



Bruxelles, den 26.11.2015
COM(2015) 691 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN

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

Rapport om varslingsmekanismen 2016

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

Rapporten om varslingsmekanismen indleder den årlige runde i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, der har til formål at afdække og rette op på ubalancer, som er til skade for en velfungerende økonomi i medlemsstaterne og i EU, og som kan være til skade for Den Økonomiske og Monetære Unions rette virkemåde.

I rapporten om varslingsmekanismen anvendes en resultattavle med udvalgte indikatorer plus et bredere sæt supplerende indikatorer til at screene medlemsstaterne for potentielle økonomiske ubalancer, der kræver politisk handling. Hvis en medlemsstat udpeges i rapporten om varslingsmekanismen, foretager Kommissionen en dybdegående undersøgelse af, hvorvidt de makroøkonomiske risici i medlemsstaten er tiltagende eller aftagende, hvorefter det konkluderes, om der kan konstateres ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. I overensstemmelse med etableret praksis vil der under alle omstændigheder blive udarbejdet en ny dybdegående undersøgelse for de medlemsstater, i hvilke der under de tidligere runder er konstateret ubalancer.

Under hensyntagen til drøftelserne med Europa-Parlamentet og drøftelserne internt i Rådet og Eurogruppen udarbejder Kommissionen dybdegående undersøgelser for de relevante medlemsstater, og resultaterne heraf vil indgå i de landespecifikke henstillinger, som fremsættes som led i det europæiske semester for samordning af de økonomiske politikker. De dybdegående undersøgelser forventes at blive offentliggjort i februar 2016 forud for pakken af landespecifikke henstillinger under det europæiske semester.

1. RESUMÉ

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

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

I år er der føjet tre nye indikatorer til resultattavlen, nemlig indikatorer for erhvervsfrekvens, langtidsledighed og for ungdomsarbejdsløshed. Indførelsen af de nye beskæftigelsesvariabler i resultattavlen er et konkret resultat af Kommissionens engagement i at forbedre dens analyse af makroøkonomiske ubalancer. Det er særlig vigtigt i forbindelse med krisens sociale virkninger, og fordi en langvarig negativ udvikling i beskæftigelsen og andre samfundsmæssige aspekter kan få negativ betydning for den potentielle vækst i BNP på forskellige måder og risikerer at forværre de makroøkonomiske ubalancer. Indførelsen af de nye variabler ændrer ikke formålet med proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, som fortsat er rettet mod at forhindre skadelige makroøkonomiske ubalancer og sikre en korrektion heraf. Hvis de nye indikatorer udviser høje værdier, betyder det ikke

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

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

nødvendigvis øgede makroøkonomiske risici, og de benyttes derfor heller ikke til at indlede videre skridt i proceduren³.

Sammenlignet med de tidligere rapporter om varslingsmekanismen er der i denne udgave lagt større vægt på forhold, der er særligt relevante for euroområdet. I overensstemmelse med Kommissionens meddelelse af 21. oktober om "*Skridt hen imod en fuldkommen Økonomisk og Monetær Union*" foretages der i denne rapport om varslingsmekanismen en mere systematisk analyse af, hvordan ubalancerne i de enkelte lande påvirker euroområdet som helhed, og hvordan denne påvirkning nødvendiggør en koordineret tilgang til de politiske løsninger.

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

- **Justeringen af de eksisterende ubalancer foregår under vanskelige forhold.** Det igangværende moderate opsving i euroområdet ventes at vare ved, men det er stadig skrøbeligt og udsat for stigende eksterne risici. I de seneste måneder er der sket en betydelig afmatning i verdenshandelen, og de nedadgående risici er derfor forværrede, navnlig hvad angår udsigterne på de nye vækstmarkeder⁴. Væksten hviler i stigende grad på indenlandske kilder til efterspørgsel, navnlig en markant stigning i investeringsaktiviteten.
- **EU's medlemsstater gør stadig fremskridt med korrektionen af deres ubalancer.** Lande med en stor udlandsgæld har i betydelig grad reduceret de store og uholdbare underskud på de løbende poster, der var til stede før krisen, og nu skal ligevægten eller overskuddet over for udlandet opretholdes for i højere grad at mindske sårbarhederne. Derudover har udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen generelt været på linje med behovet for tilpasning over for udlandet, og i de fleste lande er man godt i gang med at genoprette balancen i de forskellige sektorer af økonomien.
- **Sårbarhederne relateret til den høje gæld er dog stadig kilde til bekymring.** I flere medlemsstater er gælden, både den offentlige og den private og den eksterne og den interne, på et historisk højt niveau. Ikke alene hæmmer det væksten, beskæftigelsen og den finansielle stabilitet i EU, men nedgearingspresset relateret til den nødvendige afvikling af gælden bremser også opsvinget.
- **Overskuddet i nogle medlemsstater forbliver stort i løbet af prognoseperioden (2015-2017).** Samlet set udviser euroområdet et overskud på de løbende poster, som er blandt de største i verden, og som atter ventes at stige i år. Mens de lavere råvarepriser og deprecieringen af euroens vekselkurs har stimuleret handelsbalancen, afspejler det overordnede overskud for hele området i vid udstrækning alt for store opsparinger i landene i forhold til investeringer.
- **Efter flere år med markante forskelle er forholdene på arbejdsmarkedene ved at nærme sig hinanden, men den sociale nød ligger stadig på et uacceptabelt niveau i**

³ Indikatorerne indføres for at skabe et bedre billede af ubalancerne og tilpasningsprocessens beskæftigelsesmæssige og sociale dimension. Det drejer sig om indikatorer for erhvervsfrekvensen, langtidsløsheden og ungdomsarbejdsløsheden, der alle udtrykkes som en ændring over tre år. Disse indikatorer indgik allerede blandt de supplerende indikatorer. For en nærmere beskrivelse af grundlaget for at udvælge disse tre indikatorer henvises til Kommissionens arbejdsdokument "Adding employment indicators to the scoreboard of the Macroeconomic Imbalances Procedure to better capture employment and social developments", som blev drøftet i udvalg i Økofin- og EPSCO-Rådet og Europa-Parlamentet.

⁴ Jf. 'European Economic Forecast-Autumn 2015', *European Economy, Institutional Paper 011*, november 2015.

flere lande, navnlig de lande, der er i færd med at nedbringe makroøkonomiske ubalancer og arbejder på at få bugt med krisen.

Som det påpeges i den årlige vækstundersøgelse, kræver det en koordineret tilgang at tackle ubalancerne samtidig med, at opsvinget støttes. Især skal der i de lande, hvor væksten hæmmes af et stort nedgearingspres eller strukturelle flaskehalse, gøres en større politisk indsats og ske en mere effektiv implementering af reformer, navnlig inden for konkurrenceevne og insolvensbehandling. Samtidig skal der sættes gang i den indenlandske efterspørgsel og investeringer i de lande, hvor der er et tilstrækkeligt finanspolitisk råderum, et stort overskud på de løbende poster eller et lavt nedgearingspres. I lyset af den store indbyrdes afhængighed mellem medlemsstaterne vil en sådan kombination af politikker skabe et mere stabilt grundlag for genoprettelsen af balancen ved at gøre det mere symmetrisk og samtidig sikre et mere selv bærende opsving.

I de dybdegående undersøgelser vil der blive foretaget en mere detaljeret og omfattende analyse af de medlemsstater, der udpeges i rapporten. De dybdegående undersøgelser vil ligesom i det foregående forløb være indeholdt i landerapporterne, som også indeholder Kommissionens analyse af andre strukturelle aspekter, der er nødvendige for udarbejdelsen af de landespecifikke henstillinger under det europæiske semester. Med henblik på de dybdegående undersøgelser vil Kommissionen basere sin analyse på mange flere data og oplysninger: der vil blive taget hensyn til alle relevante statistikker, alle relevante data og de faktiske omstændigheder. Som fastsat i lovgivningen konkluderer Kommissionen på grundlag af de dybdegående undersøgelser, om der er ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, hvorefter den udarbejder de relevante politiske henstillinger til de enkelte medlemsstater⁵.

Ud fra den økonomiske analyse af resultattavlen bør der ifølge Kommissionens opfattelse foretages en dybdegående undersøgelse af nedenstående medlemsstater med det formål at se nærmere på akkumuleringen og nedbringelsen af ubalancer og de relaterede risici⁶.

- *For de fleste landes vedkommende skal der foretages en dybdegående undersøgelse⁷. I overensstemmelse med etableret praksis skal der foretages en ny dybdegående undersøgelse for at vurdere, om de tidligere konstaterede uforholdsmæssigt store ubalancer eller ubalancer er under afvikling, stadig består eller er forværrede, idet der særligt vil blive set på, hvordan medlemsstaternes politikker bidrager til at få bugt med ubalancerne. Det drejer sig om **Belgien, Bulgarien, Tyskland, Frankrig, Kroatien, Italien, Ungarn, Irland, Nederlandene, Portugal, Rumænien, Spanien, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige.***

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

⁶ Stigningen siden 2012 i antallet af medlemsstater, for hvilke der skal foretages en dybdegående undersøgelse, afspejler behovet for at medtage de lande, der afslutter et finansielt bistandsprogram som følge af økonomisk fremgang. Det drejer sig om Irland, Portugal og Rumænien, som det anses for hensigtsmæssigt at inkludere i den makroøkonomiske overvågning under proceduren. Derudover er Kroatien også blevet indlemmet i den almindelige overvågning, efter at landet tiltrådte EU i 2013. Det forhold, at der fortsat skal foretages dybdegående undersøgelse af flere medlemsstater, skyldes, at medlemsstaterne kun kan forlade proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer på grundlag af en sådan undersøgelse. Hvis den økonomiske situation bliver bedre eller ikke forværres, vil antallet af medlemsstater, for hvilke der skal foretages en dybdegående undersøgelse, angiveligt falde med tiden.

⁷ Jf. "2015 European Semester: Assessment of growth challenges, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011" (COM(2015) 85 final af 26.2.2015) og "Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015" *European Economy-Occasional Papers* 228. I EUT C 272 af 18.8.2015 findes en komplet liste over de landespecifikke henstillinger, som Rådet har vedtaget, inkl. henstillingerne med betydning for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

- *For første gang vil der også blive udarbejdet en dybdegående undersøgelse for **Estland** og **Østrig**. For Estlands vedkommende vil den dybdegående undersøgelse vurdere risici og sårbarheder relateret til det nyligt stigende efterspørgselspres. For Østrigs vedkommende vil der blive set på spørgsmål relateret til den finansielle sektor, navnlig dens store eksponering for udviklingen i udlandet og indvirkningen på långivningen til den private sektor.*

For de medlemsstater, der modtager finansiel bistand, vil overvågningen af ubalancerne og af de korrigerende foranstaltninger foregå som led i deres bistandsprogrammer. Det drejer sig om **Grækenland** og **Cypern**. Ligesom det i de tidligere forløb har været tilfældet for de medlemsstater, der ventes at afslutte deres finansielle bistandsprogrammer, vil situationen i **Cypern** i relation til proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer først blive vurderet efter det igangværende finansielle bistandsprogram, som ventes afsluttet i marts 2016.

Kommissionen vil på nuværende tidspunkt ikke foretage yderligere analyser af de øvrige medlemsstater som led i den makroøkonomiske procedure. På grundlag af den økonomiske analyse af resultattavlen finder Kommissionen, at der på nuværende tidspunkt ikke er behov for dybdegående undersøgelser for **Tjekkiet, Danmark, Letland, Litauen, Luxembourg, Malta, Polen** og **Slovakiet**, og at der ikke er behov for yderligere makroøkonomisk overvågning af disse lande. Der vil dog altid være behov for en omhyggelig overvågning og politisk samordning i alle medlemsstaterne for at afdække nye risici og fremme en politik, der bidrager til vækst og beskæftigelse.

Boks 1. Stabilisering og strømlining af kategorierne under proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer

Kategorierne under proceduren har gennem tiden taget mange forskellige former og er i øjeblikket opdelt som følger:

1. Ingen ubalance
2. Ubalancer, som kræver overvågning og politiske tiltag.
3. Ubalancer, som kræver overvågning og afgørende politiske tiltag.
4. Ubalancer, som kræver specifik overvågning og afgørende politiske tiltag.
5. Uforholdsmæssigt store ubalancer, som kræver specifik overvågning og afgørende politiske tiltag.
6. Uforholdsmæssigt store ubalancer som medfører en indledning af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store ubalancer.

Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store ubalancer er endnu aldrig taget i anvendelse. Konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer indebærer et krav om afgørende politiske tiltag og specifik overvågning. Siden 2014 er der ved konstateringen af ubalancer i nogle af de systemisk vigtige eurolande stillet krav om afgørende politiske tiltag og specifik overvågning for at sikre fremskridt i efterlevelsen af henstillingen til euroområdet om at tackle makroøkonomiske ubalancer. Nogle lande med ubalancer fik stillet krav om afgørende politiske tiltag.

Den klarere afgrænsning af de forskellige kategorier under proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer giver et klarere billede af, hvornår den makroøkonomiske overvågning indledes, men den medfølgende kompleksitet har derimod ikke hjulpet på gennemsigtigheden og håndhævelsen. Derfor indeholder meddelelsen af 21. oktober forskellige initiativer til fremadrettet at forbedre implementeringen af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer. Kommissionen vil navnlig sikre en gennemsigtig implementering af proceduren, stabilisere kategorierne og præcisere, hvilke kriterier der ligger til grund for dens beslutning.

2. UBALANCER, RISICI OG TILPASNING: RELEVANTE TVÆRNATIONALE SPØRGSMAÅL

I betragtning af den usikre globale situation er det økonomiske opsving i stigende grad afhængigt af den indenlandske efterspørgsel. De seneste økonomiske prognoser bekræfter, at der er et moderat opsving i gang i hele EU, samtidig med at oliepriserne er lave, og der føres en lempelig pengepolitik. Efter en vækst på 1,4 % i 2014 forventes den økonomiske aktivitet i 2015 og 2016 at stige til henholdsvis 1,9 og 2,0 %. I euroområdet udgør realvæksten i BNP 0,9 %, 1,6 % og 1,8 % i henholdsvis 2014, 2015 og 2016⁸. Selv om forbruget er steget for nylig, er den indenlandske efterspørgsel stadig svag, delvist som følge af det betydelige nedgearingspres i flere medlemsstater. Det afspejles i en lav inflation og et stigende overskud på euroområdet løbende poster, som ventes at stige igen i 2015 også i lyset af faldet i oliepriserne siden midten af 2014 og den lavere vekselkurs. Siden sommeren er den udenlandske efterspørgsel faldet markant, mens de nedadgående risici for den globale økonomi er steget i lyset af geopolitiske faktorer og muligheden for en økonomisk opbremsning i Kina og andre nye vækstøkonomier, der er kraftigere end ventet⁹. EU's økonomier risikerer at blive hårdt ramt, afhængigt af omfanget af den globale opbremsning, hvilket ikke alene øger behovet for at konsolidere konkurrenceevneforbedringerne, men også gør den indenlandske efterspørgsel til en afgørende faktor for opsvinget.

Der foregår stadig en justering af de makroøkonomiske ubalancer, men den høje gældsætning udgør en stor sårbarhed. EU's økonomier gør fortsat fremskridt i arbejdet med at korrigere deres eksterne og interne ubalancer. De høje og uholdbare underskud på de løbende poster er blevet bragt ned, og processen med at genoprette balancen skrider frem i alle sektorer i de fleste lande. Samtidig er udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen generelt på linje med behovet for tilpasning over for udlandet. Der er dog stadig store sårbarheder relateret til gældsniveauet og kvaliteten af tilpasningen. Gældsniveauet, både det offentlige og det private og det eksterne og det interne, er fortsat historisk højt i flere medlemsstater. Ikke alene hæmmer det væksten, beskæftigelsen og den finansielle stabilitet i EU, men nedgearingspresset relateret til den nødvendige afvikling af gælden bremser også opsvinget. Derudover er vedvarende store overskud på de løbende poster i lande med et relativt lille behov for nedgearing et tegn på en stor uligevægt mellem opsparring og investering, hvilket peger i retning af forfejlet ressourceallokering. Det øger risikoen for økonomisk stagnation og kan vanskeliggøre gældsnedbringelsen i EU som helhed.

På nuværende tidspunkt er den største udfordring for euroområdet at få bugt med den høje gæld og samtidig sikre et mere selv bærende opsving. Set ud fra euroområdet perspektiv som helhed skal risikoen for en langvarig anæmisk vækst og lav inflation imødegås af de lande, som har et finanspolitisk råderum og et lavt nedgearingsbehov, og som dermed er bedre rustet til at holde gang i investeringerne. Samtidig skal der arbejdes yderligere på at gennemføre strukturreformer med henblik på at frigøre vækstpotentialet, navnlig i de lande hvor vækstudsigterne begrænses af strukturelle flaskehalse. Derudover bør de lande, der på grund af et stort nedgearingspres har svært ved at sætte gang i efterspørgslen, ligeledes fokusere på vækstoffremmende reformer og samtidig sikre, at deres rammer for insolvensbehandling er tilstrækkeligt velfungerende til at tackle ikke-bæredygtig gæld, frigøre økonomiske ressourcer og omalloktere kapital på effektiv vis. (Boks 2)

⁸ Jf. 'European Economic Forecast-Autumn 2015', *European Economy, Institutional Paper 011*, november 2015. De samlede tal for opsvinget dækker over betydelige forskelle mellem de forskellige medlemsstater, men der lader imidlertid til at foregå en reel konvergens med højere vækstrater i bl.a. Spanien, Irland, Slovenien, de baltiske stater samt Ungarn, Polen, Tjekkiet og Rumænien, mens væksten i Frankrig, Italien, Østrig, Finland og Belgien sandsynligvis ventes at være utilfredsstillende i 2015.

⁹ Jf. Den Internationale Valutafond 2015, *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*. Washington (oktober);

Boks 2: Euroområdet og makroøkonomiske ubalancer

Der skal tages behørigt hensyn til de makroøkonomiske ubalancers overordnede indvirkning på euroområdet som helhed. I overensstemmelse med forslagene i rapporten "*Gennemførelse af Europas Økonomiske og Monetære Union*" af Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi og Martin Schulz af 22. juni 2015 og Kommissionens meddelelse af 21. oktober 2015 om "*Skridt hen imod en fuldkommen Økonomisk og Monetær Union*" foretages der i rapporten om varslingsmekanismen fra i år af en mere systematisk analyse af, hvordan de makroøkonomiske ubalancer i landene påvirker euroområdet som helhed, og hvordan dette nødvendiggør en samordnet tilgang i den politiske reaktion på disse ubalancer.

Euroområdet udviser i øjeblikket et af verdens største overskud på de løbende poster udtrykt i værdi. I 2015 ventes det at beløbe sig til ca. 390 mia. EUR, svarende til 3,7 % af BNP. Tyskland og Nederlandene står for størstedelen af overskuddet, idet de tegner sig for henholdsvis 2,5 % og 0,7 % af euroområdets BNP, samt Italien (0,4 % af BNP). (*Figur 1*) Tidligere underskudslande registrerer nu også balance eller overskud på de løbende poster, hvilket er nødvendigt for at sikre holdbarheden af deres betalingsbalancer over for udlandet. I betragtning af den lave vækst og en inflation tæt på nul peger de meget store vedvarende overskud i lande med et forholdsvis lille behov for nedgearing i retning af manglende indenlandske kilder til vækst. Når først oliepriserne atter begynder at stige, den indenlandske efterspørgsel styrkes, virkningerne af den lavere euro aftager og eksportvæksten sagtner farten bør overskuddene på euroområdets og EU's handelsbalance stoppe med at stige for at begynde at falde en anelse i 2017. Den løbende akkumulering af nettofordringer på udlandet kan også føre til en stigende eksponering for valutakursrisici og give de nationale myndigheder et mindre råderum til at håndtere makrofinansielle risici (f.eks. gennem prudentielle eller reguleringsmæssige tiltag), eftersom andelen af aktiver med udsæt i udlandet i de indenlandske porteføljer stiger.

Der hviler i øjeblikket et simultant nedgearingspres på alle sektorer i økonomien (husholdninger, virksomheder, stat). Set ud fra euroområdet som helhed kæmper husholdningerne, virksomhederne og regeringerne i øjeblikket med store gælds niveauer, og den nødvendige gældsnedbringelse sætter en dæmper på udviklingen i investeringer og forbrug. Ifølge tal fra Eurostat udgjorde den konsoliderede gæld i euroområdet i 2014 59,7 % og 79,5 % af BNP for henholdsvis husholdninger og ikke-finansielle selskaber, mens den i 2009 udgjorde henholdsvis 63,1 % og 81,9 % af BNP. De samlede tal dækker over store uligheder mellem medlemsstaterne. Gældsnedbringelsen i den private sektor begyndte tidligt, allerede da krisen brød ud, men processen er stadig i gang¹⁰. Husholdningerne udviser stadig et nettofinansieringsoverskud, der er dobbelt så højt som før krisen. Virksomhederne, som i normale tider ofte har et nettofinansieringsbehov, udviser stadig et nettofinansieringsoverskud. Staternes gældsnedbringelse begyndte først senere, eftersom der under nedturens første fase var behov for store hjælpepakker i 2009-2010. Siden da har regeringerne indledt en konsolideringsfase, og der er derfor blevet ført en stram budgetpolitik, som på det seneste dog er blevet mere neutral. Virkningerne af husholdningernes og virksomhedernes gældsnedbringelse på efterspørgslen er derfor blevet forværret af behovet for at begrænse den stigende gæld i den statslige sektor¹¹.

Overskuddet på euroområdets løbende poster ligger sandsynligvis højere, end hvad der kan forklares ud fra de økonomiske fundamentaler, hvilket afspejler økonomisk ineffektivitet og en svag indenlandsk efterspørgsel. Flere økonomiske hovedtræk, f.eks. befolkningens aldersprofil, ældrekvoten, den forholdsvis høje indkomst pr. indbygger samt euroens status som reservevaluta, lader antyde, at det overordnede forhold mellem opsparing og investeringer i euroområdet generelt

¹⁰ Nedgearingsprocessen kan påvises ved at se på det samlede nettofinansieringsoverskud i euroområdet fordelt på sektorer. I 2014 udgjorde det 3,2 % af BNP, hvoraf husholdninger, virksomheder og staten tegnede sig for henholdsvis 2,9 %, 1,8 % og -2,6 %. I 2010 lå tallene på henholdsvis 0,6 %, 2,9 %, 3,3 % og -6,2 % og i 2007 på 0,3 %, 1,4 %, -0,6 % og -0,6 %.

¹¹ Jf. J.-C. Bricongne og A. Mordonu, 2015, "Interlinkages between household and corporate debt in advanced economies", *European Commission Discussion Papers* nr. 17 (oktober 2015).

burde være i balance¹². Imidlertid har det stigende overskud på euroområdet løbende poster i de seneste fem år ført til en større uligevægt, end hvad der kan forklares ud fra de økonomiske fundamentaler. Trods de seneste forbedringer og den forbigående virkning af de lavere oliepriser og udviklingen i valutakursen kan denne forskel delvist forklares ved manglen på en robust kreditvækst i euroområdet på grund af det store nedgearingspres og arbejdet med at rette op på balancen. På længere sigt er formålet med de strategier, der er indført på EU-niveau (f.eks. ECB's opkøbsprogram i den offentlige sektor og investeringsplanen, som blev lanceret af Kommissionen), at understøtte långivningen til investeringer og forbrug, selv om det kan tage noget tid, før de har en konkret indvirkning på realøkonomien.

De afsmittende virkninger på tværs af landene i euroområdet gør det nødvendigt at have en koordineret tilgang til makroøkonomiske politikker for at tackle ubalancerne og samtidig støtte opsvinget. I betragtning af den stærke sammenkobling mellem euroområdets økonomier gennem stærke handelsmæssige, finansielle og institutionelle forbindelser skal tilgangen til makroøkonomiske politikker være koordineret for at fremskynde korrektionen af ubalancer og samtidig støtte væksten. Derudover har tillidseffekter også vist sig at fungere som en vigtig transmissionsmekanisme¹³. Navnlig er de afsmittende virkninger af den politiske kurs i større lande systemisk relevant for euroområdet under de aktuelle forhold.

Risikoen for langstrakt svag vækst og lav inflation i euroområdet bør navnlig imødegås af de lande, som har et finanspolitisk råderum og en positiv balance mellem opsparing og investering, og som dermed er bedst rustet til at holde gang i investeringerne¹⁴. Det er f.eks. tilfældet i Tyskland og Nederlandene, som har et overskud på de løbende poster, der ventes at forblive højt i de kommende år. En nedbringelse af overskuddet i de lande, der har et forholdsvist lavt nedgearingsbehov, vil føre til en hårdt tiltrængt stigning i efterspørgslen i euroområdet og lette presset på de meget gældsatte lande for at skulle skabe ligevægt mellem gældsnedbringende og vækstfremmende tiltag.

Samtidig skal der arbejdes yderligere på at gennemføre strukturreformer med henblik på at frigøre vækstpotentialer, navnlig i systemisk vigtige lande som Italien og Frankrig. Sådanne reformer vil ikke alene bidrage til at fjerne flaskehalse for væksten, men også øge tilliden til bæredygtigheden af de finanspolitiske ubalancer i disse lande.

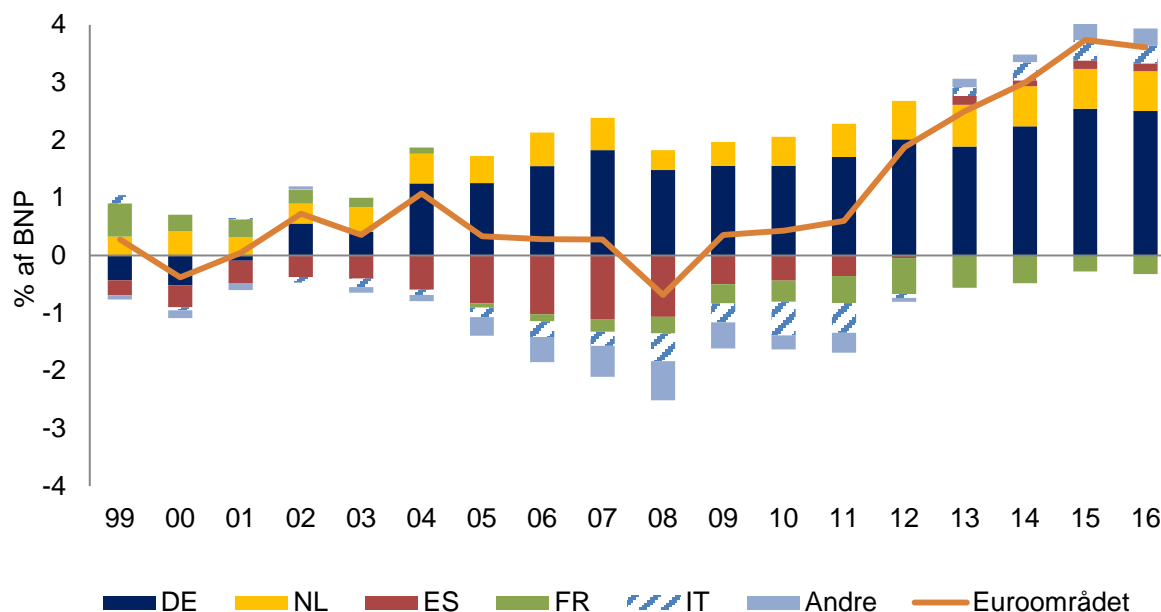
Endelig bør de lande, der på grund af en høj gældsbyrde og en høj andel af misligholdte lån har svært ved at holde gang i efterspørgslen, ligeledes fokusere på vækstfremmende reformer og samtidig sikre, at deres rammer for insolvensbehandling er tilstrækkeligt velfungerende til at tackle ikke-bæredygtig gæld, frigøre økonomiske ressourcer og omalloktere kapital på effektiv vis.

¹² Benchmarket er fastsat ved simpel lineær regression ved at se på de vigtigste bestemmende faktorer for forholdet mellem opsparing og investeringer, herunder de grundlæggende bestemmende faktorer (demografi, ressourcer osv.), politikfaktorer og de globale finansielle vilkår. Metoden svarer til tilgangen for External Balance Assessment (EBA), som anvendes af IMF. Jf. S. Phillips m.fl., 2013, "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", *IMF Working Paper*, 13/272.

¹³ Jf. F. D'Auria, S. Linden, D. Monteiro, J. in 't Veld og S. Zeugner, "Cross-border Spillovers in the Euro Area", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol 13 Nr. 4 (2014).

¹⁴ Jf. betragtning 17 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1176/2011: "Der bør ved vurderingerne af de makroøkonomiske ubalancer tages hensyn til, hvor alvorlige disse er, og deres potentielle negative økonomiske og finansielle følgevirkninger, som forværrer EU-økonomiens sårbarhed, og som er en trussel mod, at Den Økonomiske og Monetære Union kan fungere effektivt og gnidningsløst. Foranstaltninger til afhjælpning af makroøkonomiske ubalancer og divergerende konkurrenceevne er påkrævet i alle medlemsstater, navnlig i euroområdet. Imidlertid varierer de politiske udfordrings art, vigtighed og hastende karakter betydeligt mellem de pågældende medlemsstater. I betragtning af sårbarheden og omfanget af den nødvendige tilpasning er behovet for politiktiltag særlig presserende i medlemsstater med vedvarende store underskud på betalingsbalancen og store tab af konkurrenceevne. Derudover bør politikkerne i medlemsstater, der akkumulerer store overskud på betalingsbalancen, tage sigte på at identificere og gennemføre foranstaltninger, der hjælper til at styrke deres nationale efterspørgsels- og vækstpotentialer."

Figur 1: De løbende poster i euroområdet



Kilde: Nationalregnskaber og Europa-Kommissionens efterårsprognose 2015 (AMECO)

De store underskud på de løbende poster er blevet justeret, så stillingen nu er i ligevægt eller overskud i de fleste medlemsstater, hvorimod der stadig konstateres meget store overskud. I 2014 registrerede størstedelen af medlemsstaterne overskud på de løbende poster. De eurolande, der blev hårdest ramt af krisen, har foretaget en kraftig tilpasning og kan nu registrere moderate overskud (Spanien, Portugal, Italien) eller noget større overskud (Irland, Slovenien). Tilpasningen kunne i første instans hovedsageligt tilskrives en lavere indenlandsk privat efterspørgsel, men på det seneste er overskuddene også blevet opnået gennem en vækst i eksporten¹⁵. De konjunkturkorrigerede tal er generelt lavere end tallene for de overordnede saldi (Spanien, Italien, Portugal, Grækenland, Cypern), hvilket tyder på, at der ikke bør ventes yderligere stigninger på de løbende poster, efterhånden som opsvinget bringer produktionen nærmere på sit potentielle niveau. Risiciene for at vende tilbage til underskudsniveauerne før krisen synes dog begrænsede. Et par medlemsstater, bl.a. Finland og Frankrig, har registreret forholdsvis begrænsede underskud på de løbende poster, mens underskuddene er langt større i Det Forenede Kongerige og Cypern. Indikatoren for gennemsnittet over tre år ligger uden for grænseværdien i fire lande med overskud (Tyskland, Danmark, Nederlandene og Sverige) og i to lande med underskud (Det Forenede Kongerige og Cypern). Lande som Tyskland og Nederlandene, samt lande uden for euroområdet som Sverige og Danmark, udviser stadig meget store overskud, og der er ingen tegn på korrektion af disse store og vedvarende overskud. Selv om der kan forventes et overskud i lande med en aldrende befolkning, som f.eks. Tyskland, og de seneste oliepriser og udviklingen i vekselkursen har haft en positiv indvirkning på handelsbalancen, synes de aktuelle overskud at ligge langt over, hvad der kan forklares ud fra de økonomiske fundamentaler¹⁶.

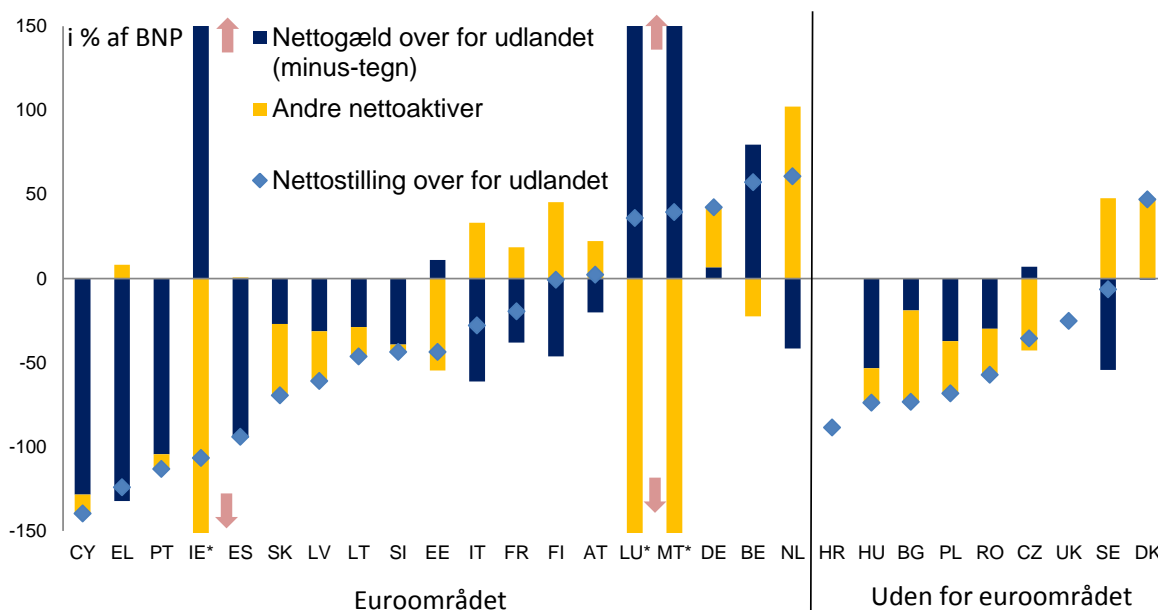
Hvis der f.eks. tages højde for, hvor Tyskland befinder sig i konjunkturforløbet, er landets konjunkturkorrigerede overskud større end det officielle tal¹⁷.

¹⁵ Jf. boks I.3 i "European Economic Forecast-Spring2015", *European Economy*, 2015 (2).

¹⁶ Jf. "Macroeconomic Imbalances, Main Findings of the In-Depth Reviews 2015" *European Economy-Occasional Papers* 228.

¹⁷ Eftersom der er foretaget en korrektion af underskuddene på de løbende poster, har den geografiske fordeling af overskuddene i kreditorøkonomierne, især Tyskland, ændret sig. Balancen over for resten af

Figur 2: Nettostilling og nettogæld over for udlandet i 2014



Kilde: Eurostat (BPM6, ESA10)

Anm.: Tallene for nettogælden over for udlandet er ikke tilgængelige for Kroatien og Det Forenede Kongerige. Der vises ikke den fulde dekomponering for Irland, Luxembourg og Malta¹⁸.

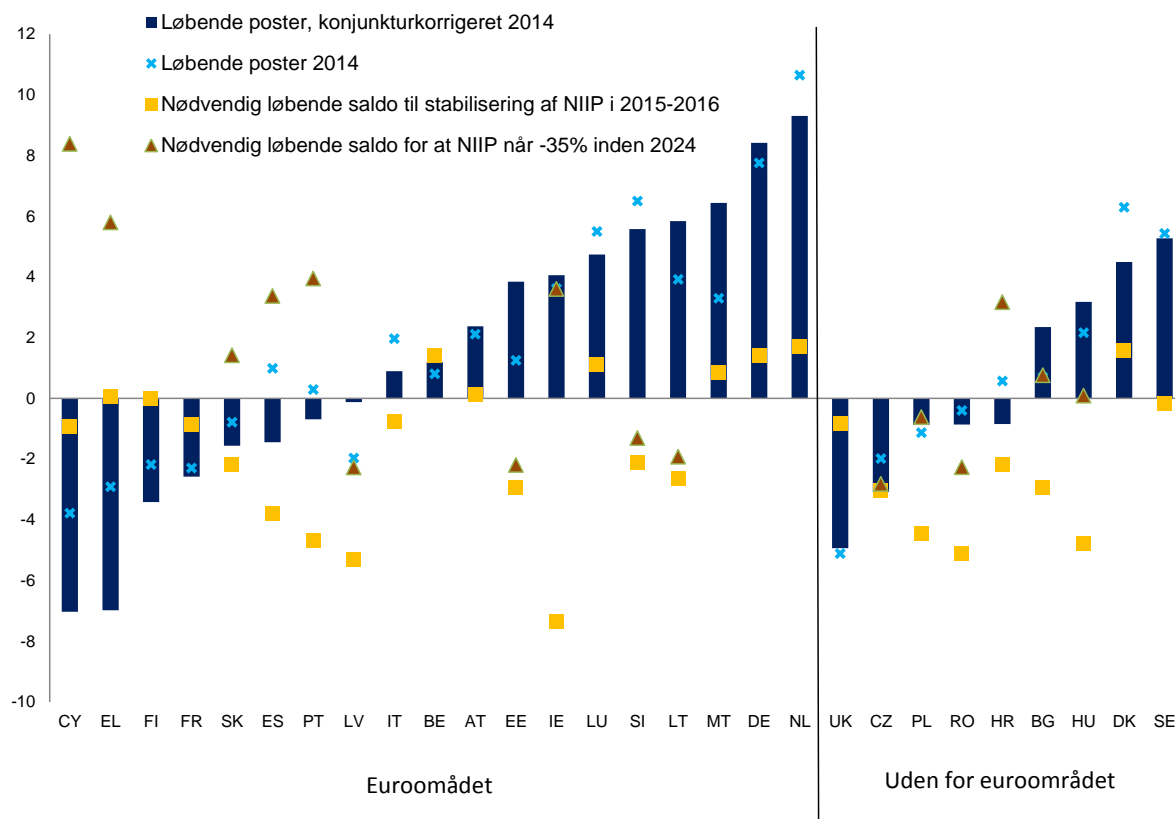
Sårbarhederne er stadig til stede, da tilpasningen af de udenlandske kapitalstrømme endnu ikke har ført til en større nedbringelse af udlandsgælden (Figur 2). Overordnet set spores der stadig store sårbarheder i nettodebitorlandene: I 2014 lå indikatoren for nettostillingen over for udlandet uden for den vejledende grænseværdi i 16 medlemsstater. Efter at der i de seneste år er begyndt at være overskud på de løbende poster, er nettoforpligtelserne over for udlandet (udtrykt i procent af BNP) ikke faldet i eurolande som Grækenland, Spanien eller Portugal. Med undtagelse af Irland, og på det seneste også Portugal, har bidraget fra den nominelle vækst i BNP enten været meget lille (Spanien) eller negativt (Grækenland og Cypren). Det fremhæver de risici, der er følger af en situation med lav inflation, og hvordan det besværliggør korrektionen af ubalancer. Negative værdiansættelseeffekter har også lagt en – ind imellem alvorlig – dæmper på nedbringelsen af forpligtelserne over for udlandet, navnlig i Grækenland, Spanien og Portugal. Denne manglende nævneværdige forbedring kan også konstateres i Kroatien. De fleste økonomier med meget høje negative stillinger har behov for langt større overskud, end tilfældet er, hvis de skal nedbringe deres nettoforpligtelser over for udlandet i tide (Figur 3). Det er derfor afgørende at konsolidere forbedringen af eksportkonkurrenceevnen samt at gennemføre politikker, der kan tiltrække udenlandske direkte investeringer. I Irland og en række østeuropæiske lande (Ungarn, Polen, Rumænien) bør den aktuelle ligevægt på de løbende poster holdes i længere tid, for at der kan ske en betydelig forbedring af nettostillingen over for udlandet på mellemlang sigt. I nettokreditorlande som Tyskland og Nederlandene kan risiciene relateret til en stigende beholdning af nettofordringer på udlandet ikke sammenlignes

verden er steget, hvorimod balancen over for euroområdet er faldet. Sidstnævnte skyldes hovedsageligt et fald i eksporten til resten af euroområdet snarere end en stigning i Tysklands import.

¹⁸ I disse lande er størstedelen af forpligtelserne over for udlandet ikke relateret til indenlandsk kapital og aktivitet, men snarere til udenlandske aktiver. En stor del af Irlands forpligtelser over for udlandet kan således tilskrives investeringsforeninger, der har sæde i Irland, men hvis aktiver er i andre lande. Ifølge "balance of payments classification" består en investeringsforenings balance af kapitalpassiver, der modsvares af gældsaktiver i porteføljen, hvilket udmønter sig i en meget negativ egenkapital og en let omsættelig handelsposition.

med eksterne risici for holdbarheden. Der bør dog alligevel holdes godt øje med den hurtige og vedvarende akkumulering af nettokreditorrisici.

Figur 3: Løbende poster: Konjunkturkorrigeret saldo, og den saldo, der er nødvendig for at stabilisere eller nedbringe forpligtelserne over for udlandet



Kilde: De løbende poster er angivet ud fra begrebet om nationalregnskaber. Beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Den konjunkturkorrigerede saldo beregnes på grundlag af de estimer af outputgabet, der ligger til grund for Kommissionens efterårsprognose 2015¹⁹. Den balance, der skal til for at stabilisere eller nedbringe nettoforpligtelserne over for udlandet, beror på følgende antagelser: Fremskrivninger af det nominelle BNP stammer fra Kommissionens efterårsprognoser (frem til 2017) og dens metodologi for T+10-fremskrivninger for de efterfølgende år²⁰; værdiansættelseeffekten antages normalt at være nul i prognoseperioden, hvilket svarer til en neutral fremskrivning af aktivpriser; kapitalposterne antages at være konstante i procent af BNP på et niveau svarende til medianen i 2014 og fremskrivninger for 2015-2017²¹.

Udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen er generelt på linje med behovet for justering over for udlandet. (Figur 4) I 2014 er der registreret fald i enhedslønomkostningerne i en række eurolande, der blev særlig hårdt ramt af krisen (bl.a. Cypern, Grækenland, Spanien, Slovenien, Portugal og Irland). I Cypern, Grækenland og Portugal kan tilpasningen overvejende tilskrives løntilbageholdenhed, mens en stor del af

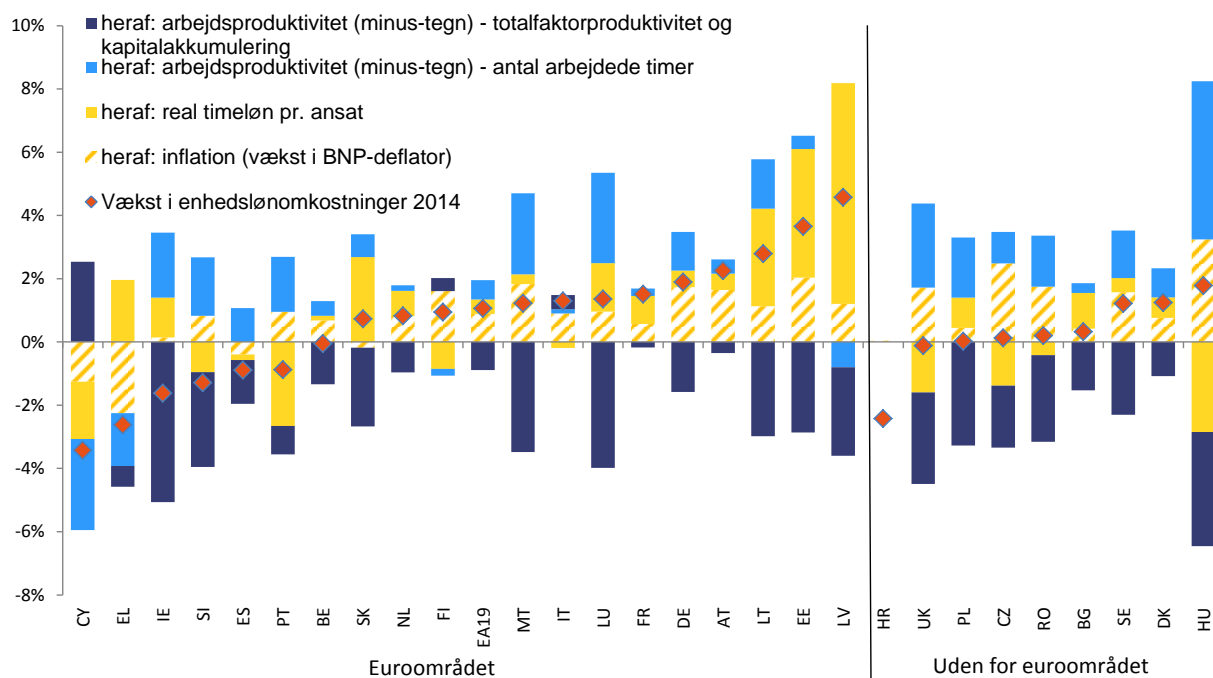
¹⁹ Antagelserne for de konjunkturkorrigerede saldi tager udgangspunkt i den metodologi, der er beskrevet i M. Salto og A. Turrini, 2010, "Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment", *European Economy-Economic Papers*, s. 427.

²⁰ For en nærmere beskrivelse af T+10-metodologien, se K. Havik, K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen, og V. Vandermeulen, 2014, "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps", *European Economic Papers* 535.

²¹ For en nærmere redegørelse af beregningerne og antagelserne henvises til S. Zeugner, A. Loublier og A. Turrini, 2015, "Methodologies for computing current account benchmarks", *European Economy Economic Paper*, endnu ikke offentliggjort.

faldet i enhedslønomkostninger i Spanien og Irland snarere kan tilskrives produktivetsgevinster. I de lande, hvor arbejdsmarkedet er ved at rette sig, er antallet af arbejdstimer desuden begyndt at bidrage positivt til udviklingen i enhedslønomkostninger (Spanien, Portugal og Irland). I modsætning hertil er enhedslønomkostningerne steget langt mere i Italien og Frankrig end gennemsnittet i euroområdet (1,1 %), og Tyskland og Østrig har registreret en stigning på tæt ved 2 %, hvilket hovedsageligt skyldes lønudviklingen, hvor det i Italien også kan tilskrives en svag produktion. Den største stigning er registreret i de baltiske stater og skyldes især stigninger i timelønnen. Overordnet set, når der ses på udviklingen over de seneste tre år, ligger indikatoren for enhedslønomkostninger uden for grænseværdien i Estland, Letland og Bulgarien. Nedjusteringen af enhedslønomkostningerne i de medlemsstater, der har et stort behov for tilpasning, er blevet ledsaget af et mere afdæmpet, men dog stadig synligt, fald i den reale effektive valutakurs, hvilket tyder på, at marginen mellem pris og omkostninger til en vis grad påvirkes af ugunstige økonomiske vilkår. På grund af denne forholdsvis begrænsede udvikling lyser indikatoren ikke nævneværdigt op, undtagen for Grækenland.

Figur 4: Dekomponering af væksten i enhedslønomkostninger i 2014



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

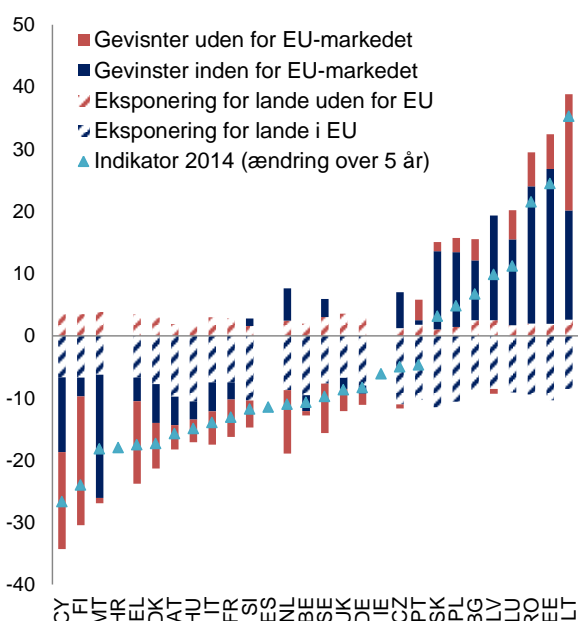
Anm.: Dekomponeringen tager udgangspunkt i en standardopdeling af væksten i enhedslønomkostninger i inflation, real timeløn og arbejdsproduktivet – sidstnævnte opdeles yderligere i bidraget fra antal arbejdstimer og bidraget fra totalfaktorproduktivet og kapitalakkumulering på grundlag af almindelige vækstberegninger.

I resultattavlen ligger indikatoren for det kumulerede tab af eksportmarkedsandele stadig uden for grænseværdien i flere medlemsstater, men der begynder også at kunne anes en bedring. Indikatoren for ændring i eksportmarkedsandele over fem år viser et kumuleret tab, der ligger uden for grænseværdien i 18 medlemsstater, hvilket tyder på, at det samlede overskud på de løbende poster i euroområdet ikke er videre knyttet til stærke eksportresultater (Figur 5a)²². Det yderligere fald i eksportmarkedsandele i EU's økonomier,

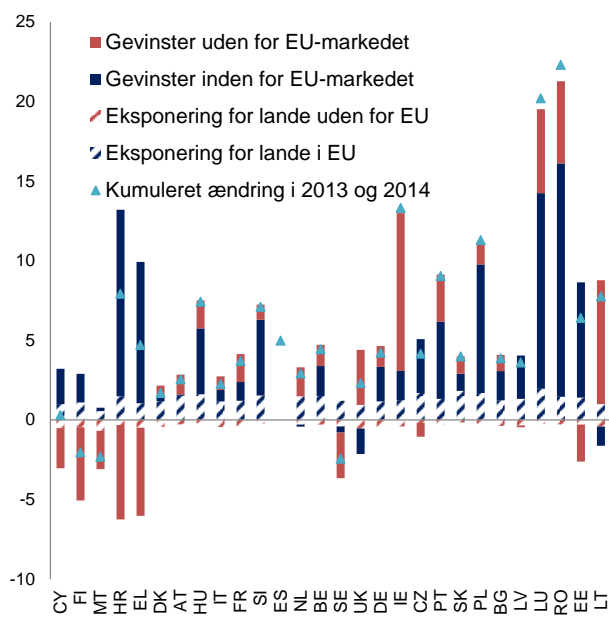
²² Eksporten fra euroområdet målt i værdi er aftaget mellem 2013 og 2015, og eksporten til lande uden for EU har stort set udjævnet sig.

der er observeret i de seneste år, lader dog til at være standset, idet der blev der registreret årlige gevinster i 2013 og 2014 i de fleste medlemsstater, med undtagelse af Finland, Sverige og Malta (*Figur 5b*). I 2014 var gevinsterne for nogle landes vedkommende forholdsvis begrænsede (Østrig, Frankrig, Nederlandene, Spanien, Italien), mens de i andre tilfælde vare mere betydelige (Belgien, Tyskland, Ungarn, Rumænien, Grækenland, Irland). Ikke desto mindre er gevinsterne generelt langt mindre end de fald, der blev registreret i 2010-2012. Den seneste stigning i eksportmarkedsandele i EU skyldes delvist en opbremsning i verdenshandelen i 2013-2014, som automatisk satte en dæmper på tabet af eksportmarkedsandele. Derfor kan det antages, at de seneste gevinster i markedsandele ikke er strukturelt betinget. Der er endnu for tidligt at vurdere, om disse gevinster på længere sigt udgør en permanent ændring, eller om de blot er midlertidige.

Figur 5a: Ændring i eksportmarkedsandele over fem år - indikator for 2014



Figur 5b: Ændring i eksportmarkedsandele over to år i 2014

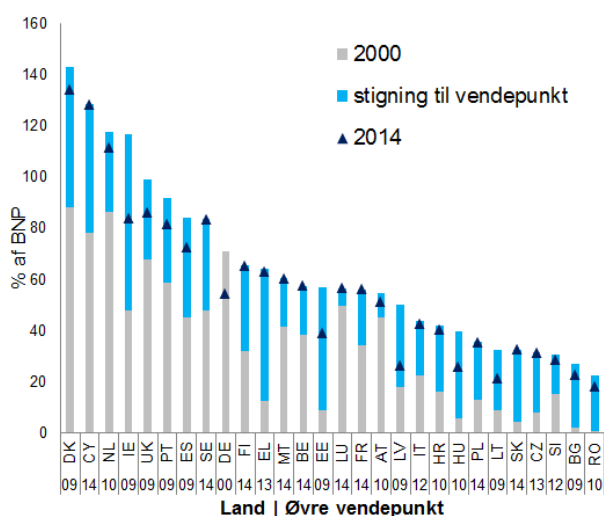


Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

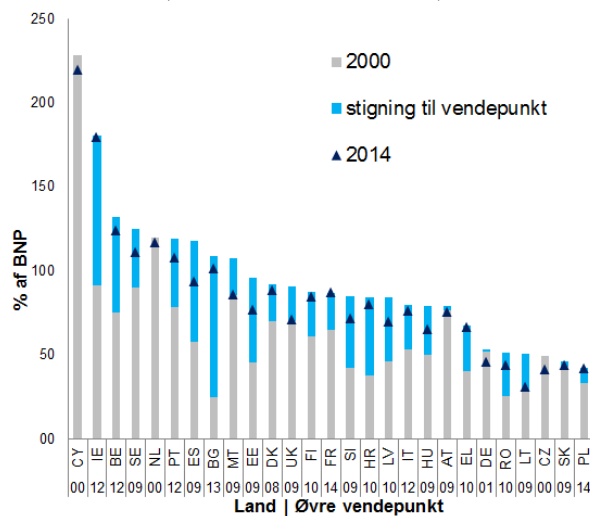
Anm.: Dekomponeringen tager udgangspunkt i shift-share-metoden. De grå søjler viser det bidrag til udviklingen i markedsandele, der kommer fra ændringer i eksponeringen for et givet marked. De sorte søjler viser det bidrag til udviklingen i markedsandele, der kommer fra ændringer i markedsandele på et givet marked²³. Ved beregningen er der anvendt data fra BPM6, undtagen for BG, IT, FI og MT, hvor eksporten til EU stammer fra nationalregnskaberne. Dataene er delvist utilgængelige for ES, HR og IE.

²³ For en mere detaljeret redegørelse af den metodologi, der er anvendt ved dekomponeringen af eksportmarkedsandele, henvises til "A closer look at some drivers of trade performance at Member State level", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2012(2), s. 29-39.

Figur 6a: Husholdningernes gæld
(konsolideret, i % af BNP)



Figur 6b: Virksomhedernes gæld
(ikkefinansielle selskaber)
(konsolideret, i % af BNP)



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

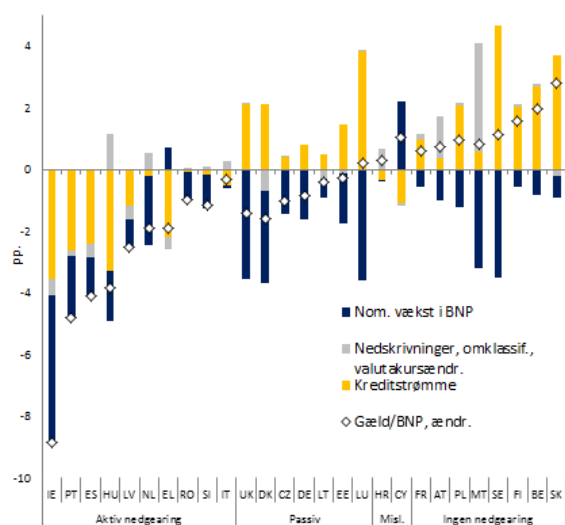
Anm.: I figur 6a angives det år, hvor gældskvoten lå på sit højeste, på x-aksen. Den tidligste registrering er i 2000, undtagen for IE, SI, HR (alle i 2001), PL (2003), MT, LV, LT (alle i 2004). Hvis tallet ikke er tilgængeligt for 2014, er der angivet et estimat på grundlag af kvartalsoplysninger. I figur 6b er LU ikke medtaget grundet særlige aspekter ved drivkræfterne bag virksomhedernes gældsætning. Det år, hvor gældskvoten lå på sit højeste, er angivet på x-aksen. Den tidligste registrering er i 2000, undtagen for IE, SI, HR (alle i 2001), PL (2003), MT, LV, LT (alle i 2004). Hvis tallet ikke er tilgængeligt for 2014, er der angivet et estimat på grundlag af kvartalsoplysninger.

Gælden i den private sektor er fortsat høj og ligger uden for den vejledende grænseværdi i resultattavlen i flere medlemsstater. Der er store forskelle på de private gælds niveauer, hvilket ikke blot afspejler udviklingsniveauet i den finansielle sektor, men også graden af overbelåning som følge af de lempede lånebetingelser før krisen. Forskellene er også betydelige, når det gælder fordelingen af den private gæld i de forskellige nøglesektorer i økonomien (Figur 6). I nogle lande kan den høje gæld hovedsageligt tilskrives akkumuleringen af gæld i husholdningerne, som oftest skyldes stigningen i boligpriser og i værdien af realkreditobligationer. I andre lande er gældsætningen særlig høj blandt ikkefinansielle selskaber. I nogle lande vedrører den høje gældsætning alle sektorerne i økonomien. En høj gæld udgør en sårbarhed, idet det forstærker de makrofinansielle følger af negative chok. Det mindsker økonomiernes tilpasningsevne ved at hæmme de pengepolitiske transmissionsmekanismer, idet de gældsatte virksomheder ikke udnytter de lavere renter²⁴. I betragtning af det tilbageværende behov for nedgearing vil en nedbringelse af den private gældsbyrde tynde væksten, idet det medfører færre investeringer og et lavere forbrug. I den forbindelse kunne velfungerende regler for insolvensbehandling bidrage til at reducere gældsbyrden ved at lette afviklingen af ikke-bæredygtig gæld og dermed afbøde de væksthæmmende følger af nedgearingen.

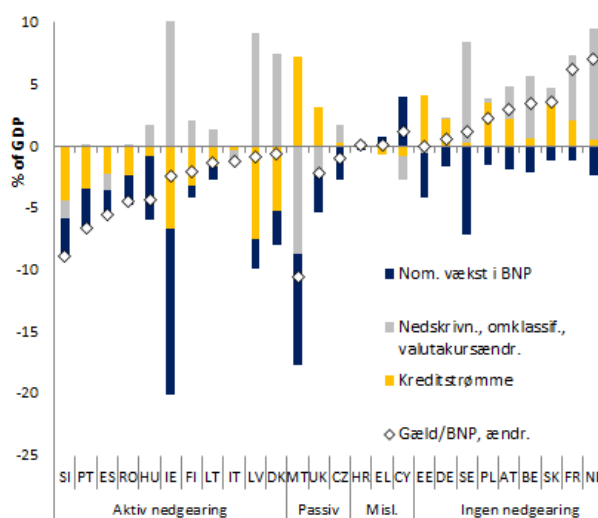
²⁴ Følgerne af den høje virksomhedsgæld vil sandsynligvis fortsat være en hæmsko for økonomien. En høj privat gæld er normalt knyttet til lav vækst på mellemlang sigt, selv om det rent analytisk kan være vanskeligt at fastslå specifikke gældstærskler (se henvisninger i Chen m.fl., 2015, "Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts", Working Paper 15/35, International Monetary Fund, Washington). Gælden har også vist sig at hæmme den økonomiske aktivitet efter krisen (se F. Bornhorst og M. Ruiz Arranz, 2013, "Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area" Country Report 13/232, International Monetary Fund, Washington og Den Europæiske Centralbank (ECB), 2012, "Corporate Indebtedness in the EuroArea" Monthly Bulletin, februar, s. 87–103.

Der er gjort blandede fremskridt med gældsafviklingen, og nedbringelsen af den private gæld er overvejende et resultat af negative kreditstrømme i de fleste medlemsstater. Ifølge data fra Eurostat udgjorde gælden samlet set på EU-plan blandt husholdninger og ikkefinansielle selskaber henholdsvis 64,6 % og 77,7 % af EU's BNP i 2014, mens den udgjorde 68,0 % og 82,5 % af BNP i 2009. Efter at gældsniveauerne nåede deres højeste punkt, er der gjort meget varierede fremskridt i afviklingen, og der er som oftest registreret en reel gældsnedbringelse i virksomhederne (Figur 6a og 6b). Den seneste udvikling viser, at nedgearingen foregår meget ulige i de forskellige lande og sektorer (Figur 7a og 7b). I løbet af 2014 og primo-2015 har væksten gjort det lettere for husholdningerne aktivt at tilbagebetale gæld i Irland og i mindre grad i Portugal, Spanien og Ungarn. Der er opnået en passiv nedgearing i Det Forenede Kongerige og Danmark, hvor gældskvoten er faldet som følge af positive bidrag fra væksten, samtidig med at husholdningerne fortsat har haft adgang til kredit. I modsætning hertil er husholdningsgælden fortsat med at stige i Sverige, Finland, Frankrig og Belgien understøttet af positive kreditstrømme. I nogle tilfælde har virksomhederne også foretaget en aktiv nedgearing som følge af det positive bidrag fra den nominelle vækst. Det er tilfældet i Letland, Irland, Danmark, Slovenien og Portugal. Kun i et begrænset antal lande er der foregået en passiv nedgearing i virksomhederne (f.eks. Det Forenede Kongerige og Tjekkiet). Nedgearingen blandt virksomhederne er dog mislykkedes i enkelte medlemsstater, f.eks. Cypern og Grækenland, hvor gældskvoten er steget til trods for en øget opsparring på grund af en negativ udvikling i det nominelle BNP. I nogle medlemsstater, bl.a. Østrig, Frankrig, Slovakiet, Polen og i mindre grad Tyskland, har virksomhederne øget deres gæld understøttet af positive kreditstrømme²⁵.

Figur 7a: Drivkræfter bag husholdningernes gældsnedbringelse (ændring år til år, 1. kvartal 2015)



Figur 7b: Drivkræfter bag virksomhedernes gældsnedbringelse (ikkefinansielle) (ændring år til år, 1. kvartal 2015)



Kilder: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Figurene viser udviklingen af gældskvoten opdelt i tre komponenter: kreditstrømme, vækst i nominelt BNP (denominatoreffekt) og andre ændringer af gælds niveauet. Gælden kan nedbringes ved forskellige kombinationer af tilbagebetaling, økonomisk vækst og andre ændringer i den udestående gæld. *Aktiv* nedgearing indebærer en netto tilbagebetaling af gæld (negative nettokreditstrømme), hvilket typisk fører til en nominal nedgang i sektorens balance, som alt andet lige påvirker den økonomiske aktivitet og aktivmarkederne negativt. *Passiv* nedgearing indebærer derimod, at positive nettokreditstrømme opvejes af en højere nominal BNP-vækst,

²⁵ Udsving i valutakursen, navnlig euroens depreciering i anden halvdel af 2014, har sandsynligvis medført betydelige værdiansættelseeffekter og ledt til stigninger i værdien af gæld stiftet i en anden valuta end euro, f.eks. i Irland og Nederlandene.

som fører til en gradvis nedgang i gældskvoten. Aktiv nedgearing kan *mislykkes*, hvis den deflaterende indvirkning på BNP fører til stagnation eller en stigning i gældskvoten²⁶.

Sårbarhederne i en række medlemsstaters banksektor tyder på, at den forringede adgang til finansiering fortsat vil spille en rolle for gældsdynamikken. Overordnet set kan der spores en bedring i banksektoren i de fleste medlemsstater. Kapitalniveauet er steget, og kapitalprocenterne er mere solide²⁷. Samtidig er der gjort fremskridt med hensyn til de institutionelle rammer for genopretning og afvikling, hvilket nedbringer risikoen for negative vekselvirkninger mellem banker og stat. Der er dog stadig tydelige sårbarheder i den finansielle sektor og et vist nedgearingspres i flere medlemsstater, hvilket også afspejles i, at indikatoren for finansielle forpligtelser er forringet i flere tilfælde. I Irland, Grækenland, Spanien, Italien, Cypern, Ungarn, Portugal, Bulgarien, Rumænien og Slovenien plages bankerne stadig af store andele af misligholdte lån på deres balancer, og i nogle tilfælde er denne andel fortsat med at stige i løbet af 2014 (*Figur 8*). I Østrig kan den store eksponering for udviklingen i udlandet udgøre en kilde til sårbarhed. Siden midten af 2014 har der været mindre behov for finansiering fra centralbankerne, hvilket kan være et tegn på opbremsning i nedbringelsen af den finansielle fragmentering, eller at bankerne i højere grad henter finansiering gennem billigere offentlige midler²⁸. Derudover hæmmer den lave vækst og lave inflation bankernes rentabilitet i en række medlemsstater²⁹. I en sådan kontekst og i betragtning af nedgearingspresset i den finansielle og ikkefinansielle sektor har de mest sårbare lande fortsat oplevet kreditstramninger i 2014.

I 2014 viser udviklingen i boligpriserne, at medlemsstaternes boligmarkeder befinder sig forskellige steder i konjunkturforløbet. (*Figur 9*) Den årlige ændring i deflaterede boligpriser i 2014 varierer mellem et fald på mere end 5 % i Slovenien og Grækenland til stigninger langt over den vejledende grænseværdi på 6 % i Irland og Estland. Den øgede forskel i fordelingen afspejler forskellige konjunkturer på boligmarkederne og forskellige risici³⁰. I nogle medlemsstater skete der en kraftig korrektion af priserne under krisen, og de nåede et niveau, der er langt under, hvad der kan forklares ud fra de økonomiske fundamentaler. Det gælder f.eks. boligpriserne i Irland, som er steget kraftigt i det forgangne år. Der er også registreret kraftige stigninger i de reale boligpriser i Ungarn, Estland, Litauen og Slovakiet. I disse lande vurderes boligpriserne stadig at være for lave, så tilpasningstempoet peger ikke i retning af en ny risikoophobning i den kommende fremtid. I de medlemsstater, hvor boligpriserne stadig vurderes at være for høje, f.eks. Sverige og Det Forenede Kongerige, er priserne derimod steget fra et allerede højt niveau og kræver derfor nøje overvågning³¹.

²⁶ For en mere detaljeret redegørelse henvises til P. Pontuch, "Private sector deleveraging: where do we stand?", Quarterly Report on the Euro Area, 2014(4), s. 7-19.

²⁷ Jf. Den Europæiske Centralbank, 2015, "Financial Stability Review", maj 2015, og Det Fælles Udvalg af Europæiske Tilsynsmyndigheder, 2015, "Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System", JC 2015, s. 7.

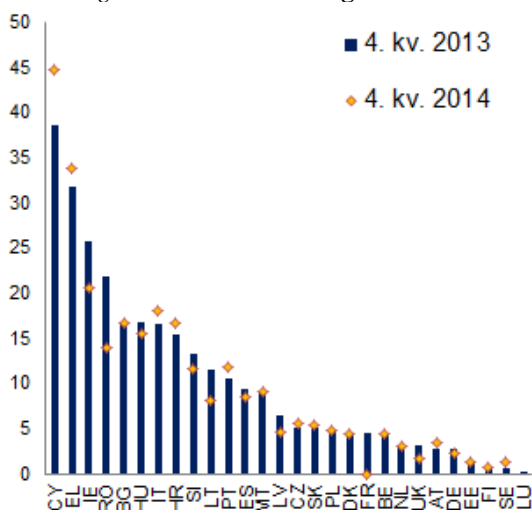
²⁸ Siden sidste sommer er indsnævringen af Target-2-balancerne stoppet, navnlig på grund af udviklingen i Italien, Grækenland og Spanien.

²⁹ Den lave rente påvirker også rentabiliteten i livsforsikringsbranchen betydeligt, idet der er et misforhold mellem lave renter på statsobligationer og den garanti, der tilbydes kunderne.

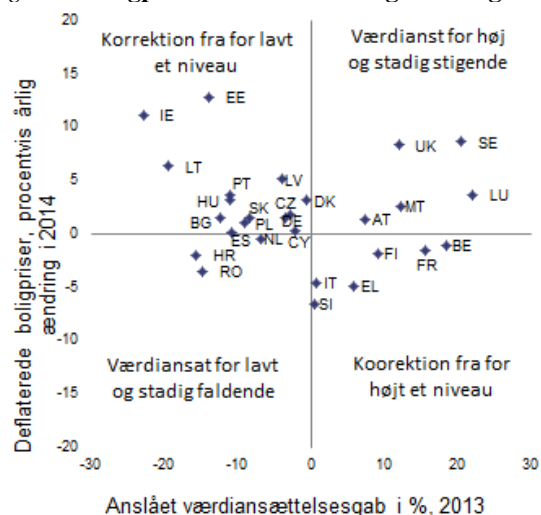
³⁰ Udviklingen i boligpriserne skal analyseres i samspil med en vurdering af de store forskelle i tilpasningen af boligpriserne.

³¹ Sverige og Luxembourg er de eneste lande, hvor boligpriserne stort set ikke er blevet påvirket af krisen og er steget støt siden midten af 1990'erne. I Det Forenede Kongerige er der sket en korrektion af de deflaterede boligpriser på ca. 18 % fra de nåede deres højdepunkt i 3. kvartal 2007 og frem til 2012, men de er efterfølgende steget med 8 % alene i 2014 og fortsatte med at stige i 2015.

Figur 8: Andele af misligholdte lån



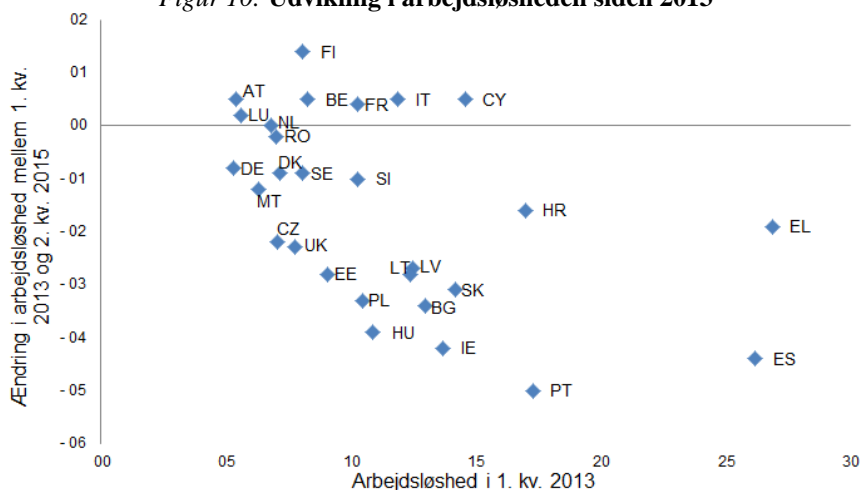
Figur 9: Boligpriser: værdi i 2013 og ændring i 2014



Kilder: Figur 8: IMF, ECB; Figur 9: Eurostat, ECB, BIS, OECD, beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.
 Ann.: I figur 8 stammer alle tallene fra IMF, undtagen for FR hvor tallene fra IMF for 4. kvartal 2013 er ekstrapolet til 2014 med ændringer fra ECB 2014H1, og for FI, hvor der anvendes tal fra ECB. For LU er der ingen tilgængelige tal fra IMF eller ECB. I figur 9 er overvurderingsgabets anslået på basis af et gennemsnit af forskellene mellem pris/indkomst, pris/leje og de grundlæggende modelværdier³².

Selv om statsgælden stadig ligger på et højt niveau, vil den begynde at falde takket være den tidligere indsats for finansiel konsolidering og en genoptaget vækst. Statsgælden, som er steget kraftigt siden 2007, vil først begynde at aftage i år, og ligger således på et historisk højt niveau. Nedbringelsen af den samlede offentlige gældsbyrde kan både tilskrives det fortsatte fald i det samlede offentlige underskud og stigningen i den nominelle vækst. Hvis der korrigeres for de nuværende konjunkturer, er den finanspolitiske kurs i euroområdet og i EU gennemgående neutral og giver plads til at nedbringe gælden og samtidig støtte det spirende økonomiske opsving. I flere lande, bl.a. Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien og Portugal ventes den finanspolitiske tilpasning imidlertid at aftage, til trods for en høj statsgæld.

Figur 10: Udvikling i arbejdsløsheden siden 2013



³² Forholdet mellem over-/undervurdering og prisjustering kan fastsættes på basis af gennemsnittet af tre indikatorer for værdiansættelse: i) prisoverkommelighed (forskul i forhold til det langsigtede gennemsnit af pris-/indkomstkvoten) ii) forrentning (forskul i forhold til det langsigtede gennemsnit af pris-/lejekvoten) og iii) et overslag over afvigelser i boligpriserne fra deres ligevægtsværdier, som kan begrundes i boligudbud og -efterspørgsel. For en nærmere gennemgang henvises til Europa-Kommissionen: "Housing market adjustment in the European Union" boks 1.3, i "European Economic Forecast-Spring 2014", *European Economy*, 2014(3).

Kilde: Eurostat.

Anm.: De seneste tal er fra 2. kvartal 2015, undtagen for EE, IT og UK (1. kvartal 2015) og IE, NL, FI og SE (3. kvartal 2015).

Boks 3: Udvikling i beskæftigelse og andre sociale aspekter

Forholdene på arbejdsmarkedet i EU er i bedring, og forskellene mellem medlemsstaterne svinder ind, men den sociale situation er stadig alvorlig i mange medlemsstater.

Vigtigste indikationer fra resultattavlen

I 2014 lå *ledighedstallene* i EU meget højt i flere lande, og grænseværdien på 10 % for indikatoren for det treårige gennemsnit blev overskredet i 12 medlemsstater (Bulgarien, Irland, Grækenland, Spanien, Frankrig, Kroatien, Italien, Cypern, Letland, Litauen, Portugal og Slovakiet). Overordnet set lå arbejdsløsheden (15-74-årige) i 2014 på 11,6 % og 10,2 % i henholdsvis euroområdet og i EU. I 2014 begyndte der dog at ske et forholdsvis bredt fald i arbejdsløsheden, efterhånden som der kom gang i opsvinget: Mellem 2013 og 2014 faldt arbejdsløsheden årligt med 0,4 procentpoint og 0,7 procentpoint i henholdsvis euroområdet og i EU. Der er sket en større forbedring i lande med en høj arbejdsløshed, hvilket har været med til at mindske forskellene mellem landene i euroområdet og EU. Arbejdsløsheden faldt særlig markant i Portugal, Spanien, Irland og de baltiske stater, men også i Ungarn, Bulgarien, Det Forenede Kongerige og Polen. Derimod er den steget i Italien og Finland, mens den er forblevet forholdsvis stabil i Tyskland og Frankrig. Generelt er der sket en større forbedring, end hvad der kan forklares ud fra BNP-væksten, hvilket kan tilskrives øget tillid, synlige virkninger af strukturreformer og reducerede enhedslønoms-kostninger, samtidig med at antallet af arbejdstimer holdes nede. Arbejdsløsheden fortsatte med at falde i første halvdel af 2015 i langt de fleste EU-lande. Den er navnlig fortsat med at falde i de lande, der oplevede et kraftigt fald i beskæftigelsen i løbet af krisen, bl.a. Cypern, Spanien, Grækenland og Portugal.

Erhvervsfrekvensen har været stærk i de fleste lande. Mellem 2013 og 2014 er der samlet set registreret en stigning på 0,2 og 0,3 procentpoint i henholdsvis euroområdet og i EU, som overvejende kan tilskrives den strukturelle stigning i kvindernes og de ældres deltagelse på arbejdsmarkedet, som er fortsat i næsten alle lande. Det afspejler også delvist et fald i antallet af personer i den arbejdsdygtige alder, særligt i de baltiske stater, og i mindre grad de lande, der har været ramt af statsgældskrisen. Indikatoren for ændring i erhvervsfrekvensen over tre år (udtrykt i procentpoint) ligger kun over den (negative) grænseværdi i to medlemsstater, nemlig Portugal og Danmark. I begge lande skyldes denne udvikling hovedsageligt en faldende arbejdsmarkedsdeltagelse blandt de unge, som ikke til fulde modsvares af de ældres deltagelse på arbejdsmarkedet. Denne udvikling skal dog ses i forhold til det observerede fald i antallet af unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse, som er et tegn på, at flere unge tager en uddannelse. Kombinationen af en stærk erhvervsfrekvens og en positiv udvikling i beskæftigelsen har ført til en faldende arbejdsløshed i de fleste medlemsstater i 2014. Overordnet set har væksten i beskæftigelsen været særligt mærkbar i sektoren for handelsbare varer. Det afspejler især et sektorbaseret mønster i lønudviklingen, som i det store hele bidrager til en omfordeling af produktionen fra den ikkehandelsbare til den handelsbare sektor, hvilket er nødvendigt for, at eurolande med underskud kan genoprette balancen over for udlandet.

Overordnet set er forbedringen af arbejdsløshedstallene relateret til et fald i antallet af afskedigelser, hvorimod antallet af nyansættelser ligger under niveauet før krisen, selv om der kan konstateres fremskridt. Navnlig har antallet af nyansættelser ikke været tilstrækkeligt til at undgå en stigning i *langtidsledigheden*, som i de seneste tre år har været særlig høj i 11 medlemsstater, især i Grækenland, Spanien, Portugal, Cypern og Italien. Langtidsledigheden er derimod faldet i Tyskland, de baltiske stater, Ungarn og Det Forenede Kongerige. Den vedholdende langtidsledighed påvirker effektiviteten af matchingen på arbejdsmarkedet og øger risikoen for, at arbejdsløsheden bider sig fast

("arbejdsløsheds-hysterese")³³. De høje tal vækker også bekymring på grund af de alvorlige sociale følger, f.eks. forringelse af menneskelig kapital og stigende fattigdom i EU siden krisen³⁴.

Selv om *ungdomsarbejdsløsheden* er faldet kraftigere end den overordnede arbejdsløshed, er den stadig meget høj og ligger på henholdsvis 23,7 % og 22,2 % i euroområdet og i EU i 2014. Ungdomsarbejdsløsheden begyndte ligesom den overordnede arbejdsløshed at falde i anden halvdel af 2013, og den er forbedret yderligere i 2014 og begyndelsen af 2015. Blandt lande med en høj ungdomsarbejdsløshed er der registreret betydelige fald, siden den i 2013 nåede sit højeste i Grækenland, Kroatien, Portugal, Slovakiet, Bulgarien, Cypern og Spanien. Italien skiller sig ud som værende det eneste land med en høj ungdomsarbejdsløshed, hvor situation er forværret i 2014. Den generelle forbedring af ungdomsarbejdsløsheden er dog ikke tilstrækkelig. Indikatoren for ændringen over tre år lyser derfor stadig op for 13 medlemsstater (Belgien, Grækenland, Spanien, Frankrig, Kroatien, Italien, Cypern, Luxembourg, Nederlandene, Østrig, Portugal, Slovenien, Finland). Faldet i ungdomsarbejdsløsheden ledsages i de fleste lande af et fald i antallet af unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse (NEET). NEET-procenten er faldet til 12,4 % i 2014, men ligger stadig langt over niveauet før krisen. Irland, Cypern, Spanien, Rumænien, Kroatien, Grækenland, Bulgarien og Italien har de højeste NEET-procenter, og Italien, Cypern og Kroatien har oplevet de største stigninger over tre år. Ungdomsarbejdsløsheden er en tidlig indikator for en forringelse af vilkårene på arbejdsmarkedet. Den er også tegn på et nedsat potentielt output (på grund af manglende erhvervelse af kvalifikationer, skæmmende virkninger og mistede fremtidige indtægter) og er forbundet til større social udstødelse.

Når beskæftigelsen og det sociale område over en længere periode er præget af en negativ udvikling, kan det få negativ betydning for den potentielle vækst i BNP på forskellige måder, og det risikerer at forværre de makroøkonomiske ubalancer.

Arbejdskraftmobilitet

Arbejdskraftmobiliteten inden for EU steg yderligere i 2014, men den ligger stadig under niveauet før 2008. Strømmen går for det meste stadig fra øst til vest som følge af lønforskelle og forskelle i BNP pr. indbygger. Arbejdskraftmobiliteten har mindsket ulighederne med hensyn til arbejdsløshed og afspejles i en stigende bevægelse fra syd til nord fra de lande, der blev hårdere ramt af krisen, til de lande, der blev mindre påvirket. Nettoudvandringen er navnlig steget i bl.a. Grækenland, Cypern og Kroatien, mens nettoindvandringen bl.a. er steget i Tyskland og Østrig. Nettoudvandringen er aftaget i Spanien, de baltiske stater og Irland, hvor der er sket en markant bedring af den økonomiske situation. Lønningerne er med tiden blevet mere følsomme over for asymmetriske chok på de nationale arbejdsmarkeder, ligesom mobilitetsstrømmene er blevet det. De bidrager dog stadig meget lidt til de samlede udsving i arbejdsløsheden³⁵. Selv om beskæftigelsen blandt borgere fra andre EU-lande er højere end blandt værtslandets befolkning³⁶, lader det til, at deres menneskelige kapital ofte underudnyttes, ligesom det er tilfældet for personer, der er født uden for EU³⁷.

³³ Jf. M. Draghi, 2014, "Unemployment in the euro area", tale ved det årlige symposium for centralbanker i Jackson Hole den 22. august 2014, og A. Arpaia, A. Kiss og A. Turrini, 2014, "Is unemployment structural or cyclical? Main features of job matching in the EU after the crisis", *European Economy, Economic Papers* 527, september 2014.

³⁴ Jf. M. Duiella og A. Turrini, 2014, "Poverty developments in the EU after the crisis: a look at main drivers", *ECFIN Economic Brief*, nr. 31, maj 2014.

³⁵ Europa-Kommissionen, 2015, "Labour Market and Wage Developments in Europe 2015", del II, kapitel 1: Labour mobility and labour market adjustment in the EU.

³⁶ I 2014 lå beskæftigelsesfrekvensen for personer født i et andet EU-land på 67 %, mens den lå på 65 % for de personer, der er født i deres bopælsland. Beskæftigelsesfrekvensen for personer født uden for EU lå på 57 % (Kilde: Eurostat Labour Force Statistics, aldersgruppe: 15-64).

³⁷ I 2014 var arbejdsløsheden for personer født i et andet EU-land på 13 %, mens den var på 10 % for de personer, der er født i deres bopælsland. Arbejdsløsheden for personer født uden for EU var på 19 %. Antallet af overkvalificerede, dvs. højt uddannede arbejdstagere, der tager job, der kræver få kvalifikationer, var også markant højere blandt de EU-mobile end for indfødte, og endnu højere blandt personer født uden for EU. (Kilde: Eurostat Labour Force Statistics).

Alt i alt kan der konstateres risici i de fleste medlemsstater som følge af sårbarheder eller trender, der kan føre til makrofinansiell ustabilitet eller ukontrollerede korrektioner. Der er stor forskel mellem medlemsstaterne for så vidt angår situationens alvor og nødvendigheden af at komme med en hurtig politisk løsning, afhængigt af karakteren af sårbarhederne eller de uholdbare trender, og af om de er koncentreret i en enkelt eller flere sektorer af økonomien.

- I nogle medlemsstater kan der især konstateres sårbarheder med hensyn til den eksterne sektor i form af *meget negative nettostillinger over for udlandet*. Det er navnlig tilfældet for de lande, der befinder sig i en indhentningsproces, f.eks. Rumænien og i mindre grad Polen, Letland, Litauen, Slovakiet og Tjekkiet.
- Nogle lande er kendetegnet ved at have *store og vedvarende overskud på de løbende poster*. Det gælder især Tyskland og Nederlandene, hvis betragtelige overskud og stigende nettofordringer på udlandet kan indebære stigende kreditrisici og potentielt kan påvirke resten af euroområdet.
- Selv om der ikke er konstateret eksterne risici for holdbarheden, vækker kombinationen af *store offentlige gældsbyrder og faldende trender for potentiel vækst og konkurrenceevne* bekymring i en række lande, da det øger sandsynligheden for en ustabil udvikling i gældskvoterne og sårbarhederne over for negative chok. Det gælder ikke alene systemisk vigtige lande som Italien og Frankrig, men og også mindre økonomier som Belgien.
- I en række økonomier *er de potentielle uholdbare trender og sårbarheder begrænset til en bestemt sektor i økonomien*. I Sverige udgør den største kilde til bekymring den fortsatte stigning i boligpriserne og husholdningsskuld. Husholdningsskuld i Nederlandene ligger blandt de højeste i EU, til trods for den igangværende gældsnedbringelse i sektoren. Sammen med andre strukturelle faktorer, f.eks. det lave investeringsniveau, bidrager det til overskuddet på landets løbende poster. I begge tilfælde bidrager de interne trender til store overskud på de løbende poster, som normalt afspejler strukturelle aspekter af økonomien, såsom afgiftsstrukturen eller tilstedeværelsen af mange store multinationale koncerner. Boligpriserne i Det Forenede Kongerige er også stigende og kræver nøje overvågning. Landets løbende poster, som især afspejler et vedholdende forbrug, synes ikke at vise tegn på en betydelig forværring af priskonkurrenceevnen. Finansieringspresset i den østrigske finanssektor kan udgøre en sårbarhed. I Estland vil risiciene relateret til det stigende efterspørgselspres i den indenlandske økonomi kunne kræve overvågning. Den finske økonomi undergår en strukturel omlægning efter indskrænkningen af elektroniksektoren. Danmark indgår også i denne kategori i lyset af den høje husholdningsskuld, selv om den aktuelle risikovurdering ikke peger i retning af et behov for yderligere undersøgelser. Det gælder også Luxembourg og Malta, hvor risiciene relateret til den høje private gæld er begrænsede.
- Nogle medlemsstater oplever sårbarheder i form af *store nettoforpligtelser i mange forskellige sektorer*, både internt og over for udlandet. Det er navnlig tilfældet for de lande, der havde store underskud på de løbende poster og var udsat for kreditbobler internt i landet, hvilket førte til store negative nettostillinger over for udlandet og store private gældsbyrder. Disse lande står generelt over for et stort nedgearingspres, samtidig med at de har et begrænset finanspolitisk råderum, store andele af misligholdte lån og en uacceptabelt høj arbejdsløshed. Det er typisk tilfældet for eurolande som Portugal, Spanien, Cypern, Grækenland, Irland og Slovenien. Østeuropæiske lande som Ungarn, Kroatien og Bulgarien oplever også vanskeligheder som følge af store interne og eksterne forpligtelser. Det udgør navnlig en stor udfordring for Ungarn og Bulgarien, idet deres banksektorer stadig skal gennemføre en omstrukturering.

3. UBALANCER, RISICI OG TILPASNING: LANDESPECIFIKKE BEMÆRKNINGER

I dette afsnit foretages en kortfattet økonomisk analyse af resultattavlen og de supplerende variabler for hver enkelt medlemsstat. Sammen med redegørelsen af de tværnationale udfordringer bidrager det til at udpege de medlemsstater, for hvilke der bør udarbejdes dybdegående undersøgelser. Som nævnt ovenfor konkluderer Kommissionen på grundlag af de dybdegående undersøgelser, om der består ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer i et land.

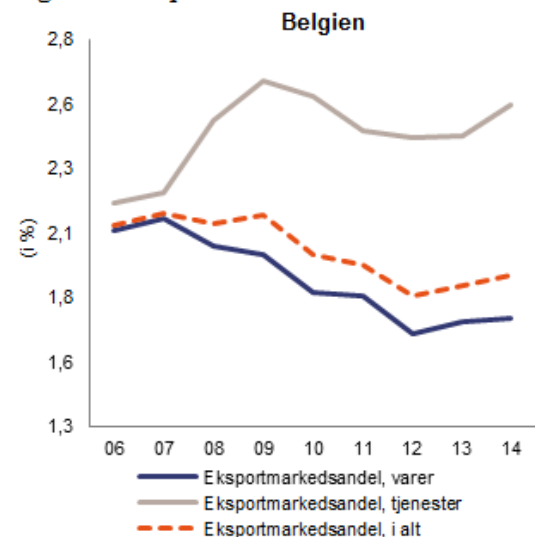
Proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer finder ikke anvendelse på de lande, der modtager finansiel bistand som led i et makroøkonomisk tilpasningsprogram³⁸, dvs. i øjeblikket Grækenland og Cypern. Nedenstående bemærkninger berører dog også Cypern. Situationen i Cypern vil som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, herunder udarbejdelsen af en dybdegående undersøgelse, blive vurderet i slutningen af den igangværende periode med finansiel bistand.

Al statistik, der ligger til grund for den økonomiske analyse og denne rapport, findes i det statistiske bilag.

Belgien: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Belgien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, der især vedrører konkurrenceevnen. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private og den statslige sektor samt stigning i langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed.

Efter at der for andet år i træk er vundet eksportmarkedsandele, er indikatoren forbedret i 2014 og nærmer sig gradvist grænseværdien. Denne forbedring stemmer overens med en bedring af de løbende poster og en stabil udvikling i enhedslønomkostninger. Begge ventes at blive bedre i 2015 i lyset af en gunstig udvikling i bytteforholdet og en lav vækst i arbejdsomkostninger. Selvom der stadig er visse udfordringer, peger resultattavlen i retning af stabile eller oven i købet forbedrede resultater over for udlandet. Indikatorerne for gældsætning har gennemgående været stabile i flere år, selv om de ligger betydeligt over deres respektive grænseværdier. Den store gæld i virksomhederne er resultatet af en udbredt praksis for koncernintern finansiering, som der bør tages højde for. Husholdningsgælden er fortsat moderat, og risiciene opvejes delvist af en akkumulering af finansielle aktiver. Den offentlige gæld er stabil, og den offentlige sektors eventualforpligtelser over for de finansielle institutioner er faldet yderligere. Nedgearingen er fortsat i den finansielle sektor til trods for

Figur A1: Eksportmarkedsandele



Kilde: Eurostat

³⁸ Dette blev vedtaget ved forordning (EU) nr. 472/2013 (EUT L 140 af 27.5.2013, s. 1) for at undgå overlappende procedurer og dobbeltarbejde i forbindelse med indberetningskravene. Det er også på linje med Kommissionens forslag til en facilitet for finansiel støtte til medlemsstater, der ikke har euroen som valuta (COM(2012) 336 af 22.6.2012).

stigende forpligtelser. Den konstaterede stigning af arbejdsløshedsindikatorerne, herunder langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden, skyldes overvejende de nuværende konjunkturer.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til konkurrenceevnen, som kræver en mere dybdegående analyse for at konkludere, om udviklingen går i rette retning. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Bulgarien: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Bulgarien befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, der kræver afgørende politiske tiltag og specifik overvågning, navnlig med hensyn til betænkelighederne ved praksis i den finansielle sektor, som indebærer betydelige finansielle og makroøkonomiske risici. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, bl.a. nettostillingen over for udlandet, gæld i den private sektor, enhedslønoms-kostninger og arbejdsløshed samt stigningen i langtidsledigheden.

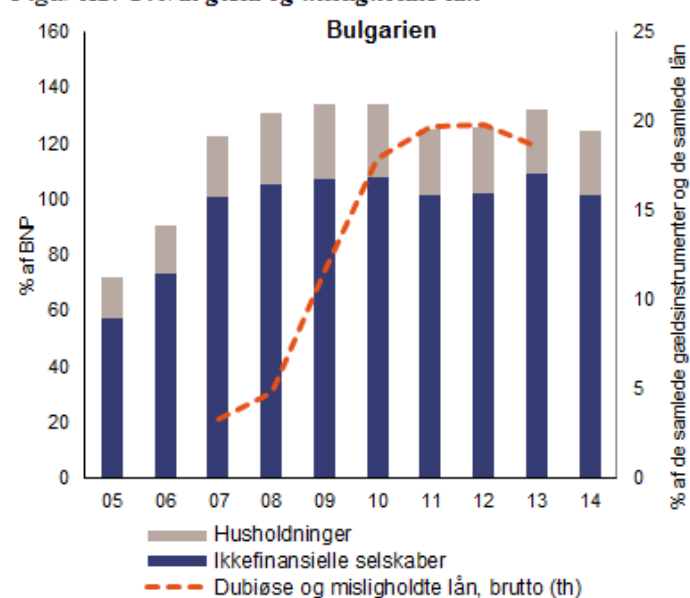
De mange forpligtelser over for udlandet udgør fortsat et svagt punkt. Nettostillingen over for udlandet er dog fortsat steget som følge af en positiv betalingsbalance (løbende poster og kapitalposter) og en stigende beholdning af udenlandske aktiver. Samtidig er stigningen i eksportmarkedsandele aftaget, men ligeledes er stigningen i enhedslønoms-kostninger.

Den finansielle sektor lader til at være stabiliseret, men der skal stadig rettes op på de institutionelle og reguleringsmæssige mangler, der blev blotlagt efter problemerne med Corporate Commercial Bank. Gælden i den private sektor, som er koncentreret i de ikkefinansielle

selskaber, er fortsat høj. Nedgearingspresset risikerer på kort sigt at lægge en dæmper på investeringerne og den økonomiske vækst og at gøre sektoren mere sårbar, hvis det ikke håndteres på en velordnet måde. Til trods for den hidtidige indsats for at forbedre rammevilkårene for erhvervslivet er den utilstrækkelige indsats for at indføre rammer for rekonstruktions- og insolvensbehandling i Bulgarien med til at bremse gældsafviklingen, øge usikkerheden blandt markedsdeltagerne og generelt gøre landet mindre attraktivt for investorer. De vedvarende strukturelle udfordringer på det bulgarske arbejdsmarked, bl.a. langtidsledighed og kvalifikationsmismatch, påvirker markedets matchings-evne, hvilket fører til en underudnyttelse af menneskelig kapital og i sidste instans indebærer høje økonomiske og sociale omkostninger.

Generelt kan der stadig konstateres eksterne og interne sårbarheder, særligt i den finansielle sektor. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere

Figur A2: Privat gæld og misligholdte lån



Kilde: Eurostat og ECB

undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

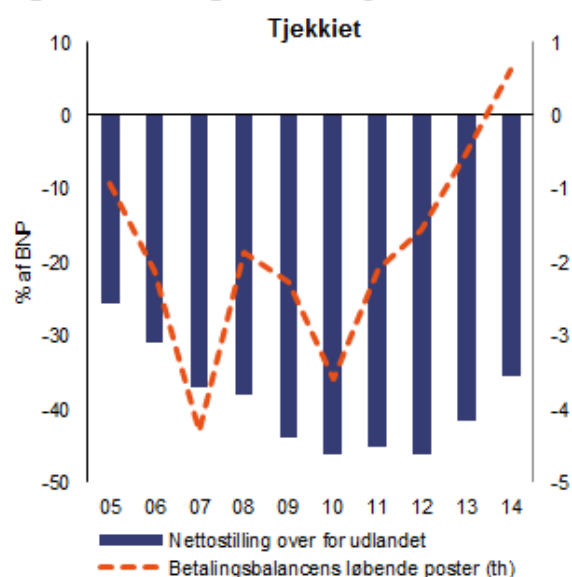
Tjekkiet: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Tjekkiet i den foregående runde af proceduren. Indikatoren for nettostillingen over for udlandet (NIIP) ligger over den vejledende grænseværdi i den opdaterede resultattavle.

Der er sket en betydelig bedring af de løbende poster i de seneste år, og de udviser således et overskud i 2014. Nettostillingen over for udlandet er gradvist blevet reduceret, og indikatoren ligger nu blot en anelse over grænseværdien. Risiciene relateret til Tjekiets betalingsbalance over for udlandet er begrænsede, eftersom mange af de eksterne forpligtelser består af udenlandske direkte investeringer, og der er derfor tale om en meget lav nettogæld over for udlandet. Ikke desto mindre forårsager det en udstrømning af primære indtægter, og der er således behov for vedvarende handelsoverskud for at opretholde holdbarheden. Konkurrenceanvnen synes stabil med en begrænset vækst i de nominelle enhedslønomkostninger. Der er sket et betydeligt fald i den reale effektive valutakurs i 2014, hvilket afspejler den tjekkiske centralbanks indførelse af en nedre vekselkurs over for euroen i udgangen af 2013. Disse faktorer har bidraget til samlede gevinster af eksportmarkedsandele i 2014, således at trenden for de tidligere år er vendt. Risikoen for interne ubalancer synes lav i betragtning af den forholdsvis lave private gældsbyrde og de afdæmpede kreditstrømme i den private sektor. Banksektoren, som i vid udstrækning er udenlandsk ejet, er forblevet stabil, og finanssektorens forpligtelser er kun steget moderat i 2014, mens andelen af misligholdte lån gennemgående er lav. Den offentlige gæld er faldet støt og ligger fortsat godt under grænseværdien. Arbejdsløsheden faldt i 2014, og der blev registreret et kraftigt fald i første halvdel af 2015, mens væksten i boligpriserne er forholdsvis positiv.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres en bedring af den eksterne konkurrenceanvne og lave interne risici. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Danmark: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Danmark i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over den vejledende grænseværdi, nemlig overskuddet på de løbende poster, tab af eksportmarkedsandele og gæld i den private sektor samt et fald i erhvervsfrekvensen.

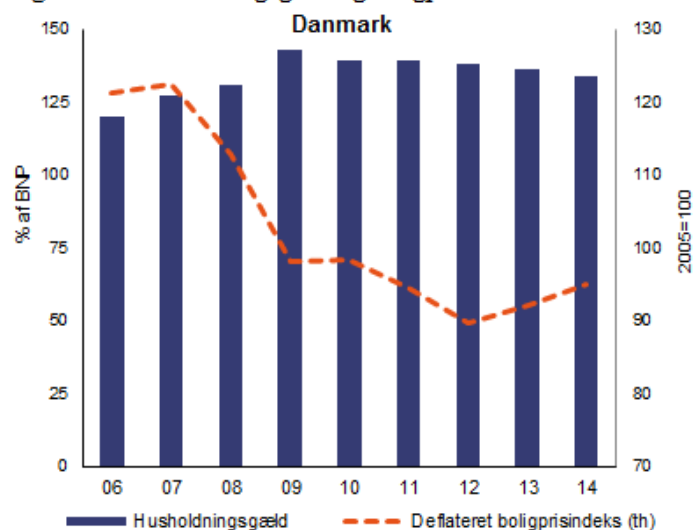
Figur A3: NIIP og de løbende poster



Kilde: Eurostat

Der er stadig et stort overskud på de løbende poster, som for andet år i træk ligger en anelse over resultattavlens øvre grænseværdi. Det afspejler den fortsat svage vækst i den indenlandske efterspørgsel og høje indtægter fra udenlandske investeringer. Nettostillingen over for udlandet er meget positiv, hovedsageligt som følge af en stigende nettobeholdning af udenlandske direkte investeringer. Overskuddet på de løbende poster forventes at falde, efterhånden som opsvinget får bedre fat. Der blev atter registreret et tab i eksportmarkedsandele i 2014, og det kumulative tab er fortsat stort også i forhold til andre industrialiserede lande. Det kumulative tab afspejler i vid udstrækning høje lønninger og en svag produktivitetsvækst før krisen,

Figur A4: Husholdningsgæld og boligprisindeks



Kilde: Eurostat

og det udgør stadig en udfordring for det økonomiske opsving. Ikke desto mindre har indikatorerne for priskonkurrenceevnen ligget stabilt i de seneste år. Gælden i den private sektor er meget høj, men de makroøkonomiske risici er begrænsede, både i forhold til realøkonomien og til den finansielle stabilitet. Navnlig skyldes den forholdsvis høje bruttogæld i husholdningerne Danmarks særlige realkreditsystem. Boligpriserne er blevet justeret med tiden og er nu i en genopretningsfase. Husholdningerne har kunnet håndtere den justering af boligpriserne, der er foregået siden 2007, idet den høje gæld modsvares af meget store aktiver. De regulerings- og tilsynsmæssige foranstaltninger, der er blevet indført i de seneste år, lader til at have styrket stabiliteten i den finansielle sektor. Beskæftigelsessituationen er blevet stabiliseret efter krisen med en lav og faldende arbejdsløshed, herunder også langtidsledigheden. Selv om erhvervsfrekvensen er faldet en anelse, er det fra et allerede meget højt niveau, og samtidig er andelen af unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse, faldet.

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

Tyskland: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Tyskland befandt sig i en situation med ubalancer, der kræver afgørende politiske tiltag og overvågning, navnlig hvad angår den stigende risiko hidrørende fra den vedvarende mangel på private og offentlige investeringer, som påvirker væksten negativt og bidrager til det meget store overskud på de løbende poster. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig overskuddet på de løbende poster, tab af eksportmarkedsandele og statsgæld.

Overskuddet på de løbende poster er fortsat med at stige, bl.a. hjulpet godt på vej af de lavere oliepriser og en positiv udvikling i vekselkurserne, og det ventes at forblive højt i de kommende år. I 2014 er euroområdet og resten af verdens relative betydning for overskuddet over for udlandet forblevet forholdsvis uændret. Nettostillingen over for udlandet er meget stor og stiger hurtigt. De faste bruttoinvesteringer har ligget på nogenlunde samme niveau

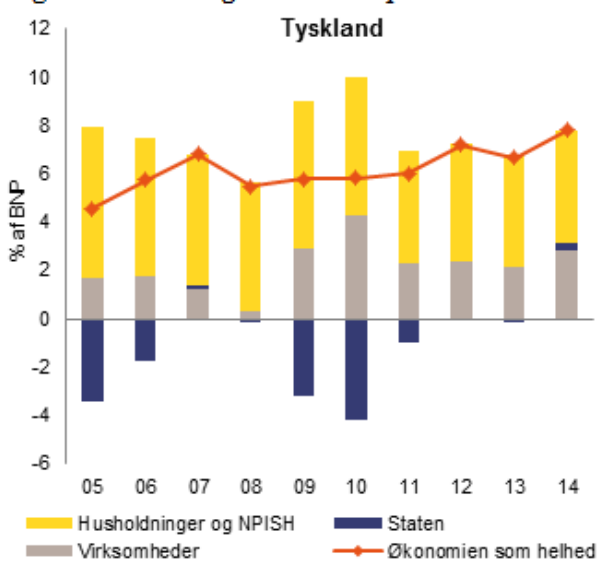
siden 2011. Indikatoren for tab af eksportmarkedsandele er forbedret som følge af mindre gevinster i 2014, men ligger stadig samlet set over grænseværdien. Enhedslønoms-kostningerne er steget til over gennemsnittet i euroområdet, men samlet set er der stadig en stor afstand til partnerne i euroområdet. Gældsnedbringelsen i den private sektor er fortsat, og kreditstrømmene i sektoren var positive, men svage. Selv om de deflaterede boligpriser er steget i de seneste år – med store regionale forskelle – ligger indikatoren stadig inden for grænseværdien, men spørgsmålet kræver nøje overvågning. Den offentlige gældskvotest i Tyskland ligger over grænseværdien, selv om den fortsatte sit fald i 2014. De meget lave og faldende arbejdsløshedstal afspejler et robust tysk arbejdsmarked.

Overordnet set indebærer det meget store og stigende overskud på betalingsbalancen og den kraftige afhængighed af den udenlandske efterspørgsel en risiko for væksten og understreger nødvendigheden af i højere grad at rette fokus mod indenlandske kilder. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen i februar af ubalancer, der kræver afgørende tiltag og overvågning, er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene relateret til de vedvarende ubalancer eller afviklingen heraf.

Estland: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Estland i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, enhedslønoms-kostninger og boligpriser.

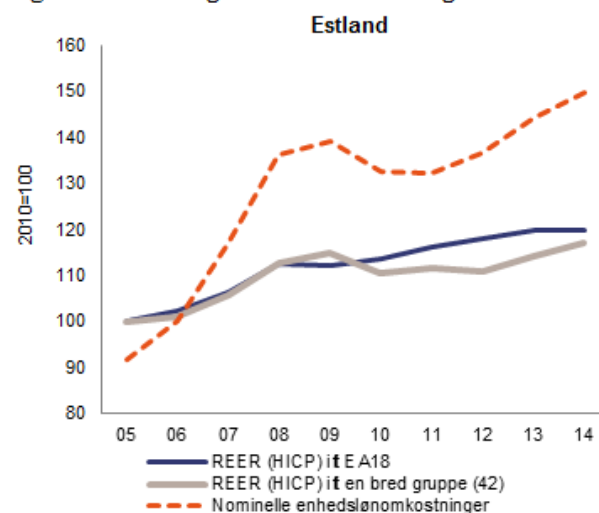
Den negative nettostilling over for udlandet ligger stadig under grænseværdien, men er bedret, og mere end halvdelen af forpligtelserne over for udlandet består af udenlandske direkte investeringer, hvilket mindsker risiciene. Der har været et overskud på de løbende poster siden 2014, båret frem af en stigende eksport af tjenester. Der er registreret store kumulative gevinster i eksportmarkedsandele, men på årsbasis var gevinsterne marginale i 2014. Den betydelige stigning i nominelle enhedslønoms-kostninger afspejler et begrænset udbud af arbejdskraft og en økonomisk vækst, der drives af den indenlandske efterspørgsel, men er stadig også tegn på en udligningseffekt. Den fortsat kraftige lønudvikling risikerer at påvirke omkostningskonkurrenceevnen negativt. Den kraftige stigning i boligpriserne, efter at kreditboblen brast i 2008-2009, afspejler den seneste

Figur A5: Fordringserhvervelse pr. sektor



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Figur A6: REER og enhedslønoms-kostninger



Kilde: Eurostat, Kommissionens tjenestegrene

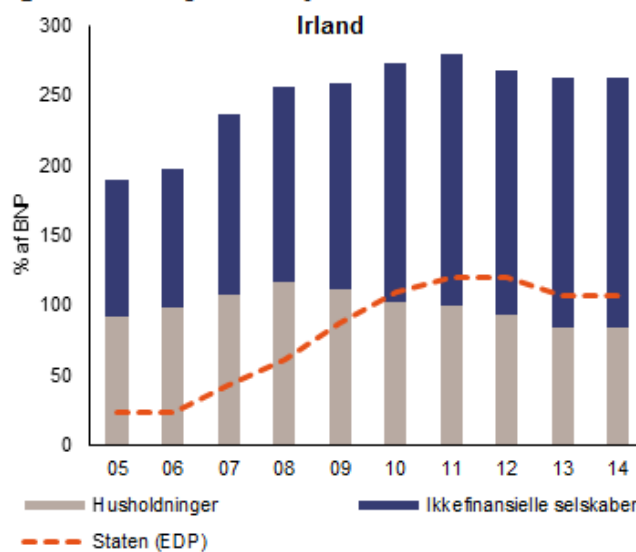
kraftige stigning i lønninger, gunstige lånevilkår, samt at størstedelen af transaktionerne foretages i det noget dyrere område omkring hovedstaden. Gælden i den private sektor ligger under grænseværdien og er i færd med at blive bragt ned. Processen understøttes af en robust vækst i det nominelle BNP og moderat kreditvækst i den private sektor, men gældsbyrden er dog stadig forholdsvis stor i forhold til sammenlignelige lande. Statsgælden er derimod den laveste i EU. Tallene for langtidsledighed, ungdomsarbejdsløshed og for alvorlige materielle afsavn er bedret markant.

Overordnet set afdækker den økonomiske analyse spørgsmål relateret til en ny stigende belastning af den indenlandske økonomi. Derfor finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de pågældende risici i en dybdegående undersøgelse for at vurdere, om der består en ubalance.

Irland: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Irland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, der kræver afgørende politiske tiltag og specifik overvågning, navnlig med hensyn til udviklingen i den finansielle sektor, gæld i den private og den offentlige sektor, en høj brutto- og nettogæld over for udlandet og arbejdsmarkedet. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, tab af eksportmarkedsandele privat og offentlig gæld, boligpriser og arbejdsledighed.

Tilpasningen af de løbende poster skrider frem, og de udviser nu et betydeligt overskud, hvilket også afspejler en høj eksportvækst. Nettostillingen over for udlandet var fortsat meget negativ i 2014, men den er bedret væsentligt i forhold til 2013, og der gøres stadig fremskridt. Nettostillingen dækker over store ændringer i sammensætningen af udenlandske aktiver og passiver. Irland har mistet eksportmarkedsandele i de sidste fem år frem til 2014, men efter store gevinster i 2014 ligger indikatoren nu meget tæt på grænseværdien. Det afspejler en stærk vækst i eksporten, som bæres frem af de seneste års betydelige forbedring af pris- og omkostningskonkurrenceevnen, og udviklingen i enhedslønomkostninger er stadig moderat som følge af en stigende produktivitet, mens udviklingen i den reale effektive valutakurs også bidrager positivt. Den private gældskvotefaldt kraftigt i 2014 som følge af BNP-vækst og svagere kreditstrømme, men den er stadig høj, delvist på grund af gæld i de irske virksomheder, der er tilknyttet multinationale selskaber. Andelen af misligholdte lån er også faldende, selv om den fortsat er høj.

Figur A7: Gæld på tværs af sektorer i økonomien



Kilde: Eurostat

Den gennemsnitlige stigning i boligpriserne overskrider grænseværdien i 2014, men dette sker efter en kraftig nedjustering i de foregående fem år. Det seneste pres afspejler i vid udstrækning et begrænset udbud, især i større byområder. Passet stiger også på lejemarkedet. Den offentlige gældskvotefaldt for første gang i 2014, men er fortsat meget høj. En stor del af faldet i 2014 kan tilskrives tekniske faktorer, men den nedadgående tendens ventes at fortsætte. Arbejdsledighedsindikatoren ligger fortsat over grænseværdien, idet

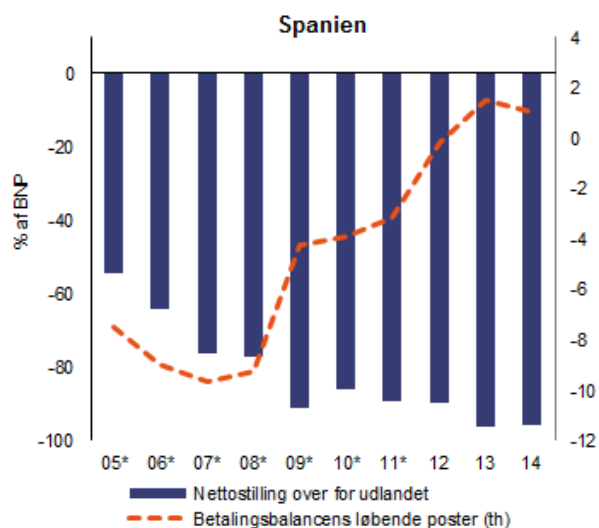
langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden ligger på et højt niveau, men det dækker for et vedvarende fald i arbejdsløsheden siden 2013.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til nettostillingen over for udlandet, udviklingen i den finansielle sektor, den private og den offentlige gæld og ejendomsmarkedet. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen i februar af ubalancer, der kræver afgørende tiltag og specifik overvågning, er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene relateret til de vedvarende ubalancer eller afviklingen heraf. Denne undersøgelse vil foregå som led i den løbende overvågning i forbindelse med programafslutningen.

Spanien: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Spanien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som kræver afgørende politiske tiltag og specifik overvågning, navnlig med hensyn til risici relateret til den høje private og offentlige gæld og udlandsgæld samt den meget store arbejdsløshed. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private og offentlige sektor, arbejdsløshed samt stigningen i langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

Arbejdet med at genoprette balance over for udlandet er fortsat, og der ventes et moderat overskud på de løbende poster på mellemlang sigt. Der er dog endnu ikke sket en nævneværdig forbedring af nettostillingen over for udlandet, hvilket generelt skyldes negative værdiansættelseseffekter. Det kumulerede tab af eksportmarkedsandele ligger over grænseværdien, men indikatoren er forbedret som følge af årlige gevinster i de sidste to år. De forbedrede eksportresultater kan delvist tilskrives en genoprettelse af omkostningskonkurrenceevnen, som anes gennem den negative udvikling i nominelle enhedslønomkostninger og en faldende real effektiv valutakurs. Den private sektor er fortsat med at nedbringe gælden i løbet af 2014 understøttet af en negativ vækst i kreditgivningen. Nyere tal peger dog i retning af en opbremsning, da kreditstrømmene er tiltagende, navnlig til virksomhederne. Statsgælden er derimod fortsat med at stige, hvilket afspejler et betydeligt underskud, der dog er faldende. De deflaterede boligpriser synes at have nået bunden. Selv om arbejdsløsheden er faldet hurtigt, er den stadig meget høj, navnlig blandt unge og langtidsledige. Forbedringerne på arbejdsmarkedet har desuden endnu ikke givet sig udslag i bedre fattigdomsindikatorer, som stadig ligger blandt de højeste i EU.

Figur A8: NIIP og de løbende poster



Kilde: Eurostat. Anm.: * angiver data iflg. BMP5 og ESA95

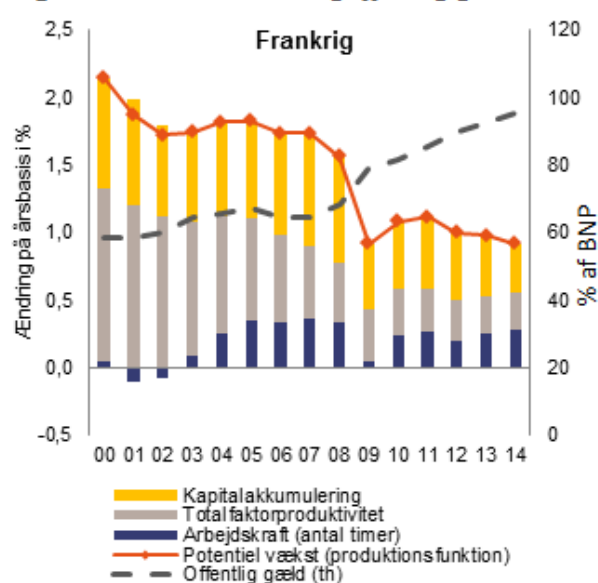
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den eksterne holdbarhed, den private og offentlige gæld og arbejdsmarkedsjusteringer. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer, der kræver afgørende tiltag og specifik overvågning, er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer. Denne

undersøgelse vil foregå som led i den løbende overvågning i forbindelse med programafslutningen.

Frankrig: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Frankrig befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som kræver afgørende politiske tiltag og specifik overvågning, navnlig med hensyn til risiciene relateret til en forværret konkurrenceevne og den høje gæld i den offentlige sektor. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele, privat gæld, statsgæld, arbejdsløshed samt stigningen i langtidsledigheden.

Udviklingen af de løbende poster har været nogenlunde stabil, og de udviser nu et mindre underskud, mens nettostillingen over for udlandet fortsat er negativ og forværret yderligere i 2014. Det kumulerede tab af eksportmarkedsandele ligger langt over grænseværdien, selv om der blev registreret begrænsede årlige gevinster i 2014, således at indikatoren vil ligge bedre i de kommende år. Arbejdsomkostningerne er stadig meget høje og tynger fortsat virksomhedernes omkostningskonkurrenceevne. Den private gæld ligger over grænseværdien, men nedgearingspresset, og der konstateres en let positiv vækst i långivningen. Den meget store gæld i den statslige sektor steg yderligere i 2014, og der kan stadig konstateres risici relateret til den høje offentlige gæld i betragtning af den svage vækst og lave inflation. Der foregår en langsom korrektion af boligpriserne. Tilpasningen på arbejdsmarkedet er stadig problematisk, idet arbejdsløsheden er steget og nu ligger over grænseværdien, samtidig med at langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden også er steget.

Figur A9: *Potentiel vækst og offentlig gæld*



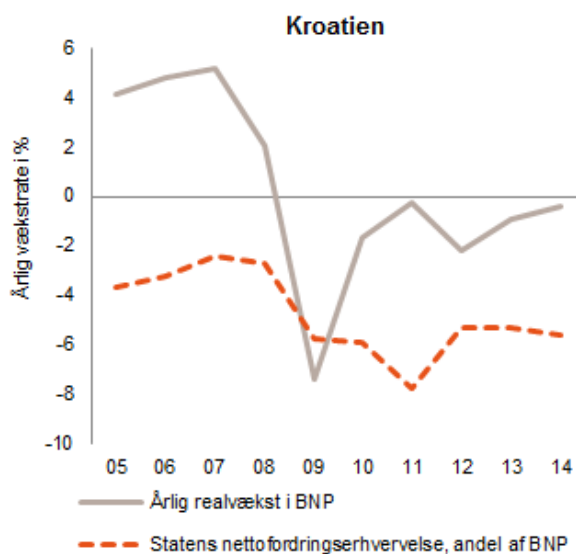
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til udviklingen i konkurrenceevnen og den høje offentlige gæld i betragtning af den svage vækst og lave inflation. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Kroatien: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Kroatien befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som kræver afgørende politiske tiltag og specifik overvågning, navnlig med hensyn til risici relateret til en svag konkurrenceevne, store forpligtelser over for udlandet og en stigende offentlig gæld kombineret med en svag offentlig styring og en ringe beskæftigelse i en situation med afdæmpet vækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, tab af eksportmarkedsandele, statsgæld, arbejdsløshed samt stigningen i langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

De løbende poster har udvist et overskud siden 2013, hvor væksten i eksportmængden atter steg hurtigere end importen. Den negative nettostilling og den store nettogæld over for udlandet er ikke forbedret og ligger stadig på et højt niveau. Til trods for at landet de seneste år har vundet eksportmarkedsandele, er det kumulerede tab stadig betragteligt. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevne peger i retning af en vis tilpasning, idet væksten i enhedslønomkostninger er negativ, mens den reale effektive valutakurs er stabil. Selv om gælden i den private sektor ligger under grænseværdien, er den stadig høj i forhold til andre sammenlignelige lande. Bankerne er velkapitaliserede, men kreditvæksten er stadig svag på grund af nedgearingspresset, andelen af misligholdte lån og ringe makroøkonomiske udsigter. Gælden i den offentlige sektor er steget støt i et vedholdende tempo siden 2008 som følge af store underskud og en antagelse om eventualforpligtelser. Den tidligere afmatning i den økonomiske aktivitet kombineret med begrænsede lønjusteringer har haft konsekvenser for beskæftigelsen, bl.a. langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden. Andelen af personer truet af fattigdom eller social udstødelse udgør fortsat en forholdsvis stor del af befolkningen. Når det er sagt, kan der spores en ny positiv økonomisk udvikling og bedre økonomiske udsigter.

Figur A10: BNP-vækst og nettofordringserhvervelse



Kilde: Eurostat

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

Italien: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Italien befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som kræver afgørende politiske tiltag og specifik overvågning, navnlig med hensyn til risici hidrørende fra den meget store offentlige gæld og en svag omkostningsrelateret og ikkeomkostningsrelateret konkurrenceevne i en situation med svag vækst og produktivitet. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele, statsgæld, arbejdsløshed samt stigningen i langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

Den positive udvikling af de løbende poster fortsatte i 2014, hvilket har bidraget til at nedbringe den negative nettostilling over for udlandet. Denne udvikling er drevet frem af stigende eksport og en afdæmpet indenlandsk efterspørgsel, som dog er tiltagende i 2015. Landet har indhentet nogle af de tabte eksportmarkedsandele understøttet af begrænsede stigninger i indikatorerne

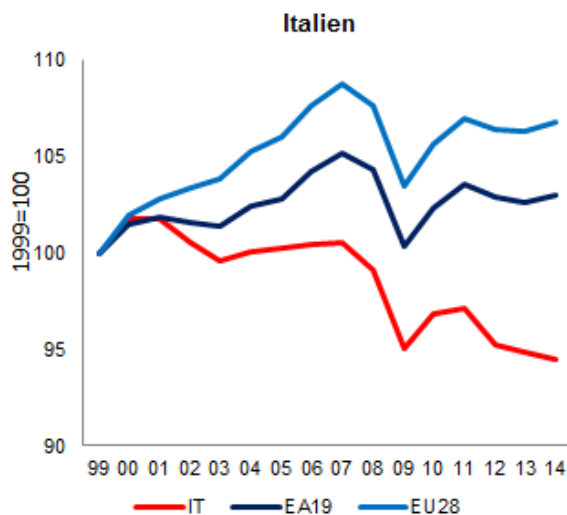
for omkostningskonkurrenceevnen. Den svage arbejdsproduktivitet og den lave inflation virker imidlertid som en hæmsko for yderligere konkurrenceevnegevinster. Den private gældskvoteposter er forblevet stabil, hvorimod den offentlige gældskvoteposter er steget yderligere i 2014 som følge af en negativ realvækst, lav inflation og vedvarende budgetunderskud. De

økonomiske svagheder afspejles også i investeringernes faldende andel af BNP, som delvist kan tilskrives en yderligere mindre afmatning af låntagningen i den private sektor i 2014. Lånevilkårene påvirkes til trods for visse forbedringer siden midten af 2014 stadig af bankernes store andele af misligholdte lån. Arbejdsløsheden nåede ligesom langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden sit højeste niveau i 2014, og andelen af unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse, er også høj. Indikatorerne for fattigdom og de sociale indikatorer var gennemgående stabile i 2014, men ligger dog på et alarmerende højt niveau.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en dæmpet produktivitetsvækst, som hæmmer vækstudsigterne og forbedringen af konkurrenceevnen og gør det vanskeligere at nedbringe den offentlige gæld. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af uforholdsmæssigt store ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Cypern: Cypern er siden marts 2013 i gang med at gennemføre et makroøkonomisk tilpasningsprogram med finansiel bistand. Overvågningen af ubalancer har derfor fundet sted som led i programmet og ikke under proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer. Under programmet har Cypern implementeret en række vigtige foranstaltninger med henblik på at korrigere de uforholdsmæssigt store ubalancer, og økonomien er nu i bedring, mens banksystemet undergår en stabiliseringsproces. Ikke desto mindre ligger en række indikatorer i den opdaterede resultattavle stadig over den vejledende grænseværdi, nemlig underskuddet på de løbende poster, nettostillingen over for udlandet, tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private og i den statslige sektor, arbejdsløshed samt stigningen i langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed.

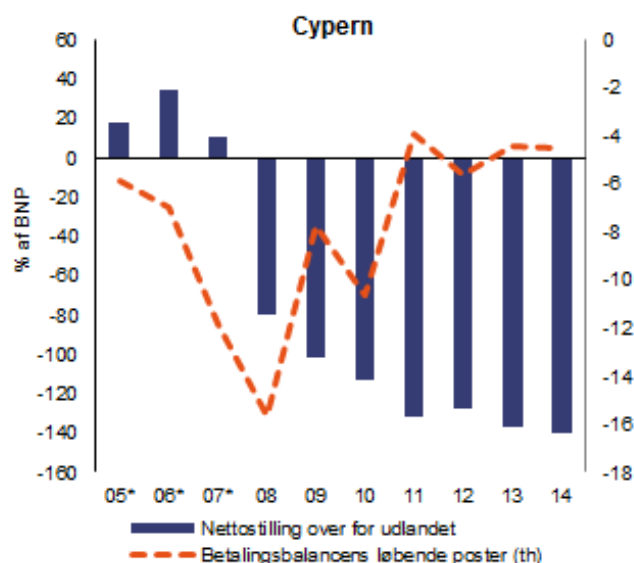
Figur A11: Samlet arbejdsproduktivitet



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Underskuddet på de løbende poster er stadig stort til trods for en vis tilpasning, som dog ikke er tilstrækkelig til at stabilisere den store mængde nettoforpligtelser over for udlandet. Tilpasningen af de løbende poster er desuden næsten udelukkende sket på grundlag af et fald i importen, og det samlede tab af eksportmarkedsandele er betydeligt, selv om der er registreret beskedne gevinster på årsbasis i 2014. Der konstateres en vis forbedring af omkostningskonkurrenceevnen, hvilket afspejles i et betydeligt fald i enhedslønomkostningerne og i den HICP-baserede reale effektive valutakurs. Gælden i den private sektor er fortsat meget stor, og nedbringelsen heraf skrider kun langsomt fremad, både i husholdningerne og i virksomhederne, selv om der er iværksat betydelige reformer for at tackle den uforholdsmæssigt store andel af misligholdte lån i banksystemet. Boligpriserne falder fortsat som følge af den igangværende justering på boligmarkedet, men tempoet er aftagende. Den offentlige gæld er meget høj med deraf følgende risici for holdbarheden. Arbejdsløsheden er steget betydeligt på grund af den negative økonomiske udvikling, herunder også langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

Figur A12: NIIP og de løbende poster



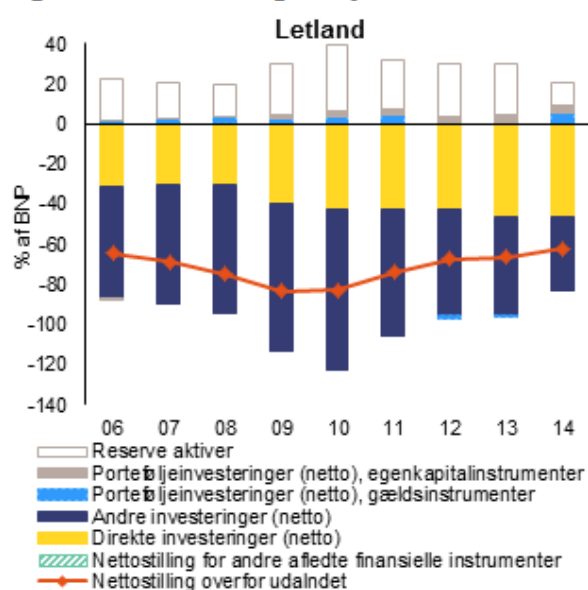
Kilde: Eurostat. Anm.: * angiver BMP5 og ESA95

Overordnet set har det økonomiske tilpasningsprogram hjulpet Cypern med at nedbringe de uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer og med at håndtere de dermed forbundne risici. Situationen i Cypern vil, for så vidt angår proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, blive vurderet i slutningen af det igangværende program med finansiell bistand og afhænger af, hvad der vedtages angående efterfølgende overvågning.

Letland: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Letland i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, enhedslønomkostninger og arbejdsløshed.

De løbende poster udviser stadig et underskud, og den negative nettostilling over for udlandet ligger langt under grænseværdien, selv om den er bedret med tiden. Imidlertid afspejler en meget stor del af forpligtelserne dog udenlandske direkte investeringer, og nettogælden over for udlandet er moderat og faldende. Der er vundet eksportmarkedsandele, men dog i et faldende tempo. Den forbedrede handelsbalance er med til at begrænse underskuddet på de løbende poster. Der er sket en væsentlig justering af eksporten med

Figur A13: Nettostilling over for udlandet



Kilde: Eurostat

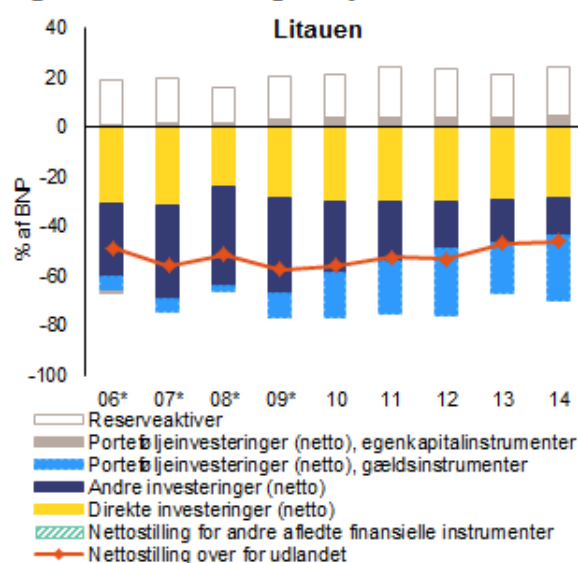
hensyn til produkter og markeder i lyset af de omskiftelige udenlandske forhold og betydelige forstyrrelser i handelen med Rusland. Enhedslønomkostningerne er fortsat med at stige efter det kraftige fald under krisen, og indikatoren ligger nu marginalt over grænseværdien. Boligpriserne er på vej op fra et lavt niveau. Den finansielle sektor er fortsat robust, og gældsnedbringelsen er i gang til trods for de lave renter. Den offentlige og den private gældskvoté ligger stadig væsentligt under grænseværdierne. Arbejdsløsheden er faldende, men ligger dog stadig over grænseværdien. Både langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden er faldet markant i løbet af de sidste to år.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres risici, om end begrænsede, relateret til udlandet, samtidig med at landet er i færd med at genoprette den interne balance. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Litauen: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Litauen i de foregående runder af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, enhedslønomkostninger, boligpriser og arbejdsløshed.

Som følge af tilpasningen af de løbende poster er nettostillingen over for udlandet fortsat med at bedres i de seneste år. De indadgående udenlandske direkte investeringer indebærer, at nettogælden over for udlandet er langt mindre. Der registreres en kumuleret stigning i eksportmarkedsandele, men tempoet er aftaget betragteligt som følge af den faldende eksport, især til Rusland. Der har været et begrænset tab af omkostningskonkurrenceevne på grund af en mindre stigning i den reale effektive valutakurs, og enhedslønomkostningerne er steget til lige en anelse under grænseværdien. Både den private og statens gældskvoté er forblevet forholdsvis lav, og gældsnedbringelsen skrider frem i den private sektor. Forpligtelserne i den finansielle sektor er stigende, og kreditstrømmen til ikkefinansielle selskaber er steget i 2014. De deflaterede boligpriser er stabiliseret oven på de tidligere kraftige korrektioner. Arbejdsløsheden er fortsat sin kurs ned mod grænseværdien, og der spores en betydelig forbedring af langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

Figur A14: Nettostilling over for udlandet



Kilde: Eurostat

Anm: * angiver BMP5 og ESA95 - ophold i serien i 2009.

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

Luxembourg: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Luxembourg i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle

ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig gæld i den private sektor, stigning i den finansielle sektors forpligtelser samt ungdomsarbejdsløshed.

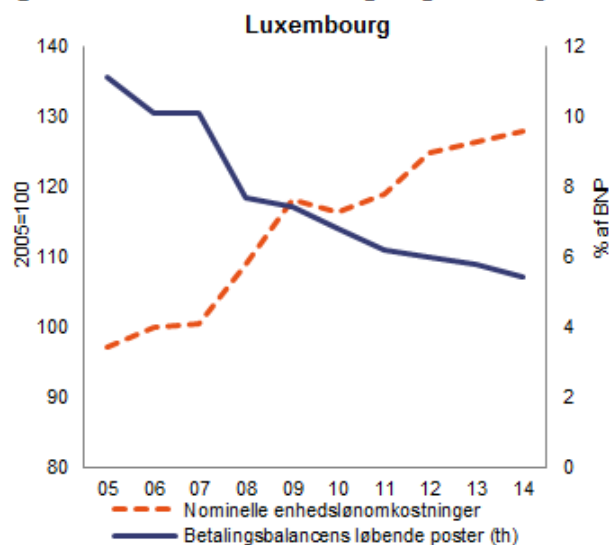
Det betragtelige overskud på Luxembourgs løbende poster er faldet yderligere som følge af den kraftige stigning i underskuddet i primære indtægter, som mere end udligner forbedringen af vare- og tjenestebalancen. Væksten i enhedslønomkostninger er aftaget i 2014 delvist som følge af et positivt bidrag fra produktiviteten, hvilket har ført til en betydelig stigning i eksportmarkedsandele. Gældsætningen i den private sektor (konsoliderede tal, men ikke for virksomhedsinterne lån på tværs af grænserne, som er store) ligger langt over grænseværdien i 2014. Til trods for den høje gæld foregår der ingen gældsnedbringelse. Statsgælden er lille. Den finansielle sektors forpligtelser er steget betragteligt, men gearingen i sektoren er fortsat lav, og selv om der kan spores visse risici som følge af sektorens størrelse, er de begrænsede. Væksten i de reale boligpriser er fortsat steget i 2014, hvor der stadig er et mismatch mellem udbud og efterspørgsel på boligmarkedet, som mindsker sandsynligheden for en kraftig priskorrektion. Ungdomsarbejdsløsheden er steget, men arbejdsløsheden er ellers generelt lav.

Overordnet set kan det ud fra den økonomiske analyse konstateres, at de økonomiske forhold er i gradvis bedring, og at risiciene er faldende. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Ungarn: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Ungarn befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som kræver afgørende politiske tiltag, navnlig med hensyn til den fortsatte justering af den meget negative nettostilling over for udlandet og en relativt stor offentlig gæld. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, tab af eksportmarkedsandele og statsgælden.

Styrkelsen af de løbende poster, som har udvist et overskud siden 2010, har bidraget til et hurtigt og vedvarende fald i nettostillingen over for udlandet, selv om den stadig ligger på et højt niveau. Bedringen af de løbende poster er især båret frem af en svag indenlandsk efterspørgsel. Der

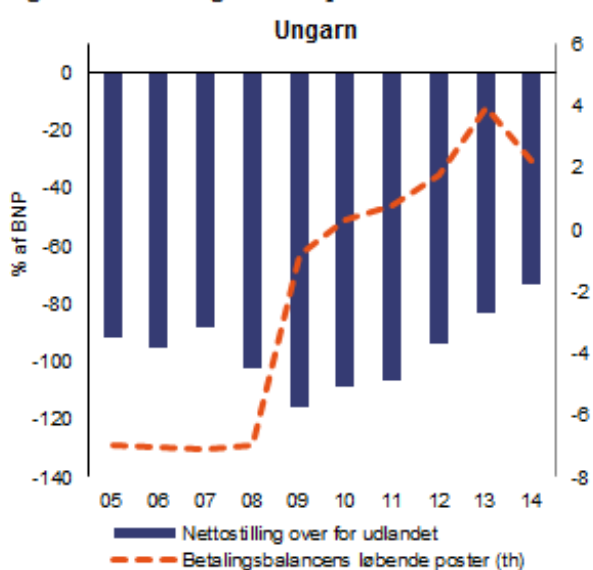
Figur A15: *Enheds lønomkostninger og løbende poster*



Kilde: Eurostat, Kommissionens tjenestegrene

Anm.: ESA 2010 og BPM6

Figur A16: *NIIP og løbende poster*



Kilde: Eurostat

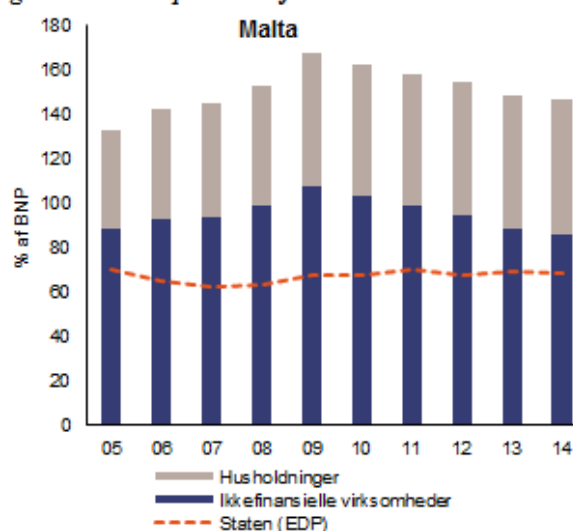
har været en forholdsvis dynamisk udvikling i enhedslønomkostningerne, men det skyldes hovedsageligt en udvikling i bytteforholdet, mens den reale effektive valutakurs er faldet. Der er fortsat vundet eksportmarkedsandele i 2014, hvilket er med til at nedbringe det kumulerede tab. Gælden i den private sektor er i færd med at blive bragt ned, men andelen af misligholdte lån er fortsat stor, hvilket vejer tungt på den finansielle sektor og bidrager til negative kreditstrømme. Siden midten af 2013 er der kommet kraftigt gang i væksten. Tempoet for gældsnedbringelsen er aftaget, også som følge af centralbankens subsidierede låneordninger. Faldet i boligpriserne synes at være standset. Den offentlige gæld er fortsat faldet gradvist, men dog forholdsvis langsomt. Økonomiens begrænsede vækstpotentiale risikerer stadig at øge landets sårbarheder. Arbejdsløshedsindikatoren er faldet ned under grænseværdien som følge af en højere beskæftigelse. Fattigdomsindikatorerne peger i retning af, at den samlede andel af personer truet af fattigdom eller social udstødelse er faldet, selv om den stadig er høj.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres eksterne risici, som dog er faldet, mens den interne genopretning hæmmes af nedgearingspresset i en situation med et lavt vækstpotentiale. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen i februar af ubalancer, der kræver afgørende tiltag, er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene relateret til de vedvarende ubalancer eller afviklingen heraf.

Malta: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Malta i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele og privat og offentlig gæld.

De løbende poster og nettostillingen over for udlandet er bedret betydeligt i 2014. Forbedringen af nettostillingen over for udlandet afspejler også en positiv udvikling af landets finansielle poster, som understøttes af værdiansættelsesændringer og valutakursudsving. Der er dog i de seneste år registreret tab af eksportmarkedsandele, som, hvis det varer ved, kan indebære en risiko for udhuling af konkurrenceevnen, selv om udviklingen i omkostningskonkurrenceevnen er stilnet af i 2014, efterhånden som væksten i enhedslønomkostninger er aftaget, mens den reale effektive valutakurs er forblevet den samme. Den private gæld er stadig høj, navnlig som følge af gælden i virksomhederne, men der foregår en korrektion af gældskvoten, hvilket afspejler en stærk økonomisk vækst og en svag kreditvækst. Statsgælden tilpasses langsomt, efterhånden som korrektionen af budgetsaldoen skrider frem, hvilket hovedsageligt kan tilskrives stigende budgetindtægter, som også afspejler et gunstigt makroøkonomisk klima. Økonomiens tilpasningsevne understøttes af stærke resultater på arbejdsmarkedet, navnlig kraftige stigninger i beskæftigelsen og en lav arbejdsløshed, herunder også ungdomsarbejdsløshed.

Figur A17: Gæld på tværs af sektorer i økonomien



Kilde: Eurostat

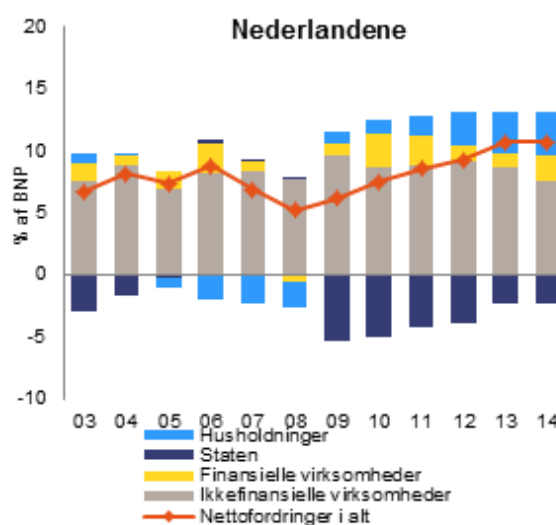
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres risici relateret til svage eksportresultater, begrænsede eksterne risici og en vedvarende intern gældsnedbringelse. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående

undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Nederlandene: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Nederlandene befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som navnlig indebærer risici hidrørende fra et højt privat gælds niveau, mens det store overskud på de løbende poster kan afspejle en ineffektiv kapitalallokering. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig overskuddet på de løbende poster, tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private sektor, statsgæld samt stigning i langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

Overskuddet på de løbende poster steg frem til 2013 som følge af gælds nedbringelsen i husholdningerne, og det ligger stadig betydeligt over grænseværdien. Overskuddet skyldes delvist strukturelle kendetegn ved økonomien, bl.a. en strukturelt stor reeksport og kapitalstrømmene i de multinationale selskaber. Det afspejler også store tilbageholdte overskud og dermed en stor opsparing i virksomhederne sammenlignet med deres forholdsvis lave investeringsniveau. Overordnet set lader investeringsaktiviteterne, og navnlig boliginvesteringerne, til at have taget til i styrke i 2015 og ventes at stige yderligere. Der registreres stadig et kumuleret tab i eksportmarkedsandele, men de årlige gevinster i 2013/2014 peger fremadrettet i retning af en forbedring. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen er stabile. Gælden i den private sektor ligger langt over grænseværdien, men er generelt stabil, selv om der er et vist nedgearingspres i husholdningerne i betragtning af den store andel af husholdninger med en negativ friværdi. De politiske tiltag, f.eks. reduktionen af fradraget på renteudgifter til boliglån og af belåningsværdien, ventes at medføre en gradvis men langsom gælds nedbringelse i husholdningerne og en mere robust finanssektor. Den offentlige gæld ligger en anelse over grænseværdien og er stabil. Arbejdsløsheden er forholdsvis begrænset. Ungdomsarbejdsløsheden er steget fra et lavt niveau, men er faldende. Langtidsledigheden har været stigende, hovedsageligt som følge af arbejdsløshed blandt ældre arbejdstagere.

Figur A18: Nettofordringserhvervelse pr. sektor



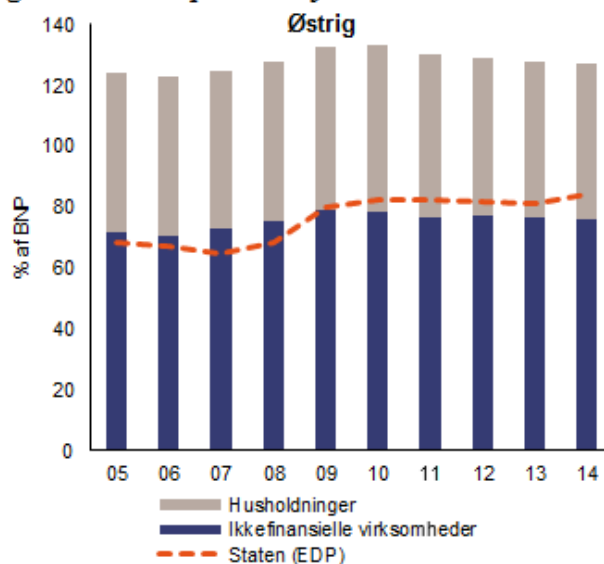
Kilde: Ameco

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til det private gælds niveau samt vedvarende ubalancer i forholdet mellem opsparing og investering, der giver sig til udtryk i et stort overskud på de løbende poster. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Østrig: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Østrig i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele, statsgæld samt stigning i ungdomsarbejdsløsheden.

De løbende poster og nettostillingen over for udlandet er begge positive. Der er dog stadig et betydeligt kumuleret tab af eksportmarkedsandele, mens risiciene for omkostningskonkurrenceevnen lader til at være begrænsede med moderat stigende enhedslønomkostninger og en svagt faldende real effektiv valutakurs. I 2014 steg den offentlige gæld betragteligt, hvilket afspejler de fortsatte virkninger for de offentlige finanser af omstruktureringen og afviklingen af nødlidende finansielle institutioner og peger i retning af stadig store vekselvirkninger mellem den finansielle sektor og staten. Den langtrukne omstrukturering af disse banker er også forbundet med en vis usikkerhed vedrørende den retlige ramme. Der er et øget pres på finansieringsomkostningerne som følge af nedjusteringen af de østrigske bankers kreditrating og risiciene relateret til eksponeringen for Central-, Øst- og Sydøsteuropa, navnlig med hensyn til den seneste geopolitiske udvikling i Rusland og Ukraine. Kombineret med den igangværende omstrukturering af aktiver med henblik på at opfylde de lovgivningsmæssige krav kan denne udvikling potentielt hæmme bankernes udlånskapacitet og kan føre til negative afsmittende virkninger for kreditvæksten og den økonomiske aktivitet, både internt og i udlandet. Gælden i den private sektor ligger stadig en anelse under grænseværdien og er forholdsvis stabil, mens kreditstrømmene til den private sektor er moderat aftagende. Stigningerne i boligpriserne er aftagende. Arbejdsløsheden er stabil og forholdsvis lav, mens ungdomsarbejdsløsheden er steget, men dog stadig til et lavt niveau.

Figur A19: *Gæld på tværs af sektorer i økonomien*



Kilde: Eurostat

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til finanssektoren, navnlig dens høje eksponering for udviklingen i udlandet, de faktiske og potentielle afsmittende virkninger mellem den finansielle sektor og de offentlige finanser og følgerne for kreditgivningen til den private sektor. Derfor finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene i en dybdegående analyse med henblik på at vurdere, om der består en ubalance.

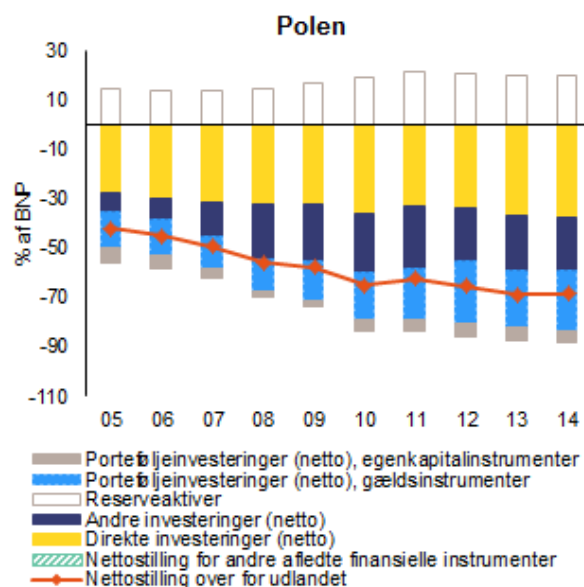
Polen: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Polen i den foregående runde af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligger indikatoren for nettostillingen over for udlandet over den vejledende grænseværdi.

Der er nu i flere år foregået en tilpasning af de løbende poster, som nu viser et stabilt men moderat underskud. Denne forbedring kan hovedsageligt tilskrives en større vareeksport og et lavere underskud på indkomstkontoen. Trods en marginal forbedring af den meget negative nettostilling over for udlandet, er de eksterne risici begrænsede, idet udenlandske direkte investeringer tegner sig for en stor del af de udenlandske forpligtelser. Samlet set kan der registreres vundne eksportmarkedsandele, som tilmed er ganske betragtelige på årsbasis i både 2013 og 2014. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen tegner også et positivt billede, idet enhedslønomkostningerne er bragt ned. Gælden i den private sektor har været forholdsvis stabil og har ligget langt under de vejledende grænseværdier. Den offentlige gæld ligger også et godt stykke under grænseværdien og blev nedbragt i 2014 som følge af en engangsoverførsel af aktiver fra anden søjle i den private pensionsfond til staten efter den

delvise ophævelse af den systemiske pensionsreform fra 1999. Banksektoren er fortsat velkapitaliseret, likvid og rentabel til trods for en stor andel af lån i udenlandsk valuta. Efter at være faldet i fem år steg de reale boligpriser atter i 2014. Sammenlignet med sidste år er arbejdsløshedsindikatoren nu faldet langt under den vejledende grænseværdi.

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

Figur A20: Nettostilling over for udlandet

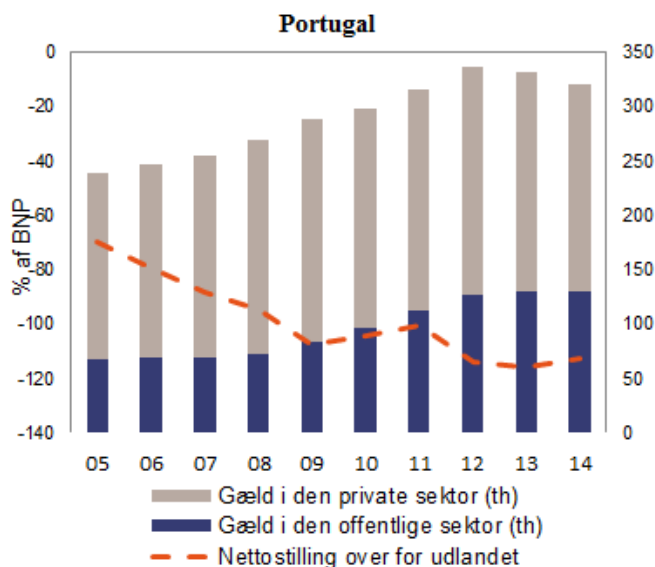


Kilde: Eurostat

Portugal: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Portugal befandt sig i en situation med uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer, som kræver afgørende politiske tiltag og specifik overvågning, navnlig med hensyn til risici hidrørende fra høje udenlandske, offentlige og private gælds niveauer, nedgearingspresset og en høj arbejdsløshed. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger stadig over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, gæld i den private sektor, statsgæld, arbejdsløshed samt en faldende erhvervsfrekvens, stigning i langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

Nettostillingen over for udlandet er meget negativ, men den eksterne holdbarhed er langsomt forbedret understøttet af en kraftig tilpasning af de løbende poster, som fører til moderate overskud i en situation med forbedrede vækstudsigter. Det akkumulerede tab af eksportmarkedsandele er faldet og ligger nu inden for grænseværdien takket være betydelige gevinster i 2013/2014 og en tilpasning af omkostningskonkurrenceevnen. Den private sektors gæld er meget stor. Ikke desto mindre er tempoet for virksomhedernes gældsnedbringelse taget til i 2014, og kreditvæksten er fortsat negativ. Den store andel af misligholdte lån vejer tungt på virksomhedernes regnskaber i både den ikkefinansielle og den finansielle sektor. Gælden i den offentlige sektor er også meget høj, men er dog begyndt at falde. Arbejdsløsheden er høj, mens erhvervsfrekvensen er lav, og den høje langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed vækker

Figur A21: NIIP, privat gæld og offentlig gæld



Kilde: Eurostat

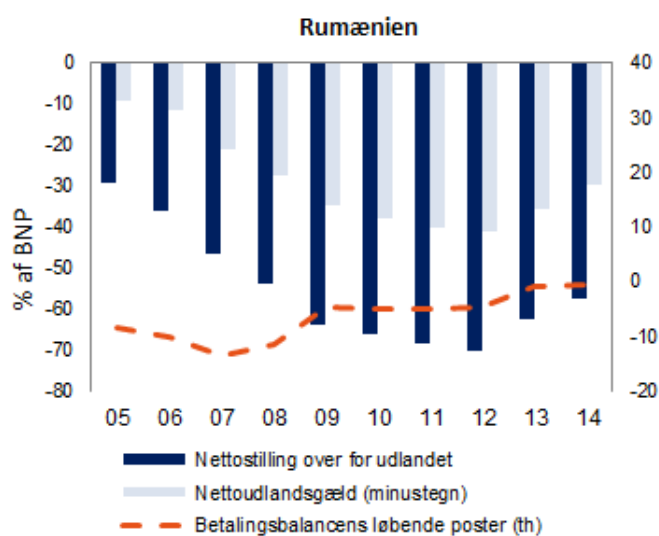
bekymring. Arbejdsløsheden er dog faldet siden 2014, også blandt unge og langtidsledige.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den meget store gæld i alle sektorer, som dog er i færd med at blive bragt ned, samtidig med at der konstateres en svag forbedring af de økonomiske forhold. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer. Denne undersøgelse vil foregå som led i den løbende overvågning i forbindelse med programafslutningen.

Rumænien: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Rumænien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som kræver politiske tiltag og overvågning, navnlig med hensyn til risici hidrørende fra den forholdsvis negative nettostilling over for udlandet, en svag eksportkapacitet på mellemlang sigt, og selv om stabiliteten i den finansielle sektor er bevaret, er der fortsat eksterne og interne sårbarheder i banksektoren. I den opdaterede resultattavle ligger indikatoren for nettostillingen over for udlandet over den vejledende grænseværdi.

Den meget negative nettostilling over for udlandet, som afspejler en ophobning af underskud på de løbende poster før krisen, udviser en faldende tendens. Nettogælden over for udlandet andrager ca. halvdelen af nettostillingen. Nettotilstrømningen af udenlandske direkte investeringer er steget i de seneste to år. De løbende poster er i bedring og udviste et mindre underskud i 2014, hovedsageligt som følge af en stærk vækst i eksporten, men underskuddet ventes at stige en anelse igen i de kommende år. Handelsbalancen var fortsat positiv i 2014, og der er vundet eksportmarkedsandele i løbet af året. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen var stabile i 2014, og den reale effektive valutakurs er kun faldet en smule. Den private gæld er fortsat forholdsvis lav, mens kreditvæksten i den private sektor er genoptaget for nylig. Banksektoren ser ud til at være velkapitaliseret, og andelen af misligholdte lån er faldet betydeligt. Der blev foretaget en balancevurdering og en stresstest i forsikringsbranchen i juli 2015, og der er iværksat en kvalitetsvurdering og stresstest i banksektoren. Den offentlige gæld er stadig lav, men de skatteforanstaltninger og ad hoc-lønstigninger, der er vedtaget for visse kategorier af ansatte i den offentlige sektor, peger i retning af en betydelig finanspolitisk lempelse. Der kan anes en moderat forbedring af indikatorerne for langtidsledighed, ungdomsarbejdsløshed samt for fattigdom i 2014.

Figur A22: NIIP og de løbende poster



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Overordnet set kan der ved den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til betalingsbalancen over for udlandet, konkurrenceevnen og den finanspolitiske holdbarhed. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i

februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Slovenien: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Slovenien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som kræver afgørende tiltag og specifik overvågning, navnlig med hensyn til risici hidrørende fra en stigende statsgæld, vekselvirkningerne mellem virksomheds- og bankomstruktureringer og håndteringen af de underliggende misligholdte lån, rentabiliteten af de statsejede virksomheder og et lavt investeringsniveau. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, tab af eksportmarkedsandele, statsgæld samt stigningen i langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

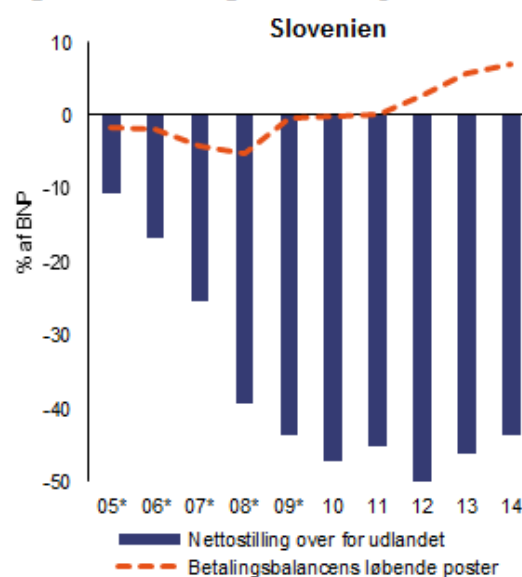
Den kraftige korrektion af de løbende poster fortsatte, og de nåede et betragteligt overskud i 2014 i takt med en stigende eksport og en afdæmpet indenlandsk efterspørgsel. Som en konsekvens heraf er nettostillingen over for udlandet bedret, selv om indikatoren stadig ligger lige over grænseværdien. Pris- og omkostningskonkurrenceevnen er forbedret yderligere som følge af faldende enhedslønomkostninger. Det har ført til årlige gevinster af eksportmarkedsandele i 2013-2014, selv om det samlede tab ligger over grænseværdien. Den private gæld faldt i 2014 oven på gældsnedbringelsen i virksomhederne, som hovedsageligt tilskrives en negativ kreditvækst. Gældsnedbringelsen fortsatte også i den finansielle sektor, og blev især hjulpet på vej af yderligere overførsler af misligholdte lån til det statsejede selskab for afvikling af banker kombineret med regeringens videre rekapitalisering af bankerne. Som følge heraf steg den samlede offentlige gæld betydeligt og ligger stadig markant over grænseværdien. Arbejdsløsheden faldt i 2014 efter at være nået sit højeste punkt det foregående år. Beskæftigelsen begyndte atter at stige i 2014 efter 5 års afmatning, men tallene for langtidsledighed er stadig meget høje, mens ungdomsarbejdsløsheden kun er faldet marginalt. Begge indikatorer ligger over grænseværdien.

Overordnet set kan der ved den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den finanspolitiske holdbarhed på lang sigt, gældsnedbringelsen i den private sektor og arbejdsmarkedsjusteringer. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen i februar af ubalancer, der kræver afgørende tiltag og specifik overvågning, er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene relateret til de vedvarende ubalancer eller afviklingen heraf.

Slovakiet: Der blev ikke konstateret nogen makroøkonomiske ubalancer i Slovakiet i de foregående runder af proceduren. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer stadig over de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet og arbejdsløsheden.

De løbende poster har udvist et overskud siden 2012, men nettostillingen over for udlandet er fortsat sin nedtur som følge af indadgående udenlandske direkte investeringer, som navnlig er

Figur A23: NIIP og de løbende poster



Kilde: Eurostat

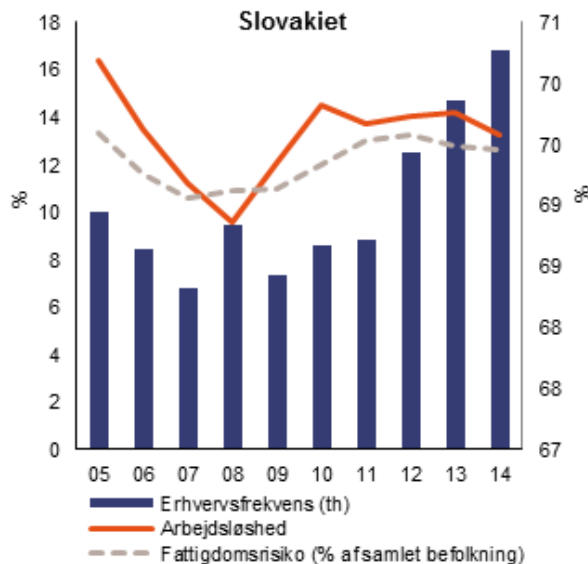
relateret til bilindustrien. Der er registreret visse tab af eksportmarkedsandele på årsbasis, hvilket afspejler en mindre stigning i den reale effektive valutakurs og begrænsede stigninger i de nominelle enhedslønomkostninger. Samlet set er der dog tale om vundne markedsandele. Kreditstrømmene i den private sektor er taget til i de seneste år og har bidraget til en stigende privat gældskvote, som dog stadig ligger et godt stykke under den vejledende grænseværdi. Banksektoren, som i vid udstrækning er udenlandsk ejet, er velkapitaliseret, og dens samlede forpligtelser anslås kun at være steget en anelse. Den offentlige gældskvote faldt marginalt i 2014 og ligger fortsat under den vejledende grænseværdi. Selvom erhvervsfrekvensen er steget gradvist i de seneste år, er den strukturelle arbejdsløshed stadig den mest presserende udfordring for den økonomiske politik.

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

Finland: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Finland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig relateret til konkurrenceevnen. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private sektor samt stigning i ungdomsarbejdsløsheden.

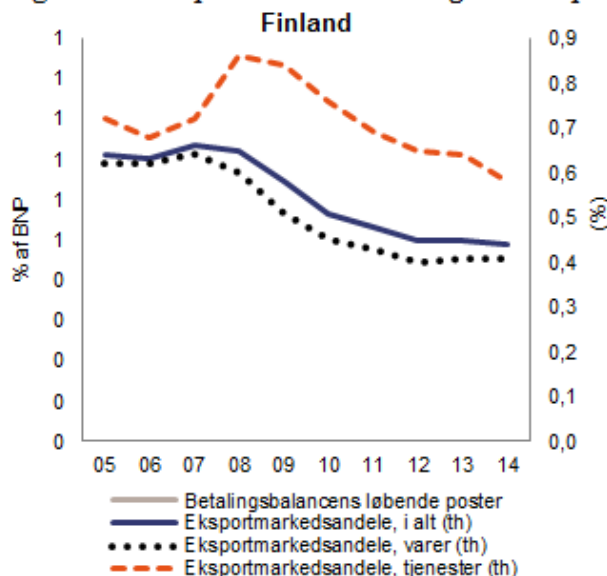
De løbende poster har siden 2011 været forholdsvis stabile og udvist et moderat underskud, som afspejler, at importniveauet er blevet tilpasset det nedsatte eksportniveau. Samtidig er andelen af investeringer i forhold til BNP faldet til et historisk lavt niveau. Nettostillingen over for udlandet udviser et svagt overskud. Der er registreret betydelige kumulerede tab i eksportmarkedsandele, herunder årlige tab siden 2008. I 2013 og 2014 var tabet mere beskedent end i tidligere år, men samtidig havde de fleste øvrige EU-lande allerede registreret moderate gevinster i eksportmarkedsandele. Denne udvikling tyder på vanskeligheder med den økonomiske omstrukturering efter nedturen i tidligere meget succesfulde fremstillingsindustrier, bl.a. elektronik

Figur A24: Sociale og arbejdsmarkedsrelaterede indikatorer



Kilde: Eurostat

Figur A25: Eksportmarkedsandele og løbende poster



Kilde: Eurostat

og skovbrug. Selv om indikatoren for ændring i nominelle enhedslønomkostninger nu ligger under grænseværdien, er det samlede tab af omkostningskonkurrenceevne stadig meget stort. Den private gældskvotefte er stadig høj, hovedsageligt som følge af en vedvarende høj virksomhedsgæld, selv om nettokreditstrømmene til den private sektor næsten ophørte i 2014 trods gunstige kreditvilkår. Hvad angår husholdningerne, faldt boligpriserne moderat i 2012-2014, så der er rettet op på tidligere stigninger, og risiciene for den finansielle stabilitet er dermed begrænsede. Arbejdsløsheden ligger under grænseværdien, men er stigende og ligger nu over niveauet i 2009-2010. Ungdomsarbejdsløsheden er ligeledes steget.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til både den prismæssige og den ikkeprismæssige konkurrenceevne i forbindelse med omstruktureringen. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Sverige: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Sverige befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til husholdningernes gæld kombineret med et ineffektivt boligmarked. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster, tab af eksportmarkedsandele, boligpriser og gæld i den private sektor.

Overskuddet på de løbende poster ligger en smule over grænseværdien, hvilket primært afspejler store private opsparinger. Nettostillingen over for udlandet er i kraftig bedring, men udviser stadig et mindre underskud.

Indikatoren for tab af eksportmarkedsandele ligger stadig langt over grænseværdien, men tabene er aftaget siden 2013 og kan kædes sammen med en svag global efterspørgsel. Enhedslønomkostningerne er begrænsede, og den reale effektive valutakurs faldt i 2014. Den høje private gæld kræver fortsat opmærksomhed. Virksomhedsgælden er begyndt at falde efter at have stabiliseret sig på et højt niveau. Efter indførelsen af belåningsgrænser i forbindelse med realkreditlån i 2010 aftog kreditvæksten midlertidigt, og husholdningsgælden er blevet mere stabil. Siden da er husholdningernes gæld dog atter begyndt at stige, og der har siden midten af 2013 været en meget dynamisk udvikling i boligpriserne, således at væksten i boligpriser lå over grænseværdien i 2014 og indebærer en potentiel risiko for den makroøkonomiske stabilitet. Boligudbuddet er begrænset, og på efterspørgselsiden presses boligpriserne og husholdningsgælden i vejret på grund af den beskatningens gældsfræmmende virkning, exceptionelt lave realkreditrenter og manglende krav om afdrag. Risiciene i banksektoren lader dog til at være begrænsede, eftersom aktivkvaliteten og rentabiliteten er høj, selv om kapitalbufferne er forholdsvis lave i forhold til størrelsen af låneporteføljerne.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den eksterne konkurrenceevne, en høj privat gæld og udviklingen i boligsektoren. Derfor

Figur A26: Husholdningsgæld og boligprisindeks



Kilde: Eurostat

finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

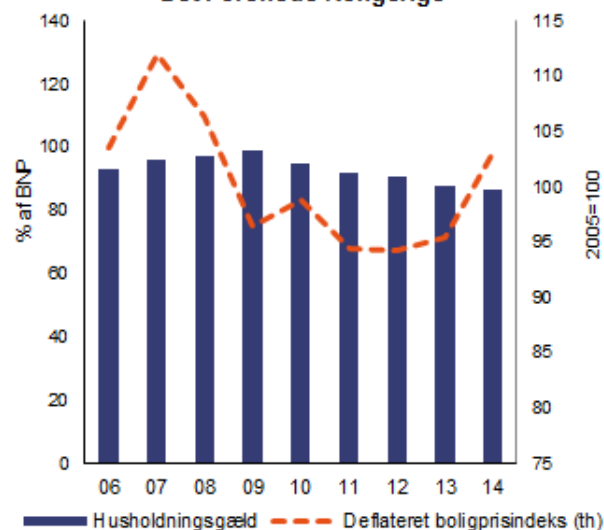
Det Forenede Kongerige: I februar 2015 konkluderede Kommissionen, at Det Forenede Kongerige befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, som kræver politiske tiltag og overvågning, navnlig med hensyn til risiciene relateret til den høje gældsætning i husholdningerne, som også beror på strukturelle kendetegn ved boligmarkedet. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig underskuddet på de løbende poster, tab af eksportmarkedsandele, boligpriser, privat gæld og statsgæld.

Underskuddet på de løbende poster steg fortsat i 2014 som følge af et stigende underskud i de primære indkomster, og den treårige indikator ligger nu over grænseværdien. Nettostillingen over for udlandet er negativ og er forringet forholdsvis hurtigt i de seneste år, men ligger stadig godt inden for grænseværdien. Det kumulerede tab af

eksportmarkedsandele blev bragt ned i 2014 som følge af årlige gevinster, men ligger stadig over grænseværdien. Mens enhedslønomsprocenterne har været moderate og stabile, er den reale effektive valutakurs steget, især i 2014. Den private gældskvote falder gradvist båret frem af nominal vækst, men er generelt stadig høj. Boligpriserne stiger fortsat, og vækstraten lå over grænseværdien i 2014. Alligevel er en vigtig detalje i de sidste to år, at stigningen i boligpriser ikke har ført til en stigning i husholdningernes gæld. Den store statsgæld vækker stadig bekymring. Beskæftigelsen stiger fortsat i et godt tempo, og ungdomsarbejdsløsheden og andelen af unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse, er faldet.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til boligmarkedet og den del af økonomien, der vedrører udlandet. Derfor finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af ubalancer i februar er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Figur A27: Husholdningsgæld og deflateret boligprisindeks
Det Forenede Kongerige



Kilde: Eurostat

Tabel 1.1: Resultattavle for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer 2014

År 2014	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer						Nye indikatorer for beskæftigelsen ¹		
	Løbende poster i % af BNP (3-årigt gennemsnit)	Nettostilling over for udlandet (% af BNP)	Real effektiv valutakurs - 42 handelspartnere, HICP-deflator (procentvis ændring over 3 år)	Eksportmarksandele i % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (2010=100) (procentvis ændring over 3 år)	Boligprisindeks (2010=100), deflateret (procentvis ændring på årsbasis)	Kreditstrømme i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Bruttogæld i den offentlige sektor (% af BNP)	Arbejdsledshed (3-årigt gennemsnit)	Samlede forpligtelser i finanssektoren, ikke-konsolideret (procentvis ændring på årsbasis)	Erhvervsfrekvens - % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (ændring i p.p. over 3 år)	Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (ændring i p.p. over 3 år)	Ungdomsarbejdsledshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring i p.p. over 3 år)
Grænseværdier	-4/6%	-35%	±5% (EA) ±11% (ikke-EA)	-6%	9% (EA) 12% (ikke-EA)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2%	0.5%	0.2%
BE	-0,1	57,2	-0,5	-10,7	5,6	-1.1p	1,0	181,4	106,7	8,2	4,9	1,0	0,8	4,5
BG	0,9	-73,4	-2,6	6,7	12.5p	1.5p	-0,3	124,3	27,0	12,2	7,2	3,1	0,6	-1,2
CZ	-0,5	-35,6	-10,0	-5,0	3,8	1,8	1,8	72,7	42,7	6,7	4,4	3,0	0,0	-2,2
DK	6,9	47,0	-1,2	-17,3	5,1	3,1	1,7	222,8	45,1	7,0	6,6	-1,2	-0,1	-1,6
DE	6,9	42,3	-0,3	-8,3	7,6	1.5p	1,1	100,4	74,9	5,2	4,2	0,4	-0,6	-0,8
EE	-0,5	-43,6	4,7	24,5	13,0	12,8	6,4	116,1	10,4	8,7	12,2	0,5	-3,8	-7,4
IE	1,8	-106,7	-3,5	-6,1	-2,2	11,1	13,7	263,3	107,5	13,0	16,0	0,6	-2,0	-5,2
EL	-2,6	-124,1	-5,6	-17,5	-11.6p	-4.9e	-2,7	130,5	178,6	26,2	-7,6	0,1	10,7	7,7
ES	0,7	-94,1	-1,0	-11,5	-4.1p	0,1	-7,1	165,8	99,3	25,1	-1,9	0,3	4,0	7,0
FR	-1,0	-19,5	-1,2	-13,1	4,8	-1,6	3,3	143,2	95,6	10,1	5,4	1,3	0,6	1,5
HR	0,5	-88,6	-0,9	-18,0	-5,9	-2.0p	0,3	120,6	85,1	16,9	0,9	2,0	1,7	8,8
IT	0,8	-27,9	0,2	-14,0	3,6	-4.6p	-0,9	119,3	132,3	11,8	-0,7	1,8	3,5	13,5
CY	-4,9	-139,8	-1,4	-26,7	-7.7p	0.3p	-8,5	348,3	108,2	14,6	0,7	0,8	6,1	13,6
LV	-2,5	-60,9	0,4	9,9	12,9	5,1	-11,9	96,4	40,6	12,6	10,4	1,8	-4,1	-11,4
LT	1,3	-46,4	1,4	35,3	8,3	6,3	-1,2	52,5	40,7	12,0	16,3	2,3	-3,2	-13,3
LU	5,8	36,0	0,5	11,2	7,6	3,7	0,5	342,2	23,0	5,7	21,5	2,9	0,3	5,9
HU	2,7	-73,8	-7,0	-14,9	6,7	3,1	-0,5	91,3	76,2	9,6	8,5	4,6	-1,5	-5,6
MT	2,6	39,5	0,0	-18,2	7,0	2,6	7,8	146,4	68,3	6,2	5,8	4,5	-0,4	-1,5
NL	10,9	60,8	0,8	-11,0	5.4p	-0,5	-1.6p	228.9p	68,2	6,8	8.2p	0,9	1,3	2,7
AT	1,8	2,2	1,9	-15,7	7,8	1,4	0,2	127,1	84,2	5,3	-1,5	0,8	0,3	1,4
PL	-2,3	-68,3	-1,3	4,8	2.5p	1,1	4,7	77,9	50,4	9,8	0,6	2,2	0,2	-1,9
PT	0,0	-113,3	-1,8	-4,7	-2.3e	3,6	-8,7	189,6	130,2	15,4	-6,1	-0,4	2,2	4,5
RO	-2,1	-57,2	-1,1	21,5	2.3p	-3.6p	-2,4	62,2	39,9	6,9	1,1	1,6	-0,1	0,1
SI	5,1	-43,7	1,2	-11,8	-0,2	-6,6	-4,6	100,1	80,8	9,6	-0,4	0,6	1,7	4,5
SK	1,0	-69,4	1,3	3,2	2,2	1,5	3,9	76,2	53,5	13,8	7,0	1,6	0,0	-4,0
FI	-1,5	-0,7	2,7	-24,0	8,0	-1,9	0,4	150,0	59,3	8,2	8,7	0,5	0,2	0,4
SE	6,5	-6,5	-3,7	-9,8	7,1	8,6	6,5	194,4	44,9	8,0	13,4	1,6	0,0	0,1
UK	-4,3	-25,3	10,2	-8,7	1,9	8,3	3,4	157,7	88,2	7,2	4,4	1,2	-0,5	-4,4

Forkl.: e: overslag, p: foreløbig.

Anm.: 1) Jf. side 2 i AMR 2016. 2) LU's stilling over for udlandet er blevet nedjusteret efter den ændrede behandling af eurosedler i den nationale statistik vedrørende betalingsbalancen/stillingen over for udlandet. 3) Boligprisindeks e = kilde EL's centralbank.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat og Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender (real effektiv valutakurs) og Den Internationale Valutafond

Tabel 2.1: Supplerende indikatorer, 2014

År 2014	Realt BNP (procentvis ændring på årsbasis)	Faste bruttoinvesteringer (% af BNP)	Nationale bruttoudgifter til FoU (% af BNP)	Levende poster plus kapitalposter (fordringserhvervelse, netto) (% af BNP)	Nettogæld over for udlandet (% af BNP)	Udenlandske direkte investering i indberetningslandet - strømme (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - beholdning (% af BNP)	Handelsbalance (netto) for energiprodukter (% af BNP)	Real effektiv valutakurs - euroområdet handelspartnere (procentvis ændring over 3 år)	Eksportresultater ift. udviklede økonomier (procentvis ændring over 5 år)	Bytteforhold (procentvis ændring over 5 år)	Eksportmarksandele målt i mængder (procentvis ændring på årsbasis)	Arbejdsproduktivet (procentvis ændring på årsbasis)	Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (2010=100) (procentvis ændring over 10 år)	Resultat af enhedslønomkostninger ift. euroområdet (procentvis ændring over 10 år)	Boligprisindeks (2010=100) - nominelt (procentvis ændring over 3 år)	Boligbyggeri (% af BNP)	Gæld i den private sektor, ikke-konsolideret (% af BNP)	Gearing i den finansielle sektor, ikke-konsolideret (gæld ift. kapital i %)
BE	1,3	23,3	na	-0,1	-79,7	-3,5	216,0	-3,9	-0,1	-4,6	-3,0	2,2	1,0	22,6	6,0	2,9p	5,9	207,6	176,9
BG	1,5	21,1	0.8p	3,5	19,0	3,5	92,7	-5,7	-2,9	14,0	3,3	-3,3	1.2p	78.3p	54,1	-2.7p	1,6	137,5	452,2
CZ	2,0	25,0	2p	1,4	-7,1	2,4	76,3	-4,1	-10,1	1,5	-1,4	5,7	1,4	13,8	-2,2	1,0	3,2	85,1	503,5
DK	1,1	18,7	3.08ep	7,8	0,7	1,1	46,6	0,0	-1,4	-11,7	2,2	-0,6	0,3	27,6	8,2	4,9	4,0	227,6	173,6
DE	1,6	20,1	2.84ep	7,5	-6,7	0,2	40,1	-2,9	-0,1	-2,1	-2,6	0,8	0,7	13,0	-5,8	9.3p	5,9	108,9	395,5
EE	2,9	25,2	1.46p	2,2	-11,0	6,0	100,9	-2,1	3,1	33,0	0,2	-1,4	2,1	68,9	40,5	35,0	3,2	135,3	370,6
IE	5,2	19,3	na	3,8	-477,2	36,0	385,5	-2,8	-1,8	0,3	-3,7	8,9	3,4	-1,5	-3,9	2,1	2,2	284,2	78,2
EL	0.7p	11.6p	0.83p	-0,7	132,3	0,7	12,2	-3.2p	-5,6	-11,9	1.4p	4.3p	0.5p	10.3p	-5,5	-27.1e	1.0p	130,5	1083,8
ES	1.4p	19.6p	na	1,4	94,7	2,3	55,7	-2.9p	-0,6	-5,4	-7.8p	1.9p	0.4p	11.7p	-4,2	-22,3	4.4p	185,5	444,9
FR	0,2	21,7	2.26p	-0,8	38,1	0,3	41,8	-2,5	-0,7	-7,2	-1,6	-0,8	-0,1	20,3	1,7	-4,0	5,9	180,9	384,3
HR	-0,4	18,6	0,8	0,9	na	6,7	7,6	-4,0	-1,5	-12,4	0,8	3,1	-3,0	26,4	4,8	-17.7p	na	141,9	460,6
IT	-0,4	16,6	na	2,2	61,1	0,6	24,8	-2,6	0,4	-8,1	-4,5	-0,1	-0,5	21,0	4,6	-12.4p	4,7	121,2	754,3
CY	-2.5p	11.5p	na	-3,7	128,4	-5,1	710,3	-5.9p	0,0	-21,7	0.4p	-3,7	-0.6p	19.3p	-13,0	-8.7p	3.3p	349,8	116,8
LV	2,4	22,9	0.68p	1,2	31,4	2,7	54,4	-4,2	-1,3	17,3	0,0	-0,1	3,8	82,7	53,9	16,6	2,3	104,7	642,6
LT	3,0	18,9	1.02p	6,3	28,8	0,7	39,0	-5,9	-0,1	44,5	-0,8	-0,2	1,0	36,8	11,2	7,5	2,5	56,7	445,3
LU	4,1	18,6	na	3,5	-2204,6	200,0	6369,7	-4,5	0,8	18,8	0,9	3,6	1,5	36,6	17,8	14,2	3,4	402,7	63,6
HU	3,7	21,7	1,4	6,0	53,3	9,3	220,5	-6,1	-7,2	-9,1	-1,1	4,4	-0,9	26,5	10,0	-2,2	1,6	116,5	123,0
MT	3,5	18,9	0.85p	4,5	-325,7	1,6	1964,6	-15,8	0,7	-12,6	1,7	-3,5	-1,0	27,7	10,3	5,3	2,7	221,3	42,0
NL	1.0p	18.2p	na	10,6	41,5	5,3	547,8	-1.6p	1,3	-5,0	-1.8p	0.8p	1.2p	17.2p	-0,2	-11.6	3.1p	240.7p	118.9p
AT	0,4	22,4	2.99ep	1,8	20,1	1,9	80,2	-3,0	1,6	-10,0	-3,0	-1,1	-0,5	22,9	4,1	16,8	4,3	147,1	197,3
PL	3,3	19,6	na	0,4	37,2	3,1	50,7	-2,6	-1,7	12,0	-1,8	3,2	1.6p	20.0p	-1,0	-6,8	2,4	81,4	287,3
PT	0.9e	14.9e	na	2,0	104,4	5,4	69,5	-3.5e	-1,2	1,8	0.4e	0.7e	-0.5e	4.9e	-9,3	-5,0	2.3e	206,2	340,3
RO	2.8p	22.0p	na	2,2	29,8	1,9	41,9	-1.4p	-1,3	29,8	4.5p	4.9p	1.7p	72.7p	46,6	-8,9	na	63,3	388,9
SI	3,0	19,6	na	6,5	39,2	2,0	31,6	-4,1	0,4	-5,8	-4,5	2,6	2,5	21,2	3,0	-17,6	2,2	110,1	448,1
SK	2,5	20,9	0,9	1,1	27,0	0,0	65,6	-4,3	0,5	10,2	-3,5	0,4	1,1	19,7	4,3	-0,4	2,6	78,9	756,8
FI	-0,4	20,3	3,2	-0,8	46,2	5,5	53,1	-2,4	2,0	-18,8	-3,4	-3,9	0,4	29,9	10,1	3,2	5,6	172,9	368,4
SE	2,3	23,5	3.16p	6,1	54,3	-0,6	83,6	-1,4	-3,7	-3,6	-0,6	0,3	0,9	24,9	5,4	16,8	4,1	234,8	196,0
UK	2,9	16,9	1.72ep	-5,3	na	1,6	76,7	-0,7	10,2	-2,5	3,8	-1,4	0,7	21,8	6,3	15,8	3,8	161,3	765,1

Forkl.: e: overslag p: foreløbig na: ikke tilgængelig.

Anm.: 1) Luxembourgs nettostilling over for udlandet er blevet nedjusteret efter den ændrede behandling af eurosedler i den nationale statistik vedrørende betalingsbalancen/stillingen over for udlandet. 2) Boligprisindeks e = kilde EL's centralbank. 3) Den officielle frist for indberetning af nationale bruttoudgifter til FoU i 2014 er den 31. oktober 2015, og dataene blev udtrykt den 26. oktober 2015.

Kilde: Eurostat, Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender (real effektiv valutakurs) og Den Internationale Valutafond, WEO (tal for verdenssektoren).

Tabel 2.1 (fortsat): Supplerende indikatorer, 2014

År 2014	Beskæftigelsesfrekvens (procentvis ændring på årsbasis)	Erhvervsfrekvens - % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (%)	Langtidsledighed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (%)	Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (%)	Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse - % af den samlede befolkning i alderen 15-24		personer truet af fattigdom eller social udstødelse - % af den samlede befolkning		Personer truet af fattigdom efter sociale overførsler - % af den samlede befolkning		Personer med alvorlige materielle afsavn - % af den samlede befolkning		Personer i husstande med meget lav arbejdsintensitet - % af den samlede befolkning i alderen 0-59	
					%	ændring i p.p. over 3 år	%	ændring i p.p. over 3 år	%	ændring i p.p. over 3 år	%	ændring i p.p. over 3 år	%	ændring p.p. over 3 år
BE	0,3	67,7	4,3	23,2	12,0	0,2	21,2	0,2	15,5	0,2	5,9	0,2	14,6	0,8
BG	0.4p	69,0	6,9	23,8	20,2	-1,6	40.1b	-9.0b	21,8	-0,4	33.1b	-10.5b	12,1	1,1
CZ	0,6	73,5	2,7	15,9	8,1	-0,2	14,8	-0,5	9,7	-0,1	6,7	0,6	7,6	1,0
DK	0,8	78,1	1,7	12,6	5,8	-0,5	17.8b	-1.1b	11.9b	-1.1b	3,2	0,6	12,1	0,4
DE	0,9	77,7	2,2	7,7	6,4	-1,1	20,6	0,7	16,7	0,9	5,0	-0,3	10,0	-1,2
EE	0,8	75,2	3,3	15,0	11,7	0,1	na	na	na	na	6.2p	-2.5p	na	na
IE	1,7	69,8	6,7	23,9	15,2	-3,6	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	0.1p	67,4	19,5	52,4	19,1	1,7	36,0	5,0	22,1	0,7	21,5	6,3	17,2	5,2
ES	0.9p	74,2	12,9	53,2	17.1b	-1.1b	29,2	2,5	22,2	1,6	7,1	2,6	17,1	3,7
FR	0,3	71,4	4,4	24,2	11.4b	-0.9b	18,6	-0,7	13,3	-0,7	4,8	-0,4	9,7	0,3
HR	2,7	66,1	10,1	45,5	19,3	3,1	29,3	-3,3	19,4	-1,5	13,9	-1,3	14,7	-1,2
IT	0,1	63,9	7,8	42,7	22,1	2,4	28.1p	-0.1p	19.6p	0.0p	11.5p	0.3p	12.0p	1.6p
CY	-1.9p	74,3	7,7	36,0	17,0	2,4	27,4	2,8	14,4	-0,4	15,3	3,6	9,7	4,8
LV	-1,3	74,6	4,7	19,6	12,0	-4,0	32,7	-7,4	21,2	2,2	19,2	-11,8	9,6	-3,0
LT	2,0	73,7	4,8	19,3	9,9	-1,9	27,3	-5,8	19,1	-0,1	13,6	-5,4	8,8	-3,9
LU	2,5	70,8	1,7	22,3	6,3	1,6	19,0	2,2	16,4	2,8	1,4	0,2	6,1	0,3
HU	4,6	67,0	3,7	20,4	13,6	0,4	31,1	0,1	14,6	0,8	23,9	0,8	12,2	0,0
MT	4,5	66,3	2,7	11,8	10,5	0,3	23,8	1,7	15,9	0,3	10,2	3,6	9,8	0,9
NL	-0.2p	79,0	3,0	12,7	5,5	1,2	16,5	0,8	11,6	0,6	3,2	0,7	10,2	1,3
AT	0,9	75,4	1,5	10,3	7,7	0,4	19,2	0,0	14,1	-0,4	4,0	0,0	9,1	0,5
PL	1.7p	67,9	3,8	23,9	12,0	0,5	24,7	-2,5	17,0	-0,7	10,4	-2,6	7,3	0,4
PT	1.4e	73,2	8,4	34,7	12,3	-0,3	27,5	3,1	19,5	1,5	10,6	2,3	12,2	3,9
RO	1.1p	65,7	2,8	24,0	17,0	-0,5	40,2	-0,1	25,4	3,2	26,3	-3,1	6,4	-0,3
SI	0,6	70,9	5,3	20,2	9,4	2,3	20,4	1,1	14,5	0,9	6,6	0,5	8,7	1,1
SK	1,4	70,3	9,3	29,7	12,8	-1,0	18,4	-2,2	12,6	-0,4	9,9	-0,7	7,1	-0,6
FI	-0,8	75,4	1,9	20,5	10,2	1,8	17,3	-0,6	12,8	-0,9	2,8	-0,4	10,0	0,0
SE	1,4	81,5	1,5	22,9	7,2	-0,3	16,9	0,8	15,1	1,1	0,7	-0,5	6,4	-0,5
UK	2,3	76,7	2,2	16,9	11,9	-2,3	na	na	na	na	na	na	na	na

Forkl.: b: brud i tidsserier. e: overslag. p: foreløbig. na: ikke tilgængelig.

Anm.: 1) Unge, der hverken er i beskæftigelse eller under uddannelse: for ES er der foretaget en ændring i klassificeringen af ikke-formelle undervisningsaktiviteter; for FR påvirkes tallene for 2014 yderligere af de ændringer af spørgeskemaet, der blev indført i 2013, og af medtagelsen af de franske oversøiske departementer (DOM). 2) EE, IE og UK: Den officielle frist for indberetning af tal for personer truet af fattigdom og social udstødelse for 2014 er den 30. november, og tallene blev udtrukket den 26. oktober 2015.

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat