



Bruxelles, den 22.11.2017
COM(2017) 771 final

BERETNING FRA KOMMISSIONEN

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

Rapport om varslingsmekanismen 2018

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

{SWD(2017) 661 final}

DA

DA

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

I rapporten om varslingsmekanismen anvendes en resultattavle med udvalgte indikatorer plus et bredere sæt supplerende indikatorer samt andre relevante oplysninger til at screene medlemsstaterne for potentielle økonomiske ubalancer, der kræver politisk handling. I rapporten om varslingsmekanismen udpeges de medlemsstater, for hvilke der skal foretages en dybdegående undersøgelse for at undersøge, hvorvidt de makroøkonomiske risici i medlemsstaterne er tiltagende eller aftagende, hvorefter det konkluderes, om der kan konstateres ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. Under hensyntagen til drøftelser om rapporten med Europa-Parlamentet og i Rådet og Eurogruppen vil Kommissionen udarbejde dybdegående undersøgelser af økonomien i medlemsstaterne. I overensstemmelse med etableret praksis udarbejdes der under alle omstændigheder en dybdegående undersøgelse vedrørende de medlemsstater, i hvilke der i det foregående forløb blev konstateret ubalancer. Resultaterne heraf vil indgå i de landespecifikke henstillinger, der fremsættes som led i det europæiske semester for samordning af de økonomiske politikker. De dybdegående undersøgelser forventes at blive offentliggjort i februar 2018 som en del af landerapporterne forud for pakken af landespecifikke henstillinger under det europæiske semester.

1. SAMMENFATNING

Denne rapport indleder den syvende årlige runde af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer¹. Formålet med proceduren er at afdække ubalancer, som forhindrer en velfungerende økonomi i medlemsstaterne, og at anspore til egnede politiske løsninger. Proceduren er en integreret del af det europæiske semester for samordning af den økonomiske politik for at sikre overensstemmelse med de analyser og henstillinger, der udarbejdes i forbindelse med andre økonomiske overvågningsredskaber. Den årlige vækstundersøgelse, der vedtages samtidig med denne rapport, gør status over den økonomiske og sociale situation i Europa og redegør for de overordnede politiske prioriteringer for EU som helhed for det kommende år.

I denne rapport udpeges de medlemsstater, for hvilke der bør udarbejdes dybdegående undersøgelser med henblik på at vurdere, om de er berørt af ubalancer, som kræver politiske tiltag². I rapporten om varslingsmekanismen foretages der en screening for økonomiske ubalancer, og rapporten offentliggøres i begyndelsen af det årlige forløb for samordning af den økonomiske politik. Den bygger på en økonomisk analyse af en resultattavle over indikatorer med vejledende grænseværdier samt et sæt supplerende indikatorer.

I rapporten om varslingsmekanismen lægges hovedvægten på spørgsmål, der vedrører euroområdet som helhed. I overensstemmelse med forslagene i rapporten "Gennemførelse af Europas Økonomiske og Monetære Union" af Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi og Martin Schulz fra den 22. juni 2015 og Kommissionens

¹ Denne rapport ledsages af et statistisk bilag, som indeholder en lang række statistikker, der har dannet grundlag for denne rapport.

² Jf. artikel 5 i forordning (EU) nr. 1176/2011.

meddelelse af 21. oktober 2015 om "Skridt hen imod en fuldkommen Økonomisk og Monetær Union" indeholder rapporten om varslingsmekanismen også en analyse af, hvordan ubalancerne i landene påvirker euroområdet som helhed, og i hvilket omfang dette kræver koordinerede politiske løsninger set i lyset af den indbyrdes afhængighed inden for euroområdet. Konsekvenserne af denne indbyrdes afhængighed og ubalanceres systemiske betydning anerkendes i lovgivningen vedrørende proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, der definerer ubalancer som "en makroøkonomisk udvikling, der har negativ indvirkning på, eller har potentiale til at få en negativ indvirkning på, den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Europæiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed"³.

Vurderingen i denne rapport skal ses i lyset af et økonomisk opsving, der bliver stadig mere bredt funderet og robust.

I efterårsprognosen 2017 fra Kommissionens tjenestegrene anslås det reale BNP i EU og i euroområdet at vokse med henholdsvis 2,3 % og 2,2 % i 2017, idet der kan konstateres en positiv vækst i alle EU-landene som følge af en kraftig stigning i verdenshandelen og en styrket indenlandsk efterspørgsel i euroområdet. Hvad angår 2018 forventes væksten i BNP ifølge fremskrivningerne i efterårsprognosen fortsat at udgøre 2,1 % i både EU og i euroområdet, før den aftager en anelse til 1,9 % i 2019, efterhånden som opsvinget modnes. Inflationen steg en anelse i 2017 fra et historisk lavt niveau, men ventes at ligge på 1,6 % i 2019, hvilket stadig er under ECB's mål for prognoseperioden. Kerneinflationen har konsekvent været endnu svagere og har ligget under 1 % i de seneste tre år. Der er fortsat fremgang på arbejdsmarkedet, idet ledigheden er på vej nedad, og beskæftigelsen stiger, men lønudviklingen er fortsat afdæmpet, selv i lande med et stramt arbejdsmarked, hvilket får den lave inflation til at bide sig fast, og der kan konstateres store forskelle i arbejdsmarkedssituationen både internt i og mellem medlemsstaterne. Kreditvæksten er genoptaget, mens rentespændet mellem stats- og virksomhedsobligationer er blevet mindre.

Opsvinget letter korrektionen af makroøkonomiske ubalancer, men en række udfordringer risikerer på sigt at kaste en skygge over de økonomiske udsigter.

De økonomiske og politiske udsigter er stadig omgærdet af en vis usikkerhed, som primært vedrører udviklingen i USA's finans- og pengepolitik, tilpasningen i Kina og i vækstøkonomierne, hvor virksomhederne er meget gældsatte, geopolitiske spændinger og stigende protektionisme. Selv om opsvinget begynder at nå bredere ud og få bedre fat, er det stadig kendetegnet ved en totalfaktorproduktivtetsvækst, der ligger under niveauet før krisen. Reformindsatsen er stilnet af på det seneste sammenlignet med under krisen og i årene umiddelbart derefter. Hvis reformindsatsen ikke fortsætter i samme tempo, risikerer det at skabe ringere betingelser for en varig stigning i den potentielle vækst samt for muligheden for at udvide råderummet til at håndtere ubalancerne på en holdbar basis. Efterhånden som inflationen gradvist nærmer sig ECB's målsætning, vil den øgede nominelle vækst lette gældsnedbringelsen. Samtidig vil en genoptaget inflation tale for en normalisering af pengepolitikken.

³ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1176/2011 af 16. november 2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer.

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

- **Der skal fortsat arbejdes på at genoprette balance.** Skønt de store og uholdbare underskud på de løbende poster blev korrigeret i næsten alle medlemsstaterne før 2016, skal nettodebitorlandene sørge for at holde deres betalingsbalance over for udlandet på et forsvarligt niveau med henblik på at reducere store mængder af nettopassiver over for udlandet. Samtidig har nogle nettokreditorlande i euroområdet fortsat meget store overskud på de løbende poster, og prognoserne antyder kun en meget begrænset nedadrettet korrektion heraf.
- **Nettostillingen over for udlandet (NIIP) er i nogle tilfælde stadig ekstremt negativ i en situation, hvor udviklingen i konkurrenceevnen lader til at ville bidrage mindre til genoprettelsen af balance.** De lande, som i perioden før krisen havde vedvarende store underskud på de løbende poster, er også dem, der i dag har meget negative nettostillinger over for udlandet. Den forbedrede saldo på de løbende poster har i de fleste tilfælde givet mulighed for gradvist at reducere mængden af nettopassiver over for udlandet, men det er nødvendigt at fastholde overskud eller ligevægt på de løbende poster, hvis mængden af passiver skal reduceres til et forsvarligt niveau i et passende tempo. I de foregående år har forbedringen af konkurrenceevnen bidraget hertil, men udviklingen i relative enhedslønomkostninger i nettodebitorlandene sammenlignet med nettokreditorlandene er i den seneste tid begyndt at bidrage mindre til rebalanceringen.
- **Den private gæld nedbringes fortsat, men tempoet er aftaget på det seneste.** Låntagningen stiger svagt, og reduktionen af gældskvoten beror i stigende grad på en stigning i den nominelle vækst. Samtidig foregår gældsnedbringelsen ujævnt og ikke altid i overensstemmelse med behovet. I de fleste medlemsstater har virksomhederne været hurtigere til at konsolidere deres gæld end husholdningerne, hvilket kan ligge til grund for det lave investeringsniveau i nogle lande. I de fleste lande med stor gæld er den offentlige gæld først for nylig begyndt at bevæge sig i nedadgående retning.
- **Rentabiliteten i banksektoren er blevet forbedret, ligesom aktiekurserne udvikler sig i positiv retning.** De snævre rentemarginer, forældede forretningsmodeller og den store mængde af misligholdte lån i nogle lande udgør imidlertid stadig en udfordring.
- **Boligpriserne stiger hurtigt i de fleste medlemsstater.** Boligvurderingerne ligger generelt stadig under rekordniveauet oven på nedjusteringen efter krisen, men i nogle tilfælde peger de tilgængelige indikatorer i retning af overvurdering. Der kan konstateres en mulig overophedning i nogle områder, og der er en kraftig prisdynamik i et stigende antal lande. Der kan også generelt konstateres en stigning i husholdningernes låntagning.
- **Arbejdsmarkederne oplever generelt fremgang og strammes i de fleste lande, men lønudviklingen er fortsat afdæmpet.** Samtidig med at arbejdsløsheden generelt er faldet, er forskellen mellem arbejdsløshedssatserne på tværs af EU også snævret ind, selv om der fortsat er en høj ledighed i nogle lande. Erhvervsfrekvensen er generelt steget i de sidste ti år, men arbejdsmarkedsdeltagelsen er stadig lav i nogle lande og for bestemte grupper. Den sociale nød er på tilbageslag, men er dog stadig udbredt i nogle lande, som kæmper med følgerne af lange perioder med ledighed og lave indtægter blandt udsatte grupper i en situation med en generelt afdæmpet lønudvikling. Husholdningernes disponible indkomst er steget, men er i nogle medlemsstater endnu ikke nået op på niveauet i 2008 i faste priser. I enkelte lande er et stramt arbejdsmarked forbundet med hurtigt stigende enhedslønomkostninger.

I euroområdet skal der stadig fokuseres på at genoprette balance. Overskuddet på de løbende poster i euroområdet samlet set er holdt op med at stige: Det nåede sit øvre vendepunkt på 3,3 % af BNP i 2016 og ventes ifølge fremskrivningerne at aftage til 3 % i år for at ligge på omkring samme niveau i 2019⁴. Ikke desto mindre er overskuddet i euroområdet det største på verdensplan, og det er højere end hvad de økonomiske fundamentaler tilsiger. Nettodebitorlandene skal opretholde en forsvarlig saldo på betalingsbalancen for at reducere den vedvarende store mængde passiver over for udlandet. Samtidig vil fremskridt med justeringen af de store overskud i nettokreditorlandene kunne bidrage til at forene konsolidering i euroområdet med et varigt opsving.

Skønt risiciene er begyndt at aftage, er de stadig til stede og er generelt knyttet til de samme kilder, som blev udpeget i rapporten om varslingsmekanismen 2017. Der gøres begrænsede fremskridt, når det kommer til at genoprette balancen over for udlandet, idet de store overskud fastholdes, og udviklingen i konkurrenceevnen indebærer et mindsket bidrag hertil. Den private og den offentlige sektor nedbringer fortsat gælden — i stigende grad med udgangspunkt i en stigende nominel vækst — men indsatsen er meget ujævn. Virksomhedernes konsolidering er ofte forbundet med lave investeringer, og det er stadig usikkert, i hvor stort omfang konsolideringen på længere sigt vil kunne hvile på en styrket potentiel vækst. Situationen i banksektoren er blevet bedre på mange punkter, men sektoren er dog stadig underlagt visse udfordringer. Der er stadig tydeligere tegn på overophedning i arbejdsomkostningerne og boligpriserne i et stigende antal lande.

I de dybdegående undersøgelser vil der blive foretaget en mere detaljeret og omfattende analyse for de medlemsstater, der udpeges i denne rapport. De dybdegående undersøgelser vil ligesom i de foregående forløb indgå i landerapporterne, som indeholder Kommissionens tjenestegrenes analyse af de økonomiske og sociale udfordringer, som EU-medlemsstaterne står over for. Denne analyse danner grundlaget for de landespecifikke henstillinger under det europæiske semester. Ved udarbejdelsen af de dybdegående undersøgelser vil Kommissionen basere sin analyse på en rig mængde data og relevante oplysninger. Som fastsat i lovgivningen vil de dybdegående undersøgelser udgøre et af de vigtigste grundlag for Kommissionens konklusion om, hvorvidt der består ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, samt for de politiske henstillinger, som den efterfølgende retter til de enkelte medlemsstater⁵. De lande, hvori der konstateres ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, er og vil fortsat være genstand for specifik overvågning for at sikre en løbende overvågning af deres politiske tiltag inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Der bør foretages dybdegående undersøgelser for de medlemsstater, i hvilke der i det foregående forløb blev konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. I overensstemmelse med etableret tilsynspraksis skal der foretages en dybdegående undersøgelse for at vurdere, hvorvidt tidligere konstaterede ubalancer er under afvikling, stadig består eller er forværrede, idet der ses nøje på de politiske foranstaltninger, der er truffet i de berørte lande. I denne rapport om varslingsmekanismen fastslås det således, at der skal foretages dybdegående undersøgelser for de 12 medlemsstater, hvori der blev konstateret

⁴ På basis af nationale regnskabstal.

⁵ Forordning (EU) nr. 1176/2011 (EUT L 306 af 23.11.2011, s. 25).

ubalancer på grundlag af resultaterne af de dybdegående undersøgelser fra 2016⁶. Det drejer sig om **Bulgarien, Cypern, Frankrig, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Slovenien, Spanien, Sverige og Tyskland**.

På grundlag af en økonomisk analyse af resultattavlen finder Kommissionen det ikke nødvendigt at foretage dybdegående undersøgelser for de medlemsstater, hvori der i øjeblikket ikke er konstateret ubalancer. Ud fra den økonomiske analyse af resultattavlen kan det konkluderes, at der sammenlignet med sidste år ikke er nogen større yderligere risici generelt set for Finland, for hvilket overvågningen som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer blev ophævet i 2017. Den samme konklusion kan drages på nuværende tidspunkt vedrørende de lande, for hvilke overvågningen som led i proceduren blev ophævet i 2016 (Belgien, Det Forenede Kongerige, Rumænien og Ungarn), samt for de lande, for hvilke der ikke blev udarbejdet en dybdegående undersøgelse. Den seneste boligprisdynamik i en række lande (Belgien, Danmark, Det Forenede Kongerige, Finland, Luxembourg, Ungarn og Østrig) tilsiger imidlertid, at der foretages en nærmere analyse i de respektive landerapporter, selv om det på nuværende tidspunkt ikke synes nødvendigt med en dybdegående undersøgelse, eftersom risiciene lader til at være begrænsede. Det samme gælder den spirende dynamik i arbejdsomkostningerne i nogle medlemsstater (Estland, Letland, Litauen, Rumænien og Ungarn). For Grækenlands vedkommende foregår overvågningen af ubalancer og af de korrigerende foranstaltninger fortsat inden for rammerne af stabilitetsstøtteprogrammet. I denne rapport om varslingsmekanismen fastslås det således, at der bør foretages en dybdegående undersøgelse af 12 medlemsstater i stedet for de 13, der var genstand for en sådan undersøgelse i det foregående forløb.

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

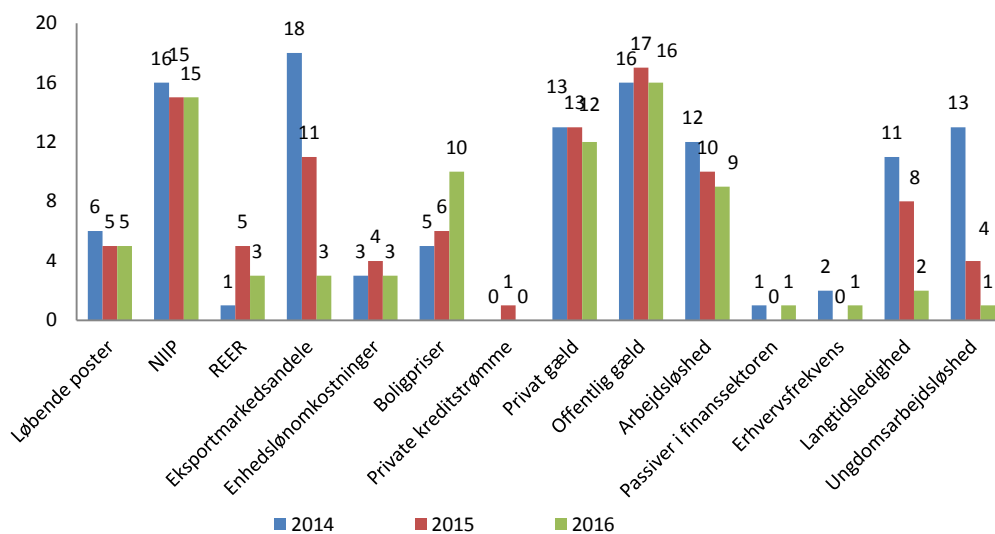
Rapporten om varslingsmekanismen bygger på en økonomisk analyse af en resultattavle med indikatorer, som bruges til at filtrere dataene for at afsløre umiddelbare tegn på eventuelle risici og sårbarheder, der kræver nærmere granskning i en dybdegående undersøgelse. Resultattavlen indeholder 14 forskellige indikatorer og vejledende grænseværdier for en række områder, bl.a. betalingsbalancen over for udlandet, konkurrenceevnen, gæld i den private sektor, boligmarkederne, banksektoren og beskæftigelsen. Den bygger på ajourførte data af god statistisk kvalitet for at sikre dataenes stabilitet og sammenlignelighed på tværs af landene. Den resultattavle, der anvendes i denne rapport, afspejler således data frem til 2016. I forbindelse med den økonomiske analyse af indikatorerne tages der imidlertid også hensyn til nyere data samt et sæt supplerende indikatorer. Tallene i resultattavlen aflæses ikke mekanisk, men er genstand for en økonomisk analyse, som giver mulighed for at tage landespecifikke forhold og andre situationsbestemte spørgsmål i betragtning⁷.

⁶ Se "Det europæiske semester 2016: Vurdering af fremskridtene med strukturreformer, forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer og resultater af de dybdegående undersøgelser i henhold til forordning (EU) nr.1176/2011" (COM(2016) 95 final/2 af 7.4.2016).

⁷ I forordningen vedrørende proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer fastslås det, at der ikke må foretages en rent mekanisk aflæsning af indikatorerne (Forordning (EU) nr. 1176/2011). For yderligere oplysninger om rationalet bag opbygningen af resultattavlen og dens anvendelse henvises til "The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium" (Europa-Kommissionen, 2016).

Indikatorerne i resultattavlen viser, at der stadig er ubalancer og sårbarheder, som er knyttet til høje gælds niveauer. Der kan fortsat konstateres mange overskridelser af resultattavlens grænseværdier, når det kommer til den offentlige gæld, nettostillingen over for udlandet og gælden i den private sektor (fig. 1)⁸. I 2016 lå tallene for henholdsvis 16, 15 og 12 medlemsstater over grænseværdierne for disse indikatorer. Det er tæt på resultatet for de foregående år og bekræfter disse mængdebaserede ubalancers længerevarende karakter. I overensstemmelse med det igangværende opsving med høj beskæftigelse er antallet af lande, for hvilke arbejdsløshedstallene lå uden for grænseværdien mellem 2014 og 2016, faldet fra 12 til 9, og de største fald kan konstateres for ungdomsarbejdsløsheden og langtidsledigheden, idet disse indikatorer er mere følsomme over for arbejdsmarkedssituationen. Til gengæld stiger boligpriserne kraftigt, og ifølge resultattavlen er antallet af medlemsstater, for hvilke tallene ligger uden for grænseværdien, steget fra 5 i 2014 og 6 i 2015 til 10 i år. For 4 af de 5 medlemsstater, for hvilke tallene for resultattavlens indikatorer for de løbende poster ligger uden for grænseværdien, skyldes dette overskud. Antallet af medlemsstater, for hvilke indikatoren for enhedslønomkostninger ligger over grænseværdien, har ligget stabilt på 3 eller 4 i de sidste tre år. For 3 medlemsstater overskrider tallene grænseværdien for den reale effektive valutakurs: I det ene tilfælde kan det tilskrives en forringet konkurrenceevne, mens det i de to andre skyldes, at den reale valutakurs ligger under den nedre grænseværdi. Antallet af medlemsstater, for hvilke indikatoren for eksportmarkedsandele ligger uden for grænseværdien, er faldet markant, efter at eksportefterspørgslen er steget blandt EU-landene.

Fig. 1: Antal lande med variabler uden for grænseværdierne

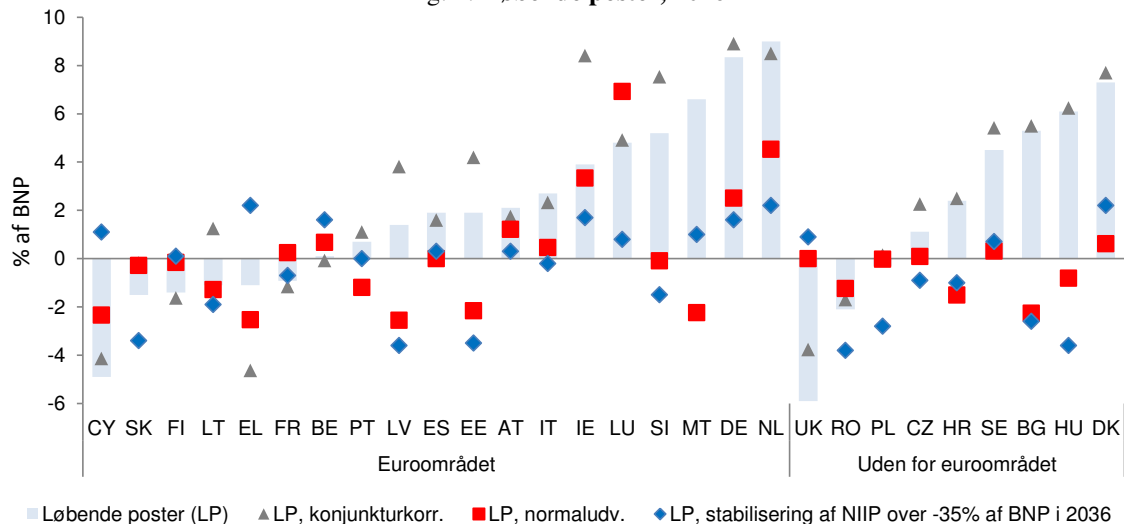


Kilde: Eurostat.

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

⁸ De enkelte indikatorer og deres vejledende grænseværdier findes i tabel 1.1 i bilaget.

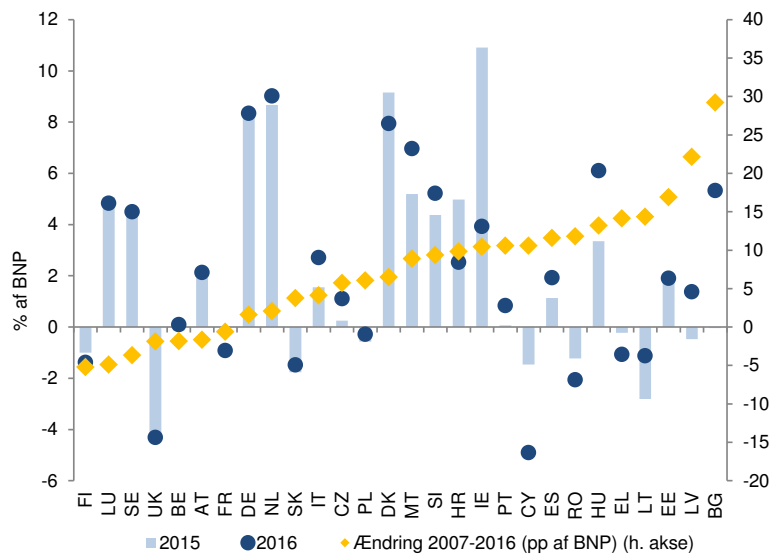
Fig. 2: Løbende poster, 2016



Kilde: Beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Den konjunkturkorrigerede saldo beregnes på grundlag af de estimater af produktionsgab, der ligger til grund for Kommissionens efterårsprognose 2017. Maltas konjunkturkorrigerede saldo for 2016 ses ikke i figuren – den udgør 13,3 % af BNP. For nærmere oplysninger om beregningen af normaludviklingen henvises til fodnote 9. Den saldo, der skal til for at de løbende poster har en stabiliserende effekt på nettostillingen over for udlandet, er defineret som den saldo, der skal til for at bringe nettostillingen over for udlandet på -35 % over 20 år. For de lande, hvis nettostilling over for udlandet i 2016 allerede udgjorde -35 % af BNP eller bedre, svarer det til den saldo, der skal til for at holde nettostillingen på niveauet i 2016⁹.

Fig. 3: Udvikling i de løbende poster



Kilde: Eurostat.

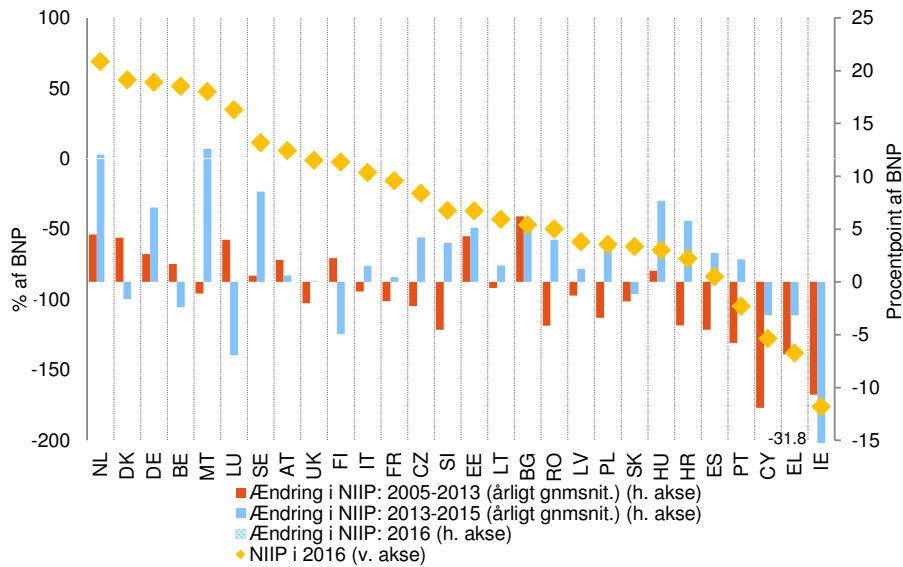
⁹ Beregningerne af den NIIP-stabiliserende saldo på de løbende poster beror på følgende antagelser: fremskrivningerne af det nominelle BNP stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2017 (frem til 2019) og dens metodologi for fremskrivninger for de efterfølgende 10 år; følgerne af værdireguleringer antages normalt at være nul i prognoseperioden; kapitalposterne antages at være konstante i procent af BNP på et niveau svarende til medianen mellem 2015 og fremskrivningerne for 2019.

Antallet af lande med underskud er meget begrænset, hvorimod der fortsat kan konstateres mange overskud. Størsteparten af de store underskud på de løbende poster var allerede svundet betydeligt ind før 2016 og er nu vendt til overskud eller ligevægtige stillinger som følge af en genoprettet konkurrenceevne og en afdæmpet indenlandsk efterspørgsel (fig. 2 og 3). Handelsbalancen er i den seneste tid blevet påvirket positivt af faldende råvarepriser, et opsving i den EU-interne handel og en tiltagende verdenshandel siden midten af 2016, mens nettodebitorlandenes indkomstbalance er blevet påvirket positivt af faldende renter, hvilket indebærer lavere betalinger på nettoforpligtelser.

- Kun Det Forenede Kongeriges løbende poster udviser i dag et underskud, der ligger uden for grænseværdien. For de øvrige medlemsstater med underskud på de løbende poster i 2016 (Belgien, Grækenland, Frankrig, Cypern, Letland, Litauen, Polen, Rumænien, Slovakiet og Finland) ligger tallet et godt stykke under grænseværdien. De cykliske faktorer er begyndt at spille en mindre rolle, da produktivitetsegabene lukkes (fig. 2). Der blev dog stadig registreret yderligere marginale forbedringer i 2016, mens lande som Kroatien og Irland registrerede fald i deres overskud, fra et usædvanligt højt niveau i 2015 (fig. 3).
- I Cypern og Grækenland er saldoen på de løbende poster endnu ikke tilstrækkelig til at understøtte en reduktion af mængden af nettopassiver over for udlandet til et forsvarligt niveau i et passende tempo. Til gengæld ligger saldoen på Portugals og Spaniens løbende poster en anelse højere, end hvad der er nødvendigt for at nå en nettostilling over for udlandet på -35 % af BNP over de næste 20 år, mens denne margin er endnu større for Kroatien og Irland.
- Samtidig kan der fortsat konstateres store overskud. Til trods for marginale fald på det seneste er overskuddene i Danmark, Tyskland og Nederlandene fortsat langt over grænseværdien, ligesom de har været det i mange år. Malta overskred grænseværdien i 2016, hvilket bl.a. afspejler effekten af at være et offshore-centrum. Overskuddet ville have været en anelse større i Tyskland og mindre i Danmark, hvis det ikke havde været for de cykliske effekter. Tyskland, Danmark og Nederlandene registrerer i øjeblikket overskud, der langt overgår hvad de økonomiske fundamentaler tilsiger (såsom aldring og relativ indtægt pr. indbygger)¹⁰.
- Generelt set lader alle de nyere overskud i de forskellige medlemsstater både inden for og uden for euroområdet, med undtagelse af Luxembourg, til at være større, end hvad de økonomiske fundamentaler tilsiger, i nogle tilfælde med en stor margin. Ifølge Kommissionens efterårsprognose 2017 er der kun tegn på begrænsede ændringer af dette mønster i år og næste år.

¹⁰ IMF's "External Sector Report" fra 2017 indeholder stort set den samme vurdering. Se også fodnote 13.

Fig. 4: **Udvikling i nettostillingen over for udlandet (NIIP)**



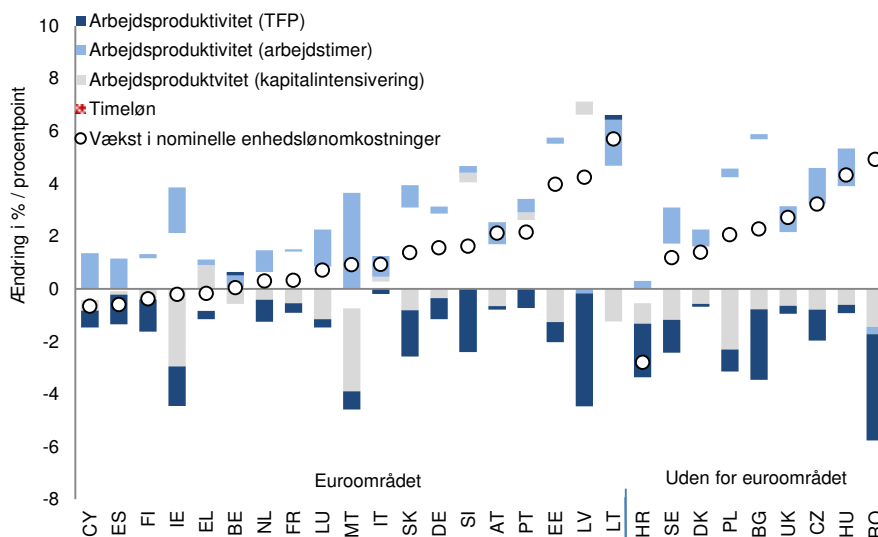
Kilde: Eurostat (BPM6, ENS2010), beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.
Anm.: For Bulgarien er tallene først tilgængelige fra 2010 og for Cypern fra 2008.

Nettostillingen over for udlandet (NIIP) er blevet forbedret i næsten alle medlemsstater på det seneste, men den er dog fortsat meget negativ i adskillige af dem. I 2016 er der i nogle tilfælde registreret store forbedringer i både nettodebitor- og nettokreditorlande, om end de har været lidt kraftigere i førstnævnte. Det afspejler stigende saldi på de løbende poster og på kapitalbalancen samt en øget vækst i BNP. Der er stor forskel på omfanget af værdireguleringer på tværs af landene, uden at dette har nogen klar forbindelse til nettostillingens udgangspunkt, men disse værdireguleringer har i nogle tilfælde bidraget til at nedbringe meget negative nettostillinger over for udlandet. Udviklingen i første halvdel af 2017 peger ikke i retning af større ændringer af dette mønster.

- Trods de seneste forbedringer kunne over halvdelen af EU-medlemsstaterne i 2016 registrere nettostillinger over for udlandet, som ligger uden for grænseværdien. For nogle lande udgør nettopassiverne mere end -100 % af BNP (Irland, Grækenland, Cypern og Portugal), mens de i Spanien og Kroatien udgør mere end -70 % af BNP. Ni andre lande skal stadig nærme sig grænseværdien på -35 % af BNP, bl.a. Bulgarien, Ungarn, Letland, Polen, Rumænien og Slovakiet.
- 2016 var markeret af klare forbedringer af de mest negative nettostillinger over for udlandet, hvilket ofte står i stærk modsætning til forværringerne i de foregående år. Cypern og Italien skiller sig ud ved markante forbedringer i 2016, mens tendensen i Portugal og Spanien også tydeligt er vendt, idet forbedringerne i 2016 kommer oven på flere år med mere eller mindre fortsatte forværringer. Grækenland udgør stadig en undtagelse, eftersom nettostillingen blot er blevet værre, skønt denne udvikling foregår i et langsommere tempo end hidtil. Udviklingen har været mere blandet i lande med mindre negative nettostillinger, og korrektionerne har generelt været mere moderate i disse lande. Selv om udviklingen i nettostillingen over for udlandet oven i købet er begyndt at sagtne farten, f.eks. i Ungarn, har den altid fulgt en positiv retning.

- Nettokreditorlandene øgede deres store nettoformuer over for udlandet yderligere i 2016 med udgangspunkt i store overskud og positive værdireguleringer, som ofte var mere markante end tidligere. Særligt endte Nederlandene 2016 med en nettoformue svarende til knap 70 % af BNP, mens den i Danmark og Tyskland nåede op på 55 % af BNP, hvilket for alle tilfælde er det højeste niveau i et årti. Saldoen på de løbende poster overstiger tydeligt det niveau, der skal til for at opretholde et NIIP målt i BNP på niveauet for 2016. Malta og Luxembourg var de eneste nettokreditorlande, der registrerede en forringelse af deres nettostillinger over for udlandet i 2016, skønt de under alle omstændigheder forblev positive. Samtidig har de fleste lande med en relativt ligevægtig nettostilling i forhold til udlandet registreret en forbedring i 2016, som i nogle tilfælde var klart større end tidligere. Det Forenede Kongerige endte 2016 med en ligevægtig nettostilling over for udlandet, hovedsageligt takket være værdireguleringer som følge af deprecieringen af pundet efter flere år med negative stillinger.
- De risici og sårbarheder, der knytter sig til negative nettostillinger, kan også afhænge af sammensætningen heraf. For de lande, som ofte er store nettodebitorer, navnlig Cypren, Grækenland, Portugal og Spanien, udgøres den meget negative nettostilling over for udlandet af en stor udlandsgæld, hvilket kan gøre dem sårbare over for ændringer af finansieringsbetingelserne, især hvis og når der er et stort behov for refinansiering. I andre debitorlande udgøres en stor del af den negative nettostilling over for udlandet af udenlandske direkte investeringer, som kan være en mere stabil finansieringskilde, hvilket f.eks. er tilfældet i Estland, Letland, Litauen, Bulgarien, Polen, Rumænien og Slovakiet.

Fig. 5: Vækst i enhedslønomkostninger og dekomponering af faktorer, 2016



Kilde: AMECO og Eurostat. Beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Dekomponeringen tager udgangspunkt i en standardopdeling af stigningen i enhedslønomkostninger på nominal timeløn og arbejdsproduktivitet – sidstnævnte opdeles yderligere i bidraget fra antal arbejdstimer og bidraget fra totalfaktorproduktivitet og kapitalakkumulering på grundlag af almindelige vækstberegninger.

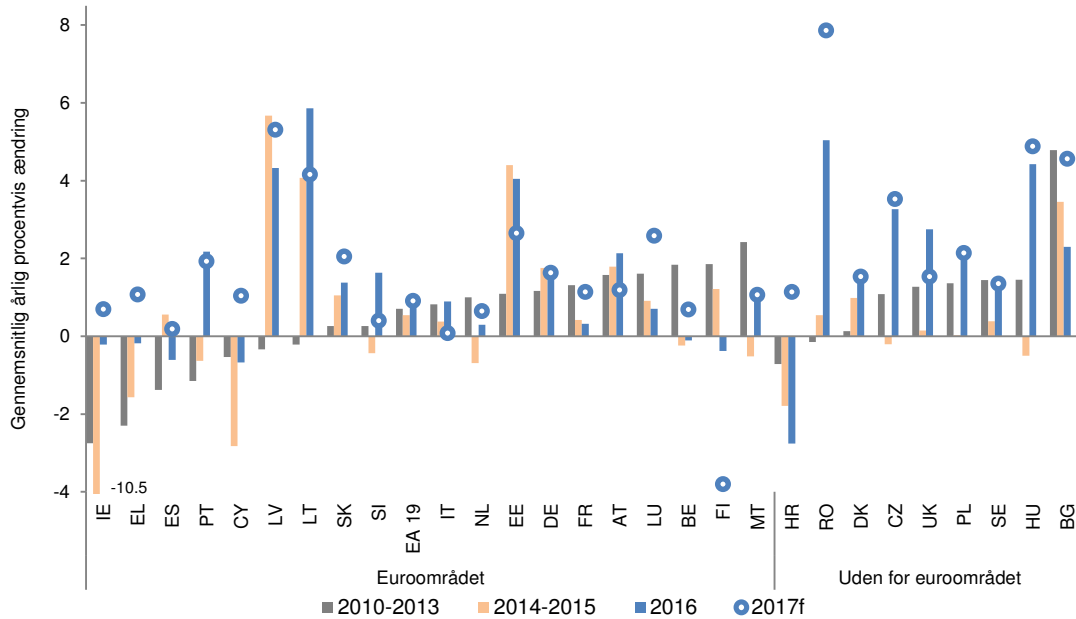
Udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen er blevet mindre gunstig for rebalanceringen. Konkurrenceevnegevinsterne i nettodebitorlandene er typisk svage eller

ved at aftage, mens nettokreditorlandene har registreret få ændringer i deres konkurrenceevne. I lyset af den relativt svage vækst i arbejdsproduktiviteten og en afdæmpet lønudvikling i et flertal af lande lader udviklingen i enhedslønomkostninger i 2016 til at være mindre knyttet til stillingen over for udlandet (både på stock- og flow-basis) (fig. 5). Generelt set er der mindre forskel på udviklingen i de enkelte landes omkostningskonkurrence, hvilket er mindre gunstigt for en symmetrisk rebalancering i euroområdet (se fig. 6 og tekstboks 2).

- I 2016 blev enhedslønomkostningerne i nogle af nettodebitorlandene udjævnet eller positive efter flere års fald (f.eks. Grækenland, Irland, Spanien, Portugal, Slovenien), hvilket afspejler den faldende produktivitetsvækst, og at lønudviklingen går i mindre negativ retning eller bliver positiv. Lande såsom Estland, Letland og Litauen kunne fortsat registrere en kraftig vækst i enhedslønomkostninger som følge af en kraftig lønvækst i en situation med strammere arbejdsmarkeder og en begrænset produktivitetsvækst. Samtidig har andre lande på det seneste og også ind i 2017 registreret en øget stigning i enhedslønomkostninger, især Rumænien, mens også Bulgarien, Tjekkiet og Ungarn (fig. 6). I nogle af disse lande kommer den tiltagende lønvækst oven på betydelige tilpasninger i kølvandet på krisen i 2008-2009, som midlertidigt satte en stopper for tilnærmelsen af lønningerne på længere sigt. En svag arbejdsproduktivitet er ofte gået hånd i hånd med en moderat totalfaktorproduktivitetsvækst¹¹.
- Væksten i enhedslønomkostninger i en række nettokreditorlande (Danmark, Tyskland, Luxembourg, Nederlandene og Sverige) var fortsat generelt moderat i 2016, og i Tyskland er de aftaget en anelse i lyset af den svage lønudvikling, selv om arbejdsmarkedet bliver strammere.
- Den lave inflation har bidraget til at holde priskonkurrenceevnen (målt som den reale effektive valutakurs (REER)) forholdsvis stabil i de senere år (fig. 7). Eurokursen begyndte at stige i 2016 efter et fald i 2015, hvilket indebærer nominelle effektive kursstigninger i eurolandene generelt og også kommer til udtryk i den seneste dynamik i den reale effektive valutakurs. Til trods for den seneste kursstigning peger REER-indikatoren stadig i retning af en forbedret priskonkurrenceevne sammenlignet med perioden før krisen i de fleste nettodebitorlande. I nogle år er det kun Estland, Letland og Litauen, og på det seneste Bulgarien og Tjekkiet, der har oplevet en forværring af konkurrenceevnen sammenlignet med perioden før krisen, i lyset af de længerevarende inflationssatser. Når der ses på alle EU-landene, er det kun Det Forenede Kongerige, Polen og Tyskland, der har registreret en forbedret priskonkurrenceevne sammenlignet med år 2000.

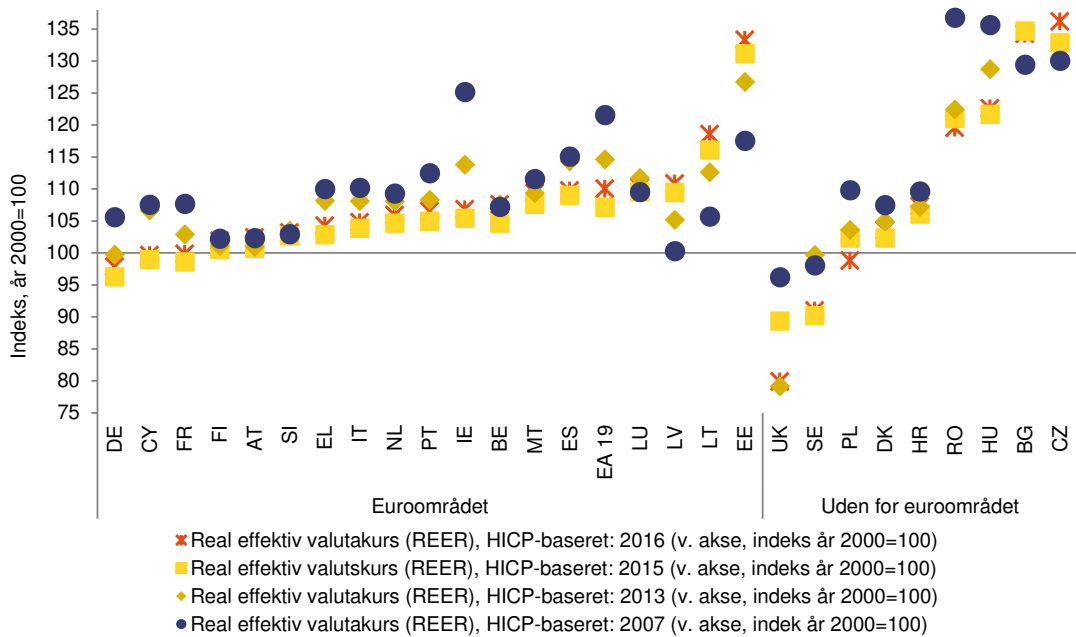
¹¹ I enkelte lande såsom Polen og Rumænien har de kraftige stigninger i mængden af kapital pr. arbejdstager ('kapitalintensivering') løftet arbejdsproduktiviteten og lagt en dæmper på enhedslønomkostningerne, mens der er sket det modsatte i Letland, Grækenland, Portugal og Slovakiet.

Fig. 6: Vækst i enhedslønomkostninger



Kilde: AMECO; data vedrørende 2017 kommer fra efterårsprognosen 2017 fra Kommissionens tjenestegrene.

Fig. 7: Real effektiv valutakurs, 42 handelspartnere, HICP-deflator



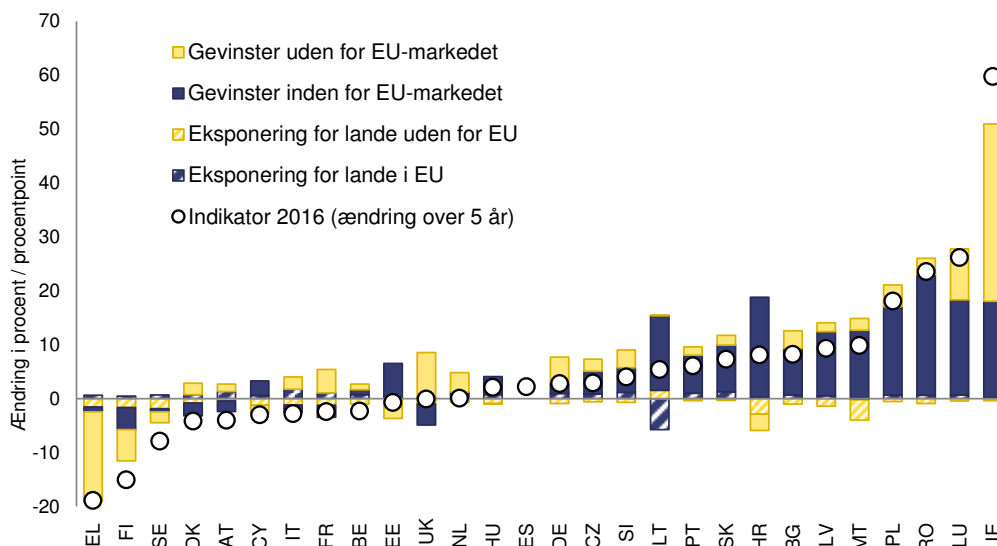
Kilde: AMECO

Anm.: Data vedrørende Slovakiet falder uden for figuren med et indeks på 153, 173, 170 og 171 i henholdsvis 2007, 2013, 2015 og 2016.

De fleste EU-lande har for nylig registreret øgede eksportmarkedsandele. Disse gevinster er tegn på, at handelen internt i EU er steget lidt mere end handelen med lande uden for EU, og afspejler et fald i råvarepriserne i de seneste år, som medfører, at anden eksport end råvarer er begyndt at veje mere i den samlede eksport. Den største fremgang i eksportmarkedsandele

er registreret i Irland, Luxembourg og Rumænien, mens Grækenland, Finland og Sverige har registreret de største tab. De større økonomier i EU har generelt ikke registreret nogen ændring i markedsandele. Der lader ikke til at være nogen systemisk betingede forskelle mellem nettokreditor- og nettodebitorlande, når det kommer til de seneste års udvikling i eksportmarkedsandele, undtagen i 2016 hvor nettodebitorlandene klarede sig lidt bedre.

Fig. 8: Ændring i eksportmarkedsandele, akkumuleret ændring 2011-2016



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Dekomponeringen tager udgangspunkt i shift-share-metoden. De grå søjler viser det bidrag til udviklingen i markedsandele, der skyldes ændringer i eksponeringen for et givet marked. De sorte søjler viser det bidrag til udviklingen i markedsandele, der skyldes ændringer i markedsandele på et givet marked. Ved beregningen er der anvendt data fra BPM6, undtagen for Finland, hvor tallene for eksporten til EU stammer fra nationalregnskaberne. Dataene vedrørende Spanien er delvist utilgængelige.

Tekstboks 1: Euroområdet dimensionen og makroøkonomiske ubalancer

Der skal tages behørigt hensyn til de makroøkonomiske ubalancers indvirkning på euroområdet som helhed. I overensstemmelse med forslagene i rapporten "Gennemførelse af Europas Økonomiske og Monetære Union" af Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi og Martin Schulz fra den 22. juni 2015 og Kommissionens meddelelse af 21. oktober 2015 om "Skridt hen imod en fuldkommen Økonomisk og Monetær Union" indeholder rapporten om varslingsmekanismen fra 2016 en systematisk analyse af, hvordan ubalancerne i landene påvirker euroområdet som helhed, og hvorvidt dette kræver koordinerede politiske løsninger set i lyset af landenes indbyrdes afhængighed.

Det store overskud på de løbende poster i euroområdet har stabiliseret sig. Overskuddet på de løbende poster i euroområdet steg marginalt til et toppunkt på 3,3 % af BNP i 2016 efter at have ligget på 3,2 % af BNP i 2015, og ifølge fremskrivningerne i Kommissionens efterårsprognose 2017 forventes det at blive liggende omkring 3 % frem til 2019, hovedsageligt fordi konjunkturerne i euroområdet er ved at komme på niveau med dets handelspartnere og fordi fordelene i bytteforholdet er ved at ebbe ud¹². Under antagelse af en uændret politik ventes niveauet for overskuddet på de løbende poster i euroområdet at forblive det største i verden. Niveauet vurderes at være højere, end hvad der kan forventes ud fra økonomiske fundamentaler (bl.a. aldring og relativ indkomst pr. indbygger), idet empiriske estimater af normaludviklingen af de løbende poster i euroområdet indikerer et lille overskud på lidt over 1 % af BNP i 2016¹³. På længere sigt kan det store overskud på de løbende poster i euroområdet være en af faktorerne bag det opadgående pres på euroens værdi over for udlandet.

Det vedholdende overskud i euroområdet afspejler, at der er sket en korrektion af de tidligere underskud på de løbende poster, samt at flere lande længe har haft overskud. Kombineret set tegner de store overskud i Tyskland og Nederlandene sig for næsten 90 % af det aktuelle niveau for det samlede overskud i euroområdet (fig. B.1.1). Den kraftige forbedring af saldoen på de løbende poster i euroområdet i årene efter krisen faldt sammen med en brat tilpasning af store underskud over for udlandet efter et omslag i de private finansielle strømme på tværs af grænserne (fig. B.1.2). Den efterfølgende stigning af overskuddet i euroområdet faldt sammen med en varig forbedring af nettodebitorlandenes løbende poster, samtidig med at overskuddene i nettokreditorlandene voksede sig større. Siden 2011 tegner udviklingen i saldoen på Italiens og Tysklands løbende poster sig for omkring 2/3 af stigningen i overskuddet i euroområdet. Den reduktion af overskuddet i euroområdet, der ventes i 2017, skyldes hovedsageligt et fald i Tysklands overskud.

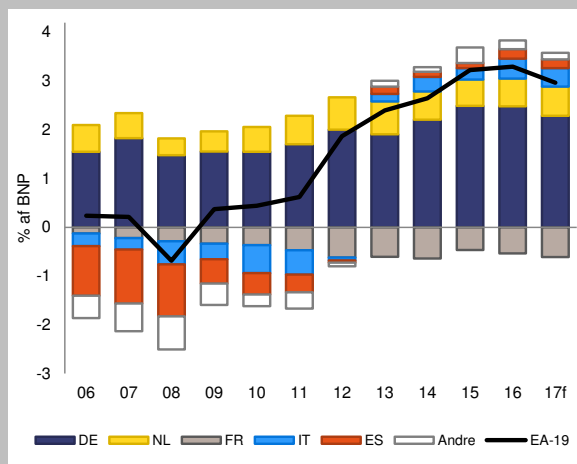
Udviklingen i overskuddet i euroområdet er en følge af, at den indenlandske efterspørgsel halter bagefter den økonomiske aktivitet, og at der fortsat er en solid eksportefterspørgsel. Nettoeksporten er forskellen mellem de samlede indtægter og udgifter og er blot steget siden 2009 og frem til 2016, der var det første år efter krisen, hvor den samlede reale efterspørgsel steg hurtigere end

¹² På basis af nationale regnskabstal for perioden 2017-2019. Der er et sammenfald mellem de nationale regnskabstal og tallene i statistikkerne for betalingsbalancen for 2015 og 2016.

¹³ Benchmarket er fastsat ved simpel lineær regression ved at se på de vigtigste bestemmende faktorer for forholdet mellem opsparing og investeringer, inkl. økonomiske fundamentaler (demografi, ressourcer osv.), politikfaktorer og den globale finansielle situation. Metoden svarer til den metode, der anvendes i IMF's "External Balance Assessment" (Phillips, S. m.fl., 2013, "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IMF Working Paper, 13/272). De væsentligste forskelle består i, at estimaterne bygger på et større prøveudsnit, en lidt anderledes empirisk opgørelse (de forskellige vekselvirkninger af variabelen for aldringens effekt og en supplerende variabel for produktivitetens andel af den skabte værdi), samt enkelte forskelle i definitionen af normaludviklingen (fremskrivninger baseret på et mindre sæt økonomiske nøgletal, navnlig udelukkes variablerne for NIIP og global risikoaversion, og de politiske variabler er fastsat ud fra verdensgennemsnittet). IMF anslår, at normaludviklingen for de løbende poster i euroområdet peger i retning af et lille overskud på omkring 2,7 % af BNP (intern vurdering).

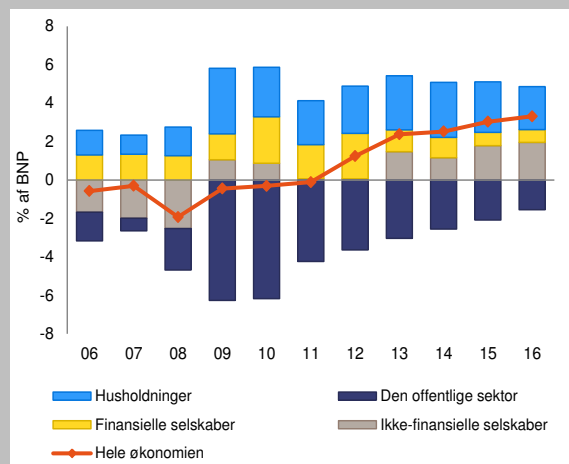
BNP (se fig. B.1.3). Udviklingen i overskuddet afspejler, at efterspørgselsdynamikken har været svag i nettodebitorlandene, mens nettokreditorlandenes betalingsbalancer over for udlandet er steget yderligere fra et allerede positivt udgangspunkt. En vedvarende lav efterspørgsel gav sig udtryk i et produktionsgab i euroområdet, der har været negativt siden 2009, men som ifølge fremskrivningerne i Kommissionens efterårsprognose 2017 ventes at blive positivt i 2018. Denne længerevarende økonomiske stilstand påvirker inflationstallene, som fortsat ligger under de pengepolitiske myndigheders mål. Udviklingen i overskuddet i euroområdet er desuden knyttet til dynamikken i eksporten fra euroområdet, som har grund i en gunstig global efterspørgsel efter europæiske varer og tjenester og en forbedret konkurrenceevne. Fordelene ved euroens kursfald i 2015 har gradvist haft en effekt for handelsbalancen, mens den seneste kursstigning næsten ikke kan spores.

Fig. B.1.1: Løbende poster i euroområdet samlet set og i udvalgte medlemsstater



Kilde: AMECO.

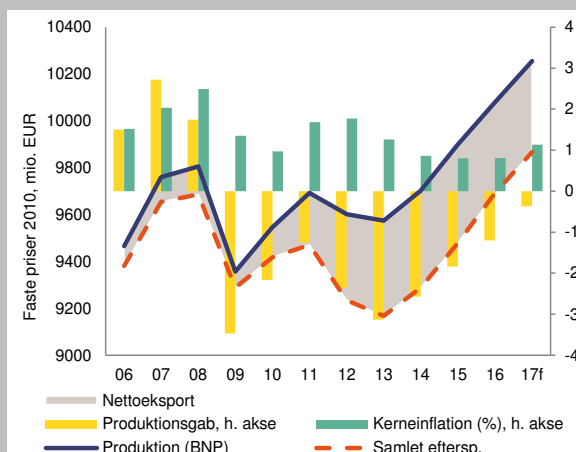
Fig. B.1.2: Fordringserhvervelse, netto, pr. sektor



Kilde: Eurostat.

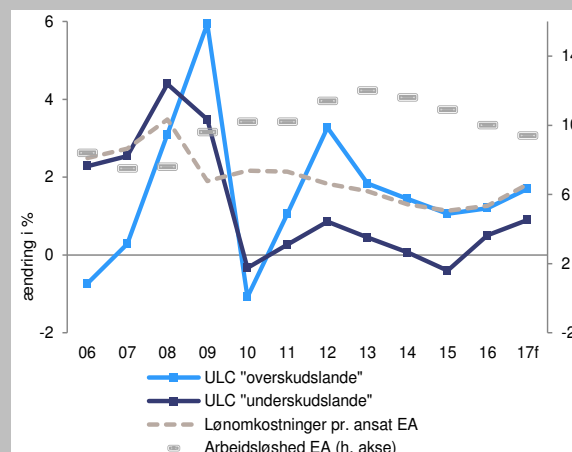
Euroområdets forbedrede stilling over for udlandet er knyttet til en omfattende konsolidering. Samlet set for euroområdet er gælden i husholdningerne, virksomhederne og den offentlige sektor fortsat stor, og der er store forskelle mellem landene. Konsolideringen begyndte efter krisens udbrud og førte til en stigende nettoopsparing i euroområdet som helhed (fig. B.1.2). Den private sektor begyndte tidligt aktivt at nedbringe gælden, dvs. allerede da krisen brød ud omkring 2009, mens de offentlige finanser bidrog hertil ved at udligne effekten på indtægterne. Tallene for nettolångivningen til husholdningerne er i dag dobbelt så høje som i perioden før krisen. Virksomhederne, som normalt har et nettofinansieringsbehov, har haft et opsparingsoverskud siden 2013 og tegner sig i dag for hovedparten af opsparingsoverskuddet i euroområdet, hvilket giver sig udslag i lave investeringer trods de rigelige muligheder for intern finansiering. Selv om dette samlede tal skygger over vigtige forskelle mellem landene, er det også tegn på, at næsten alle eurolande har et opsparingsoverskud. De største opsparingskvoter kan konstateres i Grækenland, Nederlandene og Spanien, mens kun virksomhederne i Luxembourg, Frankrig og Estland var nettolåntagere i 2016. Den offentlige sektor begyndte sin konsolidering i 2011, hvor nettofordringserhvervelsen blev mindre negativ oven på gennemførelsen af politiske tiltag for at stramme budgetterne, som tegnede sig for et betydeligt omfang af stigningen i den samlede nettofordringserhvervelse i euroområdet.

Fig. B.1.3: Output, efterspørgsel, nettoeksport og kerneinflation i euroområdet



Kilde: AMECO

Fig. B.1.4: Arbejdsløshed, lønudvikling og rebalancering af enhedslønomsninger (ULC)¹⁴



Kilde: AMECO

Der skal fortsat arbejdes på at genoprette balance i euroområdet. Lande, der har korrigeret deres store underskud, kendetegnes stadig ved en meget negativ nettostilling over for udlandet kombineret med en stor gæld i den private eller den offentlige sektor, som udgør sårbarheder. For at sikre en afvikling af de store gældsbeholdninger kræver det, at der er ligevægt eller overskud på de løbende poster, hvilket også indebærer en fortsat intern nedgearingsproces. De relative forbedringer af konkurrenceevnen, som nettodebitorlandene begyndte at nyde godt af i 2012, er nu ved at ebbe ud, samtidig med at produktivitetsvæksten er gået i stå (fig. B.1.4).

En øget efterspørgsel og styrket vækst vil kunne bidrage til konsolideringsindsatsen og hjælpe med at genoprette balancen, mens en øget produktivitet og forbedret konkurrenceevne kan understøtte en varig korrektion af ubalancer. I lyset af de stærke indbyrdes forbindelser mellem eurolandene bør der føres en hensigtsmæssig kombination af makroøkonomiske politikker i alle medlemsstaterne, da dette vil understøtte korrektionen af ubalancer og styrke opsvinget. For at dette skal lykkes for nettodebitorlandene, kræver det positive efterspørgselsforhold i nettokreditorlandene i euroområdet og i landene uden for euroområdet. I den forbindelse har det seneste opsving i den nominelle vækst været med til at øge tempoet for nedbringelsen af mængden af nettopassiver over for udlandet i forhold til BNP. Der vil skulle holdes gang i de strukturelle forbedringer af produktiviteten og af konkurrenceevnen, især i nettodebitorlandene, for at understøtte en varig tilpasning og hjælpe med at lette gældsbyrden.

Den private sektors gældskvoté er generelt faldet fra de høje niveauer lige efter krisen, men flere lande kæmper stadig med en overdreven gældsætning. I 2016 lå indikatoren for gælden i den private sektor uden for grænseværdien for 12 medlemsstater – de samme tolv medlemsstater som i forrige års rapport, med undtagelse af Malta, som nu ligger under

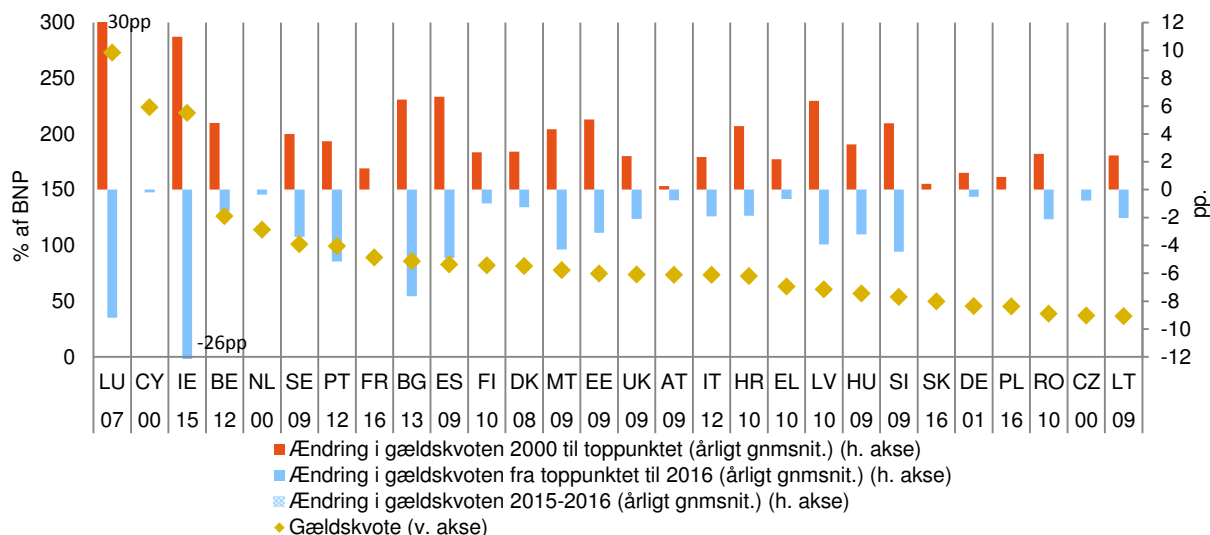
¹⁴ Belgien, Tyskland, Luxembourg, Nederlandene, Østrig og Finland er defineret som overskudslande; de øvrige EA19-lande er underskudslande. Alle overskudslandene havde ligevægt eller overskud på de løbende poster i perioden 1999-2012 (eneste undtagelse er Tyskland og Østrig før 2002 og Finland efter 2010, mens alle underskudslandene havde underskud mellem 2000 og 2012).

grænseværdien. Cypern, Luxembourg, Irland og Nederlandene har registreret de højeste gældskvoter, skønt tallene påvirkes af tilstedeværelsen af store multinationale selskaber eller offshore-centre. Danmark, Sverige, Belgien, Portugal og Det Forenede Kongerige tegner sig for de næsthøjeste værdier med en gæld i den private sektor, der udgør mere end 160 % af BNP.

Husholdningernes og virksomhedernes relative bidrag til de høje gælds niveauer varierer mellem medlemsstaterne. Hvad angår Luxembourg, Irland og i mindre grad Belgien er det navnlig de høje gældskvoter blandt de ikke-finansielle selskaber, der skiller sig ud i et tværnationalt perspektiv. I Danmark og Det Forenede Kongerige er det derimod husholdningerne, der tegner sig for størsteparten af den store gæld. Cypern, Nederlandene og Portugal registrerer tilsvarende høje gælds niveauer i både virksomhederne og husholdningerne. Overordnet set kan forskellene i mængden af gæld på tværs af landene i vid udstrækning tilskrives underliggende økonomiske faktorer, som kan retfærdiggøre en ophobning af gæld, bl.a. udsigter til vækst og investering, restriktioner på privat opsparing og finansiell udvikling. Samtidig bør risiciene i forbindelse med en stor gæld ses i forhold til det enkelte lands vækstopotential, finanssektorens modstandsdygtighed, samt hvilken valuta gælden er denomineret i, samtidig med at der tages hensyn til værdien, likviditeten, volatiliteten og fordelingen af de underliggende aktiver.

Den private sektors gælds nedbringelse er ikke foregået i samme tempo i alle medlemsstater og stemmer ikke altid overens med konsolideringsbehovet. Gælds niveauet i den ikke-finansielle private sektor steg betydeligt i tiden op til finanskrisen og er siden kun faldet marginalt i de fleste tilfælde. I de fem lande, som har registreret den højeste gældskvote for ikke-finansielle selskaber (Luxembourg, Cypern, Irland, Belgien og Nederlandene), er gælds nedbringelsen gået i stå, eller tendensen er vendt inden for de sidste to år, mens Frankrig stadig mangler at påbegynde sin konsolidering (fig. 9). I modsætning hertil er gælds nedbringelsen blandt de ikke-finansielle selskaber fortsat i et hurtigt tempo i Sverige, Portugal, Bulgarien og Spanien, som også døjede med høje gældskvoter. I nogle lande, som ikke har været bebyrdet af en stor gæld, bl.a. Letland, Ungarn og Slovenien, er gælds nedbringelsen blandt de ikke-finansielle selskaber foregået hurtigt, og tempoet er steget over de sidste to år. Husholdningernes belåningsgrad er i de sidste to år faldet i de tre medlemsstater, hvor husholdningerne var aller mest gældsatte (Danmark, Cypern og Nederlandene), såvel som i andre gældsplagede lande såsom Portugal, Spanien og Grækenland (fig. 10). Husholdningernes konsolidering er imidlertid gået i stå i Det Forenede Kongerige, og de relativt høje gældskvoter i Sverige og Finland er steget yderligere.

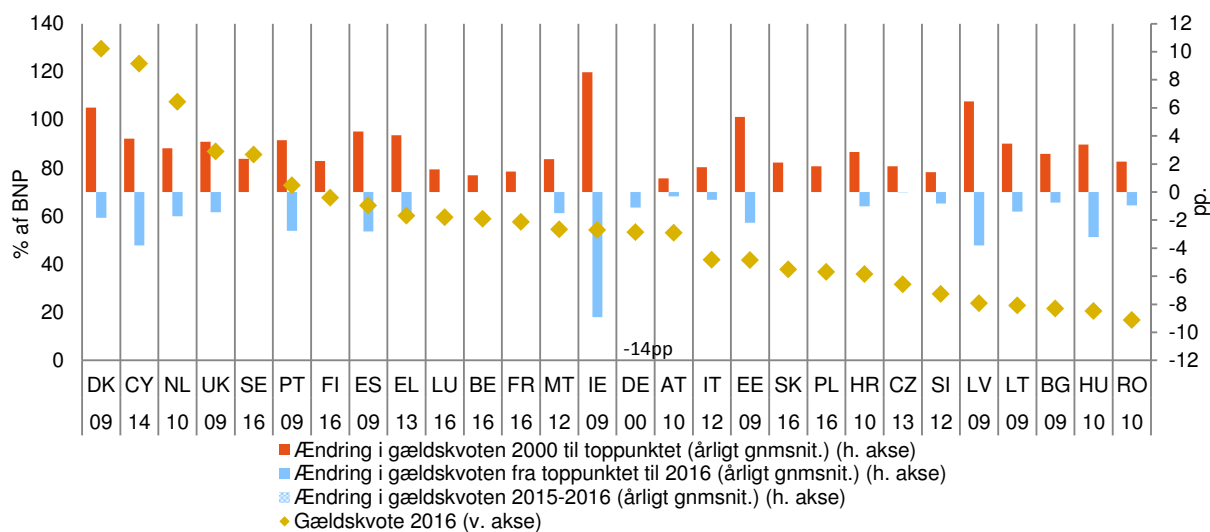
Fig. 9: Konsolideringstempo — ikke-finansielle selskaber



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Årstallet under landekoderne angiver det øvre vendepunkt. Stigningen til det øvre vendepunkt er beregnet på grundlag af et andet udgangsårsår end 2000 for LU (2001), PL (2002), MT (2003) og LV (2003). Bygger på data om konsolideret gæld.

Fig. 10: Konsolideringstempo — husholdninger



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Årstallet under landekoderne angiver det øvre vendepunkt. Stigningen til det øvre vendepunkt er beregnet på grundlag af et andet udgangsårsår end 2000 for LU (2002), PL (2003), MT (2004) og LV (2004). Bygger på data om konsolideret gæld.

Kreditstrømmene stiger kraftigere blandt husholdningerne end blandt virksomhederne, hvilket tyder på forskelle i konsolideringsformen og investeringsdynamikken.

Overordnet set er kreditstrømmene i den private sektor fortsat relativt beskedne, og ingen af medlemsstaternes variabler overstiger grænseværdien i 2016. I løbet af de senere år er gældsnedbringelsen i husholdningerne i lyset af den genoptagne vækst primært blevet drevet af reduktioner af gældskvoterne som følge af en styrket BNP-vækst ("passiv

gældsnedbringelse"), mens der kun er observeret en "aktiv" gældsnedbringelse gennem negative kreditstrømme i husholdningerne i nogle af de lande, der blev allerhårdest ramt af den økonomiske og finansielle krise, dvs. Cypern, Irland, Portugal, Spanien og Grækenland (fig. 11a). I 12 medlemsstater har husholdningerne faktisk øget deres låntagning i det seneste år, herunder i lande med høje gælds niveauer såsom Det Forenede Kongerige, Sverige og Finland. Kreditstrømmene til virksomhederne har generelt været længere om at blive genoptaget, hvilket er tegn på, at virksomhederne er i færd med at konsolidere sig i mere end to tredjedele af medlemsstaterne, og metoden lader til at være ligeligt fordelt mellem aktiv og passiv gældsnedbringelse (fig. 11b). Virksomhedernes aktive gældsnedbringelse er typisk forbundet med nedsatte investeringer (fig. 12), hvilket understreger betydningen af den tilbageværende gældsbyrde for de ikke-finansielle selskabers ringe investeringskvote i perioden efter krisen.

Fig. 11a: Dekomponering af ændringerne i husholdningernes gældskvot (1. kvartal 2017)

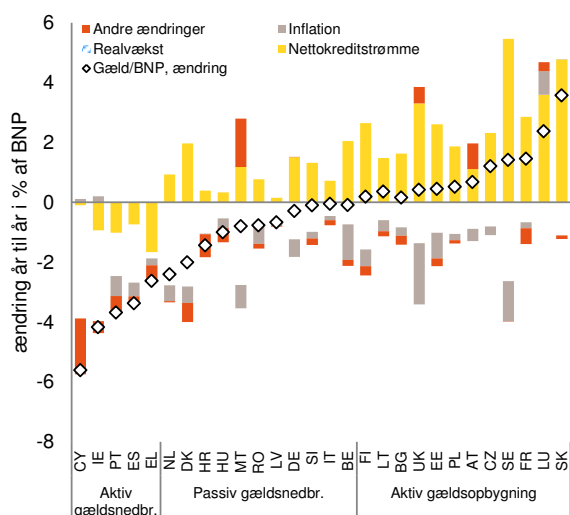
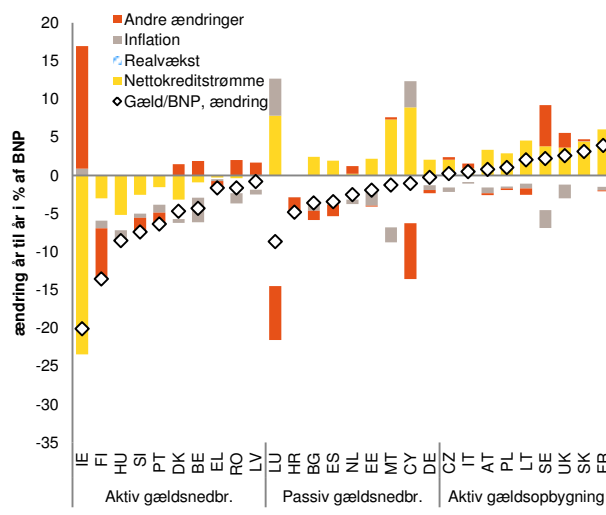


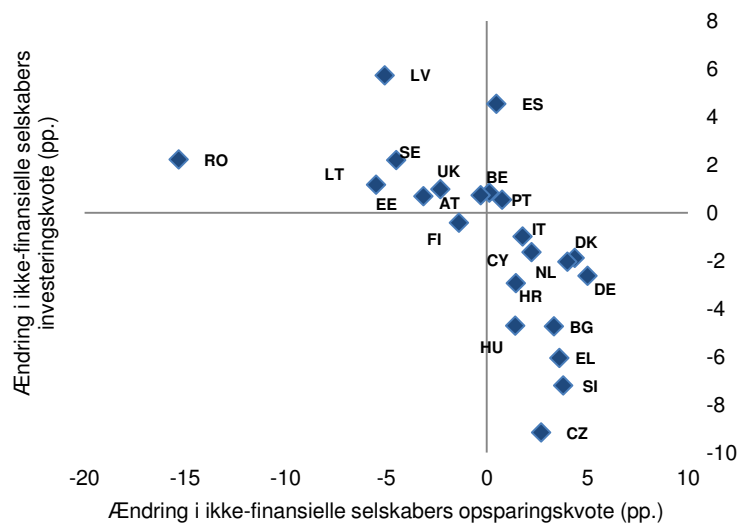
Fig. 11b: Dekomponering af ændringerne i de ikke-finansielle selskabers gældskvot (1. kvartal 2017)



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Figurene viser udviklingen i gældskvoten opdelt på fire komponenter: kreditstrømme, vækst i realt BNP, inflation og andre ændringer. Aktiv gældsnedbringelse består i en netto tilbagebetaling af gæld (negative nettokreditstrømme), hvilket typisk fører til en nominel nedgang i sektorens balance, som alt andet lige påvirker den økonomiske aktivitet og aktivmarkederne negativt. Passiv gældsnedbringelse indebærer derimod, at positive nettokreditstrømme opvejes af en højere nominel BNP-vækst, hvilket fører til en gradvis nedgang i gældskvoten. Der er tale om en aktiv gældsopbygning, når de positive kreditstrømme overstiger den nominelle BNP-vækst. For CY vedrører dataene for de ikke-finansielle selskaber 3. kvartal 2016

Fig. 12: Ændringer i de ikke-finansielle selskabers investeringskvote og opsparingskvote i årene efter at gælden har nået sit toppunkt



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Udsnippet af lande er begrænset til de lande, for hvilke der findes data, og for hvilke de ikke-finansielle selskabers gældskvotende nåede toppunktet før 2016.

Banksektoren i EU står stadig over for udfordringer relateret til ringe rentabilitet og store beholdninger af misligholdte lån i nogle lande. Væksten i finanssektorens passiver stiger i de fleste medlemsstater, men indikatoren ligger dog generelt et godt stykke under grænseværdien¹⁵. De fleste medlemsstater har i de senere år konstateret visse forbedringer af bankernes rentabilitet, kapitalprocenter, beholdning af misligholdte lån og kreditstrømme. Navnlig er der sket en kraftig forbedring i bankernes værdiansættelse fra medio 2016 til medio 2017, som kan tilskrives forventningerne om højere renter og stejlere rentekurver. Rentabiliteten er imidlertid stadig under pres i lyset af de lave renter og forældede forretningsmodeller. I nogle medlemsstater kan der konstateres en kombination af lav rentabilitet, kapitalprocenter, der ligger i den lave ende af fordelingsspektret, samt store beholdninger af misligholdte lån. Det gælder især Grækenland, Cypern, Italien og Portugal (fig. 13 og 14).

¹⁵ Ungarn udgør en undtagelse, skønt den kraftige observerede stigning i finanssektorens passiver i 2016 kan tilskrives en bestemt transaktion med begrænset makroøkonomisk effekt.

Fig. 13: Bankernes rentabilitet og kapitalprocenter

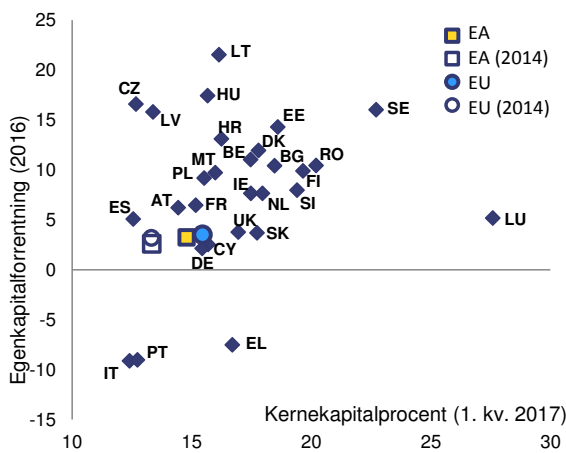
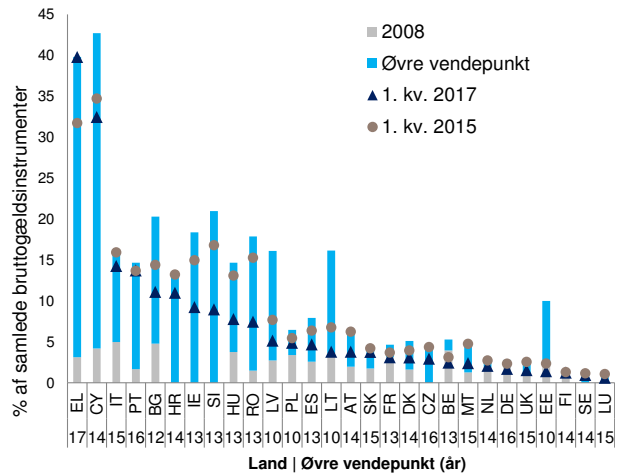


Fig. 14: Misligholdte lån



Kilde: ECB, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: For CZ, HR, SE og SI findes der ingen bruttodata om misligholdte gældsinstrumenter for 2008. I fig. 13 vedrører datapunktet 1. kv. 2015 for BG 4. kv. 2014 og for CZ 1. kv. 2016.

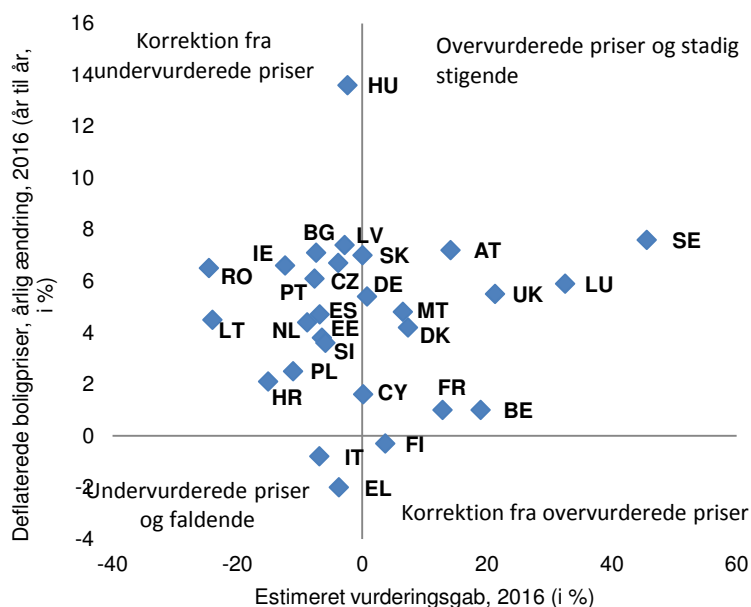
Beholdningerne af misligholdte lån falder fortsat over hele EU, men den er stadig stor i adskillige medlemsstater. Andelen af misligholdte lån aftager i alle medlemsstater med store kvoter, undtagen i Grækenland. Dette fald i andelen af misligholdte lån er imidlertid kun for nylig begyndt i Portugal og Italien (fig. 14). Uanset den nedadgående tendens har adskillige lande stadig en stor beholdning af misligholdte lån. Navnlig kæmper Grækenland og Cypren stadig med en andel af misligholdte lån på over 30 % af den samlede lånemasse, mens Italien og Portugal kan konstatere en andel af misligholdte lån tæt på 14 %. Beholdningerne af misligholdte lån i Bulgarien, Irland, Kroatien og Slovenien udgør omkring 10 % af den samlede lånemasse.

De aktuelle stigninger i de reale boligpriser i EU er bredt funderede, hvilket afspejler en genrejsning efter den forudgående nedtur, men kan også potentielt føre til øgede overevalueringer i nogle tilfælde. De reale boligpriser steg i 25 medlemsstater i 2016, og variableerne ligger uden for grænseværdien for Bulgarien, Tjekkiet, Irland, Letland, Ungarn, Østrig, Portugal, Rumænien, Slovakiet og Sverige. Det er fire lande mere end sidste år, og sammensætningen er også anderledes, idet kun Irland, Ungarn og Sverige har ligget uden for grænseværdierne i begge år¹⁶. Grækenland, Italien og Finland er de eneste, der har oplevet fald i de reale boligpriser, som for de to sidstnævntes vedkommende er fortsat i 2017 og bidrager til det aktuelle negative vurderingsgab (fig. 15). I adskillige andre medlemsstater har stigningerne i reale boligpriser lagt et øget pres på et boligmarked, der allerede er præget af overvurdering. Spændingerne er især synlige i Sverige og i mindre grad i Det Forenede Kongerige, Luxembourg og Østrig, hvor de kraftige stigninger i de reale boligpriser i 2016 kom oveni et anslået overvurderingsgab. Hvad angår Østrig og Det Forenede Kongerige viser

¹⁶ I november 2016 udsendte Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) landespecifikke advarsler vedrørende de mellemsigtede sårbarheder i boligsektoren til otte EU-medlemsstater (Østrig, Belgien, Danmark, Finland, Luxembourg, Nederlandene, Sverige og Det Forenede Kongerige).

de kvartalsmæssige data imidlertid, at dynamikken i boligpriserne er aftaget i 2017. I Sverige og Det Forenede Kongerige, såvel som i Danmark, falder de overvurderede boligpriser sammen med store gælds niveauer i husholdningerne. I nogle tilfælde kan der konstateres en kraftig prisdynamik i lande, der kun er præget af små (under)vurderingsgab. Det gælder Ungarn, Bulgarien, Letland, Tjekkiet og Slovakiet, hvor stigningerne i de reale boligpriser er fortsat ind i 2017, og hvor der kan være en tiltagende risiko for overvurdering. I Nederlandene falder en længerevarende boligprisdynamik sammen med en stor gæld i husholdningerne. I nogle medlemsstater er den vedvarende prisdynamik forbundet med en realkreditdynamik, hvilket peger i retning af risiko for overophedning som følge af øget långivning. Det er navnlig tilfældet i Slovakiet og Rumænien, hvor væksten i realkreditlån lå over 10 % i 2016, skønt dette foregår i en situation med lav gæld i husholdningerne. Der bør derfor fortsat holdes et vågent øje med den stigende vækst i boligpriserne i en række EU-lande i lyset af muligheden for, at der opstår flere lommer af makrofinansielle risici, og i betragtning af relevansen heraf for ressourceallokeringen og prisoverkommeligheden.

Fig. 15: Ændringer i boligpriserne og vurderingsgab i 2016



Kilde: Eurostat, ECB, BIS, OECD og beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Overvurderingsgabets størrelse er anslået på basis af et gennemsnit af tre enheder: afvigelser i pris-/indkomstknoten og pris-/lejeknoten i forhold til deres langsigtede gennemsnit samt de grundlæggende modelværdier.

De offentlige gældskvoter har nu nået deres toppunkt i næsten alle medlemsstater, men gælden er fortsat stor i de fleste lande. Variable oversteg grænseværdien for 16 medlemsstater i 2016 i forhold til 17 lande i rapporten fra sidste år. For ni af disse medlemsstater udgør den offentlige gæld mere end 60 % af BNP og er kombineret med en privat gæld, der også overskrider grænseværdien, hvilket er tegn på behov for en generel konsolidering i hele økonomien. Den offentlige gældskvoter har generelt bevæget sig i en nedadgående retning i de medlemsstater, der registrerede den største offentlige gæld, med undtagelse af Frankrig og Italien. Gældsnedbringelsen foregår imidlertid ofte i et beskedent tempo: Blandt de ti medlemsstater med den største offentlige gæld, er det kun Grækenland, Cypern og Østrig, der ventes at nedbringe deres gældskvoter med mindst 10 procentpoint mellem udgangen af 2016 og frem til 2019. Blandt medlemsstater med lavere gælds niveauer

ventes Rumæniens og Luxembourgs gældskvote at stige. Overordnet set foregår konsolideringen i den offentlige sektor i lyset af den gradvise forbedring af landenes budgetstillinger i de seneste år og den nyligt genoptagne vækst. Det giver anledning til en begyndende nedbringelse af den offentlige gældskvote til trods for den mere lempelige budgetpolitik i en række lande.

Tekstboks 2: Udvikling i beskæftigelsen og andre sociale aspekter

Der var fortsat fremgang på arbejdsmarkedene i EU i 2016 og første halvdel af 2017, idet arbejdsløsheden faldt yderligere, og forskellene i EU er snævret ind fra et højt niveau. Det igangværende opsving med en høj beskæftigelse har været med til at forbedre de sociale forhold med opbakning i et fald i andelen af personer, der er i risiko for fattigdom eller social eksklusion, som følge af en reduktion af omfanget af husholdninger med lav arbejdsintensitet og alvorlige materielle afsavn, mens den (pengebaserede) sats for risikoen for fattigdom er blevet stabiliseret. Mange medlemsstater er stadig udfordrede med hensyn til omfanget af social nød, hvilket kan have negative virkninger for den potentielle BNP-vækst og konsekvenser for korrektionen af makroøkonomiske ubalancer, som fortjener nøje opmærksomhed. Den nyligt annoncerede europæiske søjle for sociale rettigheder kan fungere som rettesnor for de foranstaltninger, der træffes for at imødegå disse udfordringer, og fremme en opadgående social konvergens i EU.

I 2016 faldt arbejdsløsheden yderligere, skønt den stadig var høj og selv meget høj i adskillige EU-lande. Fra 2015 til 2016 steg den kun i to lande, nemlig Østrig og Estland, men dog fra et allerede lavt niveau. Der har været størst fremgang i de lande, som havde den største arbejdsløshed (et fald på 2 procentpoint eller derover i Kroatien, Cypern og Spanien). Alligevel lå ni medlemsstater (Grækenland, Spanien, Frankrig, Kroatien, Italien, Cypern, Letland, Portugal og Slovakiet) over grænseværdien med et gennemsnit på 10 % over de seneste tre år — et fald fra 12 medlemsstater i de to foregående rapporter. Arbejdsløsheden i 2016 lå desuden stadig over niveauet i 2008 i ca. to tredjedele af medlemsstaterne. Med 8,6 % og 10 % i henholdsvis EU og euroområdet lå arbejdsløsheden omkring 2 procentpoint under toppunktet i 2013, men dog stadig henholdsvis 1,6 og 2,4 procentpoint over niveauet i 2008. Arbejdsløsheden er fortsat i støt nedadgående retning i første halvdel af 2017, og faldt således til 7,7 % og 9,1 % i midten af 2017 i henholdsvis EU og euroområdet.

Beskæftigelsen og beskæftigelsesfrekvensen er steget i næsten alle medlemsstater og har således fortsat de senere års positive udvikling. Beskæftigelsesfrekvensen (20-64-årige) nåede op på 71,1 % i 2016 i EU som helhed, og er således nået over toppunktet før krisen på 70,3 % i 2008. Beskæftigelsesfrekvensen er fortsat med at stige i andet kvartal af 2017 og har nået et rekordhøjt niveau på 72,2 %. I absolutte tal kunne kun Rumænien og Letland registrere et fald i antallet af beskæftigede personer i 2016.

Erhvervsfrekvensen er steget næsten overalt i EU. Kun to lande har registreret et fald i erhvervsfrekvensen over de seneste tre år: Faldet i Cypern er lige på niveau med grænseværdien på -0,2, mens det i Spanien oven i købet lå under (-0,1). Samlet set lå erhvervsfrekvensen i EU og i euroområdet i 2016 på henholdsvis 72,9 % og 72,9 %, dvs. 2,6 og 2,1 procentpoint over niveauet i 2007. Denne stigning kan primært tilskrives en øget arbejdsmarkedsdeltagelse blandt de ældre og kvinderne.

Langtidsledigheden begyndte først at blive forbedret lidt længere inde i opsvinget, men i 2016 kunne der allerede spores forbedringer i næsten alle medlemsstaterne. Kun i to lande er langtidsledigheden mindst 0,5 procentpoint højere end for tre år siden (grænseværdien i resultattavlen): I Østrig steg den til 1,9 % og i Finland med 2,3 %. Grækenland (17 %) og Spanien (9,5 %) har den højeste langtidsledighed.

Ungdomsarbejdsløsheden er faldet i alle EU-landene i de tre år op til 2016, med undtagelse af Luxembourg (hvor stigningen på 2,2 procentpoint ligger en anelse over grænseværdien på 2 procentpoint), og i mindre grad i Østrig og Finland. I samme periode blev der registreret fald på 10 procentpoint eller mere i nogle af de lande, der havde den højeste procent (bl.a. Grækenland, Ungarn, Spanien og Kroatien) samt i Bulgarien og Slovakiet. Ungdomsarbejdsløsheden ligger stadig over 30 % i Kroatien, Grækenland, Italien og Spanien, mens andelen af unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse, stadig ligger over 15 % i Bulgarien, Kroatien, Cypern, Grækenland, Italien og Rumænien.

De sociale forhold giver stadig anledning til bekymring i flere EU-lande. Andelen af personer, der er i risiko for fattigdom eller social udstødelse, faldt i ca. halvdelen af EU-landene, ofte kun med små marginer, mellem 2015 og 2016¹⁷. I 2016 var knap en fjerdedel af EU's befolkning truet af fattigdom eller social udstødelse. Der kan konstateres betydelige forskelle mellem medlemsstaterne, fra en andel på omkring 40 % i Bulgarien og Rumænien efterfulgt af Grækenland med en andel på over 35 %, til en andel på omkring 13 % i Tjekkiet og 17 % i Danmark, Finland og Nederlandene. Luxembourg og Rumænien registrerede nogle af de største stigninger i andelen af personer i risiko for fattigdom eller social udstødelse mellem 2015 og 2016, hvorimod Ungarn, Letland og Malta udviste de mest markante fald. Samtidig er husholdningernes disponible indkomst steget, skønt den endnu ikke er nået op på niveauet i 2008 i faste priser i mange medlemsstater.

Den overordnede udvikling i andelen af personer, der er i risiko for fattigdom eller sociale udstødelse, afspejler en forskellig udvikling i de forskellige komponenter. Skønt andelen af personer i risiko for fattigdom faldt i de fleste medlemsstater i 2016, var den steget i størsteparten af EU-landene i de foregående år: De største stigninger over tre år i andelen af personer i risiko for fattigdom blev registreret i Estland, Letland, Nederlandene og Rumænien, hvorimod der blev registreret et betydeligt fald i Grækenland (dog fra et niveau over gennemsnittet). Til gengæld er andelen af personer, som lider alvorlige materielle afsavn, faldet over de sidste tre år, og også i 2016 alene, i næsten alle EU-medlemsstaterne: Den faldt med over 10 procentpoint over tre år i Bulgarien, Ungarn og Letland. Skønt opsvinget i de fleste EU-lande har forårsaget et fald i andelen af personer (under 60 år), som lever i husholdninger med en meget lav arbejdsintensitet, især i Ungarn, Portugal, Letland og Estland, er andelen stadig steget i nogle lande i 2016, navnlig Litauen, Finland, Grækenland og Rumænien.

Generelt set kan der i en række medlemsstater konstateres risici og sårbarheder som følge af krisens eftervirkninger og/eller aktuelle tendenser. Der er stor forskel mellem medlemsstaterne for så vidt angår situationens alvor og nødvendigheden af hurtigt at finde frem til passende politiske løsninger, afhængigt af sårbarhedernes eller trendernes karakter, og af om de er koncentreret i en enkelt eller flere sektorer af økonomien.

- En række medlemsstater er påvirket af mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder relateret til mængder. Det gælder bl.a. de lande, der blev hårdest ramt af de kraftige kreditudsving – ofte i forbindelse med likviditets- og solvensproblemer i deres banksektor – og de kraftigste ændringer af betalingsbalancens løbende poster. Hvad angår Cypern, Grækenland¹⁸ og Portugal falder en stor gæld i den private sektor sammen med en stor offentlig gæld, meget negative nettostillinger over for udlandet og tilbageværende udfordringer i banksystemet. Disse lande har stadig et betydeligt behov for gældsnedbringelse i en situation med et begrænset finanspolitisk råderum, høj (men dog faldende) arbejdsløshed og en beskeden nominel vækst. Bulgarien,

¹⁷ Indikatoren for risiko for fattigdom og social udstødelse angiver den andel af personer, der kan betegnes som sårbare på grundlag af mindst én ud af tre sociale indikatorer: 1) risiko for fattigdom betegner personer med en disponibel indkomst (justeret efter husholdningens sammensætning) på under 60 % af den nationale medianindkomst, 2) alvorlige materielle afsavn defineres ud fra indikatorer for manglende midler, dvs. ud fra antallet af personer, der må klare sig uden 4 ud af 9 grundlæggende goder, 3) personer, der lever i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet, er personer i alderen 0-59 år, der lever i husholdninger, hvor de voksne (18-59 år) i det foregående år har udført arbejde svarende til under 20 % af deres samlede arbejdspotentialer.

¹⁸ For Grækenlands vedkommende foregår overvågningen af ubalancer og af de korrigerende foranstaltninger inden for rammerne af programmet for finansiel bistand og ikke som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Kroatien, Irland, Slovenien og Spanien påvirkes også af mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder, som med Bulgariens mulige undtagelse også er præget af en betydelig mængdebaseret ubalance. Disse lande har dog hurtigere formået at sætte ind mod disse udfordringer end førnævnte lande.

- I enkelte medlemsstater skyldes sårbarhederne hovedsageligt en stor gæld i den offentlige sektor og betæneligheder vedrørende den potentielle produktivitetsvækst og konkurrenceevnen. Det gælder navnlig Italien, hvor sårbarhederne også er knyttet til banksektoren og navnlig den store mængde af misligholdte lån. Belgien og Frankrig står også over for udfordringer med hensyn til en stor offentlig gæld og den potentielle vækst, men er dog ikke ramt af de samme potentielle risici i forbindelse med sårbare banker.
- Nogle medlemsstater er kendetegnet ved store og vedvarende overskud på de løbende poster, som giver sig udtryk i en stærk konkurrenceevne, men som også i varierende grad afspejler et afdæmpet privat forbrug og lave investeringer. Det er navnlig tilfældet i Danmark, Tyskland og Nederlandene samt Sverige. Hvad angår Tyskland er dette kombineret med en gældsnedbringelse i alle sektorer af økonomien, selv om niveauet ikke er højt relativt set. De store og vedvarende overskud kan indebære tabte vækstmuligheder og forbigåede nationale investeringsmuligheder. Desuden har den svage samlede efterspørgsel konsekvenser for resten af euroområdet i en situation med stillestående vækst og en inflation, der ligger under målet.
- I nogle medlemsstater udviser udviklingen i pris- eller omkostningsvariablerne mulige tegn på overophedning, navnlig på bolig- eller arbejdsmarkedet. I Sverige såvel som i Østrig, Danmark, Luxembourg, Nederlandene og Det Forenede Kongerige vedrører prispresset primært boligsektoren kombineret med en betydelig gæld i husholdningerne. I Estland, Ungarn, Letland, Litauen og Rumænien stiger enhedslønomkostningerne fortsat relativt kraftigt, mens priskonkurrenceevnen er på vej nedad. I disse lande, og navnlig i Rumænien men også i Ungarn, kan de tiltagende enhedslønomkostninger tilskrives en procyklisk finanspolitik, som risikerer at forværre risikoen for overophedning.

Overordnet set er der anledning til at udarbejde dybdegående undersøgelser for 12 medlemsstater: Bulgarien, Cypern, Frankrig, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Slovenien, Spanien, Sverige og Tyskland. Alle disse lande var genstand for en dybdegående undersøgelse i det foregående forløb, hvor der i alt blev foretaget 13 dybdegående undersøgelser. Skønt antallet af medlemsstater, for hvilke der skal foretages en dybdegående undersøgelse, er faldet en anelse i forhold til sidste år, er der nye mulige trusler under opbygning i en række lande, for hvilke der på nuværende tidspunkt ikke er grund til at foretage en dybdegående undersøgelse, men som der fortsat vil blive holdt et vågent øje med som anført i afsnit 3. Sammenlignet med rapporten om varslingsmekanismen 2017 kan der konstateres fremskridt med hensyn til at rette op på ubalancerne i nettodebitorlandene, og der har generelt også været fremgang i arbejdsmarkeds- og vækstbetingelserne. Det er gjort mere blandede fremskridt med hensyn til håndteringen og forebyggelsen af ubalancer i forbindelse med interne dynamikker og sektorbestemte gældsbyrder. Eftersom tilpasningen af de eksterne og interne mængdebaserede ubalancer foregår langsomt, giver de anledning til risici og sårbarheder i mange medlemsstater og lægger en dæmper på investeringsudsigterne og det økonomiske opsving. Hvis der ikke gøres noget for at fremme de mere langsigtede drivkræfter for væksten såsom investeringer, produktivitet og beskæftigelse, kan de forbedrede konjunkturer vise sig ikke at være tilstrækkelige til at bringe de aktuelle ubalancer

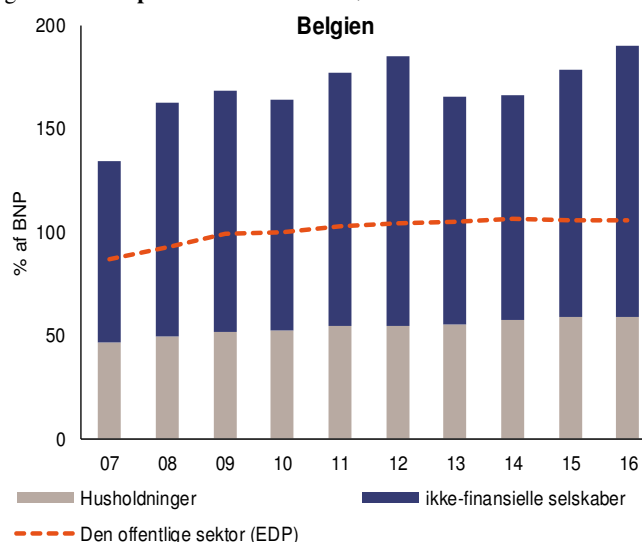
tilbage på et forsvarligt niveau. Samtidig bidrager konjunkturopsvinget til en opbygning af et pris- eller udgiftspres samt pres på boligmarkedet i bestemte områder, som kræver en nøjere overvågning i nogle lande.

3. UBALANCER, RISICI OG TILPASNING: LANDESPECIFIKKE BEMÆRKNINGER

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

Den bæredygtige stilling over for udlandet understøttes af en meget gunstig nettostilling over for udlandet og en saldo på de løbende poster, der er tæt på ligevægt. Efter at have registreret gevinster i 2016 er det akkumulerede tab af eksportmarkedsandele blevet væsentligt reduceret. Der har kun været en afdæmpet udvikling i de nominelle enhedslønsmkostninger, men de ventes på sigt at begynde at stige. Gælden i den private sektor er relativt stor, særligt i de ikkefinansielle selskaber — dog er den udbredte praksis for koncernintern finansiering med til at hæve tallene. Risiciene i forbindelse med gælden i husholdningerne kan

Fig. A1: Gæld på tværs af sektorer i økonomien



Kilde: Eurostat

primært henføres til boligmarkedet. De reale boligpriser har ligget forholdsvis stabilt i de senere år, hvilket betyder, at der ikke er sket nogen korrektion for de kraftige stigninger, der blev registreret før 2008. Den offentlige gæld ventes langsomt at falde fra et højt niveau og udgør stadig en betydelig udfordring for holdbarheden i de offentlige finanser på lang sigt. Det offentlige forbrug er stagnerende som følge af den igangværende konsolidering af de offentlige finanser. Der er fortsat en stærk jobskabelse, og langtidsledigheden såvel som den høje og vedholdende ungdomsledighed er på vej nedad.

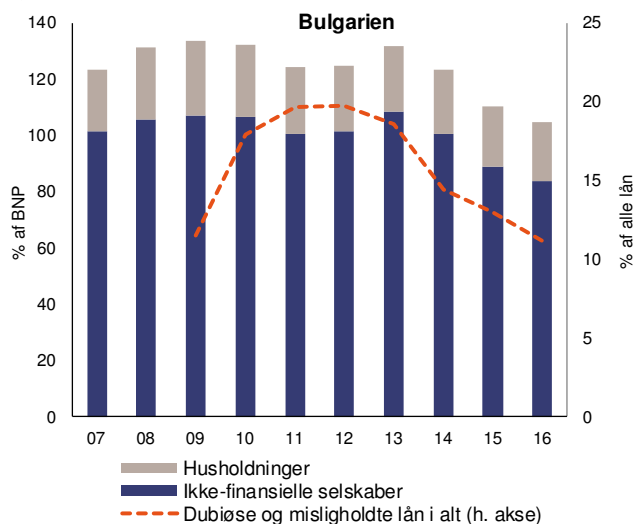
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den offentlige gæld, skønt de dertil knyttede risici fortsat er begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Bulgarien: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Bulgarien befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, der især vedrører sårbarheder i finanssektoren kombineret med en stor gældsætning i virksomhederne, samtidig med at der endnu ikke er sket en fuldstændig tilpasning af arbejdsmarkedet. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet og væksten i de reale boligpriser.

Den negative nettostilling over for udlandet ligger fortsat over grænseværdien, men er løbende blevet forbedret, efter at de løbende poster er begyndt at udvise et stort overskud. Den negative nettostilling over for udlandet skyldes overvejende nettopassiver i form af udenlandske direkte investeringer, hvilket mindsker de eksterne risici og afspejler, at landet er

ved at komme på omgangshøjde med de øvrige lande. Forbedringen af stillingen over for udlandet understøttes af de gevinster i eksportmarkedsandele, der er registreret i løbet af de senere år. Gælden i den private sektor vækker stadig bekymring, navnlig gælden i de ikke-finansielle selskaber, som fortsat tegner sig for en stor andel af misligholdte lån til trods for den igangværende konsolidering. De reale boligpriser steg kraftigt i 2016 og kræver nøje overvågning. Der er taget små skridt til at få bugt med sårbarhederne i finanssektoren. Alligevel, og til trods for de gunstige makroøkonomiske forhold, indebærer den svage styring, aktivernes ringe kvalitet og et mangelfuldt tilsyn, at sektoren stadig ikke kan fungere optimalt. Der foregår en genopretning af arbejdsmarkedet, og arbejdsløsheden ventes at falde i løbet af prognoseperioden. De vedvarende strukturelle udfordringer, bl.a. den store langtidsledighed samt kvalifikations- og kompetencemismatch, fører imidlertid til en underudnyttelse af den menneskelige kapital og hæmmer beskæftigelsen. I mellemtiden ventes løn- og arbejdsomkostningerne at stige på sigt, hvilket primært skyldes et manglende udbud i visse sektorer og planer om at hæve mindstelønnen yderligere mellem 2018 og 2020.

Fig. A2: Privat gæld og misligholdte lån



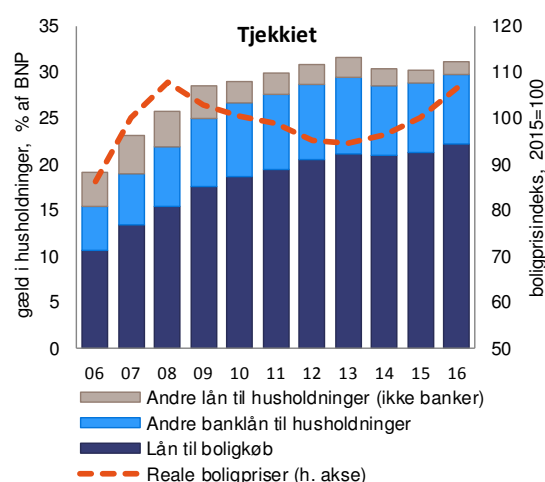
Kilde: Eurostat og ECB

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres tilbageværende sårbarheder i økonomien, bl.a. i finanssektoren. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Tjekkiet: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Tjekkiet i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligger indikatoren for væksten i reale boligpriser uden for den vejledende grænseværdi.

Der er sket en løbende forbedring af de løbende poster, som nu udviser et mindre overskud. Nettostillingen over for udlandet er blevet styrket, delvist som følge af politikken for opretholdelse af den nedre kurs over for euroen, som imidlertid blev ophævet i april 2017. Der er registreret gevinster i eksportmarkedsandele. De nominelle enhedslønsmkostninger er steget, hovedsageligt som følge af en stærk lønvækst,

Fig. A3: Gæld i husholdninger og boligprisindeks



Kilde: Eurostat og ECB

som ifølge fremskrivningerne ventes at tage yderligere til, efterhånden som arbejdsmarkedet bliver strammere. Væksten i de reale boligpriser steg yderligere, og indikatoren ligger nu uden for grænseværdien, hvilket giver anledning til nærmere overvågning. Den onde cirkel mellem boligpriser og omfanget af realkreditgæld er øget. Gælden i den private sektor steg en anelse i 2016, men ligger fortsat inden for grænseværdien. Banksektoren, som i vid udstrækning er udenlandsk ejet, er forblevet stabil, til trods for at finanssektorens forpligtelser steg betydeligt i 2016. Arbejdsløsheden er fortsat med at falde og er meget lav.

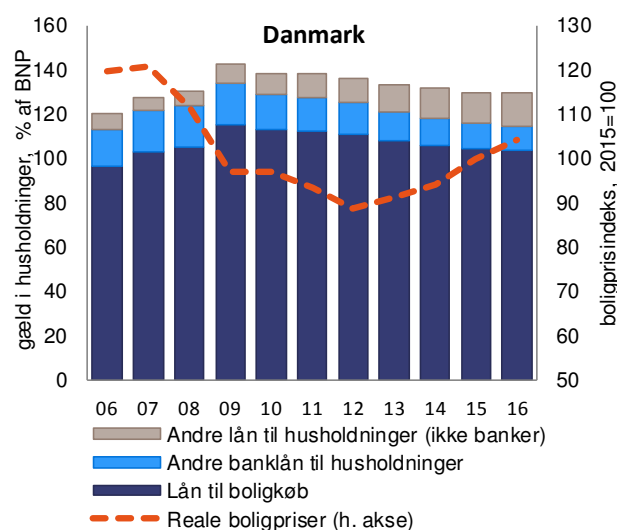
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til mulige interne risici, som dog er begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

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

De løbende poster udviser fortsat et stort overskud, hvilket afspejler store opsparinger i virksomhederne og en igangværende konsolidering i husholdningerne. Overskuddet på de løbende poster har bidraget til en stor nettoformue over for udlandet, som på sin side genererer nettoindtægter fra udenlandske investeringer. Det akkumulerede tab af eksportmarkedsandele er reduceret, mens indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen har ligget stabilt. Gælden i husholdningerne er faldende, men er dog stadig blandt de højeste i EU. Den store gæld er en følge af den særlige realkreditmodel, en gunstig skattebehandling af og lave incitamenter til at afbetale på realkreditlån samt et avanceret pensions- og velfærdssystem. Med støtte fra de fortsat lave finansieringsomkostninger og forbedrede arbejdsmarkedsforhold stiger boligpriserne imidlertid fortsat, især i de største byområder, hvilket kræver nærmere overvågning. Banksektoren er imidlertid stadig sund. Arbejdsmarkedet er i gradvis bedring, og arbejdsløsheden er lav og på vej nedad.

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

Fig. A4: Gæld i husholdninger og boligprisindeks



Kilde: Eurostat og ECB

Tyskland: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Tyskland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig vedrører det store overskud på de løbende poster, hvilket afspejler et meget stort opsparringsoverskud og en lav investeringskvote. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster og den offentlige gæld.

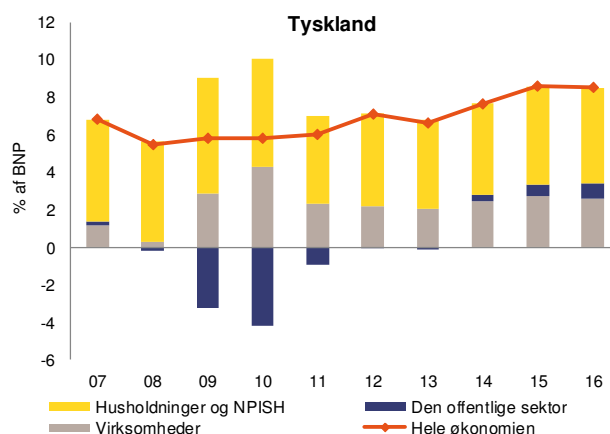
Overskuddet på de løbende poster var stort set stabilt i 2016. Den støtte vækst i den indenlandske efterspørgsel forventes at få overskuddet på de løbende poster til at snævre ind, selv om det fortsat ventes at ligge på et højt niveau og føre til en yderligere stigning i nettoformuen over for udlandet. Fordelene ved det positive bytteforhold er ved at ebbe ud. Eksportvæksten er blevet svagere i lyset af neddroingen af verdenshandelen, som holdt eksportmarkedsandelene oppe. Trods den lave gæld i den private sektor, fortsætter sektoren sin konsolidering med et overdrevent opsparringsoverskud og en lav investeringskvote, som giver sig udtryk i et stort overskud på de løbende poster. Virksomhedernes investeringer er begrænsede til trods for den øgede likviditet. Væksten i de reale boligpriser er taget til. Kreditvæksten er dog stadig svag til trods for de lave renter og stigende boligpriser. Lønudviklingen er moderat, men det er husholdningernes forbrug også, hvilket fører til en stor opsparringskvote i husholdningerne. Den offentlige gæld er fortsat med at falde i retning af grænseværdien, og de offentlige finanser ventes at komme i overskud i løbet af prognoseperioden. Der kan stadig konstateres et offentligt investeringsefterslæb. Den samlede arbejdsløshed, såvel som langtidsledigheden, er faldet yderligere og er fortsat meget lav.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til det meget store og kun gradvist faldende overskud på betalingsbalancen og en kraftig afhængighed af en udenlandsk efterspørgsel, hvilket understreger nødvendigheden af fortsat at arbejde hen imod en rebalancering. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

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

Den negative nettostilling over for udlandet ligger uden for, men dog tæt på, grænseværdien, men mere end halvdelen af

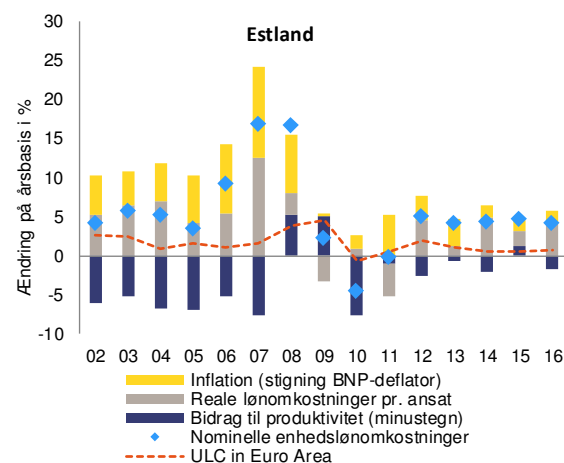
Fig. A5: Opsparingskvote pr. sektor



Kilde: Kommissionen

NPISH: nonprofit-institutioner rettet mod husholdninger

Fig. A6: Dekomponering af enhedslønomkostninger



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

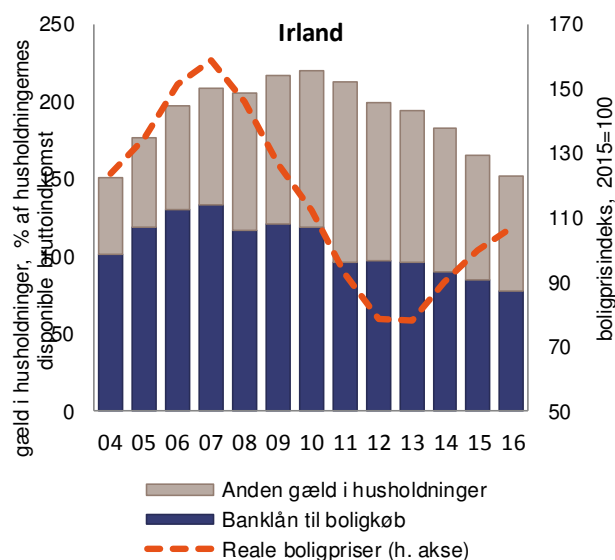
passiverne over for udlandet udgøres af udenlandske direkte investeringer. De løbende poster har udvist et mindre overskud siden 2014, hvilket ventes at være ved over prognoseperioden. Trods nogle gevinster i 2016 har eksportmarkedsandelene akkumuleret set ligget stabilt. Den kraftige vækst i de nominelle enhedslønomkostninger og stigningen i den reale effektive valutakurs afspejler primært lønstigninger i et strammere arbejdsmarked. På sigt ventes de tiltagende investeringsstrømme og styrkede eksportmarkeder at få produktiviteten til at stige og væksten i enhedslønomkostningerne til at falde. Væksten i boligpriserne stilnede en smule af i 2016, efter at være steget til over grænseværdien i de foregående år. Gælden i den private sektor er stabil, og den offentlige gæld er fortsat den laveste i EU. Indikatorerne for langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden er blevet bedre, da erhvervsfrekvensen har nået et historisk højt niveau.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til omkostningskonkurrenceevnen i et strammere arbejdsmarked, men risiciene er begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Irland: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Irland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig vedrører sårbarheder som følge af store gældsbeholdninger i den offentlige og den private sektor og passiver over for udlandet til trods for forbedringer af flowvariablerne. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den reale effektive valutakurs, gælden i den private sektor, den offentlige gæld samt de reale boligpriser.

De løbende poster udviser et betydeligt overskud, mens nettostillingen over for udlandet er blevet kraftigt forværret, hvilket primært kan tilskrives faktorer, der ligger uden for den indenlandske økonomi. På grund af omfanget af de multinationale selskabers aktiviteter og effekten heraf er det stadig vanskeligt at estimere den underliggende saldo på de løbende poster og stillingen over for udlandet. Den kraftige produktivitetsvækst i de foregående år har forbedret omkostningskonkurrenceevnen. Som følge af det stærke opsving falder de private og offentlige gældskvoter, skønt de stadig er høje. Husholdningerne er fortsat med aktivt at nedbringe gælden, hvorimod det er vanskeligere at tolke situationen blandt de ikke-finansielle selskaber i betragtning af de multinationale selskabers andel af den samlede virksomhedsgæld. Det offentlige underskud er ved at vende, og de offentlige finanser nærmer sig ligevægt i prognoseperioden. Andelen af misligholdte lån er faldet i de seneste år, men den ligger stadig på et højt niveau, hvilket har indflydelse på hele økonomien. Bankerne har et solidt kapitalgrundlag, og deres rentabilitet bliver gradvist men langsomt bedre. De reale

Fig. A7: Gæld i husholdninger og boligprisindeks



Kilde: Eurostat, Kommissionens tjenestegrene og ECB

boligpriser stiger hurtigt, primært som følge af et begrænset udbud, og selv om niveauet stadig anses for at være for lavt, giver det anledning til nærmere overvågning. Irland er tæt på at være i en situation med fuld beskæftigelse, idet arbejdsløsheden falder og antallet af fuldtidsjobs stiger med det hurtigste tempo siden 1999. Langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden er også faldet betragteligt.

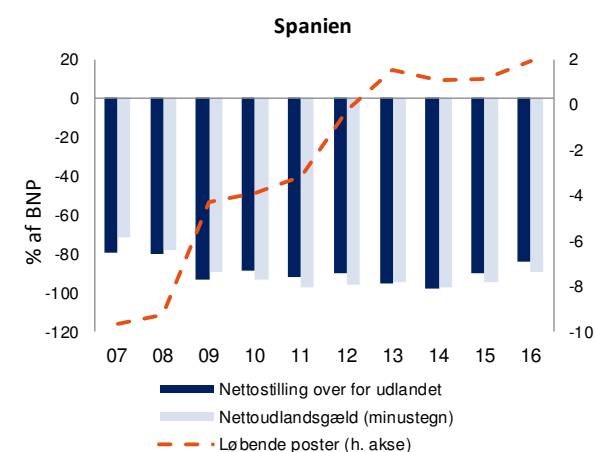
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til vurderingen af holdbarheden over for udlandet, sårbarheder i finanssektoren, gælden i den private sektor og den offentlige gæld. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Spanien: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Spanien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig er relateret til den store gæld i den offentlige og den private sektor samt den store udenlandsgæld i en situation med høj arbejdsløshed. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den private og den offentlige gældskvoté og arbejdsløsheden.

Spanien har fortsat arbejdet med at genoprette balancen over for udlandet. Nettostillingen over for udlandet er blevet forbedret, men er dog fortsat meget negativ, og det vil tage sin tid, før den når et forsvarligt niveau. De løbende poster ventes fortsat at udvise et mindre overskud til trods for den stærke samlede efterspørgsel, hvilket delvist kan tilskrives strukturelle forbedringer af eksportresultaterne. Væksten i enhedslønomkostningerne har været afdæmpet, men den svage produktivitetsvækst medfører, at konkurrenceevnen beror på omkostningsfordele. Der er stadig et behov for at konsolidere gælden, men i den private sektor er gælden faldet gennem hele 2016, især blandt virksomhederne. Tempoet for gældsnedbringelsen er stilnet lidt af, efterhånden som der atter er kommet gang i kreditstrømmene, hvilket understøtter et opsving i investeringerne. Den offentlige gældskvoté er høj og falder kun langsomt, primært på baggrund af en stærk vækst. Arbejdsløsheden er faldet hurtigt, men er stadig meget høj, navnlig blandt de unge og langtidsledige. Jobskabelsen er kendetegnet ved en stor andel af tidsbegrænsede kontrakter.

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

Fig. A8: *NIIP og løbende poster*



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Frankrig: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Frankrig befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som navnlig vedrører den meget store offentlige gæld og en svag konkurrenceevne i en situation med lav produktivitetsvækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig den offentlige gæld, gælden i den private sektor og arbejdsløsheden.

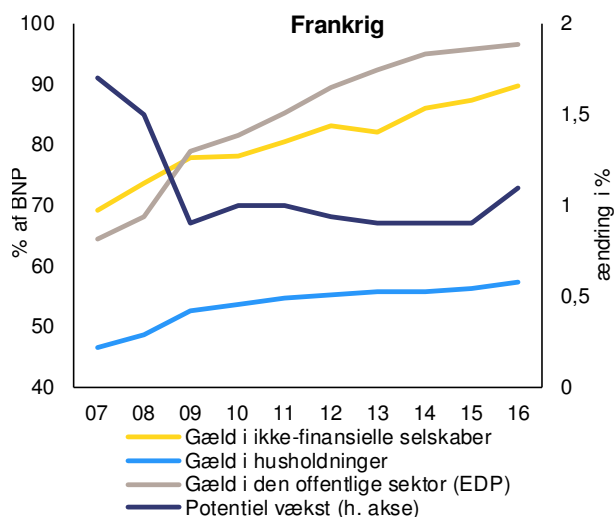
De løbende poster udviser fortsat et mindre underskud, som ifølge fremskrivningerne forventes at forblive stabilt. Andelen af eksportmarkedsandele har lagt sig på et stabilt niveau i den senere tid.

Indikatorerne for konkurrenceevnen er blevet forbedret, idet enhedslønomsprocenterne er faldet markant som følge af en moderat lønudvikling og foranstaltninger til at reducere arbejdsomkostningerne. Væksten i arbejdsproduktiviteten er imidlertid afdæmpet, hvilket er til hinder for en hurtigere forbedring af omkostningskonkurrenceevnen. Gælden i den private sektor ligger over grænseværdien, idet virksomhedernes gæld stiger, og boligpriserne fortsat ligger på et forholdsvis højt niveau i forhold til den disponible indkomst. Den offentlige gæld har lagt sig stabilt på et højt niveau og udgør fortsat en stor sårbarhed, hvilket giver et mindre finanspolitiske råderum til at imødegå fremtidige chok. Arbejdsløsheden er på vej nedad fra toppunktet i 2015, mens langtidsledigheden har stabiliseret sig.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den store gæld i den private sektor og en svag konkurrenceevne i en situation med lav produktivitetsvækst. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

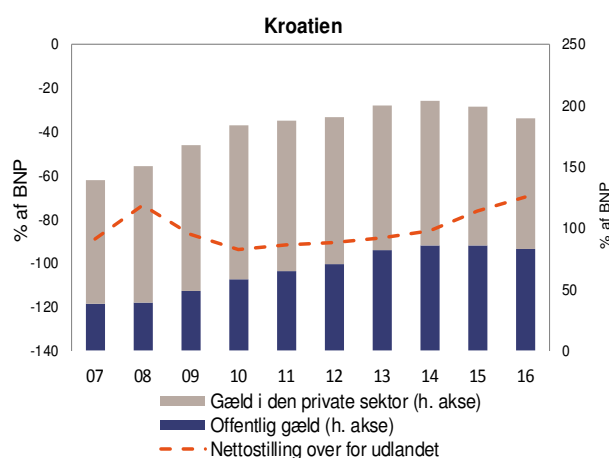
Kroatien: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Kroatien befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som navnlig indebærer en risiko som følge af den store offentlige gæld, virksomhedsgæld og udlandsgæld, som alle overvejende er denomineret i udenlandsk valuta, i en situation med lav potentiel vækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den offentlige gæld og arbejdsløsheden.

Fig. A9: Gæld og potentiel BNP-vækst



Kilde: Eurostat og ECB

Fig. A10: NIIP, gæld i den private og den offentlige sektor



Kilde: Eurostat

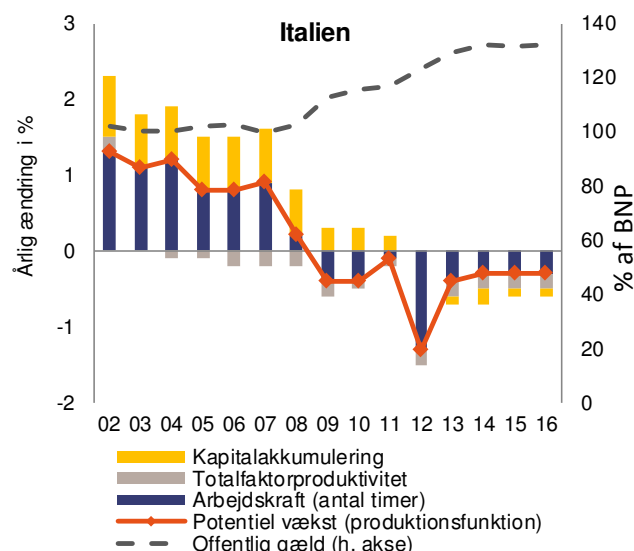
Nettostillingen over for udlandet er i bedring, men er dog stadig meget negativ, hvilket afføder faste valutarisici. De løbende poster udviser et stort overskud og har ligget i et positivt terræn siden 2013. Overskuddet blev oprindeligt drevet frem af et fald i den indenlandske efterspørgsel, men kan nu overvejende tilskrives en stærk eksportvækst, som fremmes af en forbedret omkostningskonkurrenceevne. Stigningen i eksportmarkedsandele tog til i 2016. Gælden i den private sektor er faldet yderligere i en situation med svage kreditstrømme, om end niveauet stadig er højt. Fortsat stærk vækst bør understøtte gældsnedbringelsen og således lette presset på kreditvæksten på sigt. En stor andel af lånene til ikke-finansielle selskaber er misligholdt, skønt niveauet er faldende. Den offentlige gældskvotefaldt yderligere i 2016 og forventes ifølge fremskrivningerne at fortsætte nedad, også takket være begrænsede underskud. Arbejdsløsheden falder, men dette kan primært tilskrives en hurtigt vigende arbejdsstyrke. Den igangværende omstrukturering af det store konglomerat Agrokor kan risikere at true de økonomiske udsigter.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den store gæld og valutaeksponeringer i alle sektorer samt til arbejdsmarkedsresultaterne. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Italien: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Italien befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som navnlig vedrører risici knyttet til den store offentlige gæld og længerevarende svag produktivitetsvækst i en situation med store misligholdte lån og arbejdsløshed. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig den offentlige gæld og arbejdsløsheden.

Overskuddet på de løbende poster steg yderligere i 2016 takket være eksporten, idet de moderate gevinster i markedsandele har bragt indikatoren inden for grænseværdien, men til gengæld også er tegn på en svag indenlandsk efterspørgsel som afspejlet i de historisk lave faste investeringer i forhold til BNP. Omkostningskonkurrenceevnen svækkes imidlertid fortsat af en svag arbejdsproduktivitetsvækst til trods for den begrænsede lønudvikling, mens ikke-omkostningsmæssige faktorer såsom innovation og selskabernes størrelse også tynger eksportresultaterne. Det langsomme opsving, den lave inflation og den generelt ekspansive finanspolitik, der er ført i de seneste år, forhæler nedbringelsen af den meget høje offentlige gældskvotefaldt. De potentielle vækstmuligheder er begrænsede, særligt i lyset af den negative demografiske udvikling og svage produktivitetsvækst, som også skyldes de langsigtede effekter af den ineffektive kapitalallokering, forbundet med den store mængde misligholdte lån og lave investeringer. Til trods for offentlige indgreb for at redde de svageste banker i den

Fig. A11: **Potentiel vækst og offentlig gæld**



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

senere tid, indebærer den lave rentabilitet og de store mængde misligholdte lån i sektoren, at banksystemet er sårbart over for chok, og det hæmmer bankernes evne til at rejse yderligere kapital og understøtte det økonomiske opsving. Arbejdsmarkedsforholdene forbedres gradvist, men arbejdsløsheden er fortsat høj og ligger langt over niveauet før krisen, navnlig for de unge og langtidsledige. Samlet set stiger erhvervsfrekvensen, skønt den stadig ligger under gennemsnittet for euroområdet.

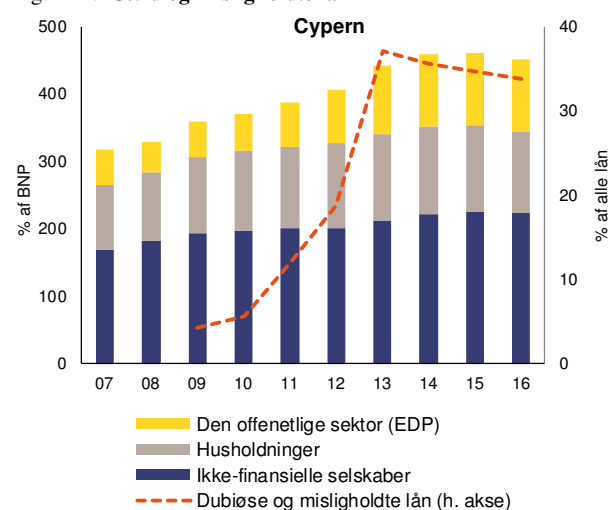
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den store offentlige gæld og høje arbejdsløshed i en situation med lav produktivitetsvækst og et stadig sårbart banksystem. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Cypern: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Cypern befinder sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som navnlig vedrører den store private og offentlige gæld samt udlandsgælden og den høje andel af misligholdte lån i banksystemet. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den reale effektive valutakurs, gælden i den private sektor, den offentlige gæld samt arbejdsløsheden og ændringen i erhvervsfrekvensen.

Underskuddet på de løbende poster steg betragteligt i 2016 og nettostillingen over for udlandet er fortsat meget negativ. Det akkumulerede tab i eksportmarkedsandele er reduceret som følge af gevinster i 2016. Omkostningskonkurrenceevnen er blevet forbedret som følge af et betydeligt fald i den reale effektive valutakurs, hvilket afspejler den negative inflation frem til 2016, og at den begrænsede lønudvikling kompenserer for den svage produktivitetsvækst. På sigt vil det kunne blive vanskeligere at sikre yderligere gevinster, efterhånden som disse underliggende forhold fortager sig. Niveauet for den private gældsætning er blandt de højeste i EU for både husholdningerne og virksomhederne, og nedbringelsen af denne gæld foregår meget langsomt. Navnlig har husholdningerne en negativ opsparingskvote. De deflatoriske tilstande, som hærskede frem til udgangen af 2016, har mindsket mulighederne for passiv gældsnedbringelse, men denne tendens er begyndt at vende, efterhånden som inflationen ventes at stige. De reale boligpriser er forblevet stabile og kan have nået deres lavpunkt. Det meget høje niveau af misligholdte lån begrænser mulighederne for at genoprette sunde kreditstrømme til økonomien, hvilket er nødvendigt for at støtte den potentielle vækst på mellemlang sigt. Den meget høje offentlige gældskvote ventes at have nået sit øvre vendepunkt i 2016. Arbejdsløsheden er på vej nedad, men er stadig høj, navnlig blandt de unge og langtidsledige.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til holdbarheden over for udlandet, den offentlige og den private gæld, sårbarheder i finanssektoren og arbejdsmarkedsjusteringer. Kommissionen finder derfor, at det også under

Fig. A12: Gæld og misligholdte lån



Kilde: Eurostat og ECB

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

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

Saldoen på de løbende poster vendte til et overskud i 2016, men ventes fremadrettet atter at udvise et underskud. Den meget negative nettostilling over for udlandet, som primært udgøres af statsgæld og udenlandske direkte investeringer, forbedres gradvist. Andelen af eksportmarkedsandele har lagt sig på et stabilt niveau i den senere tid. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen peger imidlertid i retning af en fortsat afmatning. Den reale effektive valutakurs er steget. Enhedslønomkostningerne er steget kraftigt, primært med udgangspunkt i en stærk lønvækst, som ventes at fortsætte på sigt i lyset af den vigende arbejdsstyrke og et stramt arbejdsmarked, selv om arbejdsproduktiviteten ifølge fremskrivningerne vil stige en anelse. Væksten i reale boligpriser steg kraftigt i 2016, hvilket kræver opmærksomhed. Gælden i den private sektor nedbringes fortsat, og kreditvæksten er afdæmpet. Den offentlige gæld er fortsat lav og stabil. Arbejdsløsheden følger fortsat en nedadgående tilpasning.

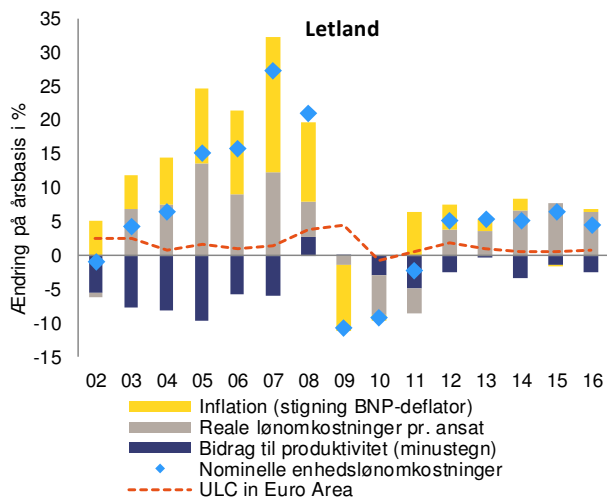
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til et indenlandsk efterspørgselspres og omkostningskonkurrenceevnen, men risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse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

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

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

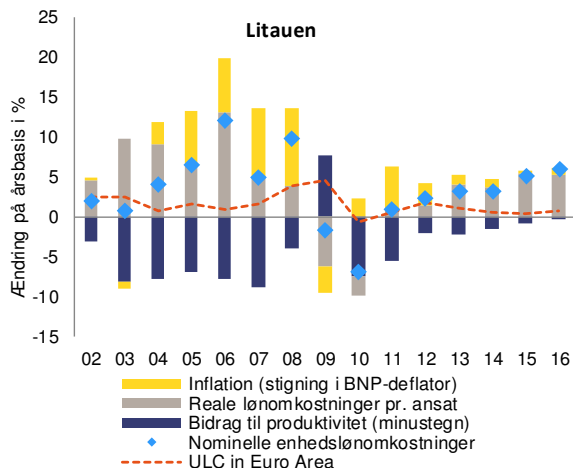
Saldoen på de løbende poster er svundet ind i 2015-2016, og indikatoren er således tæt på ligevægt. Nettostillingen over for udlandet,

Fig. A13: **Dekomponering af enhedslønomkostninger**



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Fig. A14: **Dekomponering af enhedslønomkostninger**



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

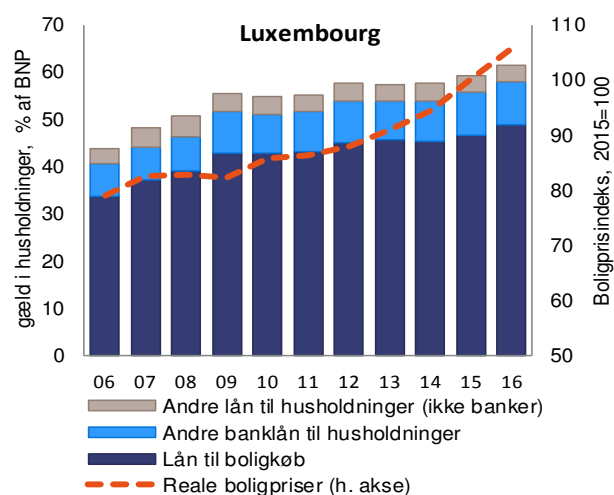
som primært udgøres af statsgæld og udenlandske direkte investeringer, er under forbedring. Der blev registreret gevinster af eksportmarkedsandele i 2016. Imidlertid er omkostningskonkurrenceevnen samtidig blevet forringet. Den reale effektive valutakurs er steget i de seneste år, og der har været en kraftig vækst i enhedslønomkostninger, som ventes at aftage en anelse i de kommende år med en forventet produktivitetsvækst. Niveaue for den offentlige og den private gæld er fortsat relativt lavt og stabilt. De reale boligpriser er steget, om end fra et lavt udgangspunkt. Arbejdsløsheden falder og ligger nu inden for grænseværdien.

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

Luxembourg: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Luxembourg i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig gælden i den private sektor samt stigningen i ungdomsarbejdsløsheden.

Betalingsbalancen udviser fortsat et generelt set stabilt overskud på de løbende poster og en positiv nettostilling over for udlandet, og udviklingen afspejler hovedsageligt landets status som internationalt finanscentrum snarere end aktiviteten i den indenlandske økonomi. Der er registreret meget store akkumulerede gevinster af eksportmarkedsandele takket være den seneste stabile omkostningskonkurrenceevne, som understøttes af en svag udvikling i enhedslønomkostninger. De reale boligpriser er steget relativt hurtigt i flere

Fig. A15: Gæld i husholdninger og boligprisindeks



Kilde: Eurostat og ECB

på hinanden følgende år, og kræver derfor nærmere opmærksomhed. Væksten i boligpriserne understøttes af et dynamisk arbejdsmarked kombineret med en betragtelig migration og gunstige finansieringsforhold, mens udbuddet forbliver forholdsvis begrænset. På grund af de konstant stigende boligpriser bliver det stadig vanskeligere at have råd til at købe bolig til overkommelige priser. Gælden i virksomhederne er for det meste forbundet med koncerninterne lån på tværs af grænserne, hvorimod gælden i husholdningerne, som primært består af realkreditgæld, er steget støt og afspejler de stigende boligpriser. Truslen mod landets finansielle stabilitet begrænses imidlertid af banksektorens soliditet. Den offentlige gæld er fortsat lav. Arbejdsmarkedet strammes, og arbejdsløsheden falder i en situation med stærke vækstmuligheder.

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

Ungarn: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Ungarn i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den offentlige gæld, de reale boligpriser og den årlige ændring i finanssektorens samlede passiver.

De løbende poster udviser stadig et overskud, som har ført til en vedvarende forbedring af den negative nettostilling over for udlandet. Der blev registreret gevinster af eksportmarkedsandele i 2016 takket være en voksende bilindustri.

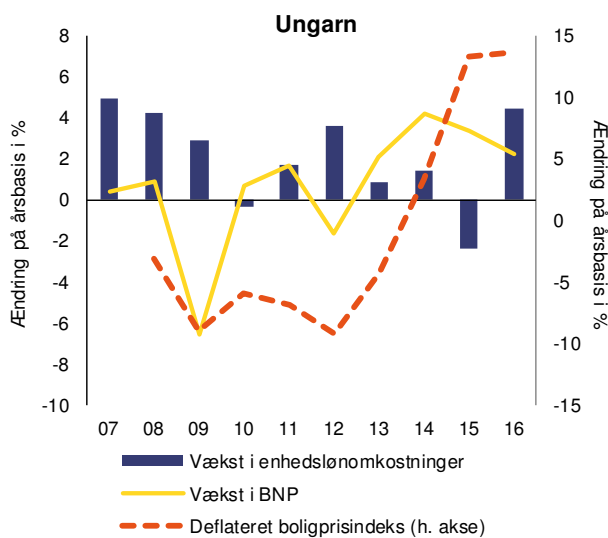
Omkostningskonkurrenceevnen er imidlertid blevet forværret, hvilket også kan ses af den dynamiske vækst i enhedslønmodkostninger. Gælden i den private sektor falder fortsat. Hastigheden af virksomhedernes konsolidering er aftaget, efterhånden som den økonomiske vækst stiger, og der atter begynder at komme gang i långivningen. Der er tegn på spirende kapacitetsbegrænsninger og prispres i økonomien, som kræver nærmere opmærksomhed. Navnlig har de reale boligpriser fortsat deres hurtige stigning, om end fra et undervurderet udgangspunkt. Den stadig store andel af misligholdte realkreditlån kunne afhjælpes ved et opsving på boligmarkedet, som giver mulighed for at sælge boligerne til bedre priser. Den offentlige gæld falder kun langsomt. Banksektoren har forbedret rentabiliteten og sin evne til at modstå chok. Stigningen i den private sektors passiver er knyttet til en større engangstransaktion i et SPV-selskab, som ikke har nogen effekt på den indenlandske kreditsituation. Arbejdsløsheden faldt yderligere i 2016, og arbejdsmarkedet bliver stadig strammere.

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

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

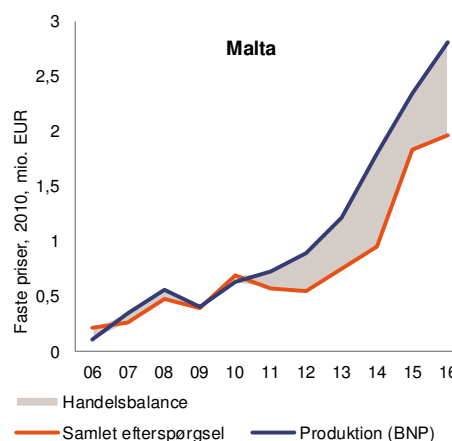
Til trods for en hurtig vækst i den indenlandske efterspørgsel steg det store overskud på de løbende poster yderligere i 2016, og indikatoren ligger nu uden for grænseværdien.

Fig. A16: BNP, enhedslønmodkostninger og boligpriser



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Fig. A17: Efterspørgsel, produktion og handelsbalance



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

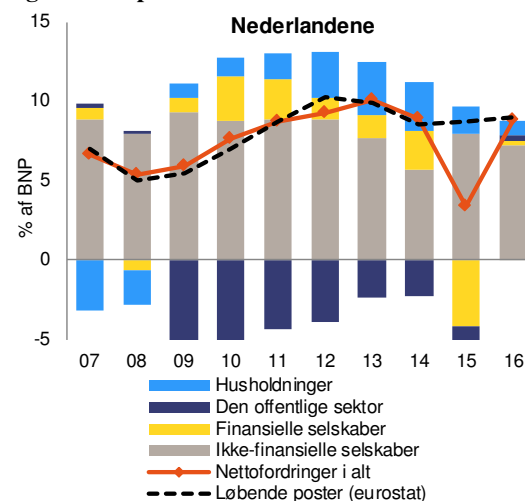
Nettostillingen over for udlandet er yderst positiv. Udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen har været positiv. Væksten i enhedslønomkostninger har været begrænset som følge af en beskeden lønudvikling såvel som en relativt stærk vækst i arbejdsproduktiviteten. Den reale effektive valutakurs har udviklet sig stabilt. Den private sektors gældskvoteposter var stabil i 2016, men den stærke vækst understøtter en yderligere passiv gældsnedbringelse. Virksomhederne er imidlertid stadig karakteriseret ved en høj lånefinansiering. Væksten i långivningen til husholdningerne har været relativt stabil. Den offentlige gældskvoteposter har fulgt en støt nedadgående tendens og ligger nu inden for grænseværdien. De dynamiske økonomiske forhold og enkelte flaskehalse med hensyn til at få kanaliseret opsparingerne ud i investeringer har skabt et opsving på boligmarkedet. Boligpriserne er steget støt og kræver nærmere opmærksomhed. Kvaliteten af aktiverne i den indenlandske banksektor forbedres, og de nuværende kapitalbuffer lader til at være tilstrækkelige til at kunne absorbere umiddelbare risici, der kan opstå på boligmarkedet. Den stærke vækst i beskæftigelsen blev fortsat ledsaget af en faldende arbejdsløshed.

Overordnet set peger den økonomiske analyse i retning af en stærk dynamik i saldoen på de løbende poster og på boligmarkedet i en situation med stærk vækst, men risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Nederlandene: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Nederlandene befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig vedrører den store gæld i husholdningerne og det store og vedvarende overskud på de løbende poster. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig de løbende poster, gælden i den private sektor og den offentlige gæld.

Overskuddet på de løbende poster ligger stadig godt over den vejledende grænseværdi. Overskuddet afspejler overdrevne opsparringsoverskud i ikke-finansielle selskaber, og navnlig i multinationale selskaber, i en situation med lave investeringer og en begrænset overskudsfordeling i selskaberne. Den samlede effekt fra andre sektorer er stadig begrænset. Husholdningernes øgede investeringer har i vid udstrækning udlignet den effekt, som ændringerne i de offentlige finanser har haft på de løbende poster. Nettostillingen over for udlandet er positiv, og nettoaktiverne stiger yderligere. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen har været positive, hvilket også afspejler en svag lønudvikling. Der er en stor gæld i den private sektor. Det drejer sig især om en stor gæld i husholdningerne sammenlignet med deres disponible indkomst. Husholdningernes gældsætning øges stadig af de skattefordele, der følger af (gældsfinansieret) boligejerskab, og de lave realkreditrenter. Konsolideringen i husholdningerne har været ved i flere år, dog mest efter den passive metode, og den seneste

Fig. A18: Opsparingskvoteposter pr. sektor og løbende poster



Kilde: Eurostat

aktivitet på boligmarkedet og de stigende boligpriser er begyndt at få den nominelle gæld til at stige. Den offentlige gældskvotest er på vej ned mod grænseværdien. Den følger en nedadrettet tendens og vil bevæge sig ned under grænseværdien på 60 %.

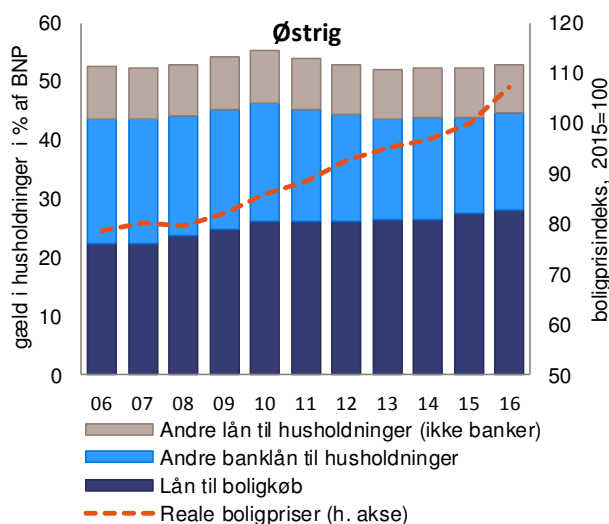
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en vedvarende ubalance mellem nettoopsparinger og investeringer samt en stor gæld i den private sektor. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts er hensigtsmæssigt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

Østrig: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Østrig i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig de reale boligpriser, den offentlige gæld samt ændringen i langtidsledigheden.

Overskuddet på de løbende poster lagde sig stabilt på et beskedent niveau i 2016, mens nettostillingen over for udlandet fortsat er tæt på ligevægt. Udviklingen i eksportmarkedsandele har også stabiliseret sig i den seneste tid og understøttes af omkostningskonkurrenceevnen, eftersom den reale effektive valutakurs er forholdsvis uændret, og væksten i enhedslønmodkostninger er aftaget som følge af en begrænset lønudvikling. De reale boligpriser, som er steget siden 2009, steg betragteligt i 2016, men tempoet er siden stilnet af. Skønt boligprisstigningerne ikke lader til at skyldes en overdreven långivning, kræver udviklingen nærmere opmærksomhed. Gælden i den private sektor, som ligger inden for, men dog tæt på, grænseværdien, ændredes ikke betydeligt i forhold til BNP. Ifølge fremskrivningerne følger den offentlige gæld nu en nedadrettet tendens, også takket være afhændelsen af værdiforringede aktiver i nationaliserede finansieringsinstitutter. Situationen i banksektoren er blevet markant bedre i 2016, idet bankerne reducerede mængden af misligholdte lån yderligere, og deres kapitalprocenter er langsomt ved at komme på niveau med resten af EU. Arbejdsløsheden antages at have nået sit højeste punkt i 2016 og forventes langsomt at falde takket være en solid vækst i beskæftigelsen. Langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden er steget en anelse, men ligger dog stadig relativt lavt.

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

Fig. A19: Gæld i husholdninger og boligprisindeks



Kilde: Eurostat og ECB

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

Underskuddet på de løbende poster er fortsat svunget ind og nærmer sig en ligevægtig saldo. Nettostillingen over for udlandet er stadig meget negativ, men blev en anelse forbedret i 2016. Sårbarhederne over for udlandet er begrænsede, eftersom hovedparten af nettopassiverne over for udlandet består af udenlandske direkte investeringer, mens den store udlandsgæld fortsat er faldet gradvist. I 2016 var stigningen i eksportmarkedsandele endnu kraftigere, mens indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen blev styrket. Både i den offentlige og den private sektor steg gælden i 2016, skønt den fortsat ligger på et relativt lavt niveau. Den polske banksektor er forholdsvis velkapitaliseret, likvid og rentabel, skønt den store mængde af misligholdte lån i udenlandsk valuta gør den mere sårbar. Arbejdsmarkedet klarer sig stadig godt og oplevede yderligere fremgang med et yderligere fald i arbejdsløsheden og en tilsvarende forbedring af fattigdomsindikatorerne.

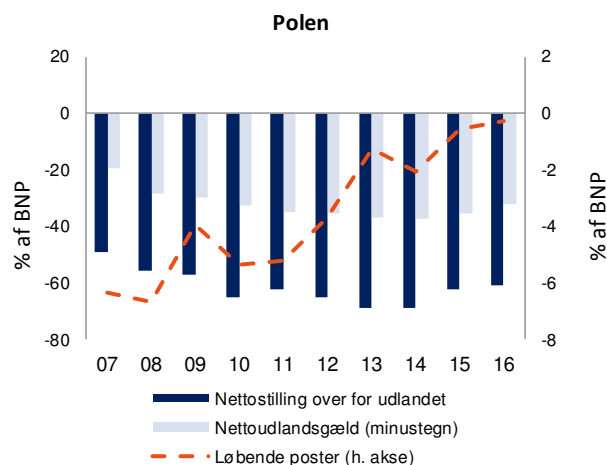
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til stillingen over for udlandet, men risiciene er begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Portugal: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Portugal befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som navnlig vedrører den store mængde passiver over for udlandet, den offentlige gæld og gælden i den private sektor, sårbarheder i banksektoren og arbejdsmarkedstilpasningen i en situation med lav produktivitetsvækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de

vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, den offentlige gæld, gælden i den private sektor, arbejdsløsheden og de reale boligpriser.

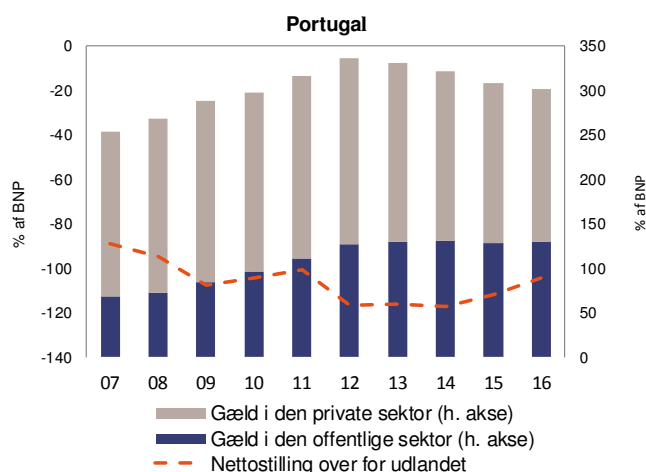
De løbende poster har udvist et lille overskud i de seneste år, hvilket har bidraget til gradvist at nedbringe den negative nettostilling over for udlandet. Tempoet for tilpasningen er

Fig. A20: **NIIP og løbende poster**



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Fig. A21: **NIIP, gæld i den private og den offentlige sektor**



Kilde: Eurostat

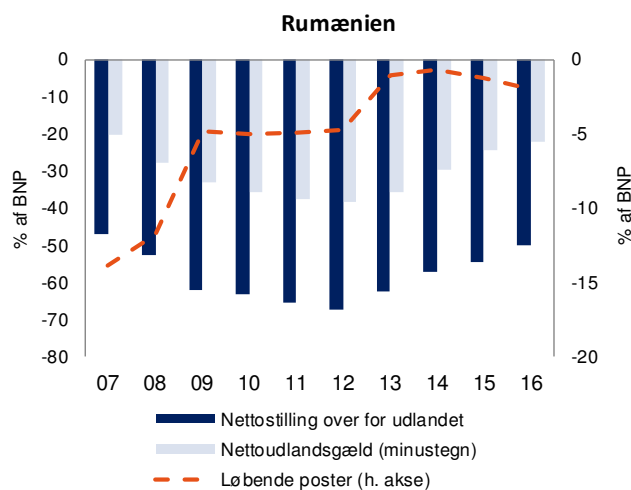
imidlertid ikke tilstrækkeligt til at fremkalde en mere holdbar stilling over for udlandet. Efter at være blevet forbedret i de seneste år blev priskonkurrenceevnen en anelse forværret i 2016, men eksportresultaterne er stadig yderst positive. Der er fortsat en meget stor gæld i både den offentlige og den private sektor, hvilket indebærer en stor rentebyrde, mens investeringskvoten er meget lav. Konsolideringen foregår relativt hurtigt i den private sektor, hvorimod den offentlige gældskvotestabil i de senere år, men på sigt dog ventes gradvist at falde. Det høje, men dog aftagende, niveau af misligholdte lån, den lave rentabilitet og lave kapitalprocenter understreger sårbarhederne i banksektoren. Der kan konstateres betydelig fremgang på arbejdsmarkedet, men nogle udfordringer består, når det kommer til kompetencer og segmentering. Samtidig begrænser den svage dynamik i produktivitetsvæksten landets vækstpotentiale.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til ubalancer i de mængdebaserede variabler og deres tilpasningstempo, særligt udlandsgælden, den offentlige gæld og gælden i den private sektor, sårbarheder i banksektoren og en svag produktivitetsvækst såvel som visse stivheder på arbejdsmarkedet. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

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

Underskuddet på de løbende poster blev forværret i 2016 som følge af et stort privat forbrug, men en stærk vækst i BNP gav mulighed for at forbedre den negative stilling over for udlandet, navnlig ved at reducere udlandsgælden. Den negative stilling over for udlandet skyldes overvejende nettopassiver i form af udenlandske direkte investeringer, hvilket dæmper de eksterne risici og afspejler, at landet er ved at komme på omgangshøjde med de øvrige lande. Der registreres stadig en stærk vækst i eksportmarkedsandele med betydelige gevinster i 2016 til trods for, at omkostningskonkurrenceevnen blev

Fig. A22: **NIIP og løbende poster**



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

forværret. Lønningerne ventes at stige betragteligt på mellemlang sigt, hvilket kan lægge et endnu større pres på omkostningskonkurrenceevnen. Gælden i den private sektor er moderat og faldende. Korrektionen af de reale boligpriser vendte i 2015, og priserne fortsatte deres stigning yderligere i 2016. Banksektoren er fortsat velkapitaliseret og likvid. Mængden af misligholdte lån synes at følge en kraftigt faldende tendens og lader ikke til at udgøre en risiko for den finansielle stabilitet, trods det relativt høje niveau. Den offentlige gæld faldt en anelse i 2016, og er fortsat meget lav. Der forventes imidlertid et stort budgetunderskud på

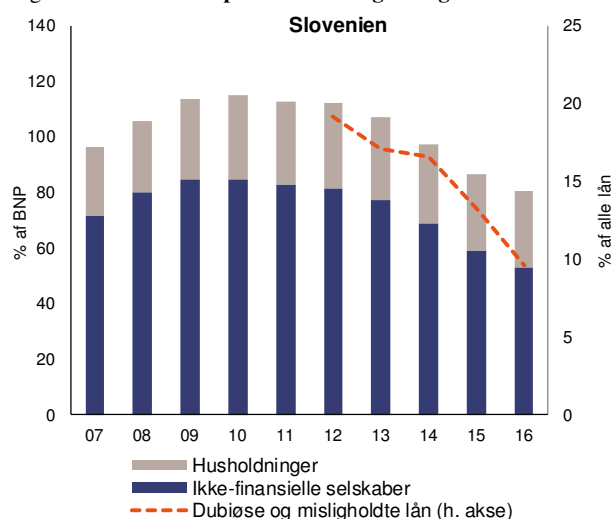
mellemlang sigt, hvilket vil have en negativ effekt på dynamikken i den offentlige gæld. Arbejdsløsheden faldt i 2016, hvilket afspejler en stramning på arbejdsmarkedet, hvorimod erhvervsfrekvensen faldt en anelse trods den stærke økonomiske vækst.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til stillingen over for udlandet og finanspolitikens holdbarhed, men de makroøkonomiske risici lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Slovenien: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Slovenien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig indebærer finanspolitiske risici og sårbarheder i forbindelse med banksektoren og gælden i virksomhederne. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet og gælden i den offentlige sektor.

Det store overskud på de løbende poster steg yderligere i 2016, mens investeringsniveauet forblev lavt. Der kan derfor konstateres en væsentlig forbedring af nettostillingen over for udlandet, som nu er meget tæt på grænseværdien. Eksportmarkedsandelene steg i 2016 med støtte fra en minimal vækst i enhedslønomkostningerne og en meget begrænset stigning i den reale effektive valutakurs. Gælden i den private sektor faldt yderligere, navnlig blandt virksomhederne, og nedgearingspresset er ved at stilne af. Investeringsniveauet er dog stadig lavt. Banksektoren er blevet stabiliseret, og rentabiliteten stiger, samtidig med at andelen af misligholdte lån fortsat nedbringes og ventes at falde yderligere. Den offentlige gæld er fortsat stor, men faldt i 2016. De forventede omkostninger, der knytter sig til befolkningens aldring, udgør fortsat en risiko for den finanspolitiske holdbarhed på mellemlang og lang sigt. Der var yderligere fremgang på arbejdsmarkedet takket være den fortsatte vækst i BNP og i eksporten. Arbejdsproduktiviteten er imidlertid stadig lav.

Fig. A23: Gæld i den private sektor og misligholdte lån



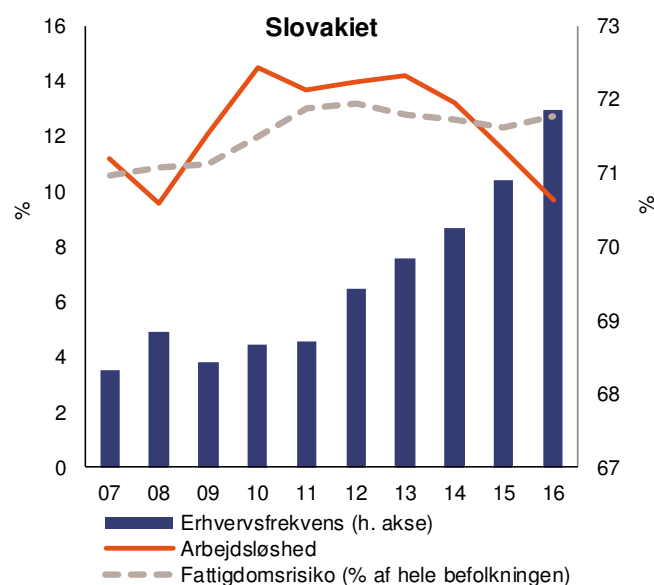
Kilde: Eurostat og ECB

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den finanspolitiske holdbarhed på lang sigt og resultaterne i banksektoren. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i februar 2017 er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

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

Saldoen på de løbende poster blev en anelse negativ i 2016 efter adskillige års forbedringer. Nettostillingen over for udlandet er fortsat meget negativ og overskrider grænseværdien. De dertil knyttede risici er imidlertid meget begrænsede, da en stor del af passiverne over for udlandet udgøres af udenlandske direkte investeringer, især i den voksende bilindustri, hvorimod nettoudlandsgælden er relativt lav i

Fig. A24: Sociale og arbejdsmarkedsrelaterede indikatorer



Kilde: Eurostat

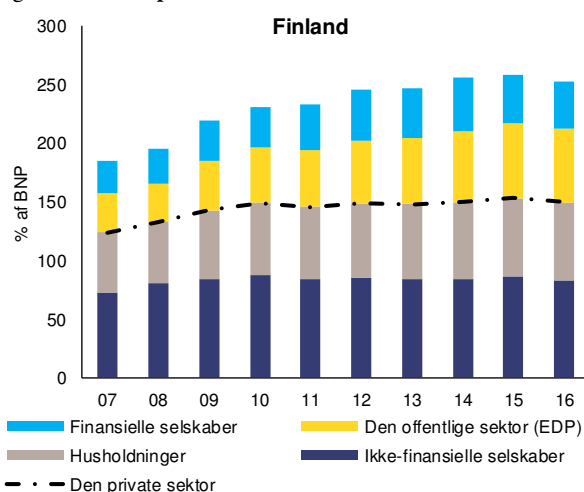
forhold hertil. De nominelle enhedslønsmkostninger fortsatte med at stige i et moderat tempo, hvilket har fremmet konkurrenceevnen og givet mulighed for at øge eksportmarkedsandelene. Trods flere år med en begrænset prisudvikling tog væksten i boligpriser til i 2016 som følge af en stærk vækst i långivningen til boligkøb, som også har bidraget til en stigende gældskvotestigning i den private sektor. Den offentlige gældskvotestigning fortsat i 2016 fra et allerede begrænset udgangspunkt. Bankesektoren, som i vid udstrækning er udenlandsk ejet, er fortsat robust og har et solidt kapitalgrundlag. Yderligere fald i arbejdsløsheden er blevet ledsaget af stigninger i erhvervsfrekvensen, efterhånden som beskæftigelsesudsigterne for personer, som tidligere var inaktive, er steget. Arbejdsløsheden blandt de unge og udsatte grupper er en anelse forbedret, men udgør stadig en udfordring.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til udviklingen på boligmarkedet, som dog indebærer begrænsede risici, mens den strukturelle arbejdsløshed fortsat er en udfordring. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Finland: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Finland ikke længere befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig eksportmarkedsandelene, gælden i den private og i den offentlige sektor samt stigningen i langtidsledigheden.

Underskuddet på de løbende poster blev en anelse forværret i 2016 som følge af en

Fig. A25: Gæld på tværs af sektorer af økonomien



Kilde: Eurostat

stigende indenlandsk efterspørgsel, men det ventes at blive forbedret i de kommende år. Efter et par år med mindre forværring af nettostillingen over for udlandet som følge af værdireguleringer, blev den forbedret i 2016. Det akkumulerede tab af eksportmarkedsandele er faldet en smule i 2016 takket være den seneste gradvise forbedring af indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen: De nominelle enhedslønomkostninger faldt en anelse, mens produktivitetsvæksten er steget. Den ikke-omkostningsbaserede konkurrenceevne udgør imidlertid stadig en udfordring. Den private gældskvotefaldt en anelse i 2016, men er fortsat høj. Kreditvæksten i den private sektor er stillet af for nylig, skønt de gunstige kreditvilkår, lave renter og forbedrede økonomiske udsigter fremadrettet risikerer at sætte gang i kreditvæksten i den private sektor, hvilket kan begrænse konsolideringen. Finanssektoren har fortsat et solidt kapitalgrundlag, hvilket begrænser risiciene mod den finanspolitiske holdbarhed, mens indikatorerne for realkredit og boligmarkedet også peger i retning af færre risici relateret til husholdningernes gæld. Regeringens finanspolitik og de forbedrede økonomiske udsigter bør hjælpe til at reducere den offentlige gældskvotefaldt en anelse i 2016. Beskæftigelsen er steget gradvist, og arbejdsløsheden faldt i 2016 som følge af en tiltagende økonomisk aktivitet. Ungdomsarbejdsløsheden er for nylig begyndt at falde, og langtidsledigheden blev stabiliseret i 2016.

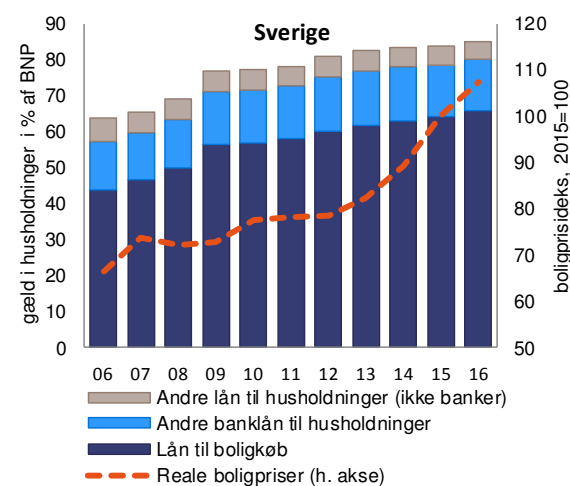
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til konkurrenceevnen og gælden i den private sektor, men tendensen synes at gå i positiv retning, og risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere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

Sverige: I februar 2017 konkluderede Kommissionen, at Sverige befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig vedrører den vedholdende vækst i boligpriserne fra et allerede overvurderet niveau kombineret med fortsatte stigninger i husholdningernes gæld. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger uden for de vejledende grænseværdier, nemlig eksportmarkedsandelene, gælden i den private sektor og væksten i boligpriserne.

Overskuddet på de løbende poster er stadig stort, men lige inden for grænseværdien og afspejler især store private opsparinger. Nettostillingen over for udlandet er blevet

løbende forbedret og er nu meget positiv. Det akkumulerede tab af eksportmarkedsandele ligger uden for grænseværdien, men den mellemsigtede trend peger i retning af en gradvis forbedring i en situation med aftagende verdenshandel. Tabene skyldes snarere en svag udenlandsk efterspørgsel end spørgsmål relateret til konkurrenceevnen, idet væksten i enhedslønomkostninger har været begrænset. Gælden i den private sektor ligger stort set stabilt på et højt niveau, og de dertil knyttede risici vedrører primært gælden i husholdningerne. Husholdningernes gæld stiger støt, hvilket udgør en risiko for den makroøkonomiske stabilitet i lyset af de stigende boligpriser. Boligpriserne og gælden i husholdningerne er navnlig blevet presset opad af de skattefordele, der følger af

Fig. A26: Gæld i husholdninger og boligprisindeks



Kilde: Eurostat og ECB

(gældsfinansieret) boligejerskab, lave realkreditrenter og særlige aspekter ved det svenske realkreditmarked. På udbudssiden udgør restriktionerne på nybyggeri fortsat en udfordring, skønt boliginvesteringerne fortsætter med at stige kraftigt. Trods eksponeringen for gæld i husholdningerne lader risikoen for bankerne i øjeblikket til at være begrænset, da aktiverne er af høj kvalitet, og rentabiliteten er høj. Arbejdsløsheden følger en langsomt nedadgående tendens takket være de forbedrede vækstudsigter.

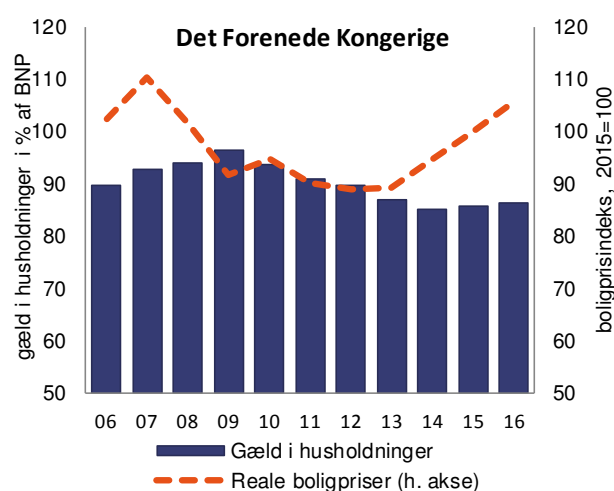
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den store gæld i den private sektor og udviklingen i boligsektoren. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere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

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

Som følge af pundets fald i 2016 er Det Forenede Kongeriges nettostilling over for udlandet blevet forbedret og er nu tæt på en ligevægtig saldo. Skønt priskonkurrenceevnen, som målt ved den reale effektive valutakurs, er blevet markant forbedret på grund af pundets fald, har dette ikke givet sig udtryk i en øget nettohandel til dato. Der var stadig et betydeligt underskud på de løbende poster i 2016, og Det Forenede Kongerige har derfor et betydeligt behov for ekstern finansiering. Efter flere år med gradvis konsolidering er den private gældskvotestaget og er fortsat høj. Navnlig giver gælden i husholdningerne anledning til nøje overvågning. De reale boligpriser er fortsat opad fra et allerede højt niveau, skønt væksten i boligpriserne på sigt ventes at stilne af. Den offentlige gæld var tæt på at stabiliserede sig i 2016, men den høje offentlige gældskvotestækker stadig bekymring. Den stærke vækst i beskæftigelsen ledsages af en faldende arbejdsløshed, men arbejdsproduktiviteten er fortsat lav.

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

Fig. A27: Gæld i husholdninger og boligprisindeks



Kilde: Eurostat

Tabel 1.1: Resultattavle for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, 2016

År 2016	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer						Beskæftigelsesindikatorer		
	Løbende poster i % af BNP (3-årigt gennemsnit)	Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	Eksportmarkedsandele i % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	Nominelle enhedsløn-omkostninger indeks (2010=100) (procentvis ændring over 3 år)	Boligprisindeks (2015=100), deflateret (procentvis ændring på årsbasis)	Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	Arbejdsledshed (3-årigt gennemsnit)	Samlede passiver i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis ændring på årsbasis)	Erhvervsfrekvens % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (ændring i pp. over 3 år)	Langtidsledighed % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring i pp. over 3 år)	Ungdomsarbejdsledshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring i pp. over 3 år)
Grænseværdi	-4/6%	-35%	±5% (EA) ±11% (ikke-EA)	-6%	9% (EA) 12% (ikke-EA)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	-0.3	51.2	-0.4	-2.3	-0.6	1.0p	13.3	190.1	105.7	8.3	1.2	0.1	0.1	-3.6
BG	1.8	-47.0	-4.7	8.2	9.5p	7.1p	4.0	104.9	29.0	9.4	11.1	0.3	-2.9	-11.2
CZ	0.5	-24.6	-3.7	2.9	2.9	6.7p	4.4	68.7	36.8	5.1	14.5	2.1	-1.3	-8.4
DK	8.4	54.8	-1.5	-4.2	3.4	4.2	-10.4	210.7	37.7	6.3	3.3	1.9b	-0.4b	-1.0
DE	8.1	54.4	-2.6	2.8	5.2	5.4	3.8	99.3	68.1	4.6	5.2	0.3	-0.6	-0.7
EE	1.4	-37.1	4.5	-0.7	13.4	3.8	5.9	115.4	9.4	6.8	7.2	2.4	-1.7	-5.3
IE	5.5	-176.2	-6.6	59.8	-20.5	6.6p	-19.0	278.1	72.8	9.5	2.5	0.7	-3.6	-9.6
EL	-1.0	-139.4	-3.9	-19.0	-3.3p	-2.0e	-1.7p	124.7p	180.8	25.0	-16.6	0.7	-1.5	-11.0
ES	1.4	-83.9	-4.3	2.2	0.4p	4.7	-1.0p	146.7p	99.0	22.1	0.9	-0.1	-3.5	-11.1
FR	-0.7	-15.7	-3.1	-2.4	1.4p	1.0	6.2p	146.9p	96.5	10.3	4.3	0.7	0.2	-0.3
HR	2.9	-70.1	0.1	8.1	-5.9d	2.1	-0.1e	106.1e	82.9	15.6	2.5	1.9	-4.4	-18.1
IT	2.1	-9.8	-3.4	-2.8	1.9	-0.8p	0.6	113.6	132.0	12.1	3.2	1.5	-0.2	-2.2
CY	-3.6	-127.8	-6.5	-3.0	-6.2p	1.6	10.2p	344.6p	107.1	14.7	0.7	-0.2	-0.3	-9.8
LV	-0.3	-58.9	4.9	9.3	16.5	7.4	0.3	88.3	40.6	10.1	5.8	2.3	-1.7	-5.9
LT	-0.3	-43.2	5.4	5.4	14.7	4.5	4.3	56.2	40.1	9.2	16.3	3.1	-2.1	-7.4
LU	5.0	34.7	-1.5	26.2	2.5	5.9	1.5	343.6	20.8	6.3	7.5	0.1	0.4	2.2
HU	3.6	-65.0	-5.0	-0.4	3.3	13.6	-3.6	77.0	73.9	6.5	19.5	5.4	-2.5	-13.7
MT	6.7	47.6	-2.5	8.7	-0.1	4.8p	11.1	128.4	57.6	5.3	1.7	4.1	-1.0	-2.0
NL	8.8	69.1	-2.3	0.1	-1.1p	4.4	1.5p	221.5p	61.8	6.8	5.3p	0.3	0.0	-2.4
AT	2.2	5.6	1.0	-4.0	5.8	7.2	3.2	124.0	83.6	5.8	-2.4	0.7	0.6	1.5
PL	-1.0	-60.7	-5.0	18.1	2.1p	2.5	4.7	81.6	54.1	7.6	8.9	1.8	-2.2	-9.6
PT	0.3	-104.7	-1.9	5.8	0.9p	6.1	-2.2p	171.4p	130.1	12.6	-0.2	0.7	-3.1	-9.9
RO	-1.3	-49.9	-2.5	23.6	6.0p	6.5	0.6p	55.8p	37.6	6.5	7.6	0.7	-0.2	-3.1
SI	5.1	-36.9	-0.5	4.0	0.7	3.6	-0.8	80.5	78.5	8.9	3.2	1.1	-0.9	-6.4
SK	-0.7	-62.4	-1.6	7.3	3.5	7.0	9.2	94.7	51.8	11.5	8.5	2.0	-4.2	-11.5
FI	-1.2	-2.3	0.5	-14.1	2.1	-0.3	2.2	149.3	63.1	9.0	4.5	0.7	0.6	0.2
SE	4.6	11.2	-9.2	-7.9	2.0	7.6	7.6	188.5	42.2	7.4	9.0	1.0	-0.1	-4.7
UK	-5.5	-1.1	0.2	-0.1	3.1	5.5	8.2	168.1	88.3	5.4	11.6	0.9	-1.4	-7.7

Forkl.: b:ophold i tidsserien, e:overslag, p:foreløbig.

1) For beskæftigelsesindikatorerne henvises til s. 2 i rapporten om varslingsmekanismen 2016. 2) Boligprisindekse e = kilde EL's centralbank. 3) For enhedsløn-kostninger, netto HR, d: beskæftigelsesdata baseret på nationalt begreb i stedet for indenlandsbegreb. 4) Gæld i den private sektor, kreditstrømme i den private sektor: faldet i IE ift. 2015 afspejler primært omstrukturering og flytning af hjemsted for multinationale selskaber.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og Generaldirektøret for økonomiske og finansielle anliggender (den reale effektive valutakurs), og Den Internationale Valutafond, WEO (verdenseksporten)

Tabel 2.1: Supplerende indikatorer, 2016

År 2016	Realt BNP (procentvis ændring på årsbasis)	Faste bruttoinvesteringer (% af BNP)	Nationale bruttoudgifter til F&U (% af BNP)	Løbende poster plus kapitalposter (fordringserhvervelse, netto) (% af BNP)	Nettoudlandsgæld (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - strømme (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - beholdninger (% af BNP)	Handelsbalance (netto) for energiprodukter (% af BNP)	Real effektiv valutakurs - euroområdet handelspartnere (procentvis ændring over 3 år)	Eksportresultater ift. udviklede økonomier (procentvis ændring over 5 år)	Bytteforhold (procentvis ændring over 5 år)	Eksportmarksandele målt i mængde (procentvis ændring på årsbasis)	Arbejdsproduktivet (procentvis ændring på årsbasis)	Nominelle enhedslønomkostninger, Index (2010=100) (procentvis ændring over 10 år)	Resultat af enhedslønomkostninger ift. EA (procentvis ændring over 10 år)	Boligprisindeks (2015=100) - nominelt (procentvis ændring over 3 år)	Boligbyggeri (% af BNP)	Gæld i den private sektor, ikke-konsolideret (% af BNP)	Gearing i finanssektoren, ikke-konsolideret (% gæld ift. kapital)
BE	1.5	23.4	2.5p	0.2	-26.6	8.0	214.5	-2.2	2.1	-5.0	2.0	5.2	0.2	17.6	1.5	3.8p	5.9	225.5	192.6
BG	3.9	18.6	0.8p	7.5	-9.5	2.2	88.3	-2.4	-4.6	5.1	3.0	5.8	3.4p	77.5p	52.1	11.6p	2.7	117.0	475.6
CZ	2.6	25.0	1.7p	2.2	-13.5	3.3	75.0	-2.1	-3.6	-0.0	3.6	2.2	1.3	17.0	-0.9	14.2p	3.7	77.5	530.0
DK	1.7	20.1	2.9e	7.3	-7.3	2.1	52.5	0.0	-0.2	-6.9	2.6	0.2	0.0	20.9	4.4	16.2	4.4	221.3	158.9
DE	1.9	20.0	2.9e	8.4	-14.6	1.5	41.7	-1.5	0.4	-0.1	6.6	0.3	0.6	19.0	3.2	14.5	5.9	105.9	367.2
EE	2.1	22.3	na	3.0	-11.7	3.2	99.8	-1.0	0.4	-3.5	3.0	1.8	1.8	64.4	38.6	27.3	4.8	126.6	359.1
IE	5.1	31.8	1.2e	2.3	-368.6	25.8	503.3	-1.1	-0.9	55.3	0.4	2.3	2.3	-23.6	-28.8	39.6p	2.1	300.2	72.3
EL	-0.2p	11.7p	1.0p	-0.5	137.5	1.6	16.0	-1.7p	-3.2	-21.2	6.1p	-4.1p	-0.7p	1.9p	-11.5	-14.2e	0.6p	124.7p	1354.2
ES	3.3p	20.0p	na	2.2	88.8	2.6	59.7	-1.5p	-2.2	-0.7	0.0p	2.5p	0.7p	5.9p	-8.4	8.7	4.6p	165.8p	452.0
FR	1.2p	22.0p	na	-0.9	37.5	1.7	44.8	-1.4p	0.1	-5.1	6.0p	-0.5p	0.5p	15.9p	-0.1	-2.0	6.0p	188.7p	347.5
HR	3.0e	19.9e	0.9p	3.5	40.9	3.7	57.7	-2.7e	-1.0	5.1	1.7e	3.3e	2.7d	4.3d	-5.1	-3.6	na	130.6e	375.9
IT	0.9	17.1	na	2.6	55.1	1.0	25.9	-1.6	-0.7	-5.5	7.5	0.1	-0.3	16.4	0.6	-7.6p	4.4	116.5	751.4
CY	3.0p	17.5p	na	-4.7	152.0	13.0	1061.6	-3.4p	-3.3	-5.7	0.0p	1.6p	-0.1p	3.0p	-7.9	-2.9p	4.6p	345.6p	76.3
LV	2.1	18.2	0.4p	2.4	28.8	0.9	58.1	-2.3	-0.1	6.2	-0.1	1.8	2.4	56.6	27.2	11.1	2.0	96.9	643.0
LT	2.3	18.9	0.7p	0.4	24.7	2.3	41.3	-2.6	-0.7	2.4	5.6	1.2	0.4	28.0	5.3	16.3	3.0	63.3	547.5
LU	3.1	17.2	na	4.4	-1875.5	23.2	8938.5	-2.5	-0.2	22.7	-1.0	0.4	0.0	28.4	7.8	16.6	3.2	410.1	54.0
HU	2.2	19.2	1.2	6.2	9.5	55.6	260.8	-3.2	-5.1	-3.2	2.6	1.1	-0.4	23.2	9.1	33.6	2.4	92.5	75.8
MT	5.5	23.8	0.6p	7.4	-222.0	22.3	1736.5	-9.0	2.1	5.6	1.4	1.2	1.8	22.1	6.9	14.6p	3.9	194.8	35.4
NL	2.2p	19.9p	na	8.8	43.7	19.6	598.9	-0.7p	-0.4	-2.7	1.8p	2.0p	1.1p	14.7p	1.7	9.9	4.0p	231.3p	119.8p
AT	1.5	23.1	3.1p	2.0	19.5	-7.8	66.6	-1.9	2.4	-6.7	2.1	-0.4	0.2	24.1	4.8	17.8	4.2	142.2	191.0
PL	2.9	18.1	na	0.8	32.1	3.6	50.2	-1.4	-5.5	14.8	4.9	6.5	2.3p	21.1p	2.3	4.4	3.0	86.4	321.0
PT	1.5p	15.3p	1.3p	1.7	94.5	4.5	76.1	-1.6p	0.5	2.8	7.8p	1.8p	-0.1p	2.6p	-11.2	15.1	2.5p	185.0p	394.9
RO	4.6p	22.7p	na	0.4	22.5	3.3	44.8	-0.9p	-2.6	20.1	4.8p	6.0p	5.5p	44.0p	20.3	6.7	2.5p	57.2p	406.7
SI	3.1	17.6	na	4.5	29.0	3.2	37.1	-2.1	-1.6	1.1	3.0	4.1	1.2	20.6	1.7	-2.8	2.1	88.1	399.3
SK	3.3	21.2	0.8	0.5	28.4	4.0	65.6	-2.6	-2.0	4.3	-2.2	3.9	0.9	16.1	-1.7	14.0	2.4	92.6	571.6e
FI	1.9	21.5	2.8	-1.3	51.8	-1.8	49.9	-1.4	0.5	-16.5	5.4	-1.0	1.4	26.4	8.1	0.3	6.1	176.4	293.1
SE	3.3	24.0	3.3p	4.4	45.6	2.9	80.3	-0.8	-7.7	-10.5	1.8	1.0	1.6	25.0	8.4	34.4	5.1	231.6	185.3
UK	1.8	16.4	na	-6.0	na	11.2	74.5	-0.5	5.1	-2.9	7.3	-1.2	0.4	20.4	2.9	22.4	3.6	168.2	686.6

Forkl.: e=overslag, p=foreløbig.

1) Boligprisindeks e = kilde, EL's centralbank. 2) Den officielle frist for indberetning af nationale bruttoudgifter til F&U i 2016 er den 31. oktober 2017, og dataene blev udtrukket den 24. oktober 2017. 3) Nominelle enhedslønomkostninger og arbejdsproduktivet for HR d: beskæftigelsesdata på basis af nationale begreber i stedet for indenlandske begreber. 4) Gæld i den private sektor, kreditstrømme i den private sektor: faldet for IE ift. 2015 afspejler primært omstrukturering og flytning af hjemsted for store multinationale selskaber.

Kilde: Eurostat, Generaldirektoratet for økonomiske og finansielle anliggender (den reale effektive valutakurs) og Den Internationale Valutafond, WEO (verdenssektoren)

Tabel 2.1 (fortsat): Supplerende indikatorer, 2016

År 2016	Beskæftigelsesfrekvens (procentvis ændring på årsbasis)	Erhvervsfrekvens - % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (i %)	Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (i %)	Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (i %)	Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse - % af den samlede befolkning i alderen 15-24		Personer truet af fattigdom eller social udstødelse - % af den samlede befolkning		Personer truet af fattigdom efter sociale overførsler - % af den samlede befolkning		Personer, der lider alvorlige materielle afsavn - % af den samlede befolkning		Personer i husstande med meget lav arbejdsintensitet - % af den samlede befolkning i alderen 0-59	
					%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år	%	ændring i pp. over 3 år
BE	1.3	67.6	4.0	20.1	9.9	-2.8	20.7	-0.1	15.5	0.4	5.5	0.4	14.6	0.6
BG	0.5p	68.7	4.5	17.2	18.2	-3.4	40.4b	-7.6b	22.9b	1.9b	31.9b	-11.1b	11.9b	-1.1b
CZ	1.3	75.0	1.7	10.5	7.0	-2.1	13.3	-1.3	9.7	1.1	4.8	-1.8	6.7	-0.2
DK	1.7	80.0b	1.4b	12.0	5.8b	-0.2b	16.7	-1.6	11.9	0.0	2.6	-1.0	10.6	-1.3
DE	1.3	77.9	1.7	7.1	6.7	0.2	19.7	-0.6	16.5	0.4	3.7	-1.7	9.6	-0.3
EE	0.3	77.5	2.1	13.4	9.1	-2.2	24.4	0.9	21.7	3.1	4.7	-2.9	5.8	-2.6
IE	2.8	70.5	4.2	17.2	13.0	-3.1	na	na	na	na	7.5e	-2.4e	na	na
EL	0.5p	68.2	17.0	47.3	15.8	-4.6	35.6	-0.1	21.2	-1.9	22.4	2.1	17.2	-1.0
ES	2.5p	74.2	9.5	44.4	14.6	-4.0	27.9	0.6	22.3	1.9	5.8	-0.4	14.9	-0.8
FR	0.6p	71.4	4.6	24.6	11.9	0.7	18.2	0.1	13.6	-0.1	4.4	-0.5	8.4	0.3
HR	0.3d	65.6	6.6	31.8	16.9	-2.7	27.9	-2.0	19.5	0.0	12.5	-2.2	13.0	-1.8
IT	1.3	64.9	6.7	37.8	19.9	-2.3	na	na	na	na	11.9p	-0.4p	na	na
CY	3.1p	73.4	5.8	29.1	16.0	-2.7	27.7	-0.1	16.1	0.8	13.6	-2.5	10.6	2.7
LV	-0.3	76.3	4.0	17.3	11.2	-1.8	28.5	-6.6	21.8	2.4	12.8	-11.2	7.2	-2.8
LT	2.0	75.5	3.0	14.5	9.4	-1.7	30.1	-0.7	21.9	1.3	13.5	-2.5	10.2	-0.8
LU	3.0	70.0	2.2	19.1	5.4	0.4	19.7bp	0.7bp	16.5bp	0.6bp	1.6bp	-0.2bp	6.6bp	0.0bp
HU	2.6	70.1	2.4	12.9	11.0	-4.5	26.3	-8.5	14.5	-0.5	16.2	-11.6	8.2	-5.4
MT	3.7	69.1	1.9	11.0	8.5	-1.4	20.1	-3.9	16.5	0.8	4.4	-5.1	7.3	-1.7
NL	1.1p	79.7	2.5	10.8	4.6	-1.0	16.7b	0.8b	12.7b	2.3b	2.6b	0.1b	9.7b	0.4b
AT	1.2	76.2	1.9	11.2	7.7	0.4	18.0	-0.8	14.1	-0.3	3.0	-1.2	8.1	0.3
PL	0.6p	68.8	2.2	17.7	10.5	-1.7	21.9	-3.9	17.3	0.0	6.7	-5.2	6.4	-0.8
PT	1.6p	73.7	6.2	28.2	10.6	-3.5	25.1	-2.4	19.0	0.3	8.4	-2.5	9.1	-3.1
RO	-0.9p	65.6	3.0	20.6	17.4	0.4	38.8p	-3.1p	25.3p	2.3p	23.8	-6.0	8.2	0.6
SI	1.9	71.6	4.3	15.2	8.0	-1.2	18.4	-2.0	13.9	-0.6	5.4	-1.3	7.4	-0.6
SK	2.4	71.9	5.8	22.2	12.3	-1.4	18.1	-1.7	12.7	-0.1	8.2	-2.0	6.5	-1.1
FI	0.5	75.9	2.3	20.1	9.9	0.6	16.6	0.6	11.6	-0.2	2.2	-0.3	11.4	2.4
SE	1.7	82.1	1.3	18.9	6.5	-1.0	18.3	1.9	16.2	1.4	0.8	-0.6	8.5	1.4
UK	1.4	77.3	1.3	13.0	10.9	-2.3	22.2	-2.6	15.9	0.0	5.2	-3.1	11.3	-1.9

Forkl.: b: ophold i tidsserien. e: overslag. p: foreløbig.

1) Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse: for ES er der en ændring i klassificeringen af uformelle uddannelsesaktiviteter; for FR, er dataene påvirket af ændringer af spørgeskemaet fra 2013 og medtagelse af de franske oversøiske departementer (DROM). 2) Den officielle frist for indberetning af data om personer i truet af fattigdom eller social udstødelse er den 30. november 2017, og dataene blev udtrykt den 24. oktober 2017. 3) Beskæftigelsesfrekvensne for HR d: beskæftigelsesdata på basis af nationale begreber i stedet for indenlandsbegreber.

Kilde: Europa-Kommisionen, Eurostat