



EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 5.3.2014
COM(2014) 150 final

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN

TIL EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET OG EUROGRUPPEN

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

Denne meddelelse opsummerer resultaterne af de dybdegående undersøgelser, der har til formål at vurdere, om der er ubalancer og uforholdsmæssigt store ubalancer i en række af EU's medlemsstater(*). Den kommer også nærmere ind på de makroøkonomiske ubalancers euroområdet og på, hvordan en række politikudfordringer skal takles i en kontekst, der omfatter hele euroområdet. Desuden fokuserer meddelelsen på den finanspolitiske udvikling som et bidrag til en integreret overvågning: For de berørte lande opdaterer Kommissionen sin vurdering fra november 2013, hvori den drøftede udkastene til budgetplaner(**).

I de dybdegående undersøgelser gennemgås de relevante faktorer i medlemsstaternes økonomier, navnlig udviklingen i deres eksterne balancer og opsparings- og investeringsbalancer, effektive valutakurser, eksportmarkedsandele, den omkostningsrelaterede og ikke-omkostningsrelaterede konkurrenceevne, produktivitet, privat og offentlig gæld, boligpriser, kreditstrømme, finansielle systemer, arbejdsløshed og andre variabler. Vurderingen af ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer tager hensyn til situationen i hver enkelt økonomi på et givet tidspunkt, dynamikken i forbindelse med hvert af de pågældende spørgsmål samt i givet fald de seneste politiske tiltag.

De dybdegående undersøgelser viser, at de udfordringer, som økonomierne i EU står over for, har ændret sig. Ved indførelsen af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer (PMU) og under de tidligere gennemførelsesrunder vedrørte de største udfordringer uholdbare underskud på de løbende poster, tab af konkurrenceevne i sammenhæng med tidligere meget dynamiske lønomkostninger, privat gæld og høje boligpriser. De største udfordringer på tværs af landene vedrører nu den virkning, som nedgearingen i mange lande har på væksten på mellemlang sigt, holdbarheden af den private og offentlige gæld og gælden over for udlandet i en situation med meget lav inflation, behovet for at sikre en passende kreditstrøm til levedygtige aktiviteter – specielt i den ikke-markedsmæssige sektor – i de sårbare økonomier i et opsplittet finansielt system og den meget høje arbejdsløshed i mange økonomier.

På grundlag af de dybdegående undersøgelser har Kommissionen konstateret, at der er ubalancer i **Belgien, Bulgarien, Tyskland, Irland, Spanien, Frankrig, Kroatien, Italien, Ungarn, Nederlandene, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige**. Blandt disse medlemsstater har **Kroatien, Italien og Slovenien** uforholdsmæssigt store ubalancer. Med hensyn til **Spanien** mener Kommissionen, at der i det sidste år er sket en væsentlig tilpasning, og at ubalancerne på grundlag af de nuværende tendenser fortsat vil blive mindre i den kommende tid; på dette grundlag konkluderes det, at ubalancerne ikke længere er uforholdsmæssigt store i den betydning, der anvendes i PMU, men Kommissionen understreger, at der stadig er betydelige risici.

Årsagerne til ubalancerne og de risici, de medfører, er forskellige fra den ene økonomi til den anden. Politikkerne bør tilpasses til udfordringerne i de enkelte økonomier, og der er behov for en passende overvågning. Kommissionen vil i overensstemmelse med Rådets henstilling til euroområdet indføre en specifik overvågning af de politikker, som Rådet anbefaler for medlemsstater med uforholdsmæssigt store ubalancer (**Kroatien, Italien og Slovenien**) samt for de lande, hvor ubalancerne kræver en målrettet politisk indsats (**Irland, Spanien og Frankrig**)(***). Med hensyn til **Irland og Spanien** vil denne overvågning være baseret på overvågning efter programmets gennemførelse.

For **Danmark og Malta** mener Kommissionen, at risiciene er mindsket eller kontrolleres bedre sammenlignet med sidste år; i disse lande konstateres der ikke længere ubalancer i den betydning, der anvendes i PMU. Med hensyn til **Luxembourg** er der en række forhold i

landets økonomi, herunder dets store finansielle sektor, der kræver opmærksomhed, men de udgør ikke ubalancer i den betydning, der anvendes i PMU(****).

Det stærkere opsving og en effektiv gennemførelse af politikkerne vil lette afviklingen af ubalancerne og de uforholdsmæssigt store ubalancer i andre økonomier i de kommende år. Men ubalancer er langvarige fænomener, og det kan tage tid, før hensigtsmæssige politikker resulterer i en afgørende reduktion af de makroøkonomiske risici, der er under PMU-overvågning. Så det, at der for en økonomi konstateres ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer i flere år, er ikke ensbetydende med, at der fældes dom over de anvendte politikker, men tegn på, at der stadig er risici, og at ubalancerne og gennemførelsen af de relevante politikker skal overvåges nøje. For nogle lande skal det dog bemærkes, at vedvarende ubalancer også er forbundet med en langsom gennemførelse af de landespecifikke henstillinger i forbindelse med det europæiske semester.

Med hensyn til den finanspolitiske udvikling er der sket en yderligere forbedring af situationen i både EU og euroområdet på grund af de fortsatte konsolideringsbestræbelser. De seneste prognoser viser dog, at der for **Frankrig** og **Slovenien** er risiko for, at konsolideringsbestræbelserne ikke er tilstrækkeligt effektive til at sikre, at korrektionen af de uforholdsmæssigt store underskud fortsætter planmæssigt. Kommissionen retter derfor henstillinger til disse medlemsstater i henhold til artikel 11 i forordning (EU) nr. 473/2013.

Kommissionen forventer, at medlemsstaterne tager hensyn til resultaterne af de dybdegående undersøgelser og de finanspolitiske prognoser i deres nationale reformprogrammer og stabilitets- og konvergensprogrammer. Medlemsstater med uforholdsmæssigt store ubalancer bør specielt udarbejde en omfattende og detaljeret politisk reaktion i deres kommende nationale reformprogrammer og stabilitets- og konvergensprogrammer. Kommissionen er villig til at samarbejde tæt med disse medlemsstater om udarbejdelsen af denne reaktion med fuld respekt for de nationale processer. De to medlemsstater, som der i meddelelsen rettes en henstilling til for at sikre, at korrektionen af uforholdsmæssigt store underskud fortsætter efter planen, forventes at rapportere om de foranstaltninger, der gennemføres for at efterkomme henstillingen, i et særligt afsnit af deres stabilitetsprogrammer. De nationale reformprogrammer og stabilitets- og konvergensprogrammerne for alle medlemsstaterne vil blive vurderet i juni 2014 som led i det europæiske semester for samordning af de økonomiske politikker for at afgøre, om de er tilstrækkelige i forhold til udfordringerne. For medlemsstater med uforholdsmæssigt store ubalancer (Italien, Kroatien og Slovenien) vil Kommissionen, hvis den mener, at de foreslåede politiske tiltag er utilstrækkelige i betragtning af udfordringerne, henstille til Rådet, at den pågældende medlemsstat træffer korrigerende foranstaltninger som led i den korrigerende del af PMU. Om nødvendigt vil der også i begyndelsen af juni blive truffet yderligere skridt i proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud.

(*) Denne meddelelse opfylder kravet i artikel 6, stk. 1, og artikel 7, stk. 1, i forordning (EU) nr. 1176/2011, ifølge hvilke Kommissionen skal underrette Europa-Parlamentet, Rådet og Eurogruppen om resultatet af de dybdegående undersøgelser. De dybdegående undersøgelser for 17 medlemsstater offentliggøres samtidig med denne meddelelse (se *European Economy-Occasional Papers*). I PMU defineres ubalancer som tendenser, der medfører en udvikling, som har en negativ indvirkning på virkemåden af økonomien i en medlemsstat, i Den Monetære Union eller i Unionen som helhed; uforholdsmæssigt store ubalancer er alvorlige ubalancer, herunder ubalancer, der risikerer at bringe Den Økonomiske og Monetære Unions rette virkemåde i fare.

COM(2013) 900 af 15.11.2013.

(**) Se henstilling 5 i Rådets henstilling (2013/C 217/24) af 9. juli 2013 (EUT C 217 af 30.7.2013, s. 97).

(****) I rapporten om varslingsmekanismen fra november 2013 udtalte Kommissionen, at der ikke var behov for nogen specifikke tiltag i forbindelse med PMU for Tjekkiet, Estland, Letland, Litauen, Østrig, Polen og Slovakiet. Den makroøkonomiske overvågning for alle disse medlemsstater vil fortsætte i forbindelse med det europæiske semester. Desuden finder PMU ikke anvendelse på de medlemsstater, der gennemfører makroøkonomiske tilpasningsprogrammer med finansiell

bistand, nemlig Grækenland, Cypern, Portugal og Rumænien; den øgede overvågning af deres ubalancer og politikker vil fortsætte i forbindelse med deres programmer.

OVERSIGT
INTEGRERET OVERVÅGNING AF MAKROØKONOMISKE OG FINANSPOLITISKE UBALANCER
(MEDLEMSSTATER, FOR HVILKE DER ER FORETAGET EN DYBDEGÅENDE UNDERSØGELSE)

	Proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer (PMU)		Stabilitets- og vækstpagten (SVP)
	Resultat	Opfølgning	
BE	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2013
BG	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål	Mellemfristet målsætning endnu ikke nået
DE	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål	Mellemfristet målsætning mere end nået
DK	Ingen ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2013
IE	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål. Specifik overvågning: overvågning efter programmets gennemførelse	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2015
ES	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål. Specifik overvågning: overvågning efter programmets gennemførelse	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2016
FR	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål. Specifik overvågning skal indføres	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2015 Kommissionen vedtager en henstilling i dag(*)
HR	Uforholdsmæssigt stor ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål. Der træffes afgørelse om yderligere skridt under PMU i juni. Specifik overvågning skal indføres	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2016
IT	Uforholdsmæssigt stor ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål. Der træffes afgørelse om yderligere skridt under PMU i juni. Specifik overvågning skal indføres	Mellemfristet målsætning endnu ikke nået
LU	Ingen ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester	Mellemfristet målsætning mere end nået
HU	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål	Mellemfristet målsætning endnu ikke nået
MT	Ingen ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2014
NL	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2014
SI	Uforholdsmæssigt stor ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål. Der træffes afgørelse om yderligere skridt under PMU i juni. Specifik overvågning skal indføres	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2015 Kommissionen vedtager en henstilling i dag(*)
SE	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål	Mellemfristet målsætning mere end nået
FI	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål	Mellemfristet målsætning endnu ikke nået

UK	Ubalance	Der skal vedtages henstillinger under det europæiske semester, bl.a. om PMU-relaterede spørgsmål	Uforholdsmæssigt stort underskud, frist for korrektion: 2014-2015
----	----------	--	---

(*) Henstillingerne i henhold til "2-pack" (forordning nr. 473/2013) vedrørende de foranstaltninger, der skal træffes for at sikre en rettidig korrektion af landets uforholdsmæssigt store offentlige underskud, vedrører kun medlemsstaterne i euroområdet.

Mellemløst målsætning: Mellemløst finanspolitisk målsætning.

De medlemsstater i euroområdet, for hvilke der er udarbejdet en dybdegående undersøgelse, er angivet med gråt.

1. INDLEDNING OG DE VIGTIGSTE RESULTATER

De senere år er den økonomiske styring i EU blevet væsentligt styrket. Der findes nu en sammenhængende årlig procedure for samordning af de økonomiske politikker i Europa med flere integrerede faser for euroområdet. Det europæiske semester spiller en vigtig rolle for gennemførelsen af reformer ved at sikre, at medlemsstaterne samordner deres økonomiske politikker og deres indsats for at fremme vækst og jobskabelse¹.

Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store ubalancer (PMU) udgør sammen med den styrkede stabilitets- og vækstpagt selve kernen i EU's styrkelse af den økonomiske styring. Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store ubalancer (PMU) er udformet således, at den hjælper med til at opdage, forebygge og korrigere problemer på et tidligt tidspunkt. Ved starten af det fjerde europæiske semester i november 2013 screenede Kommissionen i sin rapport om varslingsmekanismen alle EU-medlemsstaterne med henblik på eventuelle makroøkonomiske ubalancer på grundlag af en resultattavle med indikatorer og indkredsede 16 tilfælde, hvor en dybdegående undersøgelse var påkrævet. Irland er efter den vellykkede afslutning af dets makroøkonomiske tilpasningsprogram også medtaget på opfordring af Rådet for Økonomi og Finans i februar 2014. På grundlag af disse dybdegående analyser drog Kommissionen en række konklusioner om, hvorvidt der er ubalancer, og deres art.

Generelt viser analysen, at de makroøkonomiske ubalancer, der er blevet opbygget over mange år, nu gradvis er ved at forsvinde. Ubalancerne vurderes ikke længere at være uforholdsmæssigt store i et land, mens der ikke blev fundet ubalancer i to andre. I nogle tilfælde er der opstået nye problemer, som det er nødvendigt at se nærmere på. Kommissionen forventer, at de tre medlemsstater, for hvilke den har konkluderet, at ubalancerne er uforholdsmæssigt store, vil handle hurtigt og beslutsomt og medtage omfattende og detaljerede politiske foranstaltninger i deres kommende nationale reformprogram og stabilitets- og konvergensprogram. De medlemsstater, for hvilke Kommissionen har konkluderet, at der er ubalancer, opfordres til at tage hensyn til resultaterne af de dybdegående undersøgelser i deres nationale reformprogram og stabilitets- og konvergensprogram. På det grundlag vil Kommissionen i juni i forbindelse med det europæiske semester fremkomme med en række politikanbefalinger med henblik på at korrigere ubalancerne og forebygge nye.

Kommissionen benytter i dag som en del af sin løbende overvågning af landenes forpligtelser inden for rammerne af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud også et nyt instrument i forbindelse med den styrkede stabilitets- og vækstpagt og henleder to eurolandes opmærksomhed på risikoen for, at de ikke opfylder budgetmålet for i år. I forbindelse med det europæiske semester i juni vil Kommissionen revurdere den overordnede situation, hvad angår forpligtelserne inden for rammerne af stabilitets- og vækstpakken og om nødvendigt fremsætte forslag til hensigtsmæssige foranstaltninger til Rådet.

¹ Kommissionens meddelelse om status over Europa 2020-strategien for intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst (COM(2014) 130 af 5.3.2014).

2. ØKONOMISK GENOPRETNING, MEN FORTSAT BEHOV FOR REFORMER

Den økonomiske genopretning er på vej. Ifølge de seneste prognoser² vil væksten i den europæiske økonomi være på 1,5 % i 2014 og 2,0 % i 2015. For første gang i flere år er vækstprognoserne blevet opjusteret for flere lande. En række nøgletal i forbindelse med ubalancer, herunder de eksterne balancer og de offentlige finanser, konkurrenceevnen og handelsindikatorerne samt den samlede gældsætning, er blevet bedre. I mange lande har boligpriserne nået bunden og er begyndt at stige lidt igen. Arbejdsløsheden har stabiliseret sig og er langsomt begyndt at falde i en række økonomier, selv om arbejdsløsheden og andre indikatorer for socialt stress stadig er for høje i mange lande. Korrektionen af ubalancer, der skyldes politisk komplekse politiske tiltag og socialt smertefulde tilpasninger foretaget af økonomiske aktører, har været med til at forbedre de grundlæggende forhold og har støttet et gradvist opsving, som igen bidrager til at mindske de makroøkonomiske risici. Opsvinget er dog stadig skrøbeligt og ujævnt. Det er først i 2014 og 2015, at EU henholdsvis euroområdet vil nå op på de normale aktivitetsniveauer, som blev registreret i 2007, og for nogle medlemsstater vil det tage længere.

De dybdegående undersøgelser viser, at de udfordringer, som de undersøgte økonomier står over for, har ændret sig. Da Kommissionen fremsatte forslag til PMU-forordningen, ved vedtagelsen af forordningen og under de to første gennemførelsesrunder vedrørte de største udfordringer uholdbare underskud på de løbende poster, tab af konkurrenceevne i sammenhæng med tidligere meget dynamiske lønomkostninger, privat gæld og høje boligpriser. Mens der er rettet op på mange af ubalancerne i "strømmene", såsom underskuddene på de løbende poster, er det endnu ikke tilfældet med ubalancerne i "beholdningerne", såsom den eksterne gæld. De største udfordringer på tværs af landene vedrører nu den vedvarende virkning, som nedgearingspresset i mange lande har på væksten på mellemlang sigt, den private gælds og den eksterne gælds holdbarhed i en situation med meget lav inflation og lav vækst, virkningerne af, at euroområdet går over til at have et forholdsvis stort overskud på de løbende poster, og behovet for at yde kredit til levedygtige investeringer i de sårbare økonomier i et opsplittet finansielt system. Desuden udgør den meget høje arbejdsløshed i mange økonomier en stor politisk og social udfordring.

I de politiske svar på de ændrede udfordringer bør der også tages hensyn til euroområdedimensionen af ubalancerne. Makroøkonomiske ubalancer skader først og fremmest de pågældende medlemsstaters økonomier, og de har derfor interesse i at mindske de dermed forbundne risici. Disse risici vedrører den eksterne, offentlige og private gælds holdbarhed, evnen til at konkurrere på verdensmarkederne og i sidste ende evnen til at skabe stærk vækst på mellemlang sigt og til at skabe arbejdspladser. Men fordi økonomierne er indbyrdes afhængige, påvirker ubalancerne de øvrige lande, og effektivitetstab i én medlemsstat medfører også velfærdstab i partnerlandene. Den makroøkonomiske situation og de politiske tiltag i én medlemsstat påvirker dens partnere gennem flere forskellige kanaler: handelsmæssige, finansielle og monetære forbindelser, strukturreformer samt tillid og usikkerhed³.

² Se de økonomiske vinterprognoser fra Kommissionens tjenestegrene af 25. februar 2014 i *European Economy*, 2(2014).

³ Se "Cross-Border Spillovers in Confidence", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), s. 26-30, "Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), s. 7-16, og "The Economic Effects of Policy Uncertainty", boks I.1, i *European Economy*, 2014 (2), s. 28-30.

Inden for rammerne af PMU er der en række udfordringer, som på grund af økonomiernes indbyrdes afhængighed må ansues på baggrund af hele euroområdet:

- **Vækstpolitik.** Efter en række år med tilbagegang eller lav vækst er euroområdet nu kommet ind i en skrøbelig opsvingsfase. I betragtning af, at medlemsstaterne er indbyrdes forbundne, og i lyset af de problemer, som mange af dem står over for, forventes det, at man kan opnå en stigning i den økonomiske aktivitet og en forbedring af udsigterne på mellemlang sigt gennem fortsatte strukturreformer, der skal forbedre konkurrenceevnen, og justeringer i de sårbare økonomier og, for de større og mindre forgældede medlemsstatsers vedkommende, politikker, der skal styrke den indenlandske efterspørgsel og vækstpotentialet. Politikker, der bidrager til at øge investeringerne, er afgørende, da de øger efterspørgslen på kort sigt og øger vækstpotentialet i fremtiden⁴.
- **Den finansielle opsplitning** består i forskellene i den måde, de finansielle markeder i forskellige medlemsstater fungerer på, og forskellene i deres resultater. Den fører til forskelle i rentesatserne og kreditvilkårene for virksomhederne og husholdningerne fra det ene land til det andet, som er større end de forskelle, som de grundlæggende økonomiske faktorer retfærdiggør. Det må sikres, at det finansielle system stiller finansiering til rådighed for levedygtige investeringsprojekter, for at ressourcerne kan omfordeles mellem sektorerne i de mest sårbare medlemsstater⁵, og for at genskabe gnidningsløse "nedadgående" finansielle strømme til euroområdets periferi.
- **Gældsætning og meget lav inflation.** Prisstabilitet, som ECB definerer som en inflationstakt på under, men tæt på 2 % på mellemlang sigt, er vigtig for vækst på mellemlang sigt. I Kommissionens vinterprognose forudses der en lang periode med en meget lav inflationstakt, som kan påvirke den økonomiske aktivitet og gældsniveauet negativt. Derudover medfører en meget lav inflation en passende grad af nominel fleksibilitet, som kan sikre den reallønstilpasning, som i nogle tilfælde kan være nødvendig for at nedbringe arbejdsløsheden.
- **Genskabelse af balancen i en vanskelig økonomisk sammenhæng.** Euroområdet er inde i en proces med genskabelse af balancen, som er godt i gang, men endnu ikke afsluttet. For en række medlemsstater betyder det, at konkurrenceevnen forbedres via intern devaluering, dvs. løntilbageholdenhed, produktivitetsforøgelse og reduktion af andre produktionsomkostninger i forhold til handelspartnerne. Dette er sammen med en ambitiøs bredere reformdagsorden en nødvendig proces for at genskabe konkurrenceevnen både inden for den monetære union og på verdensplan, men det har betydelige sociale omkostninger. Sammenlignet med den økonomiske tilpasning i visse økonomier efter oprettelsen af den monetære union er udfordringen ved at genoprette konkurrenceevnen blevet øget af den lave økonomiske aktivitet i EU som helhed og på verdensplan. De nødvendige tilpasninger af lønudgifterne afhænger ikke kun af den enkelte medlemsstats særlige situation, men også af udviklingen i lønomkostningerne hos konkurrenterne i og uden for euroområdet og den nominelle valutakurs for euroen. Valutakursen for euroen er ikke et politikmål. Det opadgående pres på valutakursen kan være en følge af interne eller eksterne udviklinger. Der er risiko for, at de forbedringer af konkurrenceevnen, der er opnået gennem en meget vanskelig politiktilpasning, forsvinder som følge af styrkelsen af

⁴ Se "The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade" og "The Growth Impact of Structural Reforms", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), s. 7-16 og 17-27, og "Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU", boks I.2 i *European Economy*, 2014 (2); 31-4.

⁵ Se "Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), s. 19-25, og "Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions", boks I.2, i *European Economy*, 2013 (7); 20-3.

den nominelle eurokurs. Selv om den generelle efterspørgsel i euroområdet stadig er svag, forventes den økonomiske genopretning ifølge Kommissionens vinterprognose i stadig højere grad at blive hjulpet på vej af den indenlandske efterspørgsel og sprede sig i medlemsstaterne, hvilket kan være med til at lette det opadgående pres.

Der er brug for en indsats i alle medlemsstater for at løse problemerne med makroøkonomiske ubalancer og forskelle i konkurrenceevnen, navnlig i euroområdet. Som det fastslås i de specifikke henstillinger vedrørende medlemsstaterne⁶ i euroområdet, bør de individuelt og i fællesskab træffe foranstaltninger inden for rammerne af Eurogruppen og tage ansvar for den samlede politik i euroområdet for at sikre, at euroområdet fungerer godt, og for at øge væksten og beskæftigelsen. Samordningen bør være med til at sikre, at tempoet i den finanspolitiske konsolidering tilpasses til de enkelte medlemsstaters finanspolitiske og makroøkonomiske situation. Finanspolitiske og produktivitetsforøgende foranstaltninger bør fremme en yderligere genoprettelse af balancen i euroområdet og rette op på forvridninger i opsparings- og investeringsmønstret i medlemsstaterne. For at takle de sociale konsekvenser af krisen og den stigende arbejdsløshed er der behov for yderligere reformer (bl.a. for at lette adgangen til beskæftigelse, forebygge tidlig tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet, nedbringe lønomkostningerne og bekæmpe segmenteringen af arbejdsmarkedet).

Færdiggørelsen af bankunionen udgør fortsat hjørnestenen, når det drejer sig om at genskabe tilliden i den finansielle sektor og mindske markedsfragmenteringen. Det vil til gengæld forbedre kreditstrømmen til realøkonomien, specielt til de små og mellemstore virksomheder, som traditionelt er mere afhængige af bankfinansiering. De kommende definitioner vedrørende likviditetsreglerne for bankerne inden for rammerne af de delegerede retsakter om kapitalkravene i lovgivningen skulle på samme måde lette adgangen til finansiering i realøkonomien. En yderligere genopretning af balancen i og konsolidering af banksystemet skal derfor fremmes. I den forbindelse vil den kommende omfattende vurdering af bankernes balancer, som ECB skal foretage, være afgørende.

De store medlemsstaters bidrag til væksten er vigtigt. Blandt de største medlemsstater i euroområdet bør de politiske prioriteter være at styrke den indenlandske efterspørgsel og væksten på mellemlang sigt i *Tyskland*, at gøre noget ved de flaskehalse, der hæmmer væksten på mellemlang sigt, og samtidig arbejde på strukturelle reformer og finanspolitisk konsolidering i *Frankrig* og *Italien*, og at fortsætte den forsvarlige nedgearing og omstruktureringen af økonomien, som vil bidrage til væksten, og tage fat på sociale spørgsmål i *Spanien*.

⁶ Rådets henstilling (2013/C 217/24) af 9.7.2013 (EUT C 217 af 30.7.2013, s. 97).

3. DE VIGTIGSTE RESULTATER PÅ TVÆRS AF LANDENE

De dybdegående undersøgelser giver et bedre indblik i en række udviklinger på tværs af landene, som allerede er beskrevet i rapporten om varslingsmekanismen⁷. En række medlemsstater er stadig præget af flere ubalancer og risici. De dybdegående undersøgelser viser især følgende:

- **En stor ekstern gæld er stadig et sårbart punkt.** I de seneste kvartaler er underskuddene på de løbende poster blevet nedbragt yderligere i de lande, som havde store underskud i perioden før krisen. I nogle lande, såsom *Bulgarien, Spanien, Kroatien* og *Ungarn*, er der nu et overskud på de løbende poster, og for *Irlands* og *Sloveniens* vedkommende er der tale om et meget stort overskud. Forbedringen af de løbende poster i disse medlemsstater skyldes en øget konkurrenceevne, som er blevet fremmet af tilpasningerne af lønomkostningerne, men også en afmatning i den indenlandske efterspørgsel i de pågældende lande. Når man ser på beholdningerne, er den eksterne nettogæld dog stadig meget høj i nogle af de undersøgte lande. Det gælder især for *Irland, Spanien, Kroatien* og *Ungarn*, hvor den negative internationale nettoinvesteringsposition er tæt på eller over det årlige BNP, men den negative internationale nettoinvesteringsposition er også meget høj i *Bulgarien*. Problemerne med den eksterne holdbarhed er forskellige fra land til land og afhænger også af arten af deres brutto- og nettogæld. Specielt begrænser den høje andel af direkte udenlandske investeringer risiciene i *Bulgarien, Irland* og *Ungarn*⁸. En stor del af forbedringen i de løbende poster har ikke været konjunkturbestemt og forventes derfor ikke at forsvinde med opsvinget⁹. Men for at garantere den eksterne holdbarhed i de mest forgældede økonomier må tilpasningen af de løbende poster fortsætte, således at der fortsat er overskud eller lave underskud i en længere periode. Den strukturelle nedgang i efterspørgslen i de mest sårbare lande viser, at der er behov for produktivitetsforbedringer, som skal støttes af vækstfremmende reformer; ellers vil den økonomiske aktivitet fortsætte med at være svag i en lang periode, specielt i de mest forgældede økonomier.
- **I de seneste år er der sket en betydelig forværring af de eksterne strømme i nogle enkelte lande.** Det er tilfældet i *Frankrig* og *Det Forenede Kongerige*: Det Forenede Kongerige har på nuværende tidspunkt det største underskud på de løbende poster i hele EU. Selv om disse landes eksterne nettogæld er forholdsvis lav, og den eksterne holdbarhed ikke er i fare, kan de voksende forskelle medføre specifikke risici for deres økonomier, hvis deres eksterne underskud bliver ved med at vokse.
- **Vedvarende meget store overskud på de løbende poster afspejler ofte en afdæmpet indenlandsk efterspørgselsdynamik.** Et land med overskud på de løbende poster overfører forbrug fra nu til fremtiden ved at investere i udlandet. Et land med underskud på de løbende poster mindsker til gengæld sine investeringer eller sit forbrug nu og er nødt til at overføre fremtidige indtægter til udlandet for at indfri sin gæld over for udlandet¹⁰. Overskuddene er meget store i *Tyskland, Luxembourg, Nederlandene* og *Sverige*, mens overskuddet i *Danmark* også er stort. Deres overskud er forbundet med gode eksportresultater sammenlignet med importen, idet den lave vækst i importen stemmer overens med den lave vækst i den indenlandske efterspørgsel. Akkumulering af moderate

⁷ COM(2013) 790 final af 13.11.2013.

⁸ Se "The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), s. 17-25.

⁹ Se "The Cyclical Component of Current Account Balances", boks I.3, i *European Economy*, 2014 (2); 35-8.

¹⁰ Se "Current Account Surpluses in the EU", *European Economy*, 2012 (9).

overskud er en positiv udvikling, da det er nødvendigt at opspare en del af de løbende indtægter for at kunne klare de udfordringer, som den demografiske udfordring medfører¹¹, og at opspare midler, der kan investeres i udlandet. I det omfang, de større overskud skyldes store indenlandske investeringsmangler, begrænser de også de økonomiske udsigter på mellemlang og lang sigt. Overskuddene er ikke af samme art i alle disse lande; mens overskuddene hænger sammen med nedgearing i *Danmark*, *Nederlandene* og *Sverige*, hvor husholdningerne og de ikke-finansielle virksomheder har et højt gælds niveau, er dette i meget mindre grad tilfældet i *Tyskland*. *Tysklands* handelsoverskud over for resten af verden er steget, mens handelsoverskuddet over for resten af euroområdet er faldet. Sidstnævnte udvikling er gunstig, men den skal sættes i perspektiv; ændringen i forhold til euroområdet skyldes i højere grad en nedgang i importen i udlandet af euroområdet end en stigning i den tyske import. Desuden har en del af faldet i overskuddet inden for euroområdet at gøre med andre "overskudslande". En stigning i den indenlandske efterspørgsel på grund af øgede investeringer ville reducere overskuddet og styrke vækstpotentialet og kan bidrage til opsvinget og tilpasningen i euroområdet.

- **Omkostningskonkurrenceevnen er stadig afgørende.** Det gælder især for de lande, som tidligere havde de største underskud på de løbende poster, og som skal sikre deres eksterne holdbarhed, såsom *Bulgarien*, *Spanien* og *Ungarn*, eller som har haft store tab på eksportmarkederne i de seneste år, såsom *Kroatien*, *Italien* og *Finland*. Konkurrenceevnen og eksportresultaterne er særlig relevante for de økonomiske udsigter for en række økonomier, fordi nettoeksporten eller de eksportorienterede investeringer i betragtning af behovet for nedgearing i den private sektor og behovet for finanspolitisk konsolidering sandsynligvis vil være de vigtigste efterspørgselskomponenter, der støtter væksten på mellemlang sigt. Enhedslønomkostningerne tilpasses stadig i en række af de medlemsstater, der er hårdest ramt af problemer med konkurrenceevnen og arbejdsløshed. Blandt de undersøgte medlemsstater har den største tilpasning i de seneste år fundet sted i *Irland* og *Spanien*. Tilpasningen af enhedslønomkostningerne er blevet fremskyndet af et stærkt markeds- og konkurrencepres, der har ført til fald i de nominelle lønninger i flere sektorer, nedlæggelse af arbejdspladser samt produktivitetsforbedringer. Tilpasningen har været forholdsvis mindre i *Frankrig*, *Italien* og *Slovenien*. I flere lande er enhedslønomkostningerne faldet mere end eksport- og BNP-deflatorerne. Dette kan være foreneligt med genskabelsen af balancen, for så vidt som øgede fortjenstmarginer medvirker til at tilskynde den markedsmæssige sektor til at vokse¹². På trods af den løbende tilpasning af reallønnen har tilpasningen af arbejdsmarkedet hidtil hovedsagelig haft form af nedlæggelse af arbejdspladser og stærkt reducerede muligheder for at finde arbejde. Det medførte store stigninger i arbejdsløsheden og en generel forlængelse af ledighedsperioderne¹³ med sociale følger og implikationer for vækstpotentialet, som der må tages hensyn til i de politiske foranstaltninger, der træffes.
- **De dybdegående undersøgelser understreger også den ikke-omkostningsrelaterede konkurrenceevnes rolle.** For de fleste medlemsstater spiller den ikke-omkostningsrelaterede konkurrenceevne en lige så vigtig rolle for handelsresultaterne som den omkostningsrelaterede konkurrenceevne. De ikke-omkostningsrelaterede faktorer er bl.a. eksportens sammensætning og teknologiske indhold, den geografiske diversificering

¹¹ Se "Ageing Report", *European Economy*, 2012(2), og "Fiscal Sustainability", *European Economy*, 2012(8).

¹² "Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), s. 19-25.

¹³ Se "Labour Market Developments in Europe", *European Economy*, 2013 (6).

af eksporten, virksomhedernes struktur, erhvervsklimaet og innovation. De dybdegående undersøgelser beskriver, hvordan medlemsstater som *Belgien, Danmark, Italien, Frankrig, Kroatien, Ungarn, Finland* og *Det Forenede Kongerige* takler udfordringen med at forbedre deres eksportresultater og genoprette den ikke-omkostningsrelaterede konkurrenceevne. Eksporten af tjenesteydelser opvejer ofte de dårligere resultater for eksporten af varer i en række af de lande, der gennemgås i de dybdegående undersøgelser, såsom *Belgien, Danmark, Kroatien, Luxembourg, Sverige, Slovenien* og *Det Forenede Kongerige*. I *Belgien* og *Italien* har stagnerende produktivitetsstigninger længe været et problem, der forværrer de risici, som følger af eksterne eller interne ubalancer. Det er afgørende, at både den omkostningsrelaterede og den ikke-omkostningsrelaterede konkurrenceevne forbedres i betragtning af den faldende tendens i de avancerede økonomiers eksportmarkedsandele på verdensplan.

- **Der foregår en nedgearing i den private sektor, men den private gæld er stadig høj i en række økonomier.** Behovet for, at både husholdningerne, de ikke-finansielle virksomheder og de finansielle virksomheder mindsker deres balancer og nedbringer deres gæld, har haft en negativ indvirkning på privatforbruget og investeringerne. Kreditstrømmene til den private sektor har været påvirket af de ugunstige efterspørgsels- og udbudsbetingelser¹⁴. Sidstnævnte omfatter nedgearingen i den finansielle sektor selv, en opsplittet finansiell sektor og vedvarende politisk usikkerhed, som påvirkede investeringsbeslutningerne. De lave virksomhedsinvesteringer udgør en hindring for, at ressourcerne kan flyttes til de mest produktive sektorer og de eksportorienterede industrier, og begrænser væksten på mellemlang sigt¹⁵. Samtidig har nedgearingen i husholdningerne og de ikke-finansielle og finansielle virksomheder bidraget til at forbedre de løbende poster i en række af de undersøgte medlemsstater, såsom *Spanien* og *Slovenien*, og medvirket til at skabe store overskud i *Danmark, Nederlandene* og *Sverige*. Desuden kan den lave inflationstakt, som i flere medlemsstater er en vigtig del af deres strategi for at genoprette konkurrenceevnen, gøre den indsats, der i visse lande gøres for sikre en nedgearing af gælden i den private sektor, sværere.
- **Tilpasningen af boligmarkedet ser ud til at have nået bunden i en række lande.** De fleste boligmarkeder i EU har været inde i en korrektionsfase efter en særlig lang periode med stigende priser. I nogle lande, specielt *Danmark, Irland, Spanien* og *Nederlandene*, er der sket et betydeligt kumuleret fald i de reale boligpriser. I *Spanien* og *Irland* er tilpasningen af boligpriserne gået hånd i hånd med indskrænkningen af byggesektorerne, hvilket har forværret arbejdsløsheden. Den medvirkede til stigningen i misligholdte lån og forværringen af bankernes balancer, som nødvendiggjorde øgede hensættelser og overførslen af problematiske aktiver til særlige formueforvaltningsfirmaer. For nogle af de undersøgte lande kan yderligere nedjusteringer ikke udelukkes, men de foreliggende oplysninger tyder på, at lavpunktet er nået for de fleste lande, og der har været beskeden stigninger, bl.a. i *Luxembourg, Malta, Sverige* og *Det Forenede Kongerige*.

¹⁴ Se "Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), s. 19-25, og "Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), s. 26-32.

¹⁵ Se "Product Market Review: Financing the Real Economy", *European Economy*, 2013 (8), "Financial Dependence and Growth", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), s. 7-18, og "Firms' Investment Decisions in Vulnerable Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), s. 29-35.

- **Arbejdsløsheden og andre indikatorer for socialt stress er fortsat meget høje¹⁶.** Arbejdsløsheden steg særlig meget i de lande, hvor der er sket en forværring af de løbende poster, og der er også meget store forskelle mellem de enkelte medlemsstater. Ungdomsarbejdsløsheden og langtidsløsheden er specifikke problemer, mens der også må gøres noget ved den manglende overensstemmelse mellem udbudte og efterspurgte kompetencer. Siden medio 2013 har der dog været tegn på en stabilisering og en forsigtig nedgang i arbejdsløsheden i visse medlemsstater, såsom *Bulgarien, Irland, Ungarn og Det Forenede Kongerige*. Hvis forværringen af de løbende poster medfører et vedvarende fald i investeringerne og produktiviteten, kan det være nødvendigt, at lønudviklingen følger produktivitetsudviklingen, hvorved både konkurrenceevnen og den samlede efterspørgsel støttes.

De seneste prognoser viser, at tempoet i den finanspolitiske tilpasning kan forventes at falde i EU og euroområdet. Det skyldes de store konsolideringsbestræbelser i de sidste to år. I de fleste medlemsstater er der dog stadig behov for at øge den finanspolitiske konsolidering.

- **Den finanspolitiske konsolidering taber fart, mens den offentlige gældskvoteprocent toppe i 2014.** I 2013 er de offentlige finanser igen blevet bedre i både EU og euroområdet takket være de fortsatte konsolideringsbestræbelser. I 2014 forventes tilpasningstempoet at falde. Alligevel burde de fortsatte konsolideringsbestræbelser og det økonomiske opsving gøre det muligt at mindske det samlede underskud yderligere. Med hensyn til strukturtilpasninger var de fleste af medlemsstaternes indsats tilfredsstillende i 2013. Både i EU og i euroområdet forventes gældskvoten at stige yderligere i 2013 og noget langsommere i 2014, hvor den forventes at toppe.
- **Der er tvivl om, hvorvidt konsolideringen i visse medlemsstater er stærk nok til at sikre, at korrektionen af de uforholdsmæssigt store underskud fortsætter planmæssigt.** Det er især tilfældet i *Frankrig og Slovenien*. For disse lande vedtager Kommissionen en række henstillinger, hvori den opfordrer regeringerne til at rette op på situationen hurtigst muligt. Med hensyn til *Italien*, som ikke har et uforholdsmæssigt stort underskud, tyder prognoserne på, at der er behov for yderligere konsolideringsbestræbelser for at sikre den nødvendige nedbringelse af gælden. For så vidt angår de lande, der ikke er med i euroområdet, er der risiko for, at *Kroatien* ikke opfylder målene for både de samlede underskud og strukturtilpasningerne, hvis den nuværende udvikling fortsætter, og der ikke træffes yderligere foranstaltninger. I *Ungarn*, som ikke har et uforholdsmæssigt stort underskud, er den strukturelle saldo ved at skride, hvilket bringer nedbringelsen af gælden i fare.

4. KONKLUSIONER PR. MEDLEMSSTAT

De ubalancer, der findes i fjorten medlemsstater, er af forskellig art. På grundlag af den analyse, der dokumenteres i detaljer i de dybdegående undersøgelser, finder Kommissionen, at der er ubalancer i *Belgien, Bulgarien, Tyskland, Irland, Spanien, Frankrig, Kroatien, Italien, Ungarn, Nederlandene, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige*. Blandt disse medlemsstater er der uforholdsmæssigt store ubalancer i *Kroatien, Italien og Slovenien*. Hvad angår *Spanien*, finder Kommissionen, at der har fundet en betydelig justering sted det seneste år, og at hvis denne tendens fortsætter, vil ubalancerne fortsat blive mindre over tid. Selv om det på grundlag heraf kan konkluderes, at ubalancerne i *Spanien* ikke

¹⁶ Se også Kommissionens meddelelse "Styrkelse af Den Økonomiske og Monetære Unions sociale dimension", COM(2013) 690 af 2.10.2013, og "Udkast til den fælles rapport om beskæftigelsen 2014", COM(2013) 801 final af 13.11.2013.

længere er uforholdsmæssigt store ud fra kriterierne i PMU, understreger Kommissionen, at situationen stadig indebærer risici. Forskellene i arten af landenes ubalancer og uforholdsmæssigt store ubalancer, bl.a. deres finanspolitiske råderum og den fase i overvågningsproceduren, de befinder sig i, indebærer, at de politiske tiltag, medlemsstaterne skal forberede i samarbejde med Kommissionen, skal skræddersys til de særlige behov i det enkelte land.

- **Belgien** har fortsat *makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og politiske tiltag*. Navnlig bør der til stadighed holdes øje med udviklingen i belgiske varers eksterne konkurrenceevne, da en vedvarende forringelse af konkurrenceevnen kan true den makroøkonomiske stabilitet.

Nærmere bestemt kan den fortsatte forringelse af landets konkurrenceevne, herunder det ikke-omkostningsrelaterede aspekt, få negative konsekvenser for økonomien. Landets evne til at producere varer, der kan konkurrere internationalt, er blevet dårligere, hvilket afspejles i producenternes svindende fortjeneste og tabet af arbejdspladser. For at kunne tilpasse de høje arbejdskraftomkostninger til en holdbar jobskabelse og høj levestandard kræves det, at der satses på varer højere oppe i den globale værdikæde. Samtidig er det nødvendigt at forhindre, at sammenhængen mellem hurtige lønstigninger og langsom produktivitetsvækst styrkes yderligere. Belgien har i den henseende truffet en række foranstaltninger, der forventes at få virkning de kommende år. At bevare grundlaget for varefremstilling kræver dog mere ambitiøse tiltag, så meget desto mere som der gennemføres reformer i konkurrerende lande. Belgien er ved beskatningen af arbejdskraft nødt til at sikre, at løndannelsen gøres mere afhængig af de økonomiske og sektorielle realiteter, og at der tages fat på det vedvarende problem med den måde, hvorpå arbejdsmarkedet fungerer. Belgiens høje offentlige gæld skaber fortsat bekymring for de offentlige finansers holdbarhed. Det er dog positivt, at det er lykkedes for Belgien at stabilisere sin offentlige gældskvote, at landet har opfyldt det anbefalede mål for underskuddet i 2013, og at det forventes at holde underskuddet på under 3 % af BNP. Derudover mindsker den lange gennemsnitlige løbetid på lån, den relativt begrænsede tilknytning til den indenlandske finansielle sektor og den relativt sunde private sektor risikoen for økonomien generelt.

- **Bulgarien** har fortsat *makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og politiske tiltag*. Navnlig den langvarige tilpasning af arbejdsmarkedet kræver politiske tiltag, men der gøres gode fremskridt, hvad angår korrektionen af landets stilling over for udlandet og nedgearingen inden for erhvervssektoren.

Bulgarien har nærmere bestemt oplevet en meget hurtig akkumulering af ubalancer i perioden med kraftig vækst, som faldt sammen med landets tiltrædelse af EU. Den store tilstrømning af udenlandsk kapital var med til at overophede økonomien og opretholde stigningerne i priserne på anlægsaktiver. Situationen, hvad angår betalingsbalancens løbende poster, er vendt siden 2009, men gældsætningen over for udlandet er fortsat stor, selv om en stor del heraf er direkte udenlandske investeringer. Tilpasningen synes for størstedelens vedkommende at være konjunkturaafhængig, men en forudsætning for yderligere at mindske gældsætningen over for udlandet er, at den eksterne konkurrenceevne opretholdes, og at der opnås markante eksportresultater. Den igangværende nedgearing af virksomhederne uden for finanssektoren kan begrænse investeringerne og væksten i visse sektorer på kort og mellemlang sigt. Derudover begrænser et svagt ikke-inkludativt arbejdsmarked økonomiens tilpasningsevne og er en af årsagerne til, at dens potentielle vækst bremses. Arbejdsløsheden er steget kraftigt, da nedgangen i beskæftigelsen under krisen har været mere udtalt end faldet i produktionen

tydede på. Det er de lavtuddannede og de unge, der er blevet mest påvirket af nedlæggelsen af arbejdspladser. Selv om lønomkostningerne trods de store stigninger de senere år stadig er relativt lave, kan mindstelønningerne risikere at presse de mest sårbare ud af arbejdsmarkedet. Samtidig har de aktive arbejdsmarkedspolitikker og uddannelsessystemet hidtil ikke været effektive, når det drejer sig om at lette tilpasningsprocessen og forhindre en generel akkumulering af arbejdskraft.

- **Tyskland** har *makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og politiske tiltag*. Der har navnlig vedvarende været et meget stort overskud på betalingsbalancens løbende poster, hvilket afspejler landets stærke konkurrenceevne, samtidig med at store opsparede beløb blev investeret i udlandet. Det er også et tegn på, at den indenlandske vækst har været moderat, og at allokeringen af de økonomiske ressourcer måske ikke har været helt effektiv. Selv om det nuværende overskud på betalingsbalancens løbende poster ikke skaber de samme risici som et stort underskud i Tyskland, er det værd at holde øje med størrelsen og varigheden heraf. I betragtning af den tyske økonomis størrelse er det særlig vigtigt at skride ind for at mindske risikoen for skadelige virkninger for den måde, hvorpå den indenlandske økonomi og euroområdet fungerer.

Nærmere bestemt var de relativt lave investeringer i den private og den offentlige sektor sammen med et moderat privat forbrug over en længere periode med til at skabe en situation med beskeden vækst, faldende trendvækst, øget afhængighed i økonomien af udenlandsk efterspørgsel og opbygning af et betydeligt overskud over for udlandet. Udfordringen består derfor i at indkredse og gennemføre foranstaltninger, der er med til at styrke den indenlandske efterspørgsel og øge økonomiens vækstpotentiale. Øgede investeringer i fysiske og menneskelige ressourcer, en yderligere styrkelse af udbuddet af arbejdskraft og større effektivitetsgevinster i alle sektorer af økonomien, bl.a. ved at frigøre vækstpotentialet i servicesektoren, hvilket også ville være med til yderligere at øge udbuddet af arbejdskraft, udgør de centrale politiske udfordringer.

- **Irland:** Det nyligt afsluttede makroøkonomiske tilpasningsprogram var vigtigt for at styre de økonomiske risici og mindske ubalancerne. De resterende makroøkonomiske *ubalancer kræver imidlertid særlig overvågning og afgørende politiske tiltag*. Navnlig udviklingen i den finansielle sektor, den private og den offentlige sektors gældsætning og i tilknytning hertil den høje eksterne brutto- og nettogæld over for udlandet og situationen på arbejdsmarkedet betyder, at der stadig er visse risici. Kommissionen vil indlede en særlig overvågning af politikimplementeringen og vil regelmæssigt aflægge rapport til Rådet og Eurogruppen. Denne overvågning vil blive baseret på resultatet af overvågningen efter programmets gennemførelse.

Nærmere bestemt oplevede Irland fra 2007 et kollaps på boligmarkedet, og foranstaltningerne for at tackle bankernes tab og faldet i de offentlige indtægter skabte alvorlige budgetmæssige problemer. Som følge af tab af markedsadgang anmodede Irland ved udgangen af 2010 om international finansiell bistand. Irland opnåede fortsat gode resultater under hele gennemførelsen af programmet, som blev afsluttet i 2013. Målene for budgetkonsolideringen inden for rammerne af programmet er blevet nået, og Irland har forbedret sine indenlandske finanspolitiske regler og institutioner. Desuden forventes det samlede underskud at nå målene herfor i 2013 og 2014. Målene for bankernes nedgearing er blevet opfyldt, og kapitaldækningsgraden er blevet forbedret. Finanstillsynet og den finansielle regulering er blevet styrket. Husholdningerne har øget deres opsparingskvote og derved mindsket deres gældsætning. Arbejdsmarkedsreformerne har været med til at mindske arbejdsløsheden. Huspriserne har også stabiliseret sig, og markedet har vist tegn på genopretning. Der er dog brug for at gøre yderligere fremskridt, da den offentlige gæld

fortsat er meget høj i lighed med udlandsgælden, den finansielle sektor er sårbar som følge af mange uindfrie låne, og både langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden fortsat er høje.

- **Spanien** har *makroøkonomiske ubalancer, som kræver særlig overvågning og afgørende politiske tiltag*. Der er på flere niveauer klart sket fremskridt med justeringen af de ubalancer, der sidste år blev identificeret som værende uforholdsmæssigt store, og landets tilbagevenden til positiv vækst har mindsket risiciene. Ubalancernes omfang og deres indbyrdes sammenhæng, navnlig den store indenlandske og eksterne gæld, betyder dog, at der stadig er risici. Kommissionen vil fortsætte den særlige overvågning af de politikker, som Rådet anbefalede Spanien i forbindelse med det europæiske semester og vil regelmæssigt aflægge rapport til Rådet og Eurogruppen. Denne overvågning vil blive baseret på resultatet af overvågningen efter programmets gennemførelse.

Nærmere bestemt er tilpasningen blevet understøttet af afgørende politiske foranstaltninger på EU-plan og i Spanien. Navnlig rekapitaliseringen og omstruktureringen af svagere banker har fjernet de systemiske problemer i finanssektoren og muliggjort en problemfri afslutning af programmet for finansiell bistand i begyndelsen af 2014. Der er kommet et overskud på betalingsbalancens løbende poster som følge af en kombination af faldende import og stor eksport understøttet af forbedret konkurrenceevne. Boligmarkedet har næsten stabiliseret sig. Nedlæggelsen af arbejdspladser synes snart at være et afsluttet kapitel. På den politiske front er størstedelen af den omfattende dagsorden for strukturelle reformer, der er indeholdt i det nationale reformprogram for 2013, afsluttet på lovgivningsniveauet, og der begynder nu at blive lagt større vægt på den udfordrende gennemførelsesfase. Denne positive udvikling har ført til, at tilliden i høj grad er vendt tilbage, hvilket har vist sig som et fald i markedsrisikopræmierne, fornyet tilstrømning af udenlandsk kapital og øget tillid blandt virksomheder og forbrugere.

Tilpasningen er imidlertid langt fra afsluttet, og der er fortsat risikoområder. Mere specifikt bringer den meget høje private og offentlige gældsætning, både indenlandsk og udenlandsk, fortsat væksten og den finansielle stabilitet i fare. Selv om arbejdsløsheden er faldet på det seneste, ligger den stadig på et alarmerende højt niveau. Omlægningen af produktionssystemet i retning af eksportsektorerne og den forbedrede internationale konkurrenceevne skal opretholdes, hvis den meget høje gældsætning over for udlandet og den byrde, den forårsager i form af en negativ strøm af indtægter til resten af verden, skal mindskes. Der sker fremskridt med tilpasningen af den private sektors balance, men den høje arbejdsløshed og de faldende indkomster har begrænset den fart, hvormed nedgearingen i husholdningerne sker. Virksomheder uden for den finansielle sektor har mindsket deres gæld med en noget mere vedvarende fart. Fremover vil udfordringen bestå i at sikre, at nedgearingen ledsages af positive kreditstrømme til de finansielt sunde lånere. Fjernelse af hindringerne for produktmarkedernes og de finansielle markeders funktion og effektive insolvensprocedurer kan mindske den dæmper, nedgearingen lægger på væksten. På arbejdsmarkedet kan det på grundlag af de positive virkninger af de nylige reformer for den interne fleksibilitet og lønfastsættelsen overvejes at iværksætte yderligere reformer. Derudover har et betydeligt indtægtstab, højere sociale udgifter og rekapitaliseringen af banker lagt betydeligt pres på økonomien i form af stigende offentlige underskud og kraftigt stigende offentlig gæld. Målsætningen for budgetunderskuddet i 2013 blev muligvis ikke nået, men de forbedrede makroøkonomiske udsigter skulle sætte Spanien i stand til at opfylde målsætningen for det samlede underskud i 2014. For at sikre en mindskelse af gælden vil der på mellemlang sigt kræves en vedvarende finanspolitisk indsats.

- **Frankrig** har fortsat *makroøkonomiske ubalancer, som kræver særlig overvågning og afgørende politiske tiltag*. Navnlig forværringen af handelsbalancen og konkurrenceevnen samt konsekvenserne af den høje offentlige gældsætning fortjener vedvarende politisk opmærksomhed. I betragtning af den franske økonomis størrelse er det særlig vigtigt på afgørende vis at skride ind for at mindske risikoen for skadelige virkninger for den måde, hvorpå den indenlandske økonomi og euroområdet fungerer, og de potentielle afsmittende virkninger for den måde, hvorpå euroområdet fungerer. I lyset af behovet for politiske tiltag, som landet allerede i den dybdegående undersøgelse for 2013 blev opfordret til at iværksætte, vil Kommissionen indlede en særlig overvågning af de politikker, som Rådet anbefalede Frankrig i forbindelse med det europæiske semester, og vil regelmæssigt aflægge rapport til Rådet og Eurogruppen.

Nærmere bestemt afspejler det voksende underskud på handelsbalancen et fald i eksportmarkedsandele over en længere periode, hvilket igen hænger sammen med et vedvarende tab af såvel omkostningsrelateret som ikke-omkostningsrelateret konkurrenceevne. Trods foranstaltninger for at fremme konkurrenceevnen er der hidtil begrænsede tegn på en forbedring. Selv om lønningerne har udviklet sig i takt med produktiviteten, er lønomkostningerne stadig høje og presser virksomhedernes fortjenstmargin. Den lave og faldende rentabilitet i private virksomheder, især inden for fremstillingsindustrien, kan have hæmmet deres evne til at vokse og forbedre eksportresultaterne. Det ugunstige erhvervsklima, særlig den svage konkurrence i servicesektoren, forværrer yderligere problemerne med dårlig konkurrenceevne. Desuden gør stivhederne i lønfastsættelsessystemet det svært for virksomhederne at tilpasse lønningerne til produktiviteten. Trods de foranstaltninger, der siden 2010 er truffet for at mindske det offentlige underskud, er den offentlige gæld fortsat med at stige, hvilket kræver en fortsat budgetkonsolidering, og at der i lyset af de høje offentlige udgifter sættes særlig fokus på udgiftsnedskæringer, navnlig ved at forsøge at opnå effektivitetsgevinster. Det forventes, at Frankrig ikke når målene for både samlet underskud og strukturel tilpasning i prognoseperioden som helhed .

- **Kroatien** har *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som kræver særlig overvågning og afgørende politiske tiltag*. Det er navnlig nødvendigt med politiske tiltag i lyset af landets sårbare situation som følge af den betragtelige gæld over for udlandet, den faldende eksport, de højt gearede virksomheder og den hastigt voksende offentlige gæld, hvilket alt sammen forekommer i en periode med lav vækst og dårlig tilpasningsevne. Kommissionen vil indlede en særlig overvågning af politikimplementeringen og vil regelmæssigt aflægge rapport til Rådet.

Nærmere bestemt oplever Kroatien efter en ekspansiv fase, hvor ubalancerne akkumulerede, nu en langvarig nedtur, hvor en række eksterne og interne risici er blevet aktuelle. Omlægningen i forhold til udlandet indebærer store risici, der afhænger af Kroatiens mindskelse af sin gæld over for udlandet til et mere sikkert niveau og er betinget af, at landet forbedrer sin konkurrenceevne og skaber en eksport, der er baseret på andet end turisme, for derved at understøtte væksten. Nedgearingen i den ikke-finansielle virksomhedssektor er først lige begyndt, og det er nødvendigt at holde øje med udviklingen i uindfrie lån i dette segment. Statsejede virksomheder, som i visse sektorer stadig spiller en dominerende rolle, og som ofte ikke er blevet omstruktureret, er generelt meget forgældede og meget lidt rentable. Kroatien har den laveste aktivitet og beskæftigelsesfrekvens i EU, hvilket delvis skyldes de bagvedliggende institutioner og politiske parametre, bl.a. det sociale system. Et mere velfungerende arbejdsmarked er vigtigt for at støtte væksten og den tilpasning, der er nødvendig i lyset af landets udsatte

situation eksternt og internt. En række standardindikatorer viser, at Kroatiens erhvervsklima på en række områder er betydeligt dårligere end gennemsnittet for medlemsstaterne i Central- og Østeuropa. Disse faktorer giver tilsammen en lavere potentiel vækst, hvilket forhindrer genopretningen af balancen i den private sektor og øger den nødvendige indsats for budgetkonsolidering. Der er behov for en væsentlig supplerende indsats, hvad angår budgetkonsolidering, for at dæmme op for underskuddet og forhindre, at gælden stiger til et uholdbart niveau. Kroatien er omfattet af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud og er nødt til at gøre en effektiv indsats for senest den 30. april 2014 at løse problemet med det uforholdsmæssigt store underskud. Som situationen ser ud nu, risikerer Kroatien, at landet langt fra når målsætningen for 2014, hvis det ikke træffer yderligere foranstaltninger.

- **Italien** har *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som kræver særlig overvågning og markante politiske tiltag*. Navnlig konsekvenserne af den meget store offentlige gæld og den svage konkurrenceevne over for udlandet, som i sidste ende begge har rod i den langvarige træge vækst i produktiviteten, kræver, at der politisk hurtigt fokuseres herpå. I betragtning af den italienske økonomis størrelse er det særlig vigtigt på afgørende vis at skride ind for at mindske risikoen for skadelige virkninger for den måde, hvorpå den indenlandske økonomi og euroområdet fungerer. Kommissionen har til hensigt at indlede en særlig overvågning af de politikker, som Rådet anbefalede Italien i forbindelse med det europæiske semester og vil regelmæssigt aflægge rapport til Rådet og Eurogruppen.

Nærmere bestemt lægger den store offentlige gæld en tung byrde på økonomien, navnlig i forbindelse med den kronisk svage vækst og den lave inflation. At opnå og opretholde meget høje primære overskud – over et historisk niveau – og en robust vækst i BNP i en længere periode – begge er nødvendige for, at gældskvoten kan falde støt – vil blive en stor udfordring. I 2013 har Italien gjort fremskridt hen imod sit budgetmål på mellemlang sigt. Der er dog risiko for, at tilpasningen af den strukturelle saldo i 2014 er utilstrækkelig i lyset af behovet for at mindske den meget store offentlige gældskvotens i et passende tempo. Krisen har udhulet den italienske banksektors oprindelige modstandsdygtighed og svækket dens rolle med at støtte genopretningen af økonomien. Tabet af konkurrenceevne skyldes den fortsatte skævhed i løn- og produktivitetsudviklingen, en høj skattebyrde på arbejdskraft, en ugunstig eksportproduktstruktur og en stor andel af små virksomheder, der finder det svært at konkurrere internationalt. Stivhederne i lønfastsættelsen forhindrer en tilstrækkelig løndifferentiering i overensstemmelse med udviklingen i produktiviteten og vilkårene på det lokale arbejdsmarked. Den langvarige manglende effektivitet i den offentlige forvaltning og retssystemet, den svage virksomhedsstyring og den høje grad af korruption og skatteunddragelse mindsker allokeringseffektiviteten i økonomien og hæmmer de gavnlige virkninger af de vedtagne reformer. Den store mangel på menneskelige ressourcer, hvilket afspejler det lave afkast af investeringerne i uddannelse af de yngre generationer, landets specialisering inden for sektorerne for lav og middel teknologi og strukturelle svagheder i uddannelsessystemet, øger produktivetsproblemerne.

- **Ungarn** har fortsat *makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og afgørende politiske tiltag*. Især bør den igangværende justering af den stærkt negative internationale nettoinvesteringsposition, den store offentlige og private gæld i en situation med en skrøbelig finansiel sektor og faldende eksport fortsat følges meget nøje for at mindske de store risici for negative virkninger for økonomiens måde at fungere på.

Nærmere bestemt er nettoinvesteringspositionen trods beskedne eksportresultater blevet forbedret, hvilket hovedsageligt afspejler nedgearingen i den private sektor. Selv om der

for nylig har været visse opmuntrende tegn inden for fremstillingsindustrien, vil det ikke være tilstrækkeligt til i sig selv at medføre en markant ændring af eksportresultaterne. Gælds niveauet er faldet, men der er fortsat ubalance og risici forbundet med den private gæld, da nedgearingen er blevet hæmmet af det store antal nødlidende låntagere, et kriseramt boligmarked, en skrøbelig finansiel sektor, en betydelig mængde lån i udenlandsk valuta samt stor usikkerhed i erhvervslivet. At genetablere normale lånemuligheder for økonomien på en holdbar måde vil kræve, at bankernes driftsmiljø forbedres. En anden stor kilde til bekymring er den høje offentlige gæld. Selv om der er sket betydelige forbedringer af den strukturelle budgetsaldo, har en svækket valutakurs, et dårligt vækstopotiale og høje finansieringsomkostninger forhindret, at gælden er faldet. Ungarn forventes ikke at nå sit mål på mellemlang sigt. Landet forventes derimod at opleve en forværring af den strukturelle saldo i 2014.

- **Nederlandene** har fortsat *makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og politiske tiltag*. Der bør navnlig holdes øje med den makroøkonomiske udvikling i forbindelse med gælden og den igangværende nedgearing i den private sektor sammen med den ineffektivitet, der stadig er på boligmarkedet. Selv om det store overskud på de løbende poster ikke er behæftet med samme risici som et stort underskud og delvis skyldes behovet for nedgearing, vil Kommissionen fortsætte med at overvåge betalingsbalanceudviklingen i Nederlandene inden for rammerne af det europæiske semester.

Der er nærmere bestemt gennem flere årtier opstået stivheder og fordrejede incitamenter, der har indflydelse på boligfinansieringen og opsparingsmønstrene i de forskellige sektorer. Boliglån er blevet en meget tung post på finansieringsinstitutternes balancer, idet husholdningerne har optaget lån mod sikkerhedsstillelse i deres faste ejendom. Parallelt hermed har virksomheder uden for den finansielle sektor siden midten af 1990'erne haft overskud på deres strukturelle opsparing. Dette har ført til et betydeligt og vedholdende overskud på de løbende poster, der har været ledsaget af et højt niveau for både husholdningernes bruttogæld og deres nettoaktiver. I de senere år har en beskeden indenlandsk efterspørgsel i kølvandet på den globale krise yderligere øget overskuddet over for udlandet. I de senere år er der sket forbedringer i den henseende, idet der er blevet gennemført foranstaltninger til begrænsning af finansieringen af boliglån. Nedgearingen vil fortsat veje tungt på den økonomiske aktivitet, men et boligmarked, der er ved at stabilisere sig, og husholdningernes klart positive nettopositioner begrænser risiciene. Hvad angår de offentlige finanser, forventes det, at Nederlandene ikke vil nå sit mål for den samlede gæld i 2014, som er det år, hvor det uforholdsmæssigt store underskud skal korrigeres, selv om det forventes, at landet vedtager en række strukturelle foranstaltninger af den anbefalede størrelse i 2013-2014.

- **Slovenien** har fortsat *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som kræver særlig overvågning og fortsat markante politiske tiltag*. Ubalancerne er blevet mindre over det sidste år takket være den makroøkonomiske tilpasning og markante politiske tiltag i Slovenien. Omfanget af de nødvendige korrektioner betyder dog, at der stadig er betydelige risici. Kommissionen vil fortsætte den særlige overvågning af de politikker, som Rådet anbefalede Slovenien i forbindelse med det europæiske semester og vil regelmæssigt aflægge rapport til Rådet og Eurogruppen.

Nærmere bestemt kræver risikoen som følge af en økonomisk struktur, der er karakteriseret af svag virksomhedsstyring, en høj grad af statslig intervention i økonomien, tab af omkostningskonkurrenceevne, virksomhedernes gældsbyrde og stigende offentlig gæld i høj grad særlig opmærksomhed. Selv om der er sket betydelige fremskridt, hvad angår

genoprettelsen af bankernes balance, er der stadig brug for en afgørende indsats for at sikre en fuldstændig gennemførelse af en omfattende strategi for banksektoren, bl.a. omstrukturering, privatisering og øget tilsyn.

Slovenien kæmper stadig med konsekvenserne af den tidligere konjunkturopgang, idet virksomhederne fortsat er uholdbart overforgældede. Overførslen af uindfrie lån til det selskab, der håndterer bankaktiver (Bank Asset Management Company — BAMC) har forbedret bankernes balance, men omfanget af uindfrie lån er fortsat højt i forhold til niveauet inden krisen, og det er stadig nødvendigt at omstrukturere dem varigt på grundlag af de nyligt ændrede insolvensregler. Da den indenlandske efterspørgsel og navnlig investeringerne faldt betydeligt, har situationen med hensyn til de løbende poster rettet sig op, så der er blevet et stort overskud, men landet har ikke genskabt sin omkostningskonkurrenceevne, og de hidtidige reformer har ikke fuldt ud løst problemet med manglende fleksibilitet på arbejdsmarkedet og konkurrenceevnen. En svag virksomhedsstyring, navnlig, men ikke kun i statsejede virksomheder, mindsker økonomiens samlede effektivitet som følge af en mulig ineffektiv ressourceallokering. Økonomiens tilpasningsevne kunne forbedres ved, at staten i væsentlig grad trækker sig ud af erhvervslivet og den finansielle sektor, samtidig med at der gennemføres en omfattende strategi for forvaltningen af kerneaktiviteter og frasalg af de øvrige aktiviteter. Derudover skaber den betydelige stigning i den offentlige gæld de senere år, også selv om den lå på et relativt lavt niveau, nye udfordringer. Selv om det samlede budgetunderskud forventes at ligge over målet som følge af de betydelige udgifter til rekapitaliseringen af banker i 2013 og 2014, forventes underskuddet også langt at overstige målet i 2015, selv om der politisk ikke træffes yderligere foranstaltninger. Den strukturelle tilpasning er på samme måde heller ikke helt fyldestgørende. Samlet vejer disse mangler og udfordringer tungt på de makroøkonomiske resultater på kort sigt. Det nylige fald i renterne på statsobligationer tager noget af presset, men det er nødvendigt at gennemføre programmet for strukturel reform hurtigere.

- **Finland** har fortsat *makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og politiske tiltag*. Det er nødvendigt navnlig at holde øje med de dårlige eksportresultater de senere år, som skyldes omstruktureringer i industrien og omkostningsfaktorer og andre faktorer, der har indflydelse på konkurrenceevnen.

Nærmere bestemt forklarer den høje vækst i importen forud for krisen og den beskedne eksport efter krisen udhulingen af betalingsbalancen. De løbende poster har dog stabiliseret sig for nylig, og bæredygtigheden i forhold til udlandet er ikke et problem. Landet fortsatte med hurtigt at miste andele på eksportmarkedet trods bedringen i verdenshandlen. Finlands integration i den globale værdikæde har spillet en rolle for de faldende eksportresultater, og omstruktureringen af industrien har endnu ikke kunne opveje den store nedgang inden for elektronikindustrien og træ- og papirindustrien. Økonomiens tilpasningskapacitet begrænses af lav produktivitet og svagt konkurrencepres inden for servicesektoren samt øgede omkostninger som følge af dynamisk lønvækst og høj energiintensitet. Eksportører har således kunnet opretholde priskonkurrenceevnen, hovedsageligt ved at reducere fortjenesten, hvilket har begrænset deres mulighed for at omsætte det høje innovationspotentiale til nye produkter. Andre faktorer end omkostninger synes at forklare det meste af forværringen af konkurrenceevnen: et begrænset antal store eksportvirksomheder, der sælger et snævert produktsortiment, mindre tendens blandt små virksomheder til at eksportere samt mindre effektive investeringer i forskning og udvikling. De svage investeringer, det faldende antal personer i den arbejdsdygtige alder og et betydeligt fald i produktiviteten svækker den potentielle vækst. Hvad angår de

offentlige finanser, forventes det strukturelle underskud i 2014 at ligge lidt over målet på mellemlang sigt, men delvis som følge af en ugunstig vækstdynamik forventes den offentlige gæld at stige til over 60 % af BNP.

- **Sverige** har fortsat *makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og politiske tiltag*. Der er fortsat brug for at holde øje med navnlig udviklingen i husholdningernes gældsætning kombineret med et ineffektivt boligmarked. Selv om det store overskud på de løbende poster ikke i samme grad udgør en risiko som et stort underskud og til dels skyldes behovet for nedgearing, vil Kommissionen overvåge udviklingen i Sveriges løbende poster inden for rammerne af det europæiske semester.

Nærmere bestemt er husholdningernes gæld steget igen efter en periode, hvor den lå stabilt, eftersom de vigtigste faktorer hertil – lave renter på boliglån, skattereglerne, der begunstiger lånefinansiering, langsom amortisering af boliglån og et begrænset udbud af boliger – stadig er til stede. Forskellige indikatorer for låneudbuds- og låneefterspørgselsbetingelserne tyder ikke på umiddelbare begrænsninger i lånemulighederne. Efter at huspriserne de senere år har stabiliseret sig, steg de igen i 2013 som følge af en gunstig efterspørgsel og et utilstrækkeligt udbud. Derudover har problemerne med den manglende effektivitet på markedet for lejeboliger, de besværlige planlægningsprocedurer og den beskedne konkurrence i byggesektoren også været med til at dæmpe stigningen i boligpriserne. Der er behov for mere stabile huspriser for at begrænse den private gældsætning og mindske de makroøkonomiske risici, når gældsbetjeningsbyrden vokser. De nylige systemiske foranstaltninger er vigtige, men sandsynligvis ikke tilstrækkelige til at mindske de makroøkonomiske risici. Stærke skatteincitamenter for finansiering af gæld ses som den vigtigste årsag til de stigende huspriser. Større investeringer i boligbyggeri vil også forbedre balancen mellem opsparing og investering. Hvad angår gældsætningen i den ikke-finansielle virksomhedssektor, viser analysen, at det ikke skaber makroøkonomiske risici. De seneste ændringer af virksomhedsbeskatningen kan desuden forventes at mindske virksomhedernes gæld yderligere ved at begrænse multinationale selskabers skatteoptimering.

- **Det Forenede Kongerige** har fortsat *makroøkonomiske ubalancer, som kræver overvågning og politiske tiltag*. Det er fortsat navnlig vigtigt at holde et vågent øje med udviklingen i husholdningernes gæld, der hænger sammen med den store belåning af boliger og de strukturelle forhold på boligmarkedet, og den ugunstige udvikling i eksportmarkedsandelene.

Selv om den senere tids vækst i den økonomiske aktivitet er en velkommen faktor, skyldes den hovedsageligt husholdningernes forbrug, en lempelse af lånerestriktionerne og et fald i husholdningernes opsparingskvote og ledsages af et stigende underskud på betalingsbalancens løbende poster. Erhvervslivets investeringer og nettoeksporten er endnu ikke steget fra det nuværende lave niveau. En mindskelse af den høje gæld, navnlig blandt husholdningerne, og en minimering af virkningerne heraf for investeringerne og væksten ville være med til at begrænse risiciene på mellemlang sigt og gøre økonomien mindre sårbar over for stigninger i låneomkostningerne. Væksten i realkreditlångivningen har været beskeden, men stigende i forhold til det tidligere niveau for husholdningernes gæld. Risiciene i boligsektoren skyldes et fortsat utilstrækkeligt strukturelt udbud af boliger. Den relativt langsomme tilpasning af udbuddet til stigninger i efterspørgslen fører til højere boligpriser, navnlig i London og Sydøstengland, og husholdningernes realkreditgældsætning. Selv om den faldende eksportmarkedsandel sandsynligvis ikke vil skabe risici på kort sigt, viser det sammen med det nuværende underskud på de løbende poster, at der er strukturelle problemer. De skyldes manglen på kvalifikationer og den lave

infrastrukturkapacitet. Hvad angår de offentlige finanser, synes Det Forenede Kongerige forsat ikke at nå målene for sit samlede underskud og langt fra målene for sin strukturelle tilpasning.

I tre lande, der var omfattet af undersøgelsen, blev der ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer. De dybdegående undersøgelser viser, at de makroøkonomiske risici i *Danmark* og *Malta* er blevet mindre og nu kontrolleres bedre. Der er ingen tegn på ubalancer ud fra kriterierne i PMU i Luxembourg. Der er dog altid brug for en omhyggelig overvågning og samordning af politikker i alle medlemsstater for at indkredse nye risici og fremlægge strategier, der bidrager til vækst og nye job. Denne overvågning vil fortsætte i forbindelse med det europæiske semester.

- De makroøkonomiske problemer i **Danmark** *indebærer ikke længere væsentlige makroøkonomiske risici og vurderes ikke længere som ubalancer ud fra kriterierne i PMU.* Tilpasningen på boligmarkedet og virkningerne af gælden i den private sektor for realøkonomien og stabiliteten i den finansielle sektor synes at være under kontrol. Der er dog brug at holde øje med denne udvikling og drivkræfterne bag den eksterne konkurrenceevne.

Nærmere bestemt forekommer de makroøkonomiske risici som følge af den høje private gæld begrænsede, selv i lyset af halerisici såsom en kombination af ugunstige rentechok og en ugunstig udvikling på arbejdsmarkedet. Husholdningernes høje gæld opvejes af husholdningernes store formuer, som afspejler de store opsparinger i pensionsfonde og fast ejendom. Husholdningerne har økonomisk hidtil kunnet klare tilpasningen af huspriserne siden 2007, idet antallet af restancer har holdt sig på et meget lavt niveau. Derudover er konklusionen på forskellige stresstest og undersøgelser, at husholdningerne ville være modstandsdygtige i tilfælde af negative chok. Den finansielle sektor synes stabil trods de resterende problemer, der løses ved hjælp af strengere regulerings- og tilsynsforanstaltninger. Hvad angår konkurrenceevnen, har Danmark tabt andele på eksportmarkedet, hvilket skyldes de kraftige lønstigninger og den svage vækst i produktiviteten. Ubalancen mellem produktiviteten og lønningerne synes dog at være konjunkturbestemt. I lyset af det store overskud på de løbende poster tyder tendensen i retning af faldende andele på eksportmarkedet ikke på, at der er risici på kort sigt. Hvad angår de offentlige finanser, forventes Danmark i væsentlig grad at have korrigeret sit uforholdsmæssigt store underskud i 2013.

- De makroøkonomiske problemer i **Luxembourg** *er ikke blevet vurderet som ubalancer ud fra kriterierne i PMU.* De skyldes Luxembourgs vækstmodel, der er baseret på en effektiv finansiell sektor, som har klaret sig godt igennem krisen. Det er stadig værd at holde øje med fremstillingsindustriens faldende konkurrenceevne, udviklingen på boligmarkedet og den private sektors gældsætning.

Nærmere bestemt viser analysen af overskuddet på de løbende poster, at det ikke skyldes manglende indenlandsk efterspørgsel, men snarere er resultatet af landets særlige vækstmodel, der i høj grad er baseret på finansielle tjenesteydelser. Det dækker dog over et stort og støt stigende underskud i varehandlen, som i vid udstrækning skyldes de skuffende eksportresultater. Tabet af andele på eksportmarkedet skyldes i vid udstrækning, at enhedslønsmkostningerne stiger meget hurtigere end i Luxembourgs handelspartnerlande, hvilket til en vis grad er forårsaget af lønfastsættelsesmekanismen. I den henseende udgør det en udfordring at finde en strukturel løsning på den midlertidige graduering af den automatiske lønindeksering. Der er risici, hvad angår den indenlandske finansielle stabilitet, som følge af den store finansielle sektor, men de er relativt begrænsede, da sektoren er diversificeret og specialiseret på samme tid. Desuden kan de indenlandske

banker fremvise solide kapital- og likviditetsgrader. Den private sektors høje gæld, særlig virksomheder uden for den finansielle sektor, afspejler hovedsagelig, at der er et stort antal multinationale selskaber i landet, som bruger deres afdelinger eller datterselskaber i Luxembourg til finansieringstransaktioner internt i koncernen. Den dynamiske stigning i huspriserne er en stigende kilde til bekymring. De offentlige financers nuværende gunstige stilling er i høj grad afhængig af bæredygtigheden af en vækstmodel, der er baseret på en stærk finansiell sektor, og udgør på lang sigt en stor risiko for bæredygtigheden. I lyset heraf er den nyligt gennemførte pensionsreform utilstrækkelig til at løse problemet. Den strukturelle balance ligger dog over målet på mellemlang sigt.

- De makroøkonomiske problemer i **Malta** *indebærer ikke længere væsentlige makroøkonomiske risici og vurderes ikke længere som ubalancer ud fra kriterierne i PMU.* Selv om gælden fortsat er høj, synes risiciene for bæredygtigheden af den private og den offentlige sektors gæld og stabiliteten i den finansielle sektor at være under kontrol, selv om der fortsat bør holdes øje hermed.

Nærmere bestemt fremgår det af analysen i den dybdegående undersøgelse, at indikatorerne for finansiell stabilitet fortsat er gode. I lyset af risicienes strukturelle karakter i sektoren er det vigtigt at fortsætte den nuværende forsigtige praksis, hvad angår tilsyn og risikovillighed. Boligmarkedet har stabiliseret sig, og risiciene som følge af overeksponering i ejendom er begrænsede. Den private gæld stiger, der finder en velordnet nedgearing sted i virksomhederne, og presset på lånemarkederne er begrænset. Hvad angår de offentlige finanser, forventes Malta at nå sine mål for nominel gæld i 2013 og 2014. Hvad angår bæredygtigheden i forhold til udlandet, har handelsresultaterne været positive takket være den varemæssige og geografiske markedsorientering og andre aspekter af konkurrenceevnen end omkostninger. Der er overskud på de løbende poster. Den eksterne konkurrenceevne kunne dog stadig have gavn af et aktivt politisk tiltag i lyset af tilpasningen af omkostningerne i konkurrerende lande.