



Bruxelles, den 13.11.2013
COM(2013) 790 final

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

Rapport om varslingsmekanismen 2014

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

{SWD(2013) 790 final}

{SWD(2013) 791 final}

Rapporten om varslingsmekanismen markerer startskuddet på den årlige runde i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud, og formålet er at påvise og rette op på ubalancer, der er til skade for en velfungerende økonomi i EU og risikerer at bringe Den Økonomiske og Monetære Unions rette virkemåde i fare. I rapporten om varslingsmekanismen udpeges de medlemsstater, som det er nødvendigt at foretage en yderligere analyse af (i form af en dybdegående undersøgelse) for at bestemme, om der består ubalancer, der kræver politiske tiltag. I den forbindelse fungerer rapporten om varslingsmekanismen som et første screeningsinstrument, der tager udgangspunkt i en resultattavle over indikatorer med vejledende grænseværdier samt et sæt supplerende indikatorer. Rapporten om varslingsmekanismen foregår ikke pr. ren automatik, og der udarbejdes ikke en dybdegående undersøgelse, blot fordi en indikator overskrider den vejledende grænseværdi i en medlemsstat, idet Kommissionen ser på den samlede økonomiske situation i sin vurdering.

Det er udelukkende på baggrund af de dybdegående undersøgelser, at Kommissionen vedtager, om der består ubalancer og eventuelle uforholdsmæssigt store ubalancer, og offentliggør de relevante politiske henstillinger. De dybdegående undersøgelser offentliggøres i foråret 2014 og vil indgå i den analyse, der danner udgangspunktet for næste års landespecifikke henstillinger som led i det europæiske semester for samordning af den økonomiske politik.

1. RESUMÉ

EU's økonomier gør fortsat fremskridt med at korrigere deres eksterne og interne ubalancer. Disse ubalancer, navnlig de enorme lån, store og vedvarende underskud og overskud på de løbende poster, tab af konkurrenceevne og gældsakkumulation, bidrog til krisen. I løbet af de seneste år er der sket fremskridt på flere områder. Der er navnlig i flere medlemsstater noteret reduktioner af de offentlige underskud og betydelige forbedringer af omkostningskonkurrenceevnen, som er båret frem af strukturreformer og markedspress.

Der er dog behov for yderligere fremskridt for at rette op på ubalancerne. Det vil tage tid at rette op på de ubalancer, der var med til at forværre krisen, og som blev bygget op over godt ti år, og de nødvendige politikker bør bidrage til en strukturel ændring af økonomierne. Der er indtil videre sket få fremskridt med hensyn til at nedbringe den uforholdsmæssigt store private gæld, på trods af at kreditstrømmene har været meget lave eller selv negative i flere lande. Forbedringen af den internationale nettoinvesteringsposition i de mest forgældede økonomier har været meget langsom. Samtidig har lande med store overskud i endnu mindre grad fået rettet op på balancen, hvilket tyder på u hensigtsmæssige opsparinger og investeringer. Ifølge Kommissionens henstillinger vil en styrkelse af den indenlandske efterspørgsels bidrag til væksten i disse lande medføre en mere jævn tilpasning i euroområdet. Beskæftigelsen og de sociale forhold i flere af de lande, hvor ubalancerne har krævet en hurtig tilpasning, har været hårdt ramt, idet arbejdsløsheden og fattigdommen er steget, hvilket skaber store uligheder mellem medlemsstaterne.

Denne rapport indleder tredje runde i implementeringen af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer¹. Formålet med proceduren er at påvise og rette op på ubalancer, der er til skade for en velfungerende økonomi i medlemsstaterne, den monetære union og EU som helhed. Implementeringen af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer er en del af det europæiske semester med henblik på at sikre overensstemmelse med de andre redskaber til økonomisk overvågning. Således er der blevet rettet hensigtsmæssige henstillinger til medlemsstaterne. Den årlige vækstundersøgelse², som foretages samtidig med udfærdigelsen af denne rapport, gennemgår de indbyrdes sammenhænge mellem korrektionen af de makroøkonomiske ubalancer som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer og de presserende udfordringer med at sikre en holdbar finanspolitik, genetablere normale lånemuligheder, fremme vækst og konkurrenceevne, bekæmpe arbejdsløshed og krisens sociale konsekvenser samt modernisere den offentlige forvaltning. Kommissionen vedtager i løbet af de næste par dage nogle udtalelser om eurolandenes udkast til budgetplan (undtagen de eurolande, der er underlagt et makroøkonomisk tilpasningsprogram) og om den finansielle situation i euroområdet. Den forlægger også nogle forslag til udtalelser om flere medlemsstaters økonomiske partnerskabsprogrammer for Rådet.

I rapporten om varslingsmekanismen udpeges de medlemsstater, der muligvis er påvirket af ubalancer, og som der bør foretages yderligere analyse af, før der kan drages konklusioner om, hvorvidt der forekommer eller består ubalancer samt om deres natur. I den forbindelse fungerer rapporten om varslingsmekanismen som et første screeningsinstrument ved begyndelsen af den årlige runde for samordning af den økonomiske politik, der tager udgangspunkt i en resultattavle over indikatorer med vejledende grænseværdier samt et yderligere sæt supplerende indikatorer i overensstemmelse med meddelelsen om styrkelse af Den Økonomiske og Monetære Unions sociale dimension³ indeholder denne rapport for første gang en række sociale indikatorer, som bidrager til tolkningen af resultattavlen. Den mere detaljerede analyse foretages i de efterfølgende dybdegående undersøgelser. Det er på baggrund af de dybdegående undersøgelser, at Kommissionen vedtager, om der består ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, og offentliggør de relevante politiske henstillinger.

Denne rapport viser, at det er nødvendigt nærmere at analysere udviklingen i opbygning og afvikling af ubalancer og de deraf følgende risici i 16 medlemsstater. For nogle af landene vil de dybdegående undersøgelser tage udgangspunkt i resultaterne fra den foregående runde af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud⁴, mens det

¹ Denne rapport ledsages af to arbejdsdokumenter. Det første beskriver et antal tekniske ændringer af de indikatorer, der anvendes i resultattavlen, og de supplerende indikatorer. Det andet indeholder en lang række statistikker, som denne rapport er udarbejdet med udgangspunkt i. Der henvises også til Eurostat News Release 166/2013 og det nylige forslag til forordning om fremlæggelse af statistikker med henblik på proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, COM (2013) 342 af 7.6.2013. Formålet med denne forordning er at sikre, at Eurostat på passende vis overvåger kvaliteten af data samt at imødekomme spørgsmål om udarbejdelse og indberetning af data og metadata.

² COM(2013) 800 af 13.11.2013. Se også Kommissionens udkast til den fælles rapport om beskæftigelsen.

³ COM(2013) 690 af 2.10.2013. Meddelelsen foreslår også en resultattavle med en række indikatorer til anvendelse i udkastet til den fælles rapport om beskæftigelsen med henblik på at undersøge udviklingen i beskæftigelsen og de sociale forhold og udpege problemer på disse områder på et tidligt tidspunkt. Rådet vil i december tage stilling til, om den skal anvendes i forbindelsen med det europæiske semester i 2014.

⁴ I april 2013 konstaterede Kommissionen ubalancer i Belgien, Bulgarien, Danmark, Spanien, Frankrig, Italien, Ungarn, Malta, Nederlandene, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige, hvor ubalancerne i Spanien og Slovenien blev udpeget som værende uforholdsmæssigt store (jf. "Resultater af dybdegående undersøgelser", COM(2013) 199 af 10.4.2013, og "Macroeconomic Imbalances", *European*

for andre lande vil være første gang, Kommissionen udarbejder en dybdegående undersøgelse. De medlemsstater, som Kommissionen agter at foretage dybdegående undersøgelser af, står over for forskellige udfordringer og potentielle risici, herunder afsmittende virkninger for deres partnere.

- For **Spaniens** og **Sloveniens** vedkommende vil de dybdegående undersøgelser vurdere, om de *uforholdsmæssigt store ubalancer* består eller er under afvikling, samt om de strukturpolitikker, disse medlemsstater har gennemført, bidrager til afviklingen af ubalancerne.
- I **Frankrig, Italien** og **Ungarn** blev der konstateret *ubalancer*, og Kommissionen påpegede nødvendigheden af at træffe væsentlige politiske foranstaltninger. For deres vedkommende vil de dybdegående undersøgelser analysere, hvorvidt ubalancerne består.
- For de øvrige medlemsstater, der tidligere har fået konstateret *ubalancer* (**Belgien, Bulgarien, Danmark, Malta, Nederlandene, Finland, Sverige** og **Det Forenede Kongerige**), vil den dybdegående undersøgelse bidrage til at vurdere, hvilke medlemsstater der stadig oplever ubalancer, og hvilke medlemsstater der har afviklet dem. Kommissionen er af den holdning, at eftersom ubalancerne konstateres efter gennemgående analyser i de forudgående dybdegående undersøgelser, bør konklusionen om, at en ubalance er blevet afviklet, også først træffes efter nøje gennemgang af alle de relevante faktorer i en anden dybdegående undersøgelse, som eventuelt kan føre til, at proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer afsluttes over for visse medlemsstater.
- Der vil også blive foretaget dybdegående undersøgelser af **Tyskland** og **Luxembourg** for at se nærmere på deres stillinger over for udlandet og analysere den interne udvikling samt vurdere, om der findes ubalancer i disse lande
- Endelig bør der også foretages en dybdegående undersøgelse af **Kroatien**, som er en ny EU-medlemsstat, i lyset af nødvendigheden af at forstå karakteren af de potentielle risici for landets stilling over for udlandet, handelsresultater og konkurrenceevne samt den interne udvikling.

For de medlemsstater, der er underlagt makroøkonomiske tilpasningsprogrammer og modtager officiel finansiel bistand, vil overvågningen af ubalancerne og af de korrigerende foranstaltninger foregå som led i deres programmer. Det gælder Irland, Grækenland, Cypren, Portugal og Rumænien. Situationen i Irland vil som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer blive vurderet i slutningen af programmet.

Inden for rammerne af den multilaterale overvågning og i overensstemmelse med artikel 3, stk. 5, i forordning (EU) nr. 1176/2011⁵ opfordrer Kommissionen Rådet og Eurogruppen til at drøfte denne rapport. Kommissionen ser også frem til feedback fra Europa-Parlamentet og relevant input fra andre interesserede parter. Under hensyntagen til drøftelserne i Rådet og Eurogruppen vil Kommissionen udarbejde dybdegående undersøgelser af de pågældende medlemsstater. Undersøgelserne forventes at blive offentliggjort i foråret 2014 forud for udarbejdelsen af de nationale reformprogrammer og pakken af landespecifikke henstillinger som led i det europæiske semester.

Economy-Occasional Papers, 132-144) Alle de landespecifikke henstillinger vedtaget af Rådet, herunder dem der er relevante i forbindelse med ubalancerne, findes i EUT C 217 af 30.7.2013, s. 1.

⁵ EUT L 306 af 23.11.2011, s. 25.

2. FREMSKRIDT I KORREKTIONEN AF UBALANCER

De fleste medlemsstater har i løbet af de seneste år gjort fremskridt med korrektionen af deres ubalancer. Dette gælder ikke blot underskuddene på de løbende poster og de vigtigste konkurrenceindikatorer, men også deres budgetter, nationalregnskaber og de finansielle sektorer. De private og offentlige sektorer i flere medlemsstater står over for et stort nedgearingspres, hvilket vejer tungt på den økonomiske aktivitet, idet den indenlandske efterspørgsel i flere økonomier holdes nede på grund af husholdningernes behov for at øge opsparingen, samt i visse tilfælde på grund af lønudviklingen, og virksomhedernes behov for at nedbringe gælden. Den lave økonomiske aktivitet som følge af krisen har desuden påvirket arbejdsledelsen negativt og forværret en række andre sociale indikatorer.

Korrektionen af ubalancer bidrager til at forbedre de økonomiske nøgletal og til en gradvis genopretning. Samtidig hjælper den gradvise normalisering af de økonomiske forhold med at nedbringe de makroøkonomiske risici i forbindelse med ubalancerne. Vækstudsigterne⁶ er i dag bedre end for et år siden, og fremskridtene i korrektionen af de eksterne og interne makroøkonomiske ubalancer vil skabe nye muligheder for vækst og konvergens. De økonomiske udsigter har over de seneste måneder været opløftende. Efter flere kvartaler med nedgang steg BNP i andet kvartal med 0,3 % i både euroområdet og i EU. Hvad angår anden halvdel af året, peger nøgleindikatorerne på, at dette vil fortsætte, dog i et lavere tempo. Det gradvise opsving i den indenlandske efterspørgsel og den øgede eksport, som understøttes af en forbedret konkurrenceevne, bekræfter udsigterne til, at opsvinget vil tage fart næste år. For så vidt angår de forskellige områder, der er omfattet af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, kan følgende mere specifikke observationer nævnes:

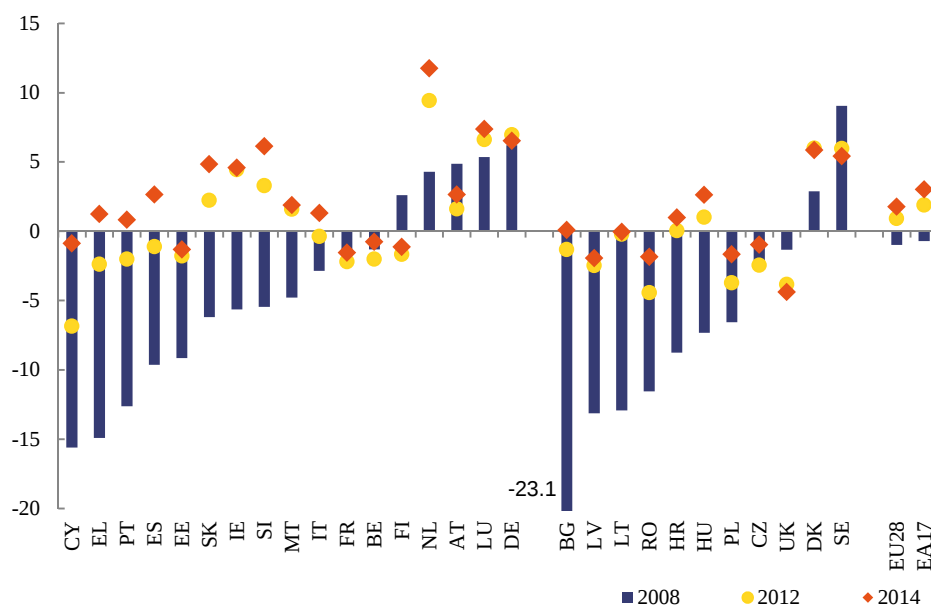
- **Der er sket en væsentlig forbedring af de løbende poster i de medlemsstater, der tidligere havde store underskud** (figur 1). Det er navnlig tilfældet i de medlemsstater, der har gennemført et økonomisk tilpasningsprogram med finansiell bistand (EL, IE, CY, PT og RO), samt i BG, EE, ES, LT, LV, SI og SK, dvs. de medlemsstater, der indtil for et par år siden havde de største underskud på de løbende poster og oplevede en uholdbar udvikling. På trods af at den betydelige forbedring af deres eksterne balance skyldes en nedgang i importen som følge af en lavere indenlandsk efterspørgsel og ændringer i fordelingen af udgifter, har eksporten vist positive resultater. Forbedringen af den eksterne balance i de medlemsstater, der oprindeligt havde store underskud, skyldes både konjunkturmæssige og ikke-konjunkturmæssige elementer. Det lader til, at forbedringen af de løbende poster i høj grad indeholder et ikke-konjunkturmæssigt element, både som følge af en udvidet eksport og indkomsttab med deraf følgende faldende import, som ikke forventes at forsvinde, efterhånden som opsvinget får bedre fat⁷. Indikatoren for underskud på de løbende poster (3-årige gennemsnit for 2010-2012) i den seneste opdatering af resultattavlen viser stadig et underskud på 4 % af BNP for PL samt for EL, CY, PT og RO. I 2013 forventes ES, PT, SK og SI dog at have overskud, mens kun CY og RO havde et underskud på eller over 4 % af BNP i 2012. Blandt de lande, der har oplevet en forværring af deres eksterne balance i de seneste år, bør blikket især rettes mod FR og

⁶ Jf. "European Economic Forecast-Autumn 2013", *European Economy*, 2013 (7).

⁷ Med andre ord har nedbringelsen af underskuddene på de løbende poster vist sig at være langt større end forventet i lyset af produktionsgabene mellem de berørte medlemsstater og deres handelspartnere. Se Salto, M. og A. Turrini (2010), "Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment", *European Economy-Economic Papers*, s. 427, for et eksempel på en metode til at vurdere de konjunkturmæssige elementer af de løbende poster

UK, som i øjeblikket har nogle af de største underskud i EU, selv om de dog befinder sig under grænseværdien

Figur 1: Underskud (-) og overskud (+) på de løbende poster
2008, 2012 og 2014 (fremskrivninger)
(% af BNP)



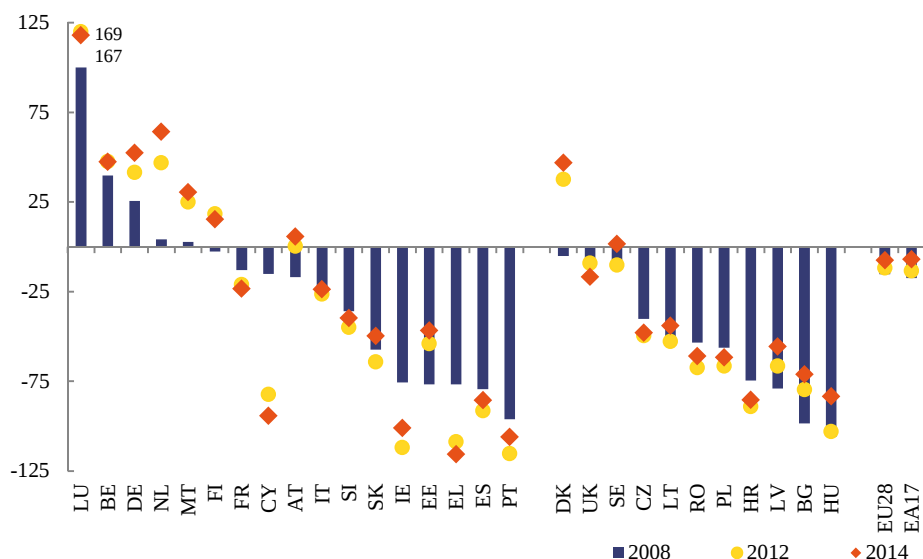
Kilde: Eurostat, Kommissionens tjenestegrene.

- **De mest sårbare økonomiers økonomiske stilling over for udlandet er dog endnu ikke blevet fuldt genoprettet** (figur 2). Den internationale nettoinvesteringsposition er meget negativ i de fleste medlemsstater. I euroområdet er det især tilfældet for ES og EE samt for de fire programlande PT, EL, IE og CY og uden for euroområdet for BG, HR, HU og LV. Hver af disse medlemsstater har en negativ international nettoinvesteringsposition på over 50 % af BNP, og i visse tilfælde (IE, EL, PT og HU) ligger den over det årlige BNP. Især Cyperns internationale nettoinvesteringsposition er betydeligt forværret i de seneste år. Hvad angår CZ, LT, PL, SK og SI samt også RO, er den internationale nettoinvesteringsposition også mere negativ end den vejledende grænseværdi, men dog stabil. De løbende poster i alle disse medlemsstater (med undtagelse af EL og CY) er i 2013 langt bedre, end de lande, der har stabiliseret deres eksterne forpligtelser på mellemlang sigt. Ikke desto mindre er det for at bringe den internationale nettoinvesteringsposition på et mere sikkert niveau nødvendigt med lavere underskud eller selv overskud i en længere periode samt en mere dynamisk økonomisk aktivitet⁸. Forbedringen af den internationale nettoinvesteringsposition har heller ikke givet udslag i egentlige data i visse medlemsstater grundet den meget lave nominelle vækst. De meget negative internationale nettoinvesteringspositioner gør landenes finansieringsbetingelser meget sårbare over for ændringer i de økonomiske udsigter og udsving på markedet. Risiciene i forbindelse med en negativ international nettoinvesteringsposition, herunder virkningerne for den økonomiske aktivitet og den finansielle stabilitet, afhænger i høj grad af gældssammensætningen. I den forbindelse er

⁸ Jf. "The Dynamics of International Investment Positions", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(3):7-20.

lande med store beholdninger af indadgående udenlandske direkte investeringer (navnlig BG, CZ, EE, SK, LT, LV og IE) bedre stillet end de lande, hvor den negative internationale nettoinvesteringsposition overvejende afspejler en udlandsgæld⁹.

Figur 2: Internationale nettoinvesteringspositioner
2008, 2012 og 2014 (fremskrivninger)
(% af BNP)



Anm.: Fremskrivningerne for 2014 tager udgangspunkt i, at der ikke forekommer valutakursgevinster/-tab.
Kilde: Eurostat, Kommissionens tjenestegrene.

- **I visse medlemsstater er overskuddet på de løbende poster forsat meget højt** og ligger langt over den vejledende grænseværdi på 6 % af BNP (figur 1 og boks 1). Det er tilfældet for DE, LU og NL og i mindre grad også SE. De tilgængelige prognoser tyder på, at disse overskud ikke vil falde betydeligt lige foreløbig. Selv om strukturelle kendetegn kan retfærdiggøre vedvarende moderate overskud i alle disse lande, er det registrerede niveau i de seneste år og fremskrivningerne for 2014 langt over de historiske niveauer og over, hvad der kan berettiges ud fra deres økonomiske nøgletal¹⁰. Eftersom den økonomiske aktivitet i DE har det bedre end hos de fleste andre handelspartnere, kan det antages, at landets konjunkturjusterede overskud ligger over de faktiske tal, men dette synes ikke at være tilfældet for NL. Overskuddene er resultatet af en stærk konkurrenceevne og specialisering i sektorer med en stor global efterspørgsel - hvilket er en positiv udvikling - men afspejler også en svag indenlandsk efterspørgsel, hvilket på sin side afspejler strukturelle hindringer for en internt genereret vækst¹¹. En stigning i investeringerne og en reduktion af den samlede opsparring vil virke velfærdsfremmende i disse lande og bidrage til en holdbar vækst, uden at det indvirker på deres konkurrenceevne, ikke mindst fordi investeringernes andel af BNP i overskudslande ofte er lavere end EU-gennemsnittet. Samtidig afspejler disse store overskud også eventuelle mangler i den finansielle formidling. Kombinationen af store overskud og ovennævnte reduktion af underskud betyder, at euroområdet, som oprindeligt havde en ekstern stilling i balance, nu oplever et

⁹ Jf. 'The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2): 17-25.

¹⁰ Se f.eks. IMF (2013), "Multilateral Policy Issues Report - 2013 Pilot External Sector Report", (juni), og "Germany-Staff Report for the 2013 Article IV Consultation", (august).

¹¹ Disse spørgsmål blev allerede rejst i de foregående års henstillinger til disse medlemsstater.

overskud på 2 % af BNP¹². Det kan ligge et pres på euroen for at appreciere i forhold til andre internationale valutaer og kræve en endnu større indsats fra landenes side for at geare ned og genoprette konkurrenceevnen gennem omkostningstilpasninger.

- **Flere lande, navnlig de mest sårbare, har forbedret deres prisbaserede og ikke-prisbaserede konkurrenceevne.** Den seneste opdatering af resultattavlen for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud viser, i klar modsætning til situationen for bare et par år siden, at ingen medlemsstater (undtagen LU) har registreret stigninger af de nominelle enhedslønomkostninger over den vejledende grænseværdi¹³. De lande, der tidligere har oplevet kraftige stigninger, har reduceret dem mærkbart (ES, LV og LT samt IE og EL)¹⁴. Det er afgørende for tilpasningsprocessen i økonomier, der oplever de største udfordringer med den eksterne holdbarhed, at de genopretter konkurrenceevnen. Uden disse gevinster vil reduktionen af deres underskud overvejende ske gennem fald i importen og forringelse af levestandarden. Ingen medlemsstat har desuden registreret en *appreciering* af den reale effektive valutakurs over den vejledende grænseværdi. Faktisk har *deprecieringen* af den reale effektive valutakurs i flere medlemsstater ligget over grænseværdien som følge af udviklingen i euroens nominelle valutakurs (og, uden for euroområdet, andre nationale valutaer). Vurderingen af den ikke-prisbaserede konkurrenceevne er mere kompleks. Det lader dog til, at den er stigende i flere lande, efterhånden som deres eksport udvides til nye markeder og sektorer.
- **Eksportresultaterne er forbedret i flere lande, men de fleste medlemsstater taber fortsat markedsandele på verdensplan** I løbet af de sidste fem år er det kun BG, EE, LV, LT, MT, PL og RO, som samlet kun tegner sig for 5½ % af EU's eksport, der har øget deres markedsandele, mens kun LV og LT øgede deres markedsandele i 2012. Især HR, CY, IT, FI samt EL har tabt store markedsandele. EU-landenes eksportresultater er dog i løbet af de seneste år blevet mindre heterogene, og f.eks. ES og PT har forbedret deres eksportresultater. En vurdering af udviklingen af eksportmarkedsandele bør tage højde for, at de relative tab er knyttet til væksten i de store vækstøkonomier, som f.eks. Kina, Brasilien, Rusland og Indien. Selv når resultaterne dog sammenlignes med andre udviklede økonomier, f.eks. OECD-landene, har de fleste medlemsstaters eksportresultater over de sidste fem år ikke været gunstige.
- **Der foregår stadig balancetilpasninger i mange medlemsstater, men den private gæld er stadig høj** (figur 3). På trods af den vedvarende indsats for at geare ned ligger gælden i den private sektor stadig over den vejledende grænseværdi i de fleste medlemsstater¹⁵. Tempoet for og omfanget af den igangværende tilpasning varierer dog fra land til land. F.eks. skete der kraftige tilpasninger i ES, HU, LT og SI samtidig med betydelige stigninger i de konsoliderede private gældskvoter i BE, FR og FI samt CY og IE. Hovedparten af

¹² Jf. "Current Account Surpluses in the EU", *European Economy*, 2012 (9).

¹³ Forbindelsen mellem enhedslønomkostninger, eksportpriser og genoprettele af balancen, jf. "Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3): 19-25.

¹⁴ Jf. "Labour Market Developments in Europe-2013", *European Economy*, 2013 (6) og "Benchmarks for the Assessment of Wage Developments", *European Economy-Occasional Papers*, 146.

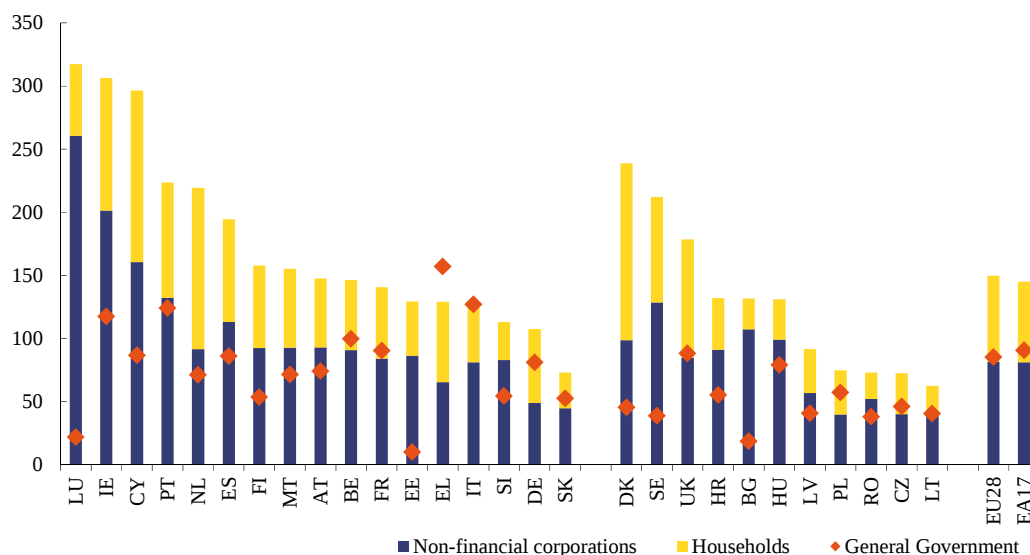
¹⁵ Jf. "Refining the MIP Scoreboard - Technical Changes to the Scoreboard and Auxiliary Indicators", om ændringer af definitionen af privat gæld i resultattavlen.

tilpasningen i den private sektor i 2012 kan tilskrives nedgearingen i husholdningerne (navnlig i DK, EE og UK samt PT)¹⁶.

¹⁶ Jf. "Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1): 26-32, og Cuerpo, C. *et al.* (2013), "Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment", *European Economy-Economic Papers*, 477.

- **Nedgearingen påvirkes af de underliggende betingelser på kreditmarkederne** og adgangen til finansiering I 2012 lå kreditvæksten generelt under grænseværdien. Dette skyldes både udbuds- og efterspørgselsfaktorer, som kan være svære at skelne fra hinanden. I flere medlemsstater har bankerne har skåret i deres budgetter, hvilket afspejles af indikatoren for gæld i den finansielle sektor. Et fald i nettolångivningen i 2012 i programlandene EL, IE og PT medførte et ekstra fald i den økonomiske aktivitet, hvilket midlertidigt fik gældskvoten til at stige via en denominatoreffekt. De negative feedback-sløjfer mellem presset for at geare ned og den økonomiske aktivitet er fortsat kilde til bekymring i visse lande. Sammenlignet hermed er tilpasningen i BG, DE, AT, PL og UK sket på baggrund af faldende pres på lånemarkederne og en stærkere vækst i det nominelle BNP. En sektorbestemt opdeling viser, at blandt de lande, der oplever en nedgearing i erhvervssektoren, lader negative nettokreditstrømme til at spille en væsentlig rolle i ES, HU, og SI samt EL. Finansieringsproblemerne kan i sidste ende resultere i underinvesteringer i de sårbare medlemsstater, hvilket vil sætte en dæmper på opsvinget og forhale en effektiv genskabelse af balance i økonomien i retning af mere produktive og eksportorienterede brancher¹⁷.

Figur 3: Gæld i de ikkefinansielle selskaber, husholdningerne og det offentlige
2012
(% af BNP)



Anm.: Niveaue for den private gæld i EU-28 og EU-17 er et vægtet gennemsnit af nationale konsoliderede data.
Kilde: Eurostat.

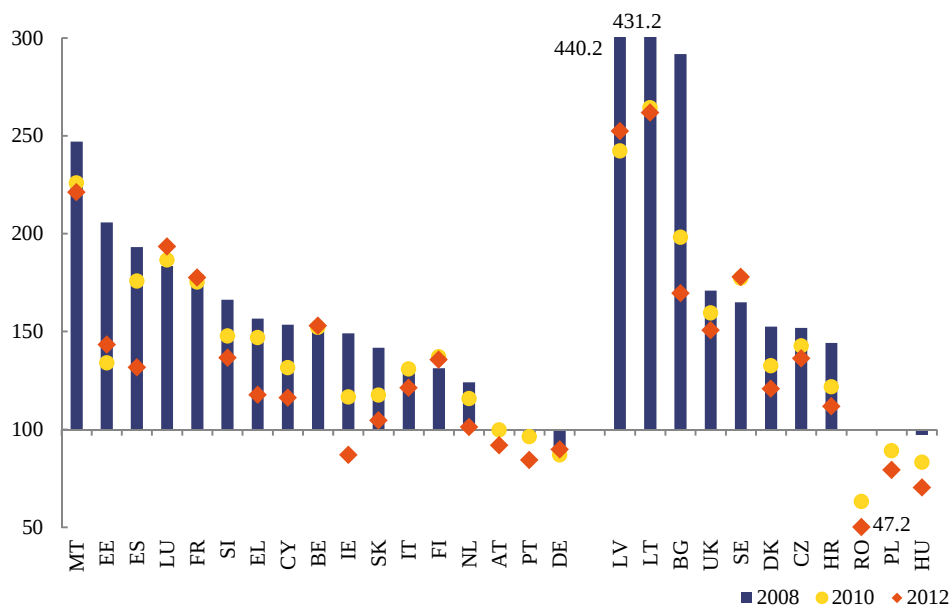
- **Nedgangen i boligpriserne har bredt sig og har taget fart** (figur 4). Der skete en yderligere tilpasning af de reale boligpriser¹⁸ i 2012, hvor BG, DK, ES, HU, IT, NL, SI, SK samt IE, PT og RO oplevede meget negative vækstrater, hvilket stemmer overens med de strammere kreditbetingelser og nedgearingen i husholdningerne. Kun i DE, EE, LU MT og AT steg de deflaterede boligpriser. Tilpasningen tog desuden yderligere fart i 2012 i de lande, der allerede havde oplevet et stort kumuleret fald, siden priserne havde toppet, f.eks. BG, ES, NL, SI og CY. Nedturen på ejendomsmarkedet foregår samtidig med gennemførelsen af politikker, der sigter mod at nedbringe incitamentet for at købe fast

¹⁷ Jf. "Product Market Review-2013", *European Economy*, 2013 (forestående), og "Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1): 19-25.

¹⁸ Relative (eller reale) boligpriser, dvs. priser deflateret med forbrugsdeflatoren.

ejendom ved gældsfinansiering. Store reformer med sigte på at fremme udlejningsmarkedet, sænke skatteincitamentene ved realkreditlignende instrumenter eller nedbringe husholdningsbudgetternes sårbarhed over for indkomst- eller rentestød vil kunne bidrage til mindre volatile boligmarkeder og afbøde de økonomiske virkninger af op- og nedturene¹⁹.

Figur 4: Boligpriser (deflaterede)
2008, 2010 og 2012
(indeks 2000 = 100, med forbehold af andre oplysninger).



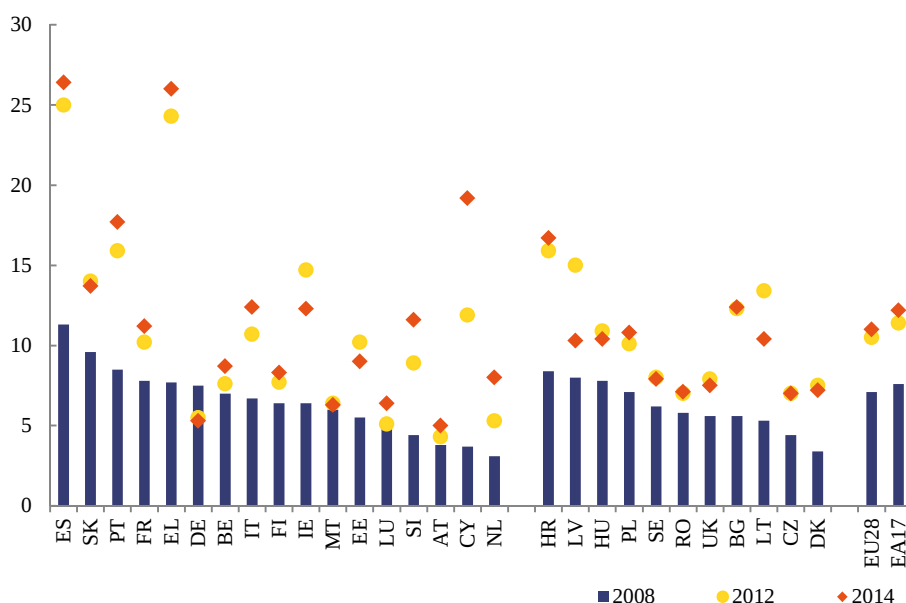
Anm.: Grundet manglende data er basisårene 2004 for CZ, 2003 for EE og SI, 2002 for CY, 2006 for SK, 2007 for HU og 2008 for PL, AT og RO. På grund af manglende data for AT henviser den røde rombe til 2011. De forhåndenværende oplysninger peger på en stor stigning i 2012.
Kilde: Eurostat, ECB, OECD, BIS.

- **Beskæftigelsen og de sociale forhold er forværret i en række lande i forbindelse med genskabelsen af balance.** Navnlig er beskæftigelsen faldet voldsomt i flere medlemsstater, og ES, HR LV, LT og SK samt EL, IE, CY og PT har en høj eller meget høj arbejdsløshed (figur 5). Kun DE havde en lavere arbejdsløshed i 2012 end i 2008, og kun et fåtal af medlemsstater har registreret beherskede stigninger i ledigheden i de seneste år. Andre aspekter af ledigheden, f.eks. ungdomsarbejdsløshed og langtidsledighed, er også steget betydeligt, navnlig i EL og ES, hvilket medfører store forskelle i EU. Den svage økonomiske aktivitet og, i nogle tilfælde, nedskæringer i vigtige arbejdskraftintensive sektorer såsom byggeri (f.eks. SI, ES og IE) er elementer af tilpasningsprocessen, som medfører, at ressourcerne i den ikke-handelsbare sektor overføres til den handelsbare sektor, og at udgifterne overføres til indenlandsk producerede varer. Selv om omfordelingen af ressourcer er uundgåelig og ønskværdig, er

¹⁹ Jf. "Assessing the dynamics of house prices in the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4): 7-18, "Taxation of Housing", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012 (4): 25-30 og "Tax Reforms in EU Member States 2013", *European Economy*, 2013(5), navnlig afsnit 2.6. For flere oplysninger om de boligrelaterede risici, se Pataracchia, B., R. Raciborski, M. Ratto og W. Röger (2013), 'Endogenous Housing Risk in an Estimated DSGE Model of the Euro Area', *European Economy-Economic Papers*, 505.

denne proces ikke omkostningsfri. Den høje arbejdsløshed er også et tegn på, at økonomien generelt klarer sig dårligt, og at der sker en forværring af den menneskelige kapital samt dårligere potentielle vækstudsigter. Flere reformer, både af arbejds- og produktmarkederne, hjælper til at udjævne processen, men arbejdsløsheden er steget voldsomt og har overskredet tidligere toppunkter i mange medlemsstater. For at få et bedre billede af ubalancerne og tilpasningens sociale virkninger er der tilføjet en række sociale indikatorer til de supplerende indikatorer i resultattavlen. Arbejdsløsheden viser, at der er mindre overensstemmelse mellem de udbudte kvalifikationer og behovene på arbejdsmarkedet. Den stigende langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed, inaktivitet, fattigdom og sociale eksklusion er tegn på en utilstrækkelig udnyttelse af ressourcerne og en forværring af den sociale samhørighed.

Figur 5: Arbejdsløshed
2008, 2012 og 2014 (fremskrivninger)



Kilde: Kommissionens tjenestegrene.

- **Arbejdsmarkedsmobiliteten internt i EU er stigende.** Med hensyn til migrationen inden for EU i 2012 tegnede den sig for 6½ million mennesker, hvilket er en stigning på 200 000 i forhold til 2011 og tydeligt afspejler situationen på arbejdsmarkedene. Den negative nettomigration i LV og LT var mere moderat end de foregående år, hvilket afspejler en vis forbedring af situationen på arbejdsmarkedet. I modsætning hertil har den stigende arbejdsløshed i PT og ES medført en stigning i de udgående nettomigrationsstrømme i begge lande, som dog til en vis grad består af ikke-EU-borgere, der vender hjem til deres oprindelsesland. Samtidig har lande med forholdsvis lav arbejdsløshed, f.eks. DE, AT og SE, fortsat registreret stigninger i nettoindvandringen. Migration kan spille en rolle i forbindelse med tilpasningen ved at fremme omfordelingen af arbejdskraft fra de områder, der er ramt af arbejdsløshed, til områder, hvor der er en støt efterspørgsel. Det er dog vigtigt, at de lande, der oplever en negativ udgående nettomigration, fortsat gennemfører politikker, der fremmer den potentielle vækst, så de på mellemlang sigt kan tiltrække uddannet arbejdskraft, som de risikerer at miste under tilpasningsfasen.

3. LANDESPECIFIKKE BEMÆRKNINGER I FORBINDELSE MED FORTOLKNINGEN AF RESULTATTAVLEN

De nedenstående bemærkninger omfatter ikke de medlemsstater, der overvåges under økonomiske tilpasningsprogrammer med finansiell bistand²⁰. Det drejer sig om Grækenland, Cypern, Portugal og Rumænien. Irland drøftes i denne rapport, men situationen i landet vil som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer blive vurderet i slutningen af den igangværende periode med finansiell bistand, som forventes at afslutte i februar 2014.

Belgien: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Belgien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til konkurrenceevnen og gældsætningen, og især i forbindelse med de konsekvenser den store offentlige gæld har for realøkonomien. I den opdaterede resultattavle overskrider de samme indikatorer som sidste år de vejledende grænseværdier, nemlig tab af eksportmarkedsandele samt gæld i den private og offentlige sektor. Den langvarige tendens med tab af eksportmarkedsandele tog fart i 2012, hvilket påvirkede den fortsat negative udvikling på varebalancen. De løbende poster er blevet forværret yderligere, så der nu er et mindre underskud. Den internationale nettoinvesteringsposition er dog fortsat stabil og positiv. For så vidt angår omkostningskonkurrenceevnen, tyder de tilgængelige indikatorer på en vis stabilisering. Ikke desto mindre er enhedslønsmkostningerne, selv om de stadig ligger under den vejledende grænseværdi, atter begyndt at stige i 2012, men forventes at tage af igen i 2013. Den reale effektive valutakurs faldt en anelse i 2012 på linje med euroens valutakurs. I 2012 steg gælden i den private sektor, og den ligger fortsat langt over grænseværdien, selv når der korrigeres for indenlandske virksomhedsinterne lån. Den offentlige gæld er også fortsat steget og forventes at overskride 100 % af BNP i 2013, selv om den dog forventes at blive mere stabil i de kommende år. Derudover bør der også holdes øje med eventualforpligtelserne, idet de kan påvirke de offentlige finanser og realøkonomien. Den finansielle sektor nedbragte sine forpligtelser i 2012, samtidig med at gearingen i sektoren faldt til det laveste niveau i fem år. Boligpriserne faldt en anelse i 2012 efter at have ligget stabilt siden 2008, hvilket tyder på, at der foregår en gradvis justering på markedet. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.*

Bulgarien: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Bulgarien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til virkningerne af nedgearingen i erhvervssektoren samt den fortsatte tilpasning af stillingen over for udlandet, konkurrenceevnen og arbejdsmarkedet. Enkelte indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig den internationale nettoinvesteringsposition og arbejdsløsheden. Risiciene i forbindelse med landets stilling over for udlandet synes at

²⁰ Dette blev vedtaget ved forordning (EU) nr. 472/213 (EUT L 140 af 27.5.2013, s. 1.), som er en del af den såkaldte "twopack", med henblik på at undgå overlappende procedurer og dobbeltarbejde i forbindelse med rapporteringskravene. Det er også på linje med Kommissionens forslag til en facilitet for finansiell støtte til medlemsstater, der ikke har euroen som valuta (COM (2012) 336 af 22.6.2012). Der findes en yderligere redegørelse af den økonomiske situation og fremskridtene med afviklingen af ubalancer i disse medlemslande i de seneste rapporter om overholdelse i *European Economy-Occasional Papers*, 162 (Irland), 159 (Grækenland), 161 (Cypern), 156 (Rumænien) og 153 (Portugal). Der gøres rede for situationen i Spanien i nærværende rapport, selv om landet modtager offentlig finansiering til rekapitalisering af bankerne, jf. *European Economy-Occasional Papers*, 155. Der kan læses mere om twopacken i "The Two-Pack on Economic Governance", *European Economy-Occasional Papers*, 147.

være faldet i forhold til for et par år siden. Den negative internationale nettoinvesteringsposition er fortsat høj, mens den eksterne nettogæld er væsentligt lavere som følge af beholdningen af udenlandske direkte investeringer. Både den negative internationale investeringsposition og den eksterne nettogæld er faldende takket være tilpasningen af de løbende poster i retning af balance og det fortsat positive bidrag fra kapitaloverførsler. Korrektionen af de løbende poster synes overvejende at skyldes ikke-konjunkturmæssige faktorer og har haft en relativt lille indflydelse på den økonomiske aktivitet. Indikatorerne for pris- og omkostningskonkurrenceevnen er fortsat forbedrede og lader til at understøtte en kommende eksportvækst. Indikatoren for nominelle enhedslønomkostninger ligger på linje med grænseværdierne i resultattavlen i 2012 som følge af lavere lønstigninger og vedvarende stigninger i produktiviteten, som også afspejler nedlæggelsen af arbejdspladser. Den private sektor er stadig i færd med at geare ned. Gælden i de ikkefinansielle selskaber er forholdsvis høj i Bulgarien sammenlignet med tilsvarende lande, men en stor del af gælden skyldes virksomhedsinterne lån på tværs af grænserne. Långivningen er fortsat lav, hvilket afspejler det svage økonomiske opsving. Der er stadig svagheder på arbejdsmarkedet og arbejdsløsheden, herunder ungdomsarbejdsløsheden og langtidsledigheden, er fortsat steget, selv om den synes at tage af i løbet af 2013. Fattigdommen og den sociale eksklusion er også steget over de seneste år, og antallet af unge, der ikke er i beskæftigelse eller under almen eller faglig uddannelse²¹, er det største i EU. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.*

Tjekkiet: I de foregående runder af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev der ikke konstateret ubalancer i Tjekkiet. Den internationale nettoinvesteringsposition er negativ og overskrider fortsat den vejledende grænseværdi i den opdaterede resultattavle. Indikatoren er yderligere forværret på grund af underskud på de løbende poster, som har ligget omkring 2½-3 % af BNP, men forventes at falde i de kommende år. Risiciene i forbindelse med landets stilling over for udlandet er fortsat begrænsede eftersom mange af de eksterne forpligtelser udgøres af udenlandske direkte investeringer, og den eksterne nettogæld er derfor meget lav. I begyndelsen af århundredet bidrog de udenlandske direkte investeringer til eksportresultaterne, men i dag vinder landet langt færre eksportmarkedsandele og er selv begyndt at tabe dem i 2010-2012. De økonomiske konkurrenceindikatorer, f.eks. den reale effektive valutakurs og enhedslønomkostningerne, er indtil videre ikke forbedret nok til, at der kan ventes bedre eksportresultater i de kommende år. På den interne side bidrog tilstrømningen af udenlandsk kapital inden krisen til en hurtig vækst i de reale boligpriser. Den igangværende korrektion af priserne har ikke synderligt påvirket soliditeten i den finansielle sektor, men långivningen har dog været afdæmpet de seneste år. Gældskvoten i den private sektor ligger fortsat et godt stykke under den vejledende grænseværdi. Generelt set har arbejdsmarkedet klaret sig forholdsvis godt i forhold den svage økonomiske aktivitet, og arbejdsløsheden steg til 7 % i 2012. Ungdomsarbejdsløsheden (19 ½ % i 2012), som stadig ligger under EU-gennemsnittet, er dog mere end fordoblet siden 2008 og forventes ikke at falde, før der atter kommer gang i den økonomiske aktivitet. *Overordnet set vil Kommissionen på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.*

Danmark: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Danmark befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer med hensyn til husholdningernes høje gældsætning og de fortsatte justeringer på boligmarkedet. De samme indikatorer som sidste år befinder sig over

²¹ Den såkaldte NEET-sats.

den vejledende grænseværdi i den opdaterede resultattavle, nemlig gælden i den private sektor og tab af eksportmarkedsandele. Sidstnævnte skyldes forværringen af konkurrenceevnen over de seneste ti år. Den aktuelle løntilbageholdenhed og begrænsning af enhedslønomkostningerne samt deprecieringen af den reale effektive valutakurs forventes at understøtte den igangværende genoprettelse af konkurrenceevnen. De løbende poster har været positive i mere end tyve år, og overskuddet ligger i øjeblikket tæt på den øvre grænseværdi i resultattavlen, samtidig med at den internationale nettoinvesteringsposition fortsat styrkes. Stigningerne i boligpriserne inden 2008 skubbede husholdningernes gæld op på et meget højt niveau. Gælden i den private sektor ligger derfor langt over grænseværdien, men har været nedadgående siden 2009. Idet gælden overvejende er koncentreret i husholdninger med høj indkomst, er risiciene i forbindelse med rentechok forholdsvis små. Boligmarkedet er stadig sløvt, selv om priserne atter er begyndt at stige i de seneste år. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.*

Tyskland: I de foregående runder af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev der ikke konstateret ubalancer i Tyskland. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de respektive vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster, depreciering af den reale effektive valutakurs, tab af eksportmarkedsandele og gæld i den private sektor. På den eksterne side ligger indikatoren i forbindelse med de løbende poster langt over den vejledende grænseværdi, og i betragtning af størrelsen af den tyske økonomi tegner Tysklands overskud på de løbende poster sig for størstedelen af overskuddet i euroområdet. Ifølge statistiske revisioner har indikatoren ligget over grænseværdien hvert år siden 2007. De seneste kvartalsmæssige tal og Kommissionens efterårsprognose peger på, at overskuddet i 2013 vil ligge på samme niveau som i 2012, nemlig på 7 % af BNP. Ifølge de seneste fremskrivninger fra Kommissionens tjenestegrene forventes overskuddet fortsat at ligge over den vejledende grænseværdi i løbet af prognosens horisont, hvilket tyder på, at det ikke er et kortvarigt konjunkturbestemt fænomen. De store overskud afspejler sig i en stærk positiv og stigende international nettoinvesteringsposition og en positiv indtægtsbalance. Dette kan sætte et pres på euroen for at appreciere i forhold til andre valutaer. Hvis dette pres skulle materialisere sig, bliver det sværere for de perifere medlemsstater at genvinde konkurrenceevnen gennem intern depreciering. Det store overskud er et tegn på, at opsparingen overstiger investeringerne i den tyske økonomi. Husholdningernes opsparing ligger blandt de højeste i euroområdet. På trods af at gælden i den tyske private sektor (virksomheder og husholdninger) som andel af BNP er den næstlaveste i euroområdet og de gunstige renteforhold, er den private sektor fortsat i gang med at geare ned, dog i et lavere tempo, og understøtter derfor ikke den mere optimistiske efterspørgsel. De private kreditstrømme er fortsat moderate, mens de fast bruttoinvesteringer faldt sidste år. De foregående henstillinger fokuserede på behovet for at styrke de indenlandske kilder til potentiel vækst i betragtning af de ringe demografiske udsigter. Der er behov for at se nærmere på udviklingen i Tysklands stilling over for udlandet, *bl.a.* for bedre at forstå hvordan visse indenlandske kendetegn, f.eks. de finansielle strømme, indvirker på de sektormæssige forhold mellem opsparing og investering samt udviklingen på de løbende poster. Den reale effektive valutakurs baseret på det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) faldt i 2010-2012 hovedsageligt over for handelspartnere, der ikke deltager i eurosamarbejdet, hvilket afspejler euroens nominelle depreciering, men mindre over for de øvrige eurolande. Det har bidraget til de tyske virksomheders konkurrenceevne i forhold til deres konkurrenter uden for euroområdet. Enhedslønomkostningerne stiger fortsat over gennemsnittet i euroområdet med udgangspunkt i et robust arbejdsmarked med stigende

lønninger og en forholdsvis lav produktivitetsvækst. Appreciering af den reale effektive valutakurs er dog lav i forhold til de gevinster, der er registreret i de ti år før krisen. Gælden i den offentlige sektor ligger over den vejledende grænseværdi, men forventes at falde fra 2013. Boligpriserne er steget en anelse med større prisstigninger i visse byområder. *Samlet set finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at foretage en dybdegående undersøgelse med henblik på at vurdere, om der består en ubalance.*

Estland: I de foregående runder af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Estland. Nogle indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger stadig over de vejledende grænseværdier, nemlig den negative internationale nettoinvesteringsposition og arbejdsløsheden. Selv om den negative internationale nettoinvesteringsposition ligger langt over grænseværdien (-54 % af BNP i 2012), er den i bedring på trods af et mindre underskud på de løbende poster. Dette underskud kan på sin side forklares ved et faldende handelsoverskud - som skyldes tabte eksportmarkedsandele, hvilket delvis afspejler stigende nominelle enhedslønomkostninger - og en svag indenlandsk efterspørgsel. Eftersom halvdelen af de eksterne forpligtelser udgøres af udenlandske direkte investeringer er risiciene dog stadig begrænsede. Hvad angår udlandsgælden, er Estland blevet nettokreditor. Selv om arbejdsløshedsindikatoren ligger over resultattavlens grænseværdi falder den støt til 9 ¼ % ved udgangen af 2013. Ikke desto mindre forbliver langtidsledigheden forholdsvis høj ligesom de andre indikatorer for fattigdom, social eksklusion, alvorlige materielle afsavn og lav arbejdsintensitet. Gælden i den private sektor afvikles fortsat, ned til 129 % af BNP i 2012, understøttet af en robust vækst i det nominelle BNP. Nedgearingen i den private sektor er dog næsten stoppet, og den relativt høje resterende gæld vil sandsynligvis begrænse kreditvæksten fremover og hæmme produktivitetsvæksten på mellemlang sigt. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

Irland: Irland har siden december 2010 gennemført et makroøkonomisk tilpasningsprogram med finansiell bistand, og overvågningen af ubalancer og de korrigerende foranstaltninger har fundet sted i den forbindelse og ikke som led i proceduren for makroøkonomiske underskud. Under programmet har Irland gjort en betydelig indsats for at korrigere de uforholdsmæssigt store ubalancer. Flere indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over grænseværdien, nemlig den negative internationale nettoinvesteringsposition, deprecieringen af den reale effektive valutakurs, tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private og offentlige sektor og arbejdsløsheden. For så vidt angår de eksterne ubalancer, har de løbende poster været i overskud siden 2010, men det mangler stadig at give sig udslag i en bedre international nettoinvesteringsposition, navnlig på grund af kursudviklinger, der dog på deres side er en tegn på tillid til økonomien. Risiciene i forbindelse med de eksterne forpligtelser skal også ses i forhold til den store beholdning af indadgående udenlandske direkte investeringer. Et fald i enhedslønomkostningerne og deprecieringen af den reale effektive valutakurs har rettet op på udskejelserne i opsvingsårene og har skabt konkurrenceevnegevinster. Derfor er tempoet i tab af markedsandele stilnet af i 2012 og foregår nu på baggrund af et vækstligt skift i sammensætningen af vareeksporten som følge af patentudløb på de mest eksporterede lægemidler og et skift i retning af eksport af tjenesteydelser. Hvad angår de interne ubalancer, er boligpriserne, som er faldet i løbet af de seneste fem år og i øjeblikket i henhold til flere målinger er ansat for lavt, begyndt at stabilisere sig eller stige moderat. Skønt gælden i den private sektor fortsat ligger over grænseværdien, er der sket fremskridt i nedgearingen på trods af modgang i form af fald i den disponible løn. Samtidig er bankerne blevet opfordret til at optrappe indsatsen for at nedbringe de misligholdte lån, navnlig ved at gennemføre

holdbare løsninger for realkreditlån i restance. Sundheden af bankernes balancer vurderes også grundigt i forbindelse med programmet. Den strenge overholdelse af de finanspolitiske mål, som er vedtaget under programmet, betyder, at gælden i den offentlige sektor som andel af BNP forventes af toppe i 2013 for derefter at falde. På trods af at arbejdsløsheden fortsat ligger over grænseværdien, har den været faldende siden midten af 2012 og faldt til 13 ¼ % i september 2013 fra sit højeste på 15 % i begyndelsen af 2012. Langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden er dog fortsat kritiske, og fattigdommen og den sociale eksklusion er steget markant i de seneste år. *Det igangværende tilpasningsprogram med finansiel bistand har bidraget til at nedbringe de makroøkonomiske ubalancer og håndtere de forbundne risici. Situationen i Irland vil som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer blive vurderet i slutningen af programmet.*

Spanien: I april 2012 konkluderede Kommissionen, at Spanien var i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, navnlig idet den store gæld i den private og offentlige sektor fortsat udgjorde en risiko for væksten og den finansielle stabilitet²². På trods af den igangværende genoprettelse af balance i økonomien er omfanget af den nødvendige tilpasning og yderlige svage punkter i forbindelse med den skyhøje arbejdsløshed og den stigende gæld i den offentlige sektor en væsentlig udfordring, som kræver fortsatte politiske tiltag. Flere indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig den negative internationale nettoinvesteringsposition, deprecieringen af den reale effektive valutakurs, tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private og offentlige sektor og arbejdsløsheden. Den store justering af de løbende poster, som drives af en robust eksportvækst og faldende import, har bragt indikatoren ned under grænseværdien. I 2013 vil de løbende poster være i overskud, som forventes at stige yderligere de kommende år. Den negative internationale nettoinvesteringsposition har dog endnu ikke stabiliseret sig. I 2012 blev den forværret, hovedsageligt som følge af kursudviklinger, som kan ses som et tegn på tillid til økonomien. Konkurrenceevnen blev yderligere forbedret i 2012, idet løntilbageholdenheden bidrog til de stærke igangværende produktivitetsbaserede fremskridt (som dog overvejende blev drevet af jobnedskæringer) med at reducere enhedslønomkostningerne. Den akkumulerede forbedring af den reale effektive valutakurs overstiger den vejledende grænseværdi og opvejer for den apreciering, der tidligere er registreret. Der er fortsat sket tab af eksportmarkedsandele. Den relative forværring er dog mere moderat, når den ses i forhold til andre udviklede lande. Gælden i den offentlige sektor stiger hurtigt som følge af de offentlige underskud, rekapitaliseringer af bankerne og afviklingen af restancer. Nedgearingen i den private sektor fortsætter, primært gennem negative kreditstrømme, mens nedgearingen i husholdningerne har været noget langsommere end i virksomhederne, hvilket afspejler længere løbetider på realkreditgælden og mindre anvendelse af insolvensprocedurer. Justeringen på boligmarkedet er taget til i tempo som følge af det store antal ejendomme til salg og svage økonomiske nøgletal. Krisens sociale omkostninger bliver mere og mere tydelige. Krisens sociale omkostninger bliver mere og mere tydelige, efterhånden som den giver sig udslag i en høj langtidsarbejdsløshed og ungdomsarbejdsløshed samt et stigende antal husholdninger med meget lav arbejdsintensitet

²² Den korrigerende del af proceduren for makroøkonomiske ubalancer er dog ikke trådt i kraft på grund af Spaniens ambitiøse nationale reformprogram og stabilitetsprogram. Kommissionen overvåger nøje gennemførelsen af de politiske reformer og overholdelsen af henstillingerne i forbindelse med proceduren for makroøkonomiske ubalancer, som blev vedtaget af Rådet i juli. Denne overvågning viser, at reformtempoet er sat betragteligt op i løbet af de seneste måneder. På trods af visse forsinkelser, er reformerne skredet fremad og er gennemgående i overensstemmelse med tilsagnene i det nationale reformprogram og stabilitetsprogrammet samt de relevante henstillinger, som Rådet vedtog i juli som led i proceduren for makroøkonomiske ubalancer.

kombineret med faldende husholdningsindkomster, som fører til stigende fattigdom og social eksklusion. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt overvåge fremskridtene med afviklingen af ubalancer.*

Frankrig: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Frankrig befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer og påpegede nødvendigheden af at træffe væsentlige politiske foranstaltninger. Ubalancerne omfatter navnlig en forværring af de løbende poster og konkurrenceevnen samt en høj offentlig gæld. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig tab i eksportmarkedsandele og gæld i den private og offentlige sektor ligesom sidste år, og nu også deprecieringen af den reale effektive valutakurs. Dataene i resultattavlen peger stadig på problemer på både den eksterne og den interne side. Frankrig taber fortsat markedsandele, selv om niveauet er en anelse lavere end i EU (eller euroområdet) som helhed. Tabene afspejles i en forværring af de løbende poster og den negative internationale nettoinvesteringsposition, selv om disse fortsat ligger et godt stykke under deres respektive grænseværdier. Denne udvikling har fundet sted til trods for deprecieringen af den reale effektive valutakurs og forholdsvis beherskede enhedslønomkostninger, hvilket i endnu højere grad henleder fokus på den ikke-prisbaserede konkurrenceevne. Tidligere undersøgelser har påvist de negative virkninger, som de franske virksomheders ringe rentabilitet har på deres investeringspotentiale og innovationsevne, hvilket skader deres konkurrenceevne. Virksomhedernes lave rentabilitet tynger også deres muligheder for at afvikle deres lån og bidrager derfor til stigningen i den private gæld. Samtidig er husholdningernes gæld fortsat relativt lav, selv om deres kreditværdighed har lidt et knæk på grund af et fald i husholdningernes disponible indtægter som følge af den stigende arbejdsløshed. Stigningen i det private gældsniveau er bekymrende, i betragtning af at den offentlige gæld stadig stiger og nu befinder sig over 90 % af BNP. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt yderligere at undersøge risiciene i forbindelse med de vedvarende ubalancer.*

Kroatien tiltrådte EU den 1. juli 2013. Et par indikatorer i resultattavlen i forbindelse med proceduren for makroøkonomiske ubalancer ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig den internationale nettoinvesteringsposition, tab af eksportmarkedsandele og arbejdsløsheden. Den negative internationale nettoinvesteringsposition, som lå tæt på 90 % af BNP ved udgangen af 2012, skyldes hovedsageligt en akkumulation af underskud på de løbende poster inden den globale krise. Siden krisen brød ud, er de løbende poster gradvist blevet tilpasset, så de næsten var i balance i 2012, hvilket i høj grad afspejler en trykket indenlandsk efterspørgsel, samtidig med at eksportresultaterne har været forholdsvis ringe. De stigende enhedslønomkostninger og eksportens ugunstige varespecialisering og geografiske orientering har resulteret i et betydeligt tab af eksportmarkedsandele. De store kapitaltilstrømninger i perioden før krisen resulterede i en akkumulering af gæld i den private sektor, blev om gældskvoten i sektoren har udjævnet sig og er faldet til en anelse under den vejledende grænseværdi ved udgangen af 2012. Andelen af misligholdte lån er steget væsentligt siden 2008, især i erhvervssektoren, og delvis som følge af en højere gældsservicering hos husholdninger med lån i schweiziske franc. Nedgearingspresset hviler tungt på udsigterne for et økonomisk opsving. Gælden i den offentlige sektor er også steget hurtigt som følge af den svækkede økonomi og manglen på nævneværdige finanspolitiske justeringer. Samtidig pådrager gældsbyrden i de offentligt ejede virksomheder regeringen eventualforpligtelser. Regelbyrden og den mangelfulde konkurrence i flere sektorer er stadig en stor hindring for vækst og jobskabelse. Den lange recession og stivhederne på arbejdsmarkedet samt

flaksehalsene i den sociale sikringsordning har medført et fald i beskæftigelsen, især i den private sektor, og arbejdsløsheden er steget betydeligt til knap 16 % i 2012. Navnlig er en ungdomsarbejdsløshed på over 40 % et problem, og den store andel af langtidsledige tyder på, at problemerne er strukturelle. Andelen af personer, der er omfattet af en risiko for fattigdom, er stigende, og blandt de højeste i EU. *Samlet set finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at foretage en dybdegående undersøgelse med henblik på at vurdere, om der består ubalancer.*

Italien: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Italien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer og påpegede nødvendigheden af at træffe væsentlige politiske foranstaltninger. Ubalancerne omfattede navnlig eksportresultaterne og den underliggende forværrede konkurrenceevne samt en høj gældsætning i den offentlige sektor. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig tab af eksportmarkedsandele, depreciering af den reale effektive valutakurs og den offentlige gæld. Tabet af eksportmarkedsandele ligger fortsat langt over den vejledende grænseværdi, og eksportresultaterne er ringe sammenlignet med andre udviklede økonomier. Eksporten til handelspartnere uden for euroområdet blev understøttet af et væsentligt fald i en real effektiv valutakurs frem til midten af 2012, som overvejende skyldes en nominel depreciering af euroen. Samtidig bidrager den svage produktivitet til de nominelle enhedslønomkostninger, som i 2012 steg mere end hos de fleste handelspartnere. Den faldende indenlandske efterspørgsel og navnlig den store nedgang i investeringerne har været hovedårsagen til forbedringen af de løbende poster, som forventes at være i overskud i 2013. På den interne side udgør den store gældsætning i den offentlige sektor fortsat en betydelig risiko, især i betragtning af de ringe vækstudsigter. I 2012 steg gælden i den offentlige sektor til 127 % af BNP grundet den svage økonomiske aktivitet og stigende renteudgifter, mens det primære overskud (2½ % af BNP) dæmpede stigningen. Det er fortsat afgørende at vedligeholde det primære overskud for at bringe gældskvoten på en fast nedadgående kurs. Gældsætningen i den private sektor ligger fortsat under grænseværdien og er koncentreret i erhvervssektoren, som på grund af den langstrakte recession har været førende i forbindelse med den store opbygning af misligholdte lån. Selv om arbejdsløshedsindikatoren (gennemsnit over 3 år) stadig ligger under grænseværdien, er arbejdsløsheden steget betydeligt til knap 11 % i 2012 og yderligere til 12 ¼ % i august 2013, mens ungdomsarbejdsløsheden antallet af unger, der ikke er i beskæftigelse eller under almen eller faglig uddannelse, meget høje. Fattigdommen og den sociale eksklusion (navnlig personer med alvorlige materielle afsavn) er også steget markant. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt yderligere at undersøge risiciene i forbindelse med de vedvarende ubalancer.*

Letland: I de foregående runder af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Letland. Nogle indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig den internationale nettoinvesteringsposition og arbejdsløsheden. Begge indikatorer er dog på rette vej og i et godt tempo. Stillingen over for udlandet er fortsat solid, idet indikatorerne for konkurrenceevne og markedsandele stadig er stigende, og underskuddet på de løbende poster ligger stabilt på et lavt niveau. Den negative internationale nettoinvesteringsposition ligger fortsat under grænseværdien, med en stor del af de eksterne forpligtelser består af indadgående udenlandske direkte investeringer, og medfører derfor lavere makroøkonomiske risici end gælden. Både den internationale investeringsposition og udlandsgælden falder forholdsvis hurtigt, og denne positive tendens forventes at fortsætte i løbet af prognoseperioden. Hvad angår de interne indikatorer, ligger gælden i den offentlige sektor fortsat langt under grænseværdien og forventes at falde til under 40 % af BNP i 2015, hvor Letland forventes at have tilbagebetalt ¾ af den EU-bistand,

der blev udbetalt mellem 2009 og 2011. Gælden i den private sektor ligger også under grænseværdien. Boligpriserne og kreditstrømmene er langsomt ved at komme sig efter den bratte korrektion under krisen, og der forventes ingen store udsving på mellemlang sigt, eftersom den igangværende nedgearing i husholdningerne forventes at fortsætte. Arbejdsløshedsindikatoren (gennemsnit over 3 år) er en anelse forbedret, men den seneste udvikling på arbejdsmarkedet er mere positiv, og arbejdsløsheden falder støt. Arbejdsløsheden forventes nu at falde under EU-gennemsnittet i 2014 og til under 10 % i 2015. Opturen på arbejdsmarkedet er begyndt at bidrage til nedbringelsen af fattigdommen og den sociale eksklusion, som dog stadig ligger meget højt. *Overordnet set vil Kommissionen på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.*

Litauen: I de foregående runder af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Litauen. Et par indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig den internationale nettoinvesteringsposition og arbejdsløsheden. Den internationale nettoinvesteringsposition er meget negativ, selv om den gradvist er blevet forbedret siden 2009. Den eksterne nettogæld er dog langt lavere, idet de indadgående udenlandske direkte investeringer tegner sig for en stor del af de eksterne forpligtelser. De løbende poster viste et mindre overskud i første halvdel af 2013, men forventes atter at udvise et mindre underskud, efterhånden som den indenlandske efterspørgsel tager mere til. Underskuddet forventes overvejende at blive finansieret gennem de indadgående udenlandske direkte investeringer og porteføljeinvesteringer. Der vindes stadig flere eksportmarkedsandele, som understøttes af en depreciering af den reale effektive valutakurs og faldende enhedslønomkostninger. Enhedslønomkostningerne er dog atter begyndt at stige som følge af nye lønstigninger. På den interne side er gælden i den private sektor ligesom i den offentlige sektor forholdsvis lav, og sidstnævnte forventes endog at falde yderligere i løbet af de næste år. Væksten i ny långivning til ikkefinansielle selskaber er blevet positiv, og nedgearingen i den private sektor er derfor stilnet af. Boligpriserne har fortsat ligget relativt stabilt i løbet af de seneste år. Arbejdsløsheden er faldet markant og forventes at falde til under 11 % i 2014. Opturen på arbejdsmarkedet bidrager til nedbringelsen af fattigdommen og den sociale eksklusion, som dog stadig ligger meget højt. *Overordnet set vil Kommissionen på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.*

Luxembourg: I de foregående runder af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Luxembourg. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster, enhedslønomkostningerne, gælden i den private sektor og tab af eksportmarkedsandele. Det store overskud skygger for et vedvarende underskud på handelsbalancen. Samtidig er de seneste tab af eksportmarkedsandele blevet en kilde til bekymring. Ikke blot nåede handelsbalancen et nyt historisk lavpunkt, men landet har også siden 2007 tabt markedsandele inden for (hovedsageligt finansielle) tjenesteydelser. På trods af de seneste foranstaltninger for løntilbageholdenhed er de nominelle enhedslønomkostninger siden 2008 desuden steget langt hurtigere end i resten af euroområdet og ligger nu over grænseværdien, hvilket svækker industriens konkurrenceevne. Den store private gæld, navnlig i de ikkefinansielle selskaber, gør virksomhederne mere sårbare og kan delvis tilskrives skattelovgivningens incitament til gældsfinansiering frem for egenkapitalfinansiering. Overordnet set er den finansielle sektor stadig sund, men finanskrisen har svækket sektorens vækstpotentiale og rejser bekymring med hensyn til den

mindre dynamiske sektors virkninger på både beskæftigelsen og holdbarheden i de offentlige finanser, især i betragtning af omkostningerne i forbindelse med en aldrende befolkning. *Samlet set finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at foretage en dybdegående undersøgelse med henblik på at vurdere, om der består ubalancer.*

Ungarn: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Ungarn befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer og påpegede nødvendigheden af at træffe væsentlige politiske foranstaltninger. Navnlig vækker den meget negative internationale nettoinvesteringsposition bekymring. Denne variabel ligger fortsat langt over den vejledende grænseværdi i resultattavlen og er højere end det årlige BNP. Indikatorerne for tab af eksportmarkedsandele, gæld i den offentlige sektor og arbejdsløsheden ligger også over grænseværdierne. Hvad angår de eksterne ubalancer, har de vedvarende overskud på de løbende poster bidraget til en forbedring af den internationale nettoinvesteringsposition siden 2009. Overskuddene afspejler dog den fortsatte svage indenlandske efterspørgsel. Eksportresultaterne har også været ringe, og tabene af eksportmarkedsandele er taget til, selv om der ikke synes at være klare tegn på et fald i omkostningskonkurrenceevnen. Det stiller spørgsmål ved holdbarheden af den eksterne korrektion. Hvad angår de interne ubalancer, findes der stadig betydelige risici på trods af den kraftige eksterne tilpasning, som afspejler den igangværende nedgearing i både den private og den offentlige sektor. I en situation med politisk usikkerhed har det store fald i virksomhedslån bidraget til historisk lave investeringer, hvilket kan underminere vækstpotentialet. Den fortsatte nedtur i boligpriserne og det store pres på den finansielle sektor svækker muligheden for at genoprette normale låneforhold til økonomien og udgør en risiko for den finansielle stabilitet. Gælden i den offentlige sektor er faldet svagt, men ligger fortsat langt over grænseværdien. Kombineret med det lave vækstpotentiale gør det Ungarn sårbart, hvilket afspejles i forholdsvis høje statslige finansieringsomkostninger. Arbejdsløsheden ligger over grænseværdien, men ungdomsarbejdsløsheden og indikatoren for alvorlige materielle afsavn er steget betydeligt siden begyndelsen af krisen. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt yderligere at undersøge risiciene i forbindelse med de vedvarende ubalancer.*

Malta: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Malta befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer som følge af den finansielle sektors store eksponering over for ejendomsmarkedet og risiciene mod de offentlige finansers langsigtede holdbarhed. Den opdaterede resultattavle viser forbedringer på en række områder, selv om flere indikatorer fortsat ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig depreciering af den reale effektive valutakurs og gældsætningen i den private og offentlige sektor. Landet har forbedret sin stilling over for udlandet, og indikatorerne for de løbende poster ligger nu inden for grænseværdien, samtidig med at den positive internationale nettoinvesteringsposition er steget. Deprecieringen af den reale effektive valutakurs til under den lavere grænseværdi, som i høj grad skyldes euroens nominelle depreciering, spillede en stor rolle. Ikke desto mindre kunne tabet af eksportmarkedsandele i løbet af de seneste år tyde på en underminering af konkurrenceevnen, selv om den indikator, der viser ændringen over 5 år, stadig ligger inden for grænseværdien. På den interne side ligger den private gæld stadig over grænseværdien, skønt aktiverne synes solide. Den offentlige gæld befinder sig også over grænseværdien og er på vej opad som følge af vedvarende primære underskud, samtidig med at der er behov for at sikre de offentlige finansers langsigtede holdbarhed i lyset af den aldrende befolkning. Boligmarkedet synes at være stabiliseret, selv om det fortsat bør overvåges i betragtning af dets nære forbindelser til den indenlandske banksektor. Der er behov for konkrete tiltag for at styrke hensættelsespolitikken i lyset af de fortsatte stigninger i misligholdte lån ind i første

halvdel af 2013. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.*

Nederlandene: I april 2013 konkluderede kommissionen, at Nederlandene befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til den fortsatte justering på boligmarkedet og den store gældsætning i husholdningerne. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig store og stigende overskud på de løbende poster, depreciering af den reale effektive valutakurs, tab af eksportmarkedsandele og gæld i den private og offentlige sektor. På det eksterne område er de vedvarende store overskud på de løbende poster, som ligger et godt stykke over den vejledende grænseværdi, primært drevet af handelsbalancen, inkl. den positive eksport af gas og en positiv reeksport. Det store overskud afspejler store opsparinger, som ikke opsluges af indenlandske investeringer. Den vedvarende nedgearing i husholdningerne, som er nødvendig for at nedbringe den høje gæld i sektoren, og de konjunkturbestemte ringe investeringer (især i byggesektoren) kan føre til endnu større overskud. De moderate tab i konkurrenceevnen for indenlandsk producerede varer og tjenesteydelser er generelt set blevet opvejet af den dynamiske udvikling i reeksporten. Tabene af eksportmarkedsandele er gennemgående på samme niveau som i de andre udviklede økonomier. Risiciene for økonomien ligger mest i boligmarkedet og den høje husholdningsskuld. Husholdningernes høje realkreditgæld i forhold til den disponible indkomst skyldes overvejende skattefordele, der begunstiger store realkreditlån og let adgang til kredit. Siden krisen brød ud, er boligpriserne faldet, og de viser nu de første tegn på udjævning. De seneste politiske ændringer, f.eks. lovgivningen om skattebehandlingen af realkreditlån, overgangen fra rent rentebaserede realkreditlån til annuitetslån og den gradvise reduktion af belåningsprocenten, kan bidrage til gradvist at nedbringe husholdningsskulden og mindske risiciene i den finansielle sektor på mellemlang sigt. Den igangværende nedgearing i husholdningerne, hvor gældssknoten allerede er faldet i løbet af de seneste kvartaler, og de negative udsigter for beskæftigelsen og den disponible indkomst sætter en dæmper på det private forbrug. Virkningerne af disse foranstaltninger for den finansielle sektor bør analyseres yderligere. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.*

Østrig: I de foregående runder af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Østrig. Enkelte indikatorer i den opdaterede resultattavle overskrider de vejledende grænseværdier, nemlig tab af eksportmarkedsandele og gælden i den private og offentlige sektor. Der er også tegn på, at boligpriserne er steget kraftigt og ligger tæt på eller over den vejledende grænseværdi i 2012. Tabet af markedsandele afspejler generelt et kraftigt fald i eksporten til euroområdet i 2007-2010. De seneste eksportresultater ligger dog gennemgående på samme niveau som de øvrige EU-partners og drager gavn af den stramme integration af forsyningskæden med Tyskland og Centraleuropa. Landets stilling over for udlandet blev ikke synderligt påvirket af tabet af markedsandele, og efterhånden som investeringerne er begyndt at genoptage, ligger overskuddet på de løbende poster forholdsvis stabilt. Den internationale nettoinvesteringsposition ligger tæt på nul. Samtidig peger indikatorerne for den reale effektive valutakurs og enhedslønsmålingerne ikke på, at der skulle være problemer med omkostningskonkurrenceevnen. Ikke desto mindre er tabet af markedsandele et tegn på behovet for bedre at udnytte landets innovationsevne. På den interne side har den private sektors gældsskote ligget over grænseværdien siden 2007, hvor de ikkefinansielle selskaber på grund af de svage vækstudsigter gik fra egenkapitalfinansiering til finansiering ved langfristet gæld, men gælden er nu på vej ned. Kreditstrømmene i den

private sektor er fortsat moderate, men positive. Gælden i den offentlige sektor ligger fortsat over grænseværdien, men er ikke steget væsentligt under krisen og forventes at falde i 2014. De offentlige finanser kan være udsat for risici i forbindelse med sene omstruktureringer af de nationaliserede banker. De negative feedback-sløjfer mellem det offentlige og den finansielle sektor synes beherskede, selv om integreringen af banksektoren med de Centraleuropæiske naboer kræver fortsat opmærksomhed. *Overordnet set vil Kommissionen på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.*

Polen: I de foregående runder af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Polen. Nogle indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig underskuddet på de løbende poster og den negative internationale nettoinvesteringsposition. Underskuddet på de løbende poster, som ligger en anelse over grænseværdien, er siden 2004 overvejende blevet finansieret ved indadgående udenlandske direkte investeringer. I 2013 forventes det at falde betydeligt på baggrund af væsentlige forbedringer af handelsbalancen, som understøttes af både konjunkturmæssige (en svag indenlandsk efterspørgsel, der sætter en dæmper på importen) og ikke-konjunkturmæssige faktorer (diversificering af eksporten i retning af ikke-EU-lande, hvilket delvis vejer op for de seneste tab af eksportmarkedsandele). Andre faktorer, som sandsynligvis vil bidrage til en forbedring af de løbende poster, er deprecieringen af den nominelle valutakurs og begrænsningen af de nominelle enhedslønomkostninger, som afspejler det svage arbejdsmarked. På trods af den negative internationale nettoinvesteringsposition, som ligger over grænseværdien, er den eksterne nettogæld lav. Statens stigende finansielle afhængighed af udenlandske kreditorer, som forværres yderligere af de bebudede ændringer af pensionsordningen, kan udgøre en risiko. På den interne side er andelen af privat gæld i BNP fortsat moderat. Den store andel af realkreditlån i udenlandsk valuta, som blev betragtet som værende en stor risiko for økonomien, er faldende, i takt med at der blev lukket for udbuddet af nye lån i 2011-2012. Boligpriserne er faldet støt siden 2008, dog i et moderat tempo, og eftervirkningerne på den finansielle sektor har været begrænsede. I en situation med kraftig økonomisk tilbagegang har bestemmelser om løntilbageholdenhed og et fleksibelt arbejdsmarked mindsket stigningerne i arbejdsløsheden i 2012 og første halvdel af 2013. *Overordnet set vil Kommissionen på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.*

Slovenien: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Slovenien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer²³, som navnlig udgør en risiko for den finansielle stabilitet som følge af virksomhedernes svage balancer kombineret med stivheder på arbejds- og kapitalmarkederne og en stor grad af statsejerskab, som begrænser økonomiens tilpasningsevne. Indikatorerne for den internationale nettoinvesteringsposition og tab af eksportmarkedsandele ligger over de vejledende grænseværdier i resultattavlen. På den eksterne side er der sket store tilpasninger af de løbende poster, som overvejende kan tilskrives den svage indenlandske efterspørgsel, navnlig faldende investeringer, så indikatoren

²³ Den korrigerende del af proceduren for makroøkonomiske ubalancer er dog ikke trådt i kraft på grund af Sloveniens ambitiøse nationale reformprogram og stabilitetsprogram. Kommissionen overvåger nøje gennemførelsen af de politiske reformer og overholdelsen af henstillingerne i forbindelse med proceduren for makroøkonomiske ubalancer, som blev vedtaget af Rådet i juli. Overvågningen viser, at tempoet af gennemførelsen af de strukturreformer, der er nødvendige for tilpasningen af ubalancerne, er sat væsentligt op, og at der gøres afgørende fremskridt i for banksektoren.

nu viser et mindre overskud. Den internationale nettoinvesteringsposition er dog faldet yderligere, især på grund af kursudviklinger. Enhedslønomkostningerne er nu stabile oven på store stigninger i årene op til 2009. Der er sket et stort fald i eksportmarkedsandele, og udviklingen i eksporten er langt ringere end i de øvrige udviklede økonomier, hvorved Slovenien klart skiller sig ud fra de andre nye EU-medlemsstater. På den interne side er gælden i den private sektor steget som følge af negative kreditstrømme til husholdninger og ikkefinansielle selskaber. Skønt den private gæld ligger under grænseværdien, vejer den stadig tungt på virksomhederne. Deres ringe indenlandske indtægter og eksportindtægter kombineret med de stigende arbejdskraft- og kapitalomkostninger forhindrer dem i at generere den cash-flow, der er nødvendig for at opretholde driftskapitalen og nedbringe gælden. Der foregår atter en justering på boligmarkedet, som vil sænke værdien af bankernes sikkerhedsstillelser. Den finansielle sektor har fortsat nedbragt sine samlede forpligtelser for tredje år i træk, idet den skrantende erhvervssektor er med til at reducere kvaliteten af bankernes kreditporteføljer yderligere og sætter pres på deres allerede svage kapitalbuffer. Gælden i den offentlige sektor stiger kraftigt og vil ligge over 60 % af BNP ved udgangen af 2013, samtidig med at der vil blive behov for yderligere rekapitalisering af bankerne. Arbejdsløshedsindikatoren stiger fortsat, hvilket afspejler tilpasningens sociale omkostninger. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt overvåge fremskridtene med afviklingen af ubalancer.*

Slovakiet: I de foregående runder af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Slovakiet. Et par indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig den negative internationale nettoinvesteringsposition og arbejdsløsheden. Indikatoren for underskuddet på de løbende poster (gennemsnit over 3 år) er forbedret og er nu kun en anelse negativ som følge af et overskud i 2012. Der forventes også en yderligere forbedring af balancerne over for udlandet på baggrund af en stor industrieksport i 2013 og gode udsigter for 2014. Den internationale nettoinvesteringsposition er kun en anelse forbedret i 2012 i forhold til 2011. Udlandsgælden er dog fortsat lav og forholdsvis stabil, idet de fleste eksterne forpligtelser udgøres af ikke-gældsinstrumenter. Udviklingen i den prisbaserede konkurrenceevne lader til at være forholdsvis harmløs, idet indikatoren for den reale effektive valutakurs faldt, dog mindre end i de øvrige eurolande, og ligger inden for grænseværdierne. Takket være en øget produktivitet er enhedslønomkostningerne faldet en anelse. Stigningen af eksportmarkedsandele er stilnet af sammenlignet med tidligere år. Gælden i den private sektor er fortsat stabil, og kreditstrømmene er forholdsvis positive. Banksektoren er stabil, og de samlede forpligtelser er kun steget en smule. Gælden i den offentlige sektor steg væsentligt i 2012, men ligger stadig under grænseværdien. Der foregår stadig en justering af boligpriserne, som faldt for fjerde år i træk. Resultaterne på arbejdsmarkedet afspejler de store vedvarende regionale uligheder i økonomisk vækst og beskæftigelse. Arbejdsløsheden er fortsat den største udfordring og påvirker den indenlandske økonomi. Der er især mange langtidsledige, hvilket tyder på, at det snarere er strukturelt betinget end konjunkturmæssigt, og udgør dermed en risiko. Ungdomsarbejdsløsheden er også et stort problem, og Slovakiet har den sjette største ungdomsarbejdsløshed i EU. *Overordnet set vil Kommissionen på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.*

Finland: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Finland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i forbindelse med konkurrenceevnen. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de

vejledende grænseværdier, nemlig deprecieringen af den reale effektive valutakurs, tab af eksportmarkedsandele og gælden i den private sektor. Den største udfordring ligger stadig i landets stilling i forhold til udlandet. Finland har konstant tabt markedsandele og det i et langt større tempo end resten af EU. Tabene har også været meget store sammenlignet med de øvrige udviklede lande. Selv om de største tab foregik i 2009-2010, taber landet stadig stort på eksporten. De løbende poster, som traditionelt har været i overskud, har været i underskud siden 2011 og er fortsat deres nedtur i 2012. Skønt indikatoren faldt under grænseværdien i 2012, spiller omkostningskonkurrenceevnen, som på grund af store stigninger i enhedslønsmkostningerne over en længere periode, stadig en rolle. Der kan også konstateres handelsmæssige tab. Samtidig skete der en depreciering af den HICP-deflaterede reale effektive valutakurs i 2009-2012, som i høj grad blev drevet af euroens nominelle valutakurs. Over samme perioden er der dog sket en appreciering af den reale effektive valutakurs i forhold til eurolandene. På den interne side ligger gældskvoten i den private sektor stadig over grænseværdien, især på grund af virksomhedernes gæld, og den steg delvis på grund af et fald i BNP yderligere i 2012. Stigningen i forpligtelser i den finansielle sektor er normaliseret, hvilket understøtter konklusionerne fra de tidligere runder af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer om, at dette skyldtes enkeltstående omstændigheder som følge af strukturen på de nordiske markeder. Boligpriserne er fortsat faldet i 2012, hvilket mindsker risikoen for en overophedning af boligmarkedet. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.*

Sverige: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Sverige befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til gæld og nedgearing i den private sektor kombineret med ineffektiviteterne på boligmarkedet. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster, tab af eksportmarkedsandele og gælden i den private sektor. På det eksterne område udmærker Sverige sig ved indikatorer, der peger i forskellige retninger. Tabet af eksportmarkedsandele tog langsomt af i 2010-2011, men genoptog tempoet i 2012 og ligger langt over den vejledende grænseværdi. Når der sammenlignes med udviklede økonomier har Sverige også tabt markedsandele, men dog i mindre grad. Udviklingen i hjemmemarkedspriserne og arbejdskraftomkostningerne kan ikke forklare dette, idet priserne og enhedslønsmkostningerne er steget i et langsommere tempo end hos de vigtigste handelspartnere. Der er dog sket en appreciering af den reale effektive valutakurs siden 2010 som følge af den stærke krone. I mellemtiden har Sverige registreret betydelige overskud på de løbende poster siden 2001. På den interne side bør der fortsat rettes opmærksomhed mod den store private gæld, mens den offentlige gæld er forholdsvis lav. Der skete en vis tilpasning af virksomhedsgælden i 2009-2012, men den er stadig høj. På grund af et fald i kreditvæksten som følge af et loft på belåningsværdien på 85 % i forbindelse med realkreditlån, er der sket en stabilisering af husholdningsgælden siden 2010, selv om den dog stadig ligger højt. Boligpriserne har stabiliseret sig i 2011-2012 på et højt niveau. På trods af de seneste foranstaltninger sker der stadig en ugunstig udvikling på boligmarkedet. Udbuddet af boliger er fortsat begrænset på grund af besværlige planlægningsprocesser, begrænset konkurrence i byggesektoren og reguleringen af udlejningsmarkedet. Kombineret med en gældsfræmmende boligbeskatning medvirker disse ineffektiviteter til at skubbe boligpriserne og husholdningernes gæld i vejret, hvilket udgør en risiko for den makroøkonomiske stabilitet. På kort til mellemlang sigt forventes virksomhedsgælden at falde oven på de seneste reformer af virksomhedsbeskatningen, mens husholdningsgælden og de nominelle boligpriser sandsynligvis vil stige moderat. Risiciene for bankerne synes overordnet set at være begrænsede, men den store husholdningsgæld gør de svenske banker mere udsatte over for

svigtende tillid i fald af markante fald i boligpriserne. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.*

Det Forenede Kongerige: I april 2013 konkluderede Kommissionen, at Det Forenede Kongerige befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til husholdningernes gæld, boligmarkedet og den eksterne konkurrenceevne. Visse indikatorer i den opdaterede resultatavle befinder sig over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele og gæld i den private og offentlige sektor. På den eksterne side er der sket en yderligere forværring af indikatoren for de løbende poster, men den ligger stadig inden for grænseværdien. Underskuddet på de løbende poster på næsten 4 % af BNP i 2012 skyldes muligvis midlertidige faktorer, nemlig svagheder på indtægtsbalancen og afbrydelsen af olieproduktionen samt de ugunstige forhold hos handelspartnerne. Den internationale nettoinvesteringsposition er fortsat en anelse negativ, men er dog forbedret i 2011-2012. Tabet af eksportmarkedsandele er stilnet af i 2012. Der har været tegn på en gradvis forbedring i anden halvdel af 2012, men Det Forenede Kongerige står stadig over for betydelige strukturelle udfordringer med at forbedre handelsresultaterne. Der er bl.a. behov for at øge produktiviteten og varefremstillingssektorens ikke-omkostningsrelaterede konkurrenceevne og genfinde den dynamik, der fandtes før krisen, inden for eksport af tjenesteydelser. Internt ligger den private sektors gæld stadig et godt stykke over den vejledende grænseværdi. Nedgearingen i både husholdningerne og de ikkefinansielle selskaber foregår meget langsomt, mens kreditstrømmene fortsat er en anelse positive. Nedgearingen i husholdningerne risikerer at stilne af på grund af nye stigninger i boligpriserne som følge af en kombination af et fortsat stadig begrænset udbud af boliger og politikker, der vil sætte gang i efterspørgslen. De seneste data viser en fast stigning i tildelingen af realkreditlån og tegn på stigende priser over hele landet. Den store og stigende gæld i den offentlige sektor er fortsat bekymrende, idet den er steget betydeligt i 2009-2012. Som det ser ud nu, forventes gælden i den offentlige sektor at stige på kort sigt, men burde falde derefter, i takt med at der kommer gang i væksten, og hvis underskuddet falder. Endelig risikerer saneringen af den finansielle sektors balancer og den vedvarende mangel på kreditgivning til mindre virksomheder fortsat at virke hæmmende for den økonomiske vækst. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i april er hensigtsmæssigt yderligere at undersøge, om ubalancerne består eller er under afvikling.*

Boks 1: Overvågning af overskud på de løbende poster som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud²⁴

Overvågningen som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud omfatter både underskud og overskud på de løbende poster. Imidlertid varierer de politiske udfordrings art, vigtighed og hastende karakter betydeligt mellem de berørte medlemsstater. I betragtning af sårbarheden og omfanget af den nødvendige tilpasning er behovet for politiske tiltag særlig presserende i medlemsstater med vedvarende store underskud på de løbende poster og store tab af konkurrenceevne. Vedvarende *overskud* kan forklares ved de økonomiske nøgletal. Store og vedvarende *overskud* på de løbende poster kan dog også skyldes markedssvigt eller en politik, der sætter en dæmper på den indenlandske efterspørgsel og investeringsmulighederne. *Overskud* på de løbende poster rejser dog ikke bekymring med hensyn til holdbarheden af den eksterne gæld eller finansieringskapaciteten.

Underskud og overskud på de løbende poster er ikke nødvendigvis ensbetydende med makroøkonomiske ubalancer forstået ved en 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 monetære union eller i EU som helhed. Underskud og overskud er naturlige konsekvenser af det økonomiske samspil mellem lande. De viser, i hvilken grad et land er afhængigt af at optage lån i resten af verden, eller hvor mange af dets ressourcer det låner ud til udlandet. Således tillader eksterne ind- og udlån landene over tid at handle med forbrug: et land med *overskud* på de løbende poster overfører det aktuelle forbrug til fremtiden ved at investere i udlandet. Til gengæld kan et land med underskud på de løbende poster øge sit aktuelle forbrug eller investeringer, men er så nødt til at overføre de fremtidige indtægter til udlandet for at indfri sin gæld. Underskud og *overskud* kan således blot være resultatet af en hensigtsmæssig allokering af opsparring, idet der tages hensyn til forskellige investeringsmuligheder i de forskellige lande. Forskelle i de økonomiske udsigter medfører forskelle i opsparingsadfærd, idet lyse udsigter mindsker de økonomiske aktørers tendens til at spare op og dermed bidrage til akkumuleringen af underskud. Navnlig lande med en hurtigt aldrende befolkning kan se en fordel i at spare op i dag (dvs. køre et overskud) for at udjævne forbruget over tid.

Underskud og overskud på de løbende poster er en del af tilpasningsprocessen i en monetær union. De absorberer de asymmetriske chok i mangel af en uafhængig monetær politik og tilpasning af den nominelle valutakurs. De ændringer af omkostningskonkurrenceevnen og den prisbaserede konkurrenceevne, der styres af markedet, fremmer tilpasningen, idet konkurrenceevnen falder i overophedede økonomier, mens den stiger i lande med konjunktturnedgang og stor arbejdsløshed. Foruden konjunkturudsving kan strukturelle faktorer også spille en rolle. De lande, der befinder sig i en indhentningsperiode med større vækstudsigter kører ofte med underskud på de løbende poster, idet de låner ressourcer i udlandet, som også medfører appreciering af deres reale effektive valutakurser. Sådanne "nedadgående" finansielle strømme fra de centrale EU-lande til de mere perifere lande er et almindeligt kendetegn ved, at man ved opsparring søger det største afkast. De eksterne ubalancer kan dog være problematiske, hvis de bider sig fast, enten som følge af strukturelle ændringer i økonomien eller undervurderede risici og overvurderede indtægter.

Overskud kan være resultatet af fordrejninger som følge af unøjagtige forventninger, forkert vurdering af risici, markedsfordrejninger, eller de kan afspejle forkerte politiske tiltag eller svagheder i den finansielle overvågning. Disse markedssvigt eller fejlslagne politikker medfører en uhensigtsmæssig resourceallokering, en ophobning af ubalancer og svagheder i både overskuds- og underskudslandene. Den uhensigtsmæssige resourceallokering fører til velfærdstab, også i *overskudslandene*. I sådanne tilfælde er det i overskudslandenes egen interesse at nedbringe deres *overskud* ved at fjerne hindringerne for den indenlandske efterspørgsel. De betydelige værdiansættelsestab, som nogle *overskudslande* har lidt siden begyndelsen af finanskrisen som følge af, at de ikke har investeret den overskydende opsparring, signalerer, at forventningerne til de fremtidige indtægter var overdrevne og medfører en nedgang i det forventede forbrug og et velfærdstab. For at undgå dette er det vigtigt at sikre, at de finansielle markeder træffer beslutninger på baggrund af en korrekt risikovægtning af afkast på investeringer, og at der findes et effektivt makroprudentielt tilsyn, der kan forhindre en overdreven koncentration af risici i både långivnings- og låntagerlandene. Overvægten af gældsinstrumenter i finansieringen af underskud i de sårbare lande var navnlig en af faktorerne for koncentration af risici.

De negative følger af uforholdsmæssigt store underskud og overskud på de løbende poster påvirker både det berørte land og dets handelspartnere. Det er især tilfældet i en monetær union, hvor en fælles valutakurs og en fælles pengepolitik ikke kan imødekomme de individuelle behov for tilpasning i hvert land. Hvis en stor andel af den monetære union øger opsparringen eller mindsker investeringerne og dermed øger sit *overskud* og eksporterer kapital, vil underskuddet på de øvrige medlemmers løbende poster højst sandsynligt blive endnu værre: enten gennem bilaterale finansielle strømme eller som følge af virkningerne af den fælles valutakurs.

²⁴ Den boks indeholder et uddrag af hovedkonklusionerne i "Current Account Surpluses in the EU".

Medmindre der sker en appreciering af den reale effektive valutakurs i overskudslandene som følge af relativt større stigninger i lønninger og priser, vil der normalt ske en appreciering af euroens nominelle valutakurs. Det kan få både konkurrencemæssige og deflaterende virkninger for resten af området, navnlig de lande, hvis eksport er mere prisfølsom. I den forbindelse er eurolandenes løbende poster samlet set, men også fra land til land, genstand for fælles interesse.

Der kan ikke påvises en kausalitet mellem underskud og *overskud* mellem to givne lande, men underskud og *overskud* i euroområdet (og EU) er nært forbundne som følge af den intensive grænseoverskridende handel og finansielle bånd. Navnlig var de overdrevne opsparinger i *overskudslandene* med til at finansiere underskuddene i periferilandene i euroområdet. Samtidig fungerede nogle af de centrale økonomier som mellemlid for store finansielle strømme fra investorer uden for EU til periferilandene. I mangel af en hensigtsmæssig finansiell overvågning, som ville have bidraget til at udpege og begrænse risiciene, medførte dette kraftige stigninger i låntagningen, faldende opsparinger og overdrevne investeringer i ikkeproduktive aktiviteter i periferilandene samt en uforholdsmæssigt høj koncentration af risici i de centrale lande. En analyse af den geografiske korrelation bekræfter, at der i EU er større sandsynlighed for, at et land kører med underskud på sin finansieringskonto, hvis dets største finansielle partnere kører med overskud og omvendt. På den anden side vil spillovers gennem bilaterale handelsforbindelser gennemgående give udslag i et positivt samspil mellem lande, der har integreret deres forsyningskæder: der er større sandsynlighed for, at et land kører med et *handelsoverskud*, hvis dets største partnere også kører med *overskud*. Der er ingen dokumentation for, at overskudslandenes eksportresultater i væsentlig grad var en hæmsko for periferilandenes eksport.

En stigning i efterspørgslen i *overskudslandene* i euroområdet vil bidrage til en forbedring af periferilandenes handelsbalance. Virkningerne af en sådan udvikling på *overskuddene* og underskuddene og på den økonomiske aktivitet i underskudslandene bør ikke blive overvurderet. *For det første*, i betragtning af de sektormæssige og geografiske forbindelser, vil en stigning i efterspørgslen i et stort overskudsland, f.eks. Tyskland, have langt større virkning for eksporten i nabolandene, herunder dem med overskud, end i de perifere lande i EU. Disse virkninger ville dog være endnu større, hvis denne stigning i efterspørgslen også forekommer i de andre overskudslande. *For det andet* vil virkningerne være større, hvis denne stigning i efterspørgslen (og reduktion af handelsbalancen) i *overskudslandene* fandt sted samtidig med et fald i euroens valutakurs.

Boks 2: Hvad er en ubalance?

I forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer defineres en makroøkonomisk ubalance som *"enhver tendens, der medfører en makroøkonomisk udvikling, der har en negativ indvirkning på, eller har potentiale til at få en negativ indvirkning på, den rette virkemåde af økonomien i en medlemsstat, i Den Økonomiske og Monetære Union eller i Unionen som helhed"*, mens de uforholdsmæssigt store ubalancer er *"alvorlige ubalancer, herunder ubalancer, der bringer eller risikerer at bringe Den Økonomiske og Monetære Unions rette virkemåde i fare"*.

Generelt kan enhver afvigelse fra det ønskelige niveau betragtes som en ubalance. Ikke alle ubalancer giver dog anledning til bekymring eller kræver politisk indblanding, da de kan være en del af de dynamiske tilpasninger af økonomien. De ubalancer, der kræver nøje overvågning og eventuel politisk indgriben, er dem, der er forbundet med udviklinger, der i væsentlig grad kan bringe en medlemsstats, euroområdet eller EU's økonomiske virkemåde i fare. I praksis er der behov for nøje overvågning af ubalancerne, hvis de enten nærmer sig et farligt niveau (f.eks. høje gældskvoter) eller er tegn på en uholdbar udvikling (f.eks. store udsving i boligpriserne eller kreditgivningen), som risikerer at løbe af sporet og dermed virke ødelæggende på tilpasningen. Store og vedvarende underskud betragtes f.eks. som en ubalance, hvis der er risiko for "et pludseligt ophør" eller omkostninger for velfærden.

Omfanget af ubalancen afhænger af, i hvilken grad den hindrer en velfungerende økonomisk aktivitet, og hvorvidt der er risiko for en pludselig tilpasning, dvs. sandsynligheden for at der vil ske en tilpasning inden for en given periode. Normalt kan man se på en given økonomisk variabel og vurdere sandsynligheden for store ændringer (eller ændringer i flere af dem) i den kommende periode. F.eks. sandsynligheden for, at underskuddet på de løbende poster eller boligpriserne falder med et givent antal procentpoint i løbet af det næste år. I de fleste tilfælde er det dog mest interessant at se på virkningerne ved en pludselig tilpasning af den økonomiske aktivitet og arbejdsløsheden.

Den teoretiske og empiriske litteratur danner baggrund for at udpege de variabler, der kan påvise ubalancer. De teoretiske modeller har dannet grundlag for vurderingen af, hvorvidt en udvikling skal betragtes som uholdbar og dermed som en ubalance. De empiriske undersøgelser har bidraget til at forbedre de teoretiske modeller og fremhæve de værdier, der kan afspejle og tyde på uholdbare udviklinger. Selv om disse variabler bidrager ganske godt til en kvalitativ vurdering af ubalancerne, ligger udfordringen i at udarbejde kvantitative evalueringer. Det vil sige, at man kvalitativt kan vurdere, at hvis der sker en uholdbar udvikling i et land, f.eks. et stort underskud på de løbende poster, vil det sandsynligvis på et tidspunkt føre til en pludselig tilpasning. Det præcise tidspunkt og virkningerne heraf er til gengæld langt sværere at bedømme.

Med det udgangspunkt har Kommissionen i forbindelse med at udpege risici for potentielle ubalancer, og hvilke medlemsstater der skal foretages en dybdegående undersøgelse af, fulgt følgende overordnede principper i læsningen af resultattavlen og de supplerende indikatorer:

Holdbarhed af den eksterne gæld: De vigtigste indikatorer i resultattavlen er den internationale nettoinvesteringsposition og underskud/overskud på de løbende poster. En høj negativ international nettoinvesteringsposition og et stort underskud på de løbende poster giver særlig anledning til bekymring. Hvis den internationale nettoinvesteringsposition er negativ, bør alvoren af dette vurderes på baggrund af den eksterne nettogæld sammenlignet med indadgående udenlandske direkte investeringer, da disse forpligtelser udgør en mindre risiko end gæld²⁵. Overskud udgør ikke de samme risici som underskud, men de kan også udgøre en ubalance, hvis de er uforholdsmæssigt store og afspejler markedsforvridninger eller fejlslagne politikker, som fører til en u hensigtsmæssig ressourceallokering og velfærdstab i landet eller dets handelspartnere.

Handelsresultater og konkurrenceevne: Den vigtigste indikator i resultattavlen er eksportmarkedsandele, men også indikatoren for den prisbaserede konkurrenceevne, den reale effektive valutakurs og enhedslønomkostningerne. Svage handelsresultater og tab af konkurrenceevne er i sig selv bekymrende, og navnlig hvis der også er problemer med den eksterne holdbarhed, er der behov for bedre eksportresultater til støtte for yderligere nedgearing eller ressourceallokering. De relevante supplerende indikatorer er nettohandelsbalancen for energiprodukter²⁶, ændringer af den reale effektive valutakurs i forhold til euroområdet

²⁵ Når der ses på den årlige udvikling af den internationale nettoinvesteringsposition og udlandsgælden, bør der tages højde for, at disse variabler evalueres til markedsværdi: en forbedring eller forværring af disse variabler kan lige så vel afhænge af en forbedring (eller forværring) af de økonomiske nøgletal som af markedets forventninger til landets kreditværdighed.

²⁶ Se "Member States' Energy Dependence: An Indicator-Based Assessment", *European Economy-Occasional Papers*, 145, og "Energy Economic Developments in Europe", *European Economy*, (forestående).

og alternative indikatorer for enhedslønoms-kostningerne. Indikatoren for eksportresultater i forhold til de mest udviklede økonomier kan også være nyttig. Samtidig kan der i forbindelse med vurderingen tages hensyn til aspekter i forbindelse med den ikke-prisbaserede konkurrenceevne, f.eks. oplysninger om varespecialisering eller geografisk specialisering, selv om disse i princippet først vurderes i næste skridt af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud. Udviklingen i handelsresultaterne og konkurrenceevnen bør tolkes med udgangspunkt i holdbarheden. Selv om nedbringelsen af meget store overskud i princippet ikke overvejende bør finde sted gennem en mindsket eksport og tab af markedsandele, må tab af markedsandele i et underskudsland, som har en meget negativ international nettoinvesteringsposition eller meget forværrede løbende poster, ikke betragtes på samme måde, som tab af markedsandele i et overskudsland.

Gældsætning i den private sektor, nedgearing og kredit: Resultattavlen er udformet således, at det kan konstateres, om der foregår en uforholdsmæssigt stor nedgearing eller kreditvækst. I betragtning af de aktuelle økonomiske forhold er fokus rettet mod nedgearingspresset (dvs. en stor gældsætning og ikke i nær så høj grad overdrevne kreditstrømme). Dette illustreres ved at se på gælden i den private sektor, idet der skelnes mellem husholdningerne og de ikkefinansielle selskaber, og udviklingen i deres gæld samt forbindelsen til de offentlige forpligtelser. Den sektormæssige gæld kan vurderes ved at se på både de konsoliderede og ikke-konsoliderede tal (for at tage hensyn til indenlandske virksomhedsinterne lån). Nedgearingspresset i den private sektor bør også vurderes, idet der tages hensyn til forbindelsen til den offentlige sektor²⁷, for så vidt angår de samlede virkninger for den økonomiske aktivitet

Risiciene mod realøkonomien i den finansielle sektor: Indikatoren i resultattavlen er vækstraten for den finansielle sektors forpligtelser, mens der blandt de supplerende indikatorer findes en for gearing. Eftersom målet er at indkredse stigningen af risiciene i forbindelse med den finansielle sektor, samt hvordan de risikerer at øge chokkene for realøkonomien, bør de to indikatorer vurderes sammen. Eksponeringen af den offentlige gæld eller risiciene ved den uforholdsmæssigt store private gæld (realkreditlån og forbindelsen til boligpriserne) er yderst relevante. De højt gearede sektorer kan signalere overkompensation af bankernes balancer og give næring til kreditbobler og forstærke eventuelt ugunstige økonomiske udviklinger.

Arbejdsløshed: Arbejdsløshedsindikatoren fremstår som en kontekstbestemt variabel, der hjælper med at forstå samspillet mellem de forskellige områder af økonomien, der kan pege på en fejlallokering af ressourcer eller en generel mangel på tilpasningsevne.

Bolig- og realkreditmarkederne: Hovedmålet er at indkredse risikoen for udviklingen af prisbobler på boligmarkedet og risiciene forbundet med yderligere store korrektioner, herunder virkningerne for husholdningernes negative egenkapital og vækstmulighederne i form af formuevirkninger. Den vigtigste indikator er den årlige udvikling i de reale boligpriser i forhold til akkumulerede prisændringer. Der kan også anvendes forskellige indikatorer for overdrevent høje/lave værdiansættelser til at supplere vurderingen, selv om disse ikke er en del af resultattavlen. Risikoen ved yderligere justeringer bør vurderes ud fra husholdningsgælden og forbindelsen til det finansielle system. I den forbindelse er det relevant at se på kreditudbuddet. I visse tilfælde kan det også være relevant at tage hensyn til presset for justeringer på udbudssiden. I betragtning af den finansielle situation i flere medlemsstater bør målet ikke blot være at forstå, hvorvidt en prisboble på boligmarkedet er under opbygning, men også hvordan det skrider fremad med at lukke luften ud af boblerne og risiciene forbundet med en enten for hurtig eller for langsom udvikling.

²⁷ For mere information om holdbarheden af den offentlige gæld, se "Fiscal Sustainability Report-2012", *European Economy*, 2012 (8). For en detaljeret beskrivelse af den finanspolitiske overvågning, se "Report on Public Finances in EMU", *European Economy*, 2013 (3).

Tabel A1. Resultattavlens indikatorer og vejledende grænseværdier

	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer					
Indikator	3-årigt gennemsnit for betalingsbalancens løbende poster i % af BNP	International nettoinvesteringsposition i % af BNP	Procentvis ændring (3 år) i real effektiv valutakurs, HICP-deflatorer for 41 industrilande (a)	Procentvis ændring (5 år) i eksportmarkeds-andele	Procentvis ændring (3 år) i nominelle enhedslønoms-kostninger (b)	År-til-år procentvis ændring i deflaterede boligpriser (c)	Kreditstrømmen i den private sektor (konsolideret) i % af BNP (d), (e)	Arbejdsløshed - 3-årigt gennemsnit	Gæld i den private sektor (konsolideret) i % af BNP (d), (e)	Offentlig gæld i % af BNP	Procentvis ændring på årsbasis i den finansielle sektors samlede passiver, ikke-konsoliderede data
Datakilde	EUROSTAT (Betalingsbalancestatistikker)	EUROSTAT (Betalingsbalancestatistikker)	GD ECFIN (Database for pris- og omkostningskonkurrenceevne)	EUROSTAT (Betalingsbalancestatistikker)	EUROSTAT (Nationalregnskaber)	EUROSTAT	EUROSTAT (Nationalregnskaber)	EUROSTAT (Arbejdskraftundersøgelse)	EUROSTAT (Nationalregnskaber)	EUROSTAT (proceduren ved uforholdsmæssigt store underskud – definitionen i traktaten).	EUROSTAT (Nationalregnskaber)
Vejledende grænseværdier	-4/+ 6 % Nedre kvartil (også brugt som reference for øvre grænseværdi)	-35 % Nedre kvartil	+/- 5 % for euroområdet +/- 11 % for ikke-euroområdet Nedre og øvre Kvartil af EA -/+ S.D. af EA	-6 % Nedre kvartil	+9 % i euroområdet +12 % uden for euroområdet Øvre kvartil euroområdet + 3 %	+6 % Øvre kvartil	+15 % Øvre kvartil	+10 %	133 % Øvre kvartil	+60 %	16,5 %
Yderligere indikatorer til brug for den økonomiske aflæsning	Nettolångivning/låntagning over for resten af verden i % af BNP	Ekstern nettogæld i % af BNP Indgående udenlandske direkte investeringer i % af BNP (strømme og beholdninger)	Real effektiv valutakurs i forhold til resten af euroområdet	Relative eksportmarked andele i forhold til fremstående økonomier, Arbejdsproduktivit, TFP-væksttendens	Nominelle enhedslønoms-kostninger (ændring over 1, 5, 10 år), Effektive enhedslønoms-kostninger i forhold til resten af euroområdet	Ændringer i realboligpriser (kumuleret over 3 år); nominelt husprisindeks; værditilvækst i boligbyggeri	Ændring i den private gæld	Erhvervsfrekvens, fattigdomsindikatorer i forbindelse med langtidsløshed og ungdomsarbejdsløshed	Gæld i den private sektor med udgangspunkt i ikke-konsoliderede data		Gældsfinansiering i forhold til egenkapitalfinansiering

Anm.: a) For EU-handelspartnere bruges HICP; for andre handelspartnere baseres deflatoren på et forbrugerprisindeks; (b) indeks for kvoten af nominelle samlede lønomkostninger pr. ansat i forhold til reelt BNP pr. ansat; (c) ændringer i boligpriser i forhold til forbrugsdeflatoren; (d) den private sektor defineres som ikke-finansielle selskaber, husholdninger og non-profit institutioner rettet mod husholdninger; (e) summen af lån og andre værdipapirer end aktier.

Tabel A.2: Resultattavle for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske underskud 2012

År 2012	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne									Interne ubalancer						
	Løbende poster i % af BNP		Internationale nettoinvesteringssposition i % af BNP	Reale effektive valutakurs (42 IC - HICP-deflatorer)		Eksportmarkedsandele		Nominelle enhedslønomkostninger		Procentvis ændring på årsbasis i deflaterede boligpriser	Kreditstrøm i den private sektor i % af BNP, konsolideret	Gæld i den private sektor i % af BNP, konsolideret	Gæld i den offentlige sektor i % af BNP	Arbejdsløshed		Procentvis ændring på årsbasis i den finansielle sektors forpligtelser
	3-årigt gennemsnit	p.m.: niveau 2012		Procentvis ændring (3 år)	p.m.: procentvis ændring på årsbasis	Procentvis ændring (5 år)	p.m.: procentvis ændring på årsbasis	Procentvis ændring (3 år)	p.m.: procentvis ændring på årsbasis					3-årigt gennemsnit	p.m.: niveau 2012	
Grænseværdier	-4/+6%	-	-35%	±5% & ±11%	-	-6%	-	+9% & +12%	-	+6%	14%	133%	60%	10%	-	16,5%
BE	-0,4	-2,0	48	-4,3	-2,3	-14,9	-5,2	6,6	4,1	-0,2	-1,5	146	100	7,7	7,6	-3,9
BG	-0,9	-1,3	-80	-4,0	-2,0	4,8	-5,5	7,4	-0,5	-5,3 (p)	2,5	132	19	11,3	12,3	10,1
CZ	-3,0	-2,4	-50	0,4	-2,8	-4,2	-4,6	3,9	3,8	-3,9	0,6	72	46	7,0	7,0	5,4
DK	5,9	6,0	38	-7,7	-2,8	-18,6	-4,8	1,0	1,6	-5,1	6,1	239	45	7,5	7,5	5,0
DE	6,5	7,0	42	-8,9	-3,2	-13,1	-4,6	3,0	3,1	1,8	1,5	107	81	6,2	5,5	4,4
EE	0,9	-1,8	-54	-3,4	-0,6	6,5	-4,1	-2,8	4,2	3,5	4,7	129	10	13,2	10,2	12,9
IE	2,3	4,4	-112	-12,2	-4,3	-16,3	-3,3	-10,4	0,0	-11,7	-1,6	306	117	14,4	14,7	-0,7
EL	-7,5	-2,4	-109	-4,5	-3,9	-26,7	-7,3	-8,1	-6,2	-12,4 (1)	-6,8	129	157	18,2	24,3	-3,4
ES	-3,1	-1,1	-93	-5,2	-2,3	-14,6	-4,9	-5,6	-3,0	-16,9	-10,5	194	86	22,3	25,0	3,3
FR	-1,8	-2,2	-21	-7,8	-3,2	-14,0	-6,8	4,1	2,1	-2,3	3,5	141	90	9,9	10,2	-0,1
HR	-0,5	0,0	-89	-8,3	-2,6	-24,7	-7,4	0,8	1,2	-2,4	-2,1	132	56	13,8	15,9	0,9
IT	-2,3	-0,4	-25	-6,2	-1,8	-23,8	-5,0	3,1	2,3	-5,4 (p)	-1,0	126	127	9,2	10,7	7,1
CY	-6,7	-6,9	-82	-5,8	-1,9	-26,6	-9,4	0,8	-2,7	-2,2	10,0	299	87	8,7	11,9	-1,9
LV	-0,6	-2,5	-67	-8,5	-1,4	12,3	5,4	-5,8	3,4	-0,6	-1 (p)	91.7 (p)	41	16,9	15,0	4.1 (p)
LT	-1,3	-0,2	-53	-6,7	-2,0	29,3	5,7	-4,6	1,9	-3,2	-0,3	63	41	15,6	13,4	-0,3
LU	7,0	6,6	169	-2,3	-1,4	-18,3	-4,0	9,8	4,7	2,5	-5,0	317	22	4,8	5,1	11,3
HU	0,6	1,0	-103	-1,2	-2,3	-17,8	-7,4	4,4	2,7	-9,2	-6,1	131	80	11,0	10,9	-8,3
MT	-1,6	1,6	25	-7,7	-2,1	4,5	-1,9	4,9	3,7	0,3	-1,6	155	71	6,6	6,4	4,1
NL	8,8	9,4	47	-6,0	-1,8	-12,0	-3,3	3,3	2,8	-8,7	0,2	219	71	4,7	5,3	4,9
AT	2,2	1,6	0	-4,7	-1,7	-21,2	-6,3	4,1	3,0	na (2)	2,7	147	74 (3)	4,3	4,3	-0,9
PL	-4,6	-3,7	-67	1,3	-2,3	1,3	-2,7	4,4	2,0	-5,9 (e)	3,4	75	56	9,8	10,1	9,6
PT	-6,5	-2,0	-115	-4,0	-1,5	-16,0	-5,3	-5,3	-3,1	-8,6 (p)	-5,4	224	124	13,6	15,9	-3,6
RO	-4,4	-4,4	-68	-1,9	-6,0	5,9	-7,1	4,8	6,5	-9,2	0,9	73	38	7,2	7,0	5,3
SI	1,2	3,3	-45	-4,5	-1,2	-19,9	-6,9	0,4	0,8	-8,4	-2,9	114	54	8,1	8,9	-0,8
SK	-1,7	2,2	-64	-3,2	0,0	4,2	1,5	0,9	1,0	-5,9	3,2	73	52	14,0	14,0	2,6
FI	-0,5	-1,7	18	-8,3	-2,7	-30,8	-7,1	4,8	4,4	-0,5 (p)	9,0	158	54	8,0	7,7	-0,2
SE	6,2	6,0	-10	10,1	-0,8	-18,8	-6,0	0,7	2,9	-0,2	1,8	212	38	8,1	8,0	4,4
UK	-2,8	-3,8	-9	5,8	4,3	-19,0	-1,7	6,1	3,0	-0,9	2,6	179	89	7,9	7,9	-4,3

Kilde: EUROSTAT, DG ECFIN (indikatorer for reale effektive valutakurser).

Anm.: (1) Skøn fra Eurostat på baggrund af data om boligpriser fra den græske centralbank, udarbejdet efter aftale med ELSTAT. (2) Data om boligpriser indtil 2011 udarbejdet af Statistics Austria. Eurostat for 2012, Eurostat forventer en deflation på 9.6% på baggrund af ikke-harmoniserede data for boligpriser fra ECB & Østrigs centralbank. (3) Eurostat tager forbehold for gælden i Østrigs offentlige sektor, se Eurostats pressemeddelelse 152/2013. (4) p= midlertidig data, e= skøn.

Tabel A.3: Supplerende indikatorer til den økonomiske aflæsning af resultattavlen, 2012

År 2012	Real BNP-vækst på årsbasis	Faste bruttoinvesteringer i % af BNP	Nationale bruttoudgifter til FoU i % af BNP	Netto långivning /låntagnings i % af BNP, betalingsbalancedata	Ekstern nettogæld i % af BNP	Indtægter udenlandske direkte investeringer i % af BNP	Indtægter udenlandske direkte investeringer i % af BNP	Netto handelsbalance for energiproduktion i % af BNP	Procentvis ændring (3 år) i reale effektive valutakurser i forhold til udviklede økonomier	Procentvis ændring (5 år) i eksportresultaterne i forhold til udviklede økonomier	Procentvis ændring (5 år) i bytteforholdet	Procentvis ændring på årsbasis i eksportmarkedsandele, varer og tjenester, mængde	Procentvis ændring i arbejdsproduktiviteten	Procentvis ændring (10 år) i nominelle enhedslønninger i forhold til euroområdet	Procentvis ændring (10 år) i enhedslønninger i forhold til euroområdet	Procentvis ændring (3 år) i nominelle boligpriser	Boligbyggeri i % af BNP	G>æld i den private sektor i % af BNP, ikke-konsolideret	Gearing i den finansielle sektor (gæld vs. egenkapital)
BE	-0,1	20,4	0,0	-2,1	-93,7	-7,6	195,3	-5,3	1,9	-6,0	-2,1	-3,6	-0,3	22,0	5,2	9,6	5,9	247,8	476,0
BG	0,8	21,4	0,0	0,0	28,8	3,7	95,2	-7,3	1,8	15,8	2,4	-2,8	3,4	70,5	45,5	-16,7	na	142,5	458,4
CZ	-1,0	23,1	0,0	-1,1	-1,3	5,4	67,6	-4,9	5,5	5,8	-3,6	2,8	-1,4	18,5	4,6	-3,1	3,7	82,0	542,1
DK	-0,4	17,1	0,0	6,0	12,0	0,9	32,4	0,5	0,7	-10,0	2,1	-8,8	-0,1	27,2	8,8	-1,7	4,3	238,9	308,0
DE	0,7	17,6	0,0	7,0	-9,4	0,2	28,5	-3,9	-1,2	-4,0	-2,2	1,1	-0,4	7,6	-11,0	8,2	5,8	116,3	459,9
EE	3,9	25,2	0,0	1,7	-2,0	6,8	84,2	-1,4	5,2	17,7	-3,4	3,1	1,7	67,3	42,9	23,0	3,5	130,1	353,1
IE	0,2	10,7	0,0	3,2	-396,7	18,2	157,1	-3,2	-5,1	-7,5	-4,4	0,3	0,8	15,4	-2,3	-33,1	2,0	331,9	121,1
EL	-6,4	13,1	0,0	-1,2	121,5	0,7	9,7	-3,9	2,0	-19,0	-3,8	-2,9	2,1	11,6	-4,9	-18,7	3,4	130,3	1129,9
ES	-1,6	19,2	0,0	-0,5	90,3	2,0	46,8	-3,9	0,8	-5,6	-5,3	0,5	2,7	18,6	0,5	-22,7	5,2	215,2	938,3
FR	0,0	19,8	0,0	-2,2	35,0	1,0	40,8	-3,3	-0,5	-5,0	-2,4	-0,1	0,1	20,9	4,0	10,3	na	161,7	415,6
HR	-2,0	18,4	0,0	0,1	79,5	2,4	54,9	-6,0	-2,5	-16,8	2,5	-2,1	2,0	31,7	11,1	-10,6	na	132,1	421,6
IT	-2,5	17,9	0,0	-0,1	55,5	0,0	17,6	-3,9	1,3	-15,7	-4,3	-0,2	-2,2	27,6	10,8	-2,9	5,1	128,8	1180,3
CY	-2,4	13,7	0,0	-6,7	36,7	5,5	90,0	-8,3	2,0	-18,9	-1,6	-0,2	1,8	28,1	11,0	-11,9	3,6	302,6	925,1
LV	5,0	22,8	0,0	0,5	38,9	3,9	46,5	-6,0	-0,7	24,2	-1,3	4,6	3,4	100,8	66,3	0,3	1,9	111,6	694.4 (p)
LT	3,7	16,6	0,0	2,0	33,6	1,7	36,7	-8,4	1,5	42,9	-2,6	8,6	1,9	32,1	11,8	-1,5	1,8	66,7	640,8
LU	-0,2	19,3	0,0	6,1	-2444,8	523,6	4311,5	-6,5	2,8	-9,7	3,1	-5,8	-2,6	37,0	17,4	13,8	3,5	370,7	68,7
HU	-1,7	17,4	0,0	3,6	57,1	11,1	80,8	-6,4	4,4	-9,1	-2,3	0,0	-1,8	39,3	23,1	-9,3	1,6	155,0	519,6
MT	0,8	14,8	0,0	2,9	-176,4	-0,4	180,7	-12,8	1,0	15,5	-1,4	2,6	-1,5	28,3	11,8	1,8	2,2	217,8	357,4
NL	-1,2	17,0	0,0	7,8	32,5	1,5	77,3	-2,6	-0,3	-2,7	-1,6	0,8	-1,1	17,8	0,2	-9,8	4,2	222,8	202,8
AT	0,9	21,4	0,0	1,5	25,6	1,5	65,4	-4,1	1,3	-12,9	-4,3	-0,8	-0,4	16,6	0,9	na	4,5	164,7	330,0
PL	1,9	19,1	0,0	-1,5	36,1	1,2	45,7	-3,5	7,1	12,0	-2,8	-0,1	5,6	9,1	-5,1	-6,8	2,7	78,7	315,6
PT	-3,2	16,0	0,0	0,3	102,3	4,2	55,0	-4,7	0,9	-7,2	-0,1	-5,1	1,1	11,5	-4,3	-8,4	2,5	256,0	485,1
RO	0,7	26,7	0,0	-3,0	40,2	1,6	44,6	-3,1	3,2	17,1	10,5	-5,7	-0,8	144,0	107,5	-26,1	na	73,7	507,0
SI	-2,5	17,8	0,0	3,0	41,2	-0,1	33,2	-6,9	0,3	-11,5	-4,3	-2,3	-1,7	32,0	13,4	-4,3	2,8	125,2	631,9
SK	1,8	20,1	0,0	4,2	22,4	3,1	59,5	-5,9	1,9	15,1	-5,6	6,1	1,7	23,7	7,4	-8,1	2,3	76,3	1008,7
FI	-0,8	19,6	0,0	-1,6	36,4	1,4	38,0	-2,7	1,6	-23,5	-5,7	-3,9	-0,8	26,5	7,5	12,1	6,7	185,1	525,9
SE	1,0	19,0	0,0	5,9	60,1	3,1	64,0	-1,7	19,1	-10,2	-1,3	-8,4	0,2	11,3	-5,2	11,8	3,2	256,5	278,1
UK	0,1	14,3	0,0	-3,6	31,7	2,5	53,7	-1,2	14,4	-10,5	-3,6	-2,9	-1,1	29,4	na	8,0	3,3	189,8	1060,7

Source: EUROSTAT, DG ECFIN (for the indicators on the REER vis-à-vis EA and Effective ULC vis-à-vis EA) and IMF WEO (for the indicator on export market share in volume).

Note: b= break in time series, p= provisional data, e= estimated.

Tabel A.3 (fortsat): Supplerende indikatorer til den økonomiske aflæsning af resultattavlen, 2012

År 2012	Procentvis ændring på årsbasis i beskæftigelsen	Erhvervsfrekvens (15-64 år)		Langtidsledighed (% af arbejdsstyrken)		Ungdomsarbejdsløshed (% af arbejdsstyrken i samme aldersgruppe)		Unger, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse (% af befolkningen)		Risiko for fattigdom eller social eksklusion (% af befolkningen)		Risiko for fattigdom (% af befolkningen)		Alvorlige materielle afsavn (% af befolkningen)		Personer i husstande med meget lav arbejdsintensitet (% af befolkning mellem 0-59 år)	
		niveau	ændring i procentpoint (3 år)	niveau	ændring i procentpoint (3 år)	niveau	ændring i procentpoint (3 år)	niveau	ændring i procentpoint (3 år)	niveau	ændring i procentpoint (3 år)	niveau	ændring i procentpoint (3 år)	niveau	ændring i procentpoint (3 år)	niveau	ændring i procentpoint (3 år)
BE	0,2	66,9	0,0	3,4	-0,1	19,8	-2,1	12,3	1,2	na	na	na	na	na	na	na	na
BG	-2,5	67,1	-0,1	6,8	3,8	28,1	13,0	21,5	2,0	49,3	3,1	21,2	-0,6	44,1	2,2	12,4	5,5
CZ	0,4	71,6	1,5	3,0	1,0	19,5	2,9	8,9	0,4	15,4	1,4	9,6	1,0	6,6	0,5	6,8	0,8
DK	-0,3	78,6	-1,6	2,1	1,5	14,0	2,2	6,6	1,2	19,0	1,4	13,1	0,0	2,8	0,5	10,9	2,4
DE	1,1	77,1	0,8	2,5	-1,0	8,1	-3,1	7,7	-1,1	19,6	-0,4	16,1	0,6	4,9	-0,5	9,8	-1,0
EE	2,2	74,9	0,9	5,5	1,7	20,9	-6,6	12,5	-2,4	23,4	0,0	17,5	-2,2	9,4	3,2	9,0	3,4
IE	-0,6	69,2	-1,4	9,1	5,6	30,4	6,4	18,7	0,3	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	-8,3	67,9	0,1	14,4	10,5	55,3	29,5	20,3	7,7	34,6	7,0	23,1	3,4	19,5	8,5	14,1	7,6
ES	-4,2	74,1	1,1	11,1	6,8	53,2	15,4	18,8	0,5	28,2	3,7	22,2	2,1	5,8	1,3	14,2	6,6
FR	0,0	71,0	0,5	4,1	0,7	24,7	0,7	12,2	-0,2	19,1	0,6	14,1	1,2	5,3	-0,3	8,4	0,1
HR	-3,9	60,5	-1,9	10,3	5,2	43,0	17,9	16,7	4,8	32,3	na	20,5	2,6	15,4	na	16,1	na
IT	-0,3	63,7	1,3	5,7	2,2	35,3	9,9	21,1	3,4	30,4 (p)	5,7 (p)	19,8	1,4	14,5	7,5	10,3	1,5
CY	-4,2	73,5	0,5	3,6	3,0	27,8	14,0	16,0	6,1	27,1	3,6	14,7	-1,1	15,0	5,5	6,4	2,4
LV	1,6	74,4	0,5	7,8	2,9	28,5	-4,8	14,9	-2,5	36,6	-0,8	19,4	-6,3	26,0	4,1	11,5	4,8
LT	1,8	71,8	2,0	6,6	3,4	26,7	-2,3	11,1	-1,3	32,5	3,0	18,6	-2,0	19,8	4,7	11,3	4,4
LU	2,5	69,4	0,7	1,6	0,4	18,0	1,5	5,9	0,1	18,4	0,6	15,1	0,2	1,3	0,2	6,1	-0,2
HU	0,1	64,3	2,7	4,9	0,7	28,1	1,6	14,7	1,3	32,4	2,8	14,0	1,6	25,7	5,4	12,7	1,4
MT	2,3	63,1	4,0	3,0	0,0	14,2	-0,2	11,1	1,3	22,2	2,0	15,0	-0,3	8,0	3,3	7,9	-0,5
NL	-0,2	79,3	-0,4	1,8	0,9	9,5	1,8	4,3	0,2	15,0	-0,1	10,1	-1,0	2,3	0,9	8,7	0,4
AT	1,3	75,9	0,6	1,1	0,1	8,7	-1,3	6,5	-1,3	na	na	na	na	4,0	-0,8	7,6	0,4
PL	-3,4	66,5	1,8	4,1	1,6	26,5	5,9	11,8	1,7	26,7	-1,1	17,1	0,0	13,5	-1,5	6,8	-0,1
PT	-4,2	73,9	0,2	7,7	3,0	37,7	12,9	14,1	2,9	25,3	0,4	17,9	0,0	8,6	-0,5	10,1	3,2
RO	1,5	64,2	1,1	3,2	1,0	22,7	1,9	16,8	2,9	41,7	-1,4	22,6	0,2	29,9	-2,3	7,4	-0,3
SI	-0,8	70,4	-1,4	4,3	2,5	20,6	7,0	9,3	1,8	19,6	2,5	13,5	2,2	6,6	0,5	7,5	1,9
SK	0,1	69,4	1,0	9,4	2,9	34,0	6,4	13,8	1,3	20,5	0,9	13,2	2,2	10,5	-0,6	7,2	1,6
FI	0,0	75,2	0,2	1,6	0,2	19,0	-2,5	8,6	-1,3	17,2	0,3	13,2	-0,6	2,9	0,1	9,1	0,9
SE	0,7	80,3	1,4	1,5	0,4	23,7	-1,3	7,8	-1,8	18,2	2,3	14,2	0,9	1,3	-0,3	9,9	3,7
UK	1,2	76,3	0,6	2,7	0,8	21,0	1,9	14,0	0,7	na	na	na	na	na	na	na	na

Kilde: EUROSTAT.

Anm.: p= midlertidige data.