imidlertid en betydelig risiko for finanssektorens stabilitet hidrørende fra virksomhedernes gældsætning og nedgearing, herunder gennem sammenkoblingen med statsgælden. Disse risici forværres af den begrænsede tilpasningsevne på arbejds- og kapitalmarkederne og af en økonomisk struktur, som er domineret af statsligt ejerskab. Perioder med politisk usikkerhed og juridiske hindringer mod reformer har forhindret Slovenien i at tackle sine ubalancer ordentligt og forbedre sin tilpasningsevne, og det har gjort landet mere sårbart på et tidspunkt med øget pres med hensyn til finansieringen af statsbudgettet.

Slovenien kæmper fortsat med konsekvenserne af den tidligere konjunkturoppgang. Virksomheder er fortsat overforgældede, hvilket fører til nye stigninger i antallet af misligholdte lån. Skønt den slovenske banksektor er forholdsvis lille og mindre end halvt som stor gennemsnittet i euroområdet, er de store banker kapitalsvage i forhold til den fortsatte forværring af deres kreditporteføljer, og deres afhængighed af staten for kapital udgør en stor trussel mod økonomien. Samtidig har staten selv finansieringsproblemer. Den nødvendige nedgearing er sat i gang, men processen forsinkes af spændinger på arbejds- og kapitalmarkedet og meget lave produktionsniveauer. Virksomhedernes afhængighed af bankfinansiering og det komplekse væv af statslig ejerskab vanskeliggør tilpasningen og fordrejer ressourcefordelingen. Det er ikke lykkedes at vende tabet af konkurrenceevne, og den aktuelle mindstelønspolitik risikerer at føre til yderligere tab i fremtiden, når arbejdsmarkedsudviklingen begynder at vende. Kombinationen af manglende tilpasning, dårlig omkostningskonkurrenceevne og statsligt ejerskab afskrækker private og udenlandske direkte investeringer. Landet har mistet eksportmarkedsandele, og eksportresultatet er langt dårligere end i tilsvarende lande. Disse udfordringer kræver en øjeblikkelig indsats i forhold til finanssektoren, statsejede virksomheder og mikroøkonomiske reformer for at undgå, at der opstår en situation, hvor alvorlige ubalancer begynder at vokse til et uholdbart niveau.

Det periodevist hårde pres på statsfinanserne understreger behovet for at konsolidere de offentlige finanser sideløbende med gennemførelsen af strukturreformer. En holdbar forbedring af den finansielle stabilitet og de makroøkonomiske resultater kræver en sammenhængende strategi, der også omfatter de offentlige finanser.

**SVERIGE** har makroøkonomiske ubalancer, som fortjener overvågning og politiske foranstaltninger. Opmærksomheden bør især rettes mod den makroøkonomiske udvikling med hensyn til gældsætning og nedgearing i den private sektor og mod den tilbageværende ineffektivitet på boligmarkedet. Skønt det store overskud på betalingsbalancens løbende poster ikke er behæftet med samme risici som store underskud i andre lande, vil Kommissionen fortsætte med at overvåge betalingsbalanceudviklingen i Sverige.

Der har fundet en vis nedgearing sted i den ikke-finansielle virksomhedssektor. De seneste ændringer af virksomhedsbeskatningen kan forventes at mindske virksomhedernes gæld yderligere ved at begrænse multinationale selskabers skatteoptimering. Husholdningernes gæld har stabiliseret sig, men de faktorer, der især har medvirket til gældsætningen, nemlig at skattereglerne begunstiger lånefinansiering af boliger, og at boliglån generelt amortiseres langsomt, består fortsat. De lave renter på boliglån medvirker også til akkumuleringen af gæld. På den anden side viser forskellige indikatorer i relation til husholdningernes gældsætning og vilkårene knyttet til udbuddet af og efterspørgslen efter lån, at der ikke forekommer noget umiddelbart nedgearingspres. Boligmarkedet har været stabilt det seneste år, og bekymringerne om en eventuel overvurdering har aftaget. Boligmarkedet er dog fortsat en potentiel kilde til ustabilitet i fremtiden. Trods den seneste tids foranstaltninger er boligudbuddet fortsat stærkt begrænset som følge af besværlige planlægningsprocedurer, den begrænsede konkurrence i byggesektoren og reguleringen af lejeboligmarkedet. Sammen med skattereglerne, der begunstiger lånefinansiering af boliger, har disse fænomener tendens til at presse boligpriserne og husholdningernes gældsætning i vejret.

**DET FORENEDE KONGERIGE** har makroøkonomiske ubalancer, som fortjener overvågning og politiske foranstaltninger. Med hensyn til den makroøkonomiske udvikling er det især vigtigt at holde et vågent øje med udviklingen i husholdningernes gæld, der hænger sammen med den store belåning af boliger og forholdene på boligmarkedet, og den ugunstige udvikling i konkurrenceevnen over for udlandet, især for så vidt angår vareeksporten og den svage produktivitetsvækst.

Mere specifikt skal Det Forenede Kongerige foretage en afvejning af behovet for at nedgeare, fastholde finansiell stabilitet og ikke sætte investeringer og vækst over styr. Den primære årsag til stigningen i husholdningernes gæld var høje og volatile boligpriser, der hang sammen et utilstrækkeligt og stift boligudbud. Husholdningernes nedgearing fortsatte i 2012, og der blev rettet yderligere på boligpriserne, men dette vil næppe fortsætte, når først der er sket en forbedring af økonomien, og antallet af boligtransaktioner vender tilbage til et mere normalt niveau. Der er blevet truffet politiske foranstaltninger for at forøge boligbyggeriet, men det er stadig uklart, om de vil være effektive. Som følge af en kombination af høje boligpriser og den udbredte og tiltagende anvendelse af boliglån med variabel rente er husholdningerne særligt sårbare over for renteudsving. Virksomhederne i Det Forenede Kongerige er kun moderat forgældede, men alligevel finder nogle af dem det vanskeligt at få adgang til tilstrækkelige midler til investering. Det Forenede Kongerige står desuden over for den dobbelte udfordring, der består i at fastholde den dynamik i tjenestesektoren, der herskede før krisen, og stimulere de underliggende produktivitetsforøgende faktorer inden for industrien for derved at genvinde konkurrenceevnen over for udlandet, der delvist blev eroderet i årene før krisen. Handelsbalancen i 2012 blev ringere end forventet. De samlede offentlige investeringer er fortsat lave, og det er uklart, hvornår og i hvilket omfang der igen kommer gang i de private investeringer. Med de nuværende politikker vil strømmen af kredit først blive normaliseret efter en forbedring af de generelle makroøkonomiske betingelser. Der er fortsat mangel på personer med bestemte kvalifikationer, og dette problem kan kun løses

gennem betydelige investeringer på lang sigt. I betragtning af den britiske økonomis størrelse kan ubalancerne smitte af på andre økonomier i EU.

#### 4. KONKLUSIONER

Kommissionens analyse får den til at konkludere, at der **hurtigt er ved at opstå uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer i Slovenien**, skønt situationen fortsat kan håndteres. For at bremse denne udvikling bør landet hurtigt og beslutsomt afslutte gennemførelsen af de reformer, det har indledt, og medtage gennemgribende og detaljerede politikforanstaltninger i sit kommende nationale reformprogram og stabilitetsprogram.

Kommissionens analyse får den til at konkludere, at trods betydelige fremskridt i 2012, **har Spanien fortsat uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer**. Spanien bør fastholde reformtempoet og inkludere gennemgribende og detaljerede politikforanstaltninger i sit kommende nationale reformprogram og stabilitetsprogram.

Kommissionen er rede til et tæt og hurtigt samarbejde med disse to medlemsstater om udformningen af denne respons under fuld hensyntagen til nationale processer og med passende inddragelse af indenlandske aktører. Kommissionen vil vurdere politikforanstaltningerne som led i det europæiske semester for at afgøre, om de er tilstrækkelige i forhold til udfordringerne. Med udgangspunkt i denne vurdering vil Kommissionen afgøre, om der er behov for yderligere foranstaltninger inden for rammerne af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store ubalancer.

Kommissionen forventer også, at de elleve andre medlemsstater, der har ubalancer, der ikke betragtes som uforholdsmæssigt store, nemlig **Belgien, Bulgarien, Danmark, Frankrig, Italien, Ungarn, Malta, Nederlandene, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige**, tager hensyn til resultaterne af de dybdegående undersøgelser i deres nationale reformprogrammer og stabilitets- og konvergensprogrammer. På basis heraf og som led i det europæiske semester vil Kommissionen den 29. maj formulere politiske henstillinger med henblik på at korrigere disse ubalancer og forhindre, at der opstår nye ubalancer.

Den 29. maj vil Kommissionen også - på grundlag af de faktiske tal for 2012 som valideret af Eurostat og bekræftet i Kommissionens forårsprognose 2013 - revurdere situationen som led i proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud og om nødvendigt rette henstillinger til Rådet.

**Rapporten om varslingsmekanismen 2013.** Den 28. november 2012 fremlagde Kommissionen sin anden rapport om varslingsmekanismen<sup>9</sup>, som var udarbejdet i overensstemmelse med forordning nr. 1176/2011. Rapporten fungerer som et værktøj for den indledende kortlægning af, hvilke medlemsstater der kræver en nærmere analyse for at afgøre, om der forekommer ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer<sup>10</sup>. I rapporten for 2013 blev situationen i alle medlemsstater gennemgået, dog med undtagelse af de fire medlemsstater, der er i færd med at gennemføre en bred vifte af reformer som led i økonomiske tilpasningsprogrammer (Grækenland, Irland, Portugal og Rumænien)<sup>11</sup>. Rapporten konkluderede, at det var berettiget at gennemføre en dybdegående analyse af situationen i Belgien, Bulgarien, Danmark, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Ungarn, Malta, Nederlandene, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige. Det drejer sig om de samme tolv medlemsstater, som i maj 2012 fik konstateret ubalancer<sup>12</sup>, plus Malta og Nederlandene. Skønt rapporten for 2013 konkluderede, at der ikke var behov for dybdegående analyser af situationen i de øvrige medlemsstater, vil Kommissionen rette landespecifikke henstillinger til samtlige medlemsstater inden for rammerne af det europæiske semester med henblik på at styrke samordningen af de økonomiske politikker og budgetpolitikkerne<sup>13</sup>.

**Dybdegående undersøgelser.** I de dybdegående undersøgelser analyseres den makroøkonomiske udvikling med det formål at afdække eventuelle ubalancer, årsagerne hertil, deres karakter og alvor, især når disse ubalancer er uforholdsmæssigt store som beskrevet i forordningen om makroøkonomiske ubalancer. De dybdegående undersøgelser dækker et bredt spektrum af spørgsmål, der afspejler EU's ønske om at føre nøjere tilsyn med den makroøkonomiske udvikling for derigennem at medvirke til en smidig korrektion af de eksisterende ubalancer og forhindre nye at opstå. De ser nærmere på en bred vifte af statistikker og andre oplysninger og tager hensyn til det metodologiske arbejde, der udføres af Kommissionens tjenestegrene i samarbejde med medlemsstaterne<sup>14</sup>. I forbindelse med udarbejdelsen af de dybdegående undersøgelser og denne meddelelse er der i overensstemmelse med lovgivningen blevet gennemført særlige overvågningsmissioner, herunder drøftelser med medlemsstaterne og andre interessehavere.

**Politiske henstillinger og opfølgning.** Baseret på de dybdegående undersøgelser og den vurdering af de nationale reformprogrammer og stabilitets- eller konvergensprogrammer, som den skal forelægge senest den 30. april, vil Kommissionen forelægge Rådet en række henstillinger den 29. maj. For de medlemsstater, der har ubalancer, er disse henstillinger (under den forebyggende del af proceduren i

<sup>9</sup> COM(2012) 751 final.

<sup>10</sup> I henhold til artikel 2, stk. 1 og 2, i forordningen om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer forstås ved "ubalancer" enhver tendens, der medfører en makroøkonomisk udvikling, der har en negativ indvirkning på, eller har potentiale til at få en negativ indvirkning på, den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Økonomiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed. "Uforholdsmæssigt store ubalancer" alvorlige ubalancer, herunder ubalancer, der bringer eller risikerer at bringe Den Økonomiske og Monetære Unions rette virkemåde i fare.

<sup>11</sup> For Grækenland, Portugal og Rumænien, se de seneste compliance-rapporter: *European Economy-Occasional Papers*, 123, 127, 124 og 116.

<sup>12</sup> Se *European Economy-Occasional Papers*, 99-110, og Kommissionens meddelelse med titlen "For stabilitet, vækst og beskæftigelse" COM(2012) 299 final af 30.5.2012.

<sup>13</sup> For yderligere oplysninger om baggrunden for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer og en detaljeret beskrivelse af proceduren, se "The Surveillance of Macroeconomic Imbalances in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 1(2012):7-15.

<sup>14</sup> Det metodologiske arbejde har fokuseret på eksterne ubalancer, herunder overskud på betalingsbalancens løbende poster (se f.eks. "Current Account Surpluses in the EU", *European Economy*, 9(2012)), priser og andre konkurrencefaktorer, bæredygtighed i forhold til udlandet (se f.eks. "The Dynamics of International Investment Positions", *Quarterly Report on the Euro Area*, 3(2012):7-19), handel ("A Closer Look at Some Drivers of the Trade Performance at Member State Level", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2(2012):29-39), lønstandarder (se f.eks. "Labour Market Developments in Europe-2012", *European Economy*, 5(2012)), boligpriser (se f.eks. "Assessing the Dynamics in House Prices in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 4(2012):7-18), gældsætningen og nedgearingen i den private sektor (se f.eks. "Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment", *European Economy-Economic Papers*, 477 (endnu ikke udkommet), 2013)).

forbindelse med makroøkonomiske ubalancer) led i den integrerede makroøkonomiske overvågning inden for rammerne af det europæiske semester. Hvis Kommissionen vurderer, at en medlemsstat med en uforholdsmæssigt stor ubalance ikke har truffet tilstrækkelige politiske foranstaltninger til afhjælpning heraf, foreslår den Rådet, at det henstiller til den pågældende medlemsstat at træffe korrigerende foranstaltninger. Medlemsstaten skal derefter forelægge en korrigerende handlingsplan under den forebyggende del af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer. Den korrigerende handlingsplan vil blive vurderet af Kommissionen og Rådet, og Kommissionen vil regelmæssigt overvåge gennemførelsen heraf. Både Kommissionen og den berørte medlemsstat vil aflægge regelmæssige rapporter som led i denne overvågning.