

Bruxelles, den 18. november 2016
(OR. en)

14359/16

UEM 363
ECOFIN 1034
SOC 700

FØLGESKRIVELSE

fra:	Jordi AYET PUIGARNAU, direktør, på vegne af generalsekretæren for Europa-Kommissionen
modtaget:	17. november 2016
til:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, generalsekretær for Rådet for Den Europæiske Union

Komm. dok. nr.:	COM(2016) 728 final
Vedr.:	BERETNING FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET, DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK OG DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG Rapport om varslingsmekanismen 2017 (udarbejdet i henhold til artikel 3 og 4 i forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer)

Hermed følger til delegationerne dokument - COM(2016) 728 final.

Bilag: COM(2016) 728 final

Bruxelles, den 16.11.2016
COM(2016) 728 final

BERETNING FRA KOMMISSIONEN

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

Rapport om varslingsmekanismen 2017

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

{SWD(2016) 354 final}

Rapporten om varslingsmekanismen indleder den årlige runde i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, der har til formål at afdække og rette op på ubalancer, som hindrer en velfungerende økonomi i medlemsstaterne 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 drøftelser med Europa-Parlamentet og i Rådet og Eurogruppen vil Kommissionen udarbejde dybdegående undersøgelser af økonomien i de relevante medlemsstater. 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 2017 som en del af landerapporterne forud for pakken af landespecifikke henstillinger under det europæiske semester.

1. RESUMÉ

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

I denne rapport udpeges de medlemsstater, for hvilke der bør udarbejdes dybdegående undersøgelser med henblik på at vurdere, om de er berørt af ubalancer, som kræver politiske tiltag². I rapporten om varslingsmekanismen foretages der en screening for økonomiske ubalancer, og 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.

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.

I rapporten om varslingsmekanismen lægges hovedvægten på spørgsmål vedrørende euroområdet. I overensstemmelse med Kommissionens meddelelse af 21. oktober 2015 om "Skridt hen imod en fuldkommen Økonomisk og Monetær Union" foretages der i denne rapport også en systematisk analyse af, hvordan ubalancer i de enkelte lande påvirker euroområdet som helhed, og hvordan denne påvirkning nødvendiggør koordinerede politiske løsninger.

Analysen i denne rapport er foretaget i en situation med et vedholdende med stadig skrøbeligt økonomisk opsving. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2016 ventes det reale BNP i EU at stige med 1,8 % i 2016 og med 1,6 % i 2017 som følge af en aftagende intern efterspørgsel, navnlig hvad angår det private forbrug og investeringer. I euroområdet ventes BNP at stige med 1,7 % og 1,5 % i henholdsvis 2016 og 2017. Inflationen ventes at forblive på et historisk lavt niveau i 2016 og 2017, og kerneinflationen vil ligge omkring 1 % til trods for den yderst lempelige finanspolitik. Der ventes yderligere fremgang på arbejdsmarkedet, idet arbejdsløsheden i EU ventes at falde fra ca. 8,6 % i 2016 til 8,3 % i 2017. Den medvind, der indtil videre har støttet opsvinget, er ved at stilne af (faldene oliepriser, euroens kursfald), og de økonomiske udsigter er stadig præget af risici. Til trods for et opsving på nogle nye vækstmarkeder knytter der sig stadig en vis usikkerhed til genoprettelsen af balance i Kina, og til hvordan normaliseringen af USA's pengepolitik vil påvirke de globale kapitalstrømme. De geopolitiske spændinger øger også usikkerheden, mens der opstår nye udfordringer i forbindelse med det politiske klima og den stigende populisme, der i flere tilfælde er forbundet med social nød og reformtræthed samt en stigende protektionisme omkring i verden.

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

- **Der er gjort fremskridt med hensyn til tilpasningen i lande, der har underskud på betalingsbalancens løbende poster eller en stor udlandsgæld, hvorimod der stadig forekommer meget store overskud.** Debitorlandene har gjort væsentlige fremskridt med hensyn til at korrigere deres ubalancer over for udlandet. Næsten alle medlemsstaterne har fået bugt med de uholdbare underskud, bl.a. som følge af de senere års justeringer af omkostningskonkurrenceevnen, men omfanget af passiver over for udlandet er stadig betragteligt. Til gengæld har kreditorlandene ikke foretaget nogen justeringer, og i nogle tilfælde er overskuddene sågar fortsat med at stige.
- **Den private sektor fortsætter med at nedbringe gælden, selv om det foregår i et langsomt og ujævnt tempo, og indsatsen bremses af en lav nominel vækst.** Flere lande kæmper stadig med sårbarheder, som knytter sig til en stor gældsætning i den private sektor og ofte forværres af en stor offentlig gæld. Den store tilbageværende gæld bremser investeringerne og lader sig i visse medlemsstater afspejle i en svag balance hos bankerne. Gældsnedbringelsen fortsætter, men i nogle tilfælde i et langsommere tempo end tidligere, hvilket navnlig kan tilskrives en svag nominel vækst³. Den foregår desuden ikke altid dér, hvor der er mest behov, idet nogle meget gældsatte lande er længere tid om at nedbringe deres forpligtelser end mindre gældsatte lande.

³ Se bl.a. IMF's Fiscal Monitor fra oktober 2016.

- **Selv om bankerne har forbedret deres kapitalpositioner, er sektoren udfordret med hensyn til faldende rentabilitet og et stort efterslæb af dårlige lån.** Bankerne har generelt forbedret deres kapitalprocenter og er bedre rustet mod chok, men de ringe forventninger til rentabiliteten gør det vanskeligere at rejse ny kapital på markedet i lyset af de nye lovpligtige kapitalkrav. I nogle lande påvirker de mange tilbageværende misligholdte lån lånemulighederne og øger risikoen for en ineffektiv kapitalfordeling.
- **Der er en stigende udvikling i boligpriserne, hvilket kræver overvågning i nogle lande.** Efter kraftige nedjusteringer i forbindelse med nedturen efter krisen er boligpriserne nu begyndt at stige i de fleste lande. Til trods for de lave rentesatser ligger udviklingen i boligpriserne langt under de vækstrater, der blev registreret i midten af 2000'erne. I nogle lande kan der imidlertid konstateres en kraftig prisdynamik, der højst sandsynligt indebærer overvurderinger og stigende nettolångivning til husholdningerne, hvilket kræver nøje overvågning.
- **Der er et opsving på arbejdsmarkedene, men flere lande oplever stadig social nød.** Arbejdsmarkedene har været i fremgang siden midten af 2013, og spredningen i arbejdsløshedssatserne blandt medlemsstaterne er faldet efter de store forskelle i foregående år. En række EU-lande døjer dog stadig med en stor arbejdsløshed og et stagnerende arbejdsmarked, og flere oplever stadig social nød, navnlig de lande, der blev hårdest ramt af finans- og gældskrisen.

Opmærksomheden skal stadig særligt rettes mod spørgsmål vedrørende genoprettelse af balancen i euroområdet. Overskuddet på de løbende poster i euroområdet steg yderligere til 3,3 % af BNP i 2015 og ventes at nå op på 3,7 % af BNP i 2016, hvilket er tegn på, at dynamikken i den samlede efterspørgsel overstiger dynamikken i produktiviteten. Den langsomme genoprettelse af den samlede efterspørgsel i euroområdet har bidraget til den lave inflation og den vedvarende stilstand i økonomien. Forbedringerne af debitorlandenes løbende poster skal styrkes for at sikre en nedbringelse af nettopassiverne over for udlandet. Til gengæld mangler nogle af kreditorlandene stadig at begynde at korrigere deres ubalancer over for udlandet.

Trods stadig fremgang peges der i år på de samme udfordringer som i rapporten om varslingsmekanismen 2016. Det skrider fremad med at korrigere ubalancerne over for udlandet i debitorlandene, men selve genoprettelsen af balancen foregår ujævnt. Der foregår en langsom tilpasning af de interne ubalancer i en situation med lav nominel vækst, og den forløber meget ujævnt. I nogle lande har banksektoren udsigter til lav rentabilitet og plages stadig af et højt niveau af misligholdte lån. Nogle lande viser tegn på en mulig overophedning af bolig- eller arbejdsmarkedet, hvilket kræver nøje overvågning.

I de dybdegående undersøgelser vil der blive foretaget en mere detaljeret og omfattende analyse af de medlemsstater, der udpeges i denne rapport. De dybdegående undersøgelser vil ligesom i det foregående forløb indgå i landerapporterne, som indeholder Kommissionens analyse af de økonomiske og sociale udfordringer, som medlemsstaterne står over for. Denne analyse danner således grundlaget for de landespecifikke henstillinger under det europæiske semester. Med henblik på de dybdegående undersøgelser vil Kommissionen basere sin analyse på en rig mængde 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 politiske henstillinger til de enkelte medlemsstater⁴. De lande, som i det foregående forløb fik konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, er nu alle genstand for specifik overvågning, som moduleres efter alvoren af de underliggende udfordringer (Boks 1)⁵.

Boks 1: Anvendelse af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer: væsentligste udvikling siden 2015

Kategorisering af de makroøkonomiske ubalancer

Der blev i det foregående forløb foretaget en strømlining og en stabilisering af de makroøkonomiske ubalancer som anført i Kommissionens meddelelse fra april 2016 om det europæiske semester og i overensstemmelse med Kommissionens meddelelse fra oktober 2015 om skridt hen imod en fuldkommen Økonomisk og Monetær Union. Med denne strømlining er antallet af kategorier blevet sænket fra seks til fire (ingen ubalancer, ubalancer, uforholdsmæssigt store ubalancer og uforholdsmæssigt store ubalancer med korregerende foranstaltninger). Ud af de 19 lande, for hvilke der blev foretaget en dybdegående analyse i 2016, blev der ikke konstateret nogen ubalancer i seks lande (Belgien, Estland, Rumænien, Ungarn, Det Forenede Kongerige og Østrig), mens der blev konstateret ubalancer i syv lande (Finland, Irland, Nederlandene, Slovenien, Spanien, Sverige og Tyskland) og uforholdsmæssigt store ubalancer i seks lande (Bulgarien, Cypern, Frankrig, Italien, Kroatien og Portugal).

Specifik overvågning:

Den specifikke overvågning har til formål at styrke den løbende overvågning af de politiske foranstaltninger, der træffes som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomisk ubalancer. Den træder ikke i stedet for Kommissionens udførlige overvågning af de reformer, der gennemføres til opfølgning af de landespecifikke henstillinger, og som præsenteres i landerapporterne, men den styrker grundlaget for denne overvågning.

Der blev for første gang etableret specifik overvågning i 2013 for at følge op på de skærpede politiske tilsagn, der blev afgivet af Spanien og Slovenien, efter at de fik konstateret uforholdsmæssigt store ubalancer. Den bestod af to besøg i landene i løbet af efteråret og vinteren fulgt op af rapporter, som blev drøftet i Rådsudvalgene som forberedelse til ECOFIN (EPC/EFC). I lyset af de positive erfaringer med disse to lande udvidede Kommissionen i 2014 den specifikke overvågning til alle lande med uforholdsmæssigt store underskud såvel som til udvalgte eurolande med systemisk relevante ubalancer. Med strømliningen af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer i 2016 blev den specifikke overvågning udvidet til alle lande med ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer. Den foregår nu kun om efteråret og moduleres efter omfanget af udfordringerne og alvoren af ubalancerne. På baggrund af den opnåede erfaring vil der om nødvendigt blive foretaget yderligere tilpasninger af den måde, hvorpå den specifikke overvågning gennemføres.

⁴ Forordning (EU) nr. 1176/2011 (EUT L 306 af 23.11.2011, s. 25).

⁵ Se "Det europæiske semester 2016: Vurdering af fremskridtene med strukturreformer, forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer og resultater af de dybdegående undersøgelser i henhold til forordning (EU) nr.1176/2011" (COM(2016) 95 final/2 af 7.4.2016).

Der bør foretages dybdegående undersøgelser for de lande, for hvilke der i det foregående forløb blev konstateret ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer⁶. Der bør 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 **Bulgarien, Cypern, Finland, Frankrig, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Slovenien, Spanien, Sverige og Tyskland.**

På grundlag af den økonomiske analyse af resultattavlen vil Kommissionen ikke på nuværende tidspunkt foretage yderligere analyser af de øvrige medlemsstater som led i proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer. Navnlig er der ikke konstateret større yderligere risici for de lande, for hvilke overvågningen som led i proceduren blev ophævet i 2016 (Belgien, Det Forenede Kongerige, Rumænien og Ungarn), i forhold til sidste år, som giver anledning til en dybdegående undersøgelse i 2017. I flere lande, for hvilke der ikke for nylig er blevet foretaget en dybdegående undersøgelse, kan der konstateres en vedholdende udvikling i boligpriserne (Danmark, Luxembourg) eller i arbejdsomkostningerne (Estland, Letland, Litauen), som kræver en nærmere overvågning, men ikke giver anledning til en screening for sårbarheder og risici for hele økonomien som led i en dybdegående undersøgelse. For Grækenlands vedkommende foregår overvågningen af ubalancer og af de korrigerende foranstaltninger i forbindelse med programmet for finansiel bistand. I denne rapport om varslingsmekanismen fastslås det således, at der bør foretages en dybdegående undersøgelse af 13 medlemsstater sammenlignet med de 19, der var genstand for en sådan undersøgelse i det foregående forløb. Lande, der ikke var genstand for en dybdegående undersøgelse i det foregående forløb, vil heller ikke være det i 2017.

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

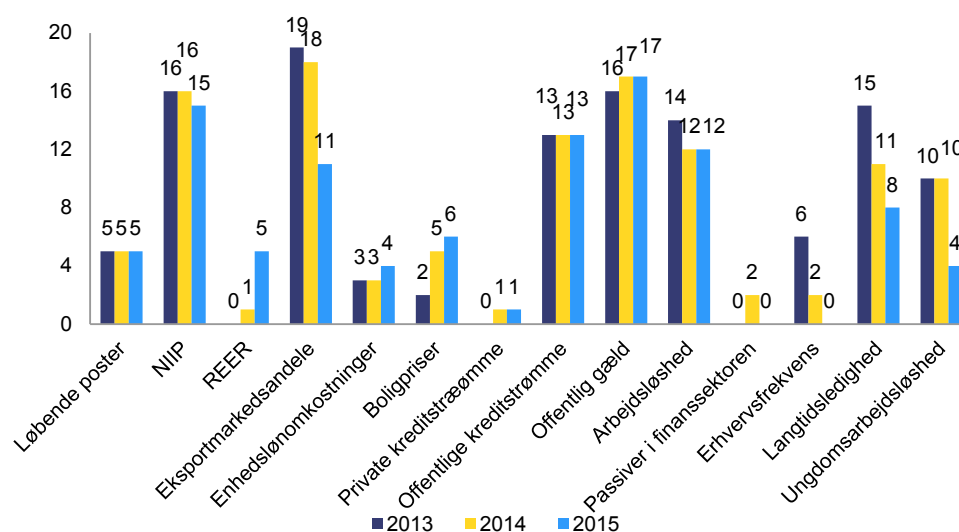
Rapporten om varslingsmekanismen bygger på en økonomisk analyse af indikatorerne i resultattavlen. Resultattavlen med indikatorer og de vejledende grænseværdier bruges til at filtrere dataene for at afsløre umiddelbare tegn på eventuelle risici og sårbarheder, som kræver en nærmere undersøgelse. Resultattavlen indeholder en række indikatorer og referenceværdier for en række områder, bl.a. betalingsbalancen over for udlandet, konkurrenceevnen, gæld i den private sektor, boligmarkedet, banksektoren og beskæftigelsen. Den bygger på ex post-data for at sikre dataenes stabilitet og ensartethed på tværs af landene. Den resultattavle, der anvendes i denne rapport, afspejler således data frem til 2015. I forbindelse med den økonomiske analyse af indikatorerne tages der dog også højde for nyere data samt et sæt supplerende indikatorer. Tallene i resultattavlen aflæses ikke mekanisk, men er genstand for

⁶ Se "Det europæiske semester 2016: Vurdering af fremskridtene med strukturreformer, forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer og resultater af de dybdegående undersøgelser i henhold til forordning (EU) nr.1176/2011" (COM(2016) 95 final/2 af 7.4.2016). I EUT C 299 af 18.8.2016 findes en komplet liste over de landespecifikke henstillinger, der blev vedtaget af Rådet, inkl. henstillingerne med betydning for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

en økonomisk analyse, som giver mulighed for at tage landespecifikke forhold og andre situationsbestemte spørgsmål i betragtning⁷.

Udviklingen i resultattavlens indikatorer afspejler den gradvise tilpasning samt de tilbageværende ubalancer og sårbarheder. Udviklingen i antallet af indikatorer, der ligger uden for grænseværdien for de løbende poster, viser tydeligt, at der er foretaget en korrektion af potentielle ubalancer (fig. 1). Hvor indikatorerne for de løbende poster lå under grænseværdien for 14 lande og over grænseværdien for to lande i 2009, lå den kun uden for grænseværdien i fem tilfælde i 2015 hvoraf tre skyldtes overskud. I lyset af den genoptagede produktivitet- og eksportvækst i de fleste EU-lande er antallet af indikatorer, der ligger uden for grænseværdien for så vidt angår arbejdsløshed, andre sociale indikatorer og eksportmarkedsandele, også faldet. Enkelte lande oplever en stigende prisudvikling i en situation med generelt lav inflation, som fører til et stigende, men dog stadig begrænset, antal overskridelser af grænseværdien for den reale effektive valutakurs og de reale boligpriser. Der kan til gengæld konstateres talrige og vedvarende overskridelser af grænseværdierne, når det kommer til gæld. I 2015 lå indikatorerne for nettostillingen over for udlandet således uden for grænseværdien i 15 tilfælde, hvilket er ét færre end i det foregående år, mens 17 lande overskrider grænseværdien for den offentlige gæld, dvs. samme antal som sidste år. Med hensyn til gæld i den private sektor ligger indikatorerne ligesom sidste år over grænseværdien for 13 lande.

Fig. 1: Antal lande med indikatorer uden for grænseværdierne i resultattavlen i 2013, 2014 og 2015



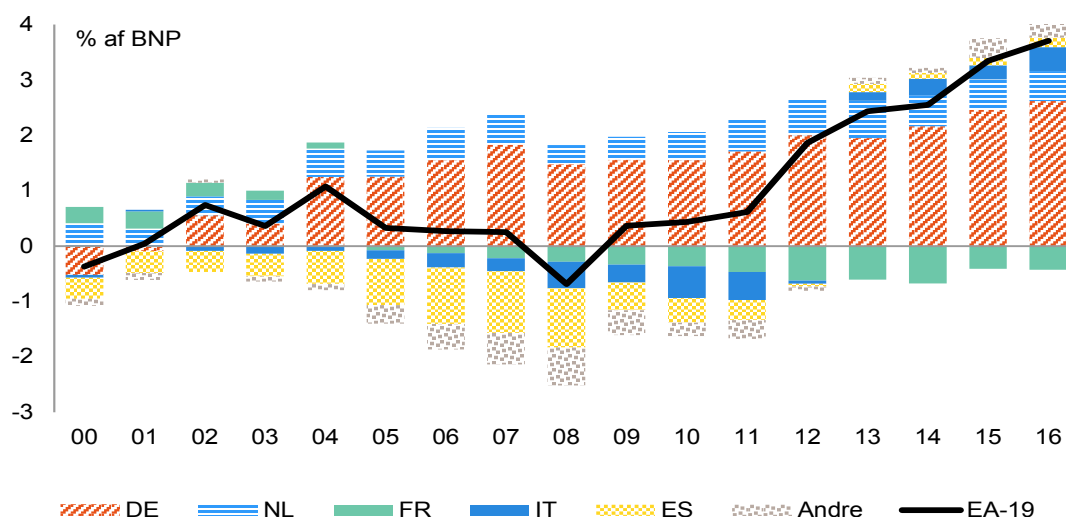
Kilde: Eurostat.

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

Tidligere underskud på betalingsbalancens løbende poster er for det meste blevet ændret til overskud eller en ligevægtig stilling, mens der stadig kan konstateres store overskud. Debitorlandene tog skridt til at korrigere de uforholdsmæssigt store underskud på de løbende poster umiddelbart efter krisen (fig. 2). Efter en pause i 2014 skete der en yderligere tilpasning i 2015 primært som følge af en vækst i eksporten, men i enkelte tilfælde (f.eks. Italien) skyldes det også en svag indenlandsk efterspørgsel. Således er det kun Cypers og Det Forenede Kongeriges underskud, der ligger under grænseværdien. Til sammenligning ligger overskuddene i Danmark, Nederlandene og Tyskland fortsat over grænseværdien. Det allerede store overskud i Tyskland steg yderligere til 8,5 % af BNP i 2015 oven på en allerede betydelig stigning i 2014, eftersom alle sektorerne i økonomien fortsatte med at geare ned, hvilket skabte et endnu større misforhold mellem positive opsparinger og investeringer⁸. De lave oliepriser og bytteforholdet bidrog også i en vis grad til en yderligere udvidelse af overskuddet i 2015. Når der korrigeres for konjunkturerne, er Tysklands overskud endnu større og udgør 9,4 % af BNP – dette er også tilfældet for 15 andre medlemsstater, hvis faktiske stillinger ligger under den konjunkturkorrigerede stilling. Nederlandene har også stadig et stort overskud på de løbende poster, som dog er faldet en anelse over de seneste to år. Blandt kreditorlandene udviste Danmark, Malta, Nederlandene og Tyskland alle overskud, der var 5 procentpoint af BNP større, end hvad der kan forklares ud fra fundamentale faktorer såsom den demografiske udvikling og produktionsintensiteten. Blandt debitorlandene havde kun Det Forenede Kongerige et underskud, der lå tilsvarende langt over, hvad der kan forklares ud fra fundamentalerne, mens størstedelen af debitorlandene havde underskud, der lå over hvad der kan forklares af fundamentalerne efter en nylig rebalancering over for udlandet. Generelt set betyder korrektionen af ubalancer i debitorlandene og de vedvarende overskud i de største kreditorlande, at overskuddet på de løbende poster i euroområdet samlet set steg med yderligere 0,8 procentpoint af BNP til 3,3 % af BNP i 2015 sammenlignet med en næsten ligevægtig stilling i 2009-2010 (boks 2).

Fig. 2: Løbende poster i euroområdet samlet set og udvalgte medlemsstater

⁸ Data for de løbende poster er her baseret på nationale regnskabstal.



Kilde: Nationalregnskaber og Europa-Kommissionens efterårsprognose 2016 (AMECO).

Boks 2: Euroområdet dimensionen 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 og med sidste år en 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.

Det store overskud på de løbende poster i euroområdet stiger fortsat. Overskuddet på de løbende poster i euroområdet samlet set er det højeste i verden med 349 mia. EUR i 2015 eller 3,3 % af euroområdets BNP⁹. Overskuddet i euroområdet er blevet oparbejdet i efterkrisetiden fra et underskud på 0,7 % af BNP i 2008. Det aktuelle niveau kan næppe kun tilskrives økonomiske fundamentaler: Empiriske beregninger af normaludviklingen i betalingsbalancens løbende poster i euroområdet antyder, at de økonomiske fundamentaler (f.eks. aldring, relativ indkomst pr. indbygger osv.) indebærer et mindre overskud på omkring 0,3 % af BNP i 2015¹⁰. Overskuddet i euroområdet ventes at stige med yderligere 0,4 procentpoint i 2016, selv om oliepriserne er steget fra et meget lavt niveau

⁹ På basis af nationale regnskabstal.

¹⁰ Benchmarket er fastsat ved simpel lineær regression ved at se på de vigtigste bestemmende faktorer for forholdet mellem opsparing og investeringer, inkl. økonomiske fundamentaler (demografi, ressourcer osv.), politikfaktorer og den globale finansielle situation. Metoden svarer til den metode for vurdering af betalingsbalancen over for udlandet, som er udviklet af IMF (Phillips, S. m.fl., 2013, "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", IMF Working Paper, 13/272), uden at medregne vekselvirkninger af variablen for effekt af aldring eller supplerende variabler for produktivitetens andel af den skabte værdi.

siden begyndelsen af 2016, og den effektive eurokurs er steget. På længere sigt vil det store og stigende overskud på de løbende poster i euroområdet kunne skabe et opadgående pres på euroens værdi over for udlandet.

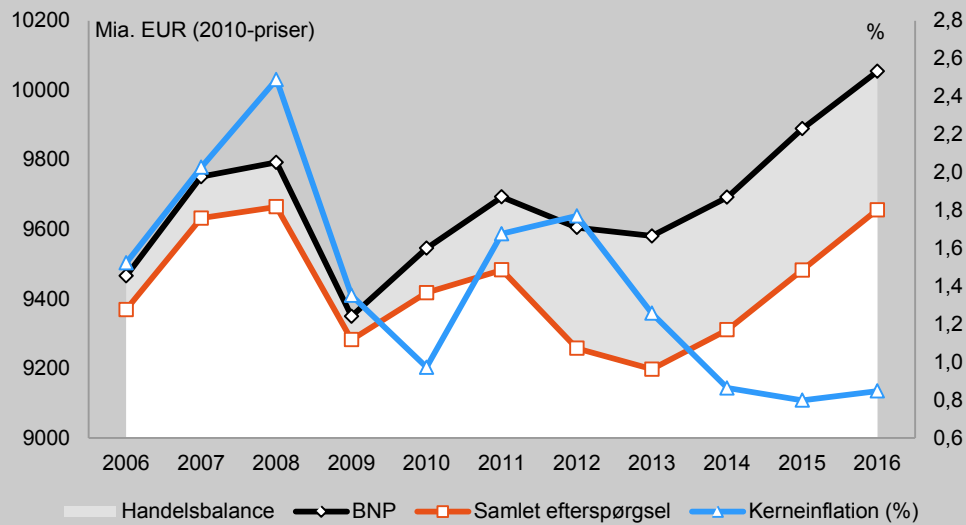
Overskuddet på de løbende poster i euroområdet afspejler korrektionen af tidligere underskud og en omfattende nedgearing samt store vedvarende overskud i nogle medlemsstater. Skiftet i stillingen på de løbende poster i euroområdet umiddelbart efter krisen faldt sammen med en kraftig korrektion i lande med store underskud over for udlandet efter et omslag i de private finansielle strømme på tværs af grænserne. Herefter har udviklingen i den indenlandske efterspørgsel og i importen i debitorlandene været afdæmpet. Der foregik ikke en tilsvarende korrektion i lande med overskud på de løbende poster efter krisen, og overskuddene steg yderligere i lande med de største overskud udtrykt i værdi, navnlig Tyskland og Nederlandene. I 2015 tegnede Tysklands og Nederlandenes overskud sig for henholdsvis 257 mia. EUR og 57 mia. EUR af det samlede overskud i euroområdet. Den store ændring af overskuddet på de løbende poster i euroområdet har grund i den nedgearing, der er foregået i alle sektorer af økonomien siden 2009. I første omgang var det primært husholdningerne og virksomhederne, der forbedrede deres nettofinansieringsforhold, og derefter den offentlige sektor i lyset af behovet for at rette op på de kraftigt forringede budgetstillinger.

Selv om de fleste eurolande i dag er tæt på balance i forhold til udlandet eller udviser et overskud, skal tilpasningen fortsætte. Kun få lande har stadig store underskud på de løbende poster, men det betyder ikke, at der ikke skal arbejdes videre med at genoprette balancen i euroområdet. Lande, der i lang tid havde store underskud, døjer stadig med en meget negativ nettostilling over for udlandet, som gør dem sårbare. En afvikling af store passiver kræver, at de løbende poster holdes positive eller i et mindre underskud, hvilket giver debitorlandene begrænset mulighed for at løfte den indenlandske efterspørgsel. Eftersom store negative nettostillinger over for udlandet typisk er forbundet med en stor privat eller offentlig gæld, går opretholdelsen af en forsigtig stilling på de løbende poster i debitorlandene hånd i hånd med en nødvendig intern nedgearing. Hvorvidt debitorlandenes gældsnedbringelse påvirker deres muligheder for genopretning afhænger først og fremmest af vækst- og inflationssituationen og risikoen for gældsdeflation, mulighederne for yderligere konkurrenceevnegevinster og efterspørgselsdynamikken i kreditorlandene og i landene uden for euroområdet set i lyset af den faldende handelsintensitet.

De vedvarende store overskud på de løbende poster i euroområdet er tegn på, at udviklingen i den samlede efterspørgsel stadig halter efter den økonomiske aktivitet. Realefterspørgslen i euroområdet ventes først i år at nå op på niveauet før den økonomiske krise (fig. 3). Den langvarige tendens med, at efterspørgslen retter sig langsommere ud end produktionen, kan både tilskrives investerings- og forbrugskomponenten og giver sig til udtryk i et outputgab, der har været negativt siden 2009 og stadig ligger under 1 %. Denne stilstand understøtter den historisk lave kerneinflation, som fortsat ligger under de pengepolitiske myndigheders mål og skaber udfordringer for gældsnedbringelsen og genoprettelsen af balance i euroområdet. Det store og stigende overskud på de løbende poster i euroområdet vil desuden kunne føre til en vedvarende lav inflation som følge af valutakursen.

Finanssektoren står over for en række udfordringer. Gennemsnitligt set er bankernes kapitalgrundlag i euroområdet forbedret, men der kan fortsat anes betydelig forskelle. Bankernes rentabilitet ligger under niveauet før krisen og ventes at falde yderligere, da den lave inflation i stigende grad lader sig afspejle i en mindsket fortjeneste og lav forrentning. Andre faktorer såsom et overudbud af banker og forældede forretningsmodeller bidrager også hertil. I nogle lande risikerer det høje niveau af misligholdte lån, som forværres af faldende fortjenester, og afviklingen af store beholdninger af dårlige aktiver at svække det allerede lave kapitalgrundlag i en række banker. Kombinationen af lav inflation, et højt niveau af misligholdte lån i nogle lande og et resterende behov for at opbygge lovpligtige kapitalbuffere risikerer at sætte en dæmper på mulighederne for kreditudvidelse.

Fig. 3: Output, efterspørgsel, handelsbalance og kerneinflation i euroområdet

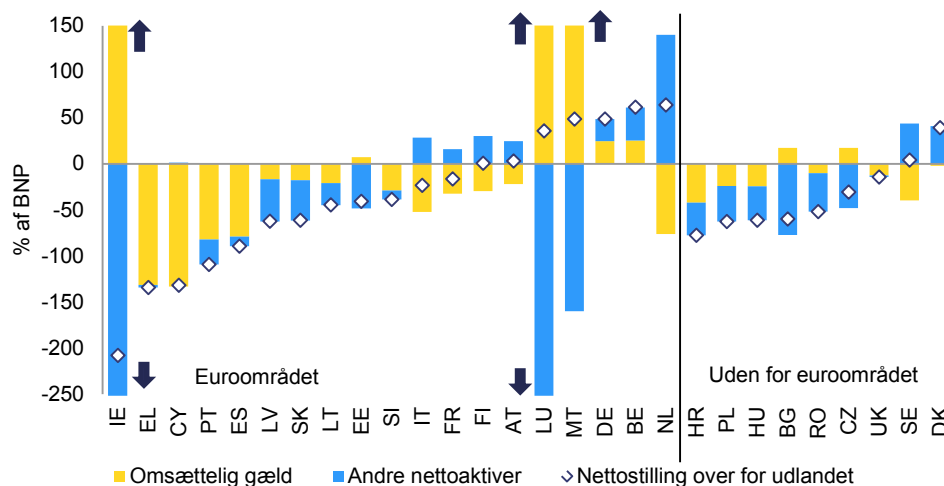


Kilde: Nationalregnskaber og Europa-Kommissionens efterårsprognose 2016 (AMECO).

En stærkere efterspørgselsdynamik og mere robuste stigninger i den nominelle vækst ville bidrage til en hurtigere gældsnedbringelse og genoprettelse af balance. Investeringskvoterne ligger fortsat under niveauet før krisen, hvilket kan ses som et muligt tegn på forventninger om lavere realafkast af kapitalen (hypotesen om "sekulær stagnation"). Det fortsat lave investeringsniveau tegner heller ikke godt for udsigterne til produktivitetsvækst. I en sådan situation risikerer euroområdet at ende i en selvforstærkende spiral med ringe forventninger, få investeringer og lav produktivitetsvækst¹¹. En koordineret indsats for at mobilisere midler til offentlige og private investeringer og støtte et opsving i efterspørgslen ville kunne bryde en sådan ond cirkel. En mere aktiv støtte til den indenlandske efterspørgsel i kreditorlandene ville supplere de pengepolitiske myndigheders tiltag og stemme overens med målene for genoprettelsen af balance. Samtidig ville strukturelle forhold, som fremmer investeringer, produktivitetsvækst og konkurrenceevnegevinster, navnlig i debitorlandene, understøtte en varig korrektion af ubalancerne og bidrage til en reduktion af gældsbyrden.

¹¹ IMF, World Economic Outlook, oktober 2016, kapitel 1.

Fig. 4: Nettostilling og nettogæld over for udlandet i 2015

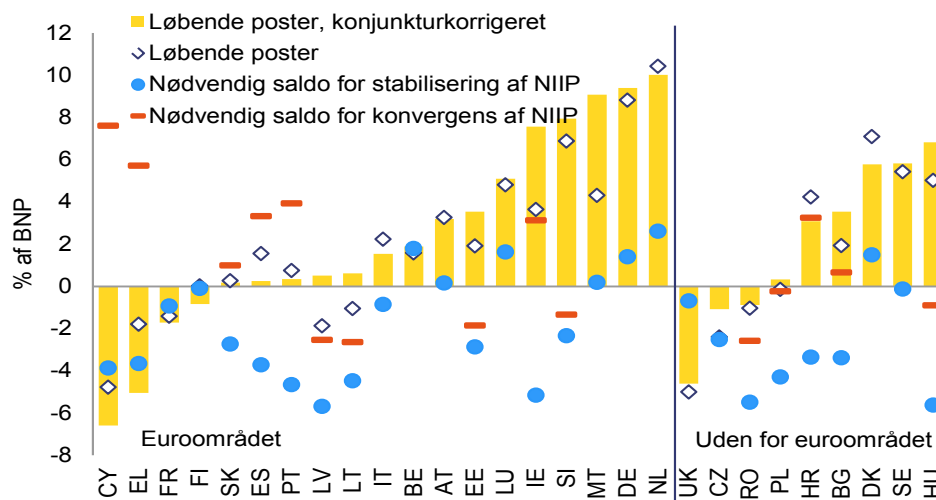


Kilde: Eurostat (BPM6, ENS2010), beregninger fra Kommissionens tjenestegrene.

Nettopassiverne over for udlandet er generelt faldende, men for det meste i et langsomt tempo. Mange debitorlande er fortsat sårbare som følge af deres negative nettostillinger over for udlandet. Indikatoren lå over grænseværdien for 15 lande i 2015, hvilket kun er ét færre end i 2014 (Tjekkiet). Alligevel er der på det seneste gjort visse fremskridt, primært som følge af overskud på betalingsbalancens løbende poster og de ofte beskedne virkninger af vækst i det nominelle BNP. De største negative nettostillinger over for udlandet ses for Cypern, Grækenland, Irland, Portugal og Spanien, mens indikatoren også ligger langt over grænseværdien for Bulgarien, Kroatien, Letland, Polen, Slovakiet og Ungarn (fig. 4). På grund af forskelle i sammensætningen af aktiver og passiver over for udlandet er der dog stor forskel på de risici og sårbarheder, der knytter sig til disse negative nettostillinger. Der knytter sig en lavere risiko til passiver i form af udenlandske direkte investeringer (hvilket navnlig er tilfældet i mange østeuropæiske lande og i Irland) eller passiver i forbindelse med egenkapitalinstrumenter (relativt store i Bulgarien, Estland, Irland, Rumænien og Tjekkiet)¹². Hvis landenes nettostillinger over for udlandet hurtigt (inden for 10 år) skal nærme sig grænseværdien på 35 % af BNP, kræver det en saldo på betalingsbalancens løbende poster, der er større end saldoen for størstedelen af debitorlandene i 2015 (fig. 5). De fleste kreditorlande (Belgien, Tyskland, Malta, Nederlandene, Sverige og Østrig) har forbedret deres nettostillinger over for udlandet yderligere i de seneste år. Selv om de risici, der knytter sig til store og stigende nettopassiver over for udlandet, ikke nødvendigvis indebærer en trussel mod en holdbar stilling på betalingsbalancens løbende poster over for udlandet, bør den hurtige og betydelige akkumulering af nettorisici for kreditorerne, særligt i forbindelse med værdireguleringer, ikke ignoreres.

¹² Strømme i udenlandske direkte investeringer og passiver relateret hertil er mindre udsatte for pludselige ophør eller udstømninger end andre former for finansielle strømme eller passiver, mens passiver i forbindelse med egenkapitalinstrumenter er behæftet med en lavere risiko end andre gældsinstrumenter som følge af potentielt betydelige værdireguleringer i krisetider.

Fig. 5: Konjunkturkorregeret saldo på de løbende poster, og den saldo, der er nødvendig for at stabilisere eller nedbringe passiverne over for udlandet i 2015

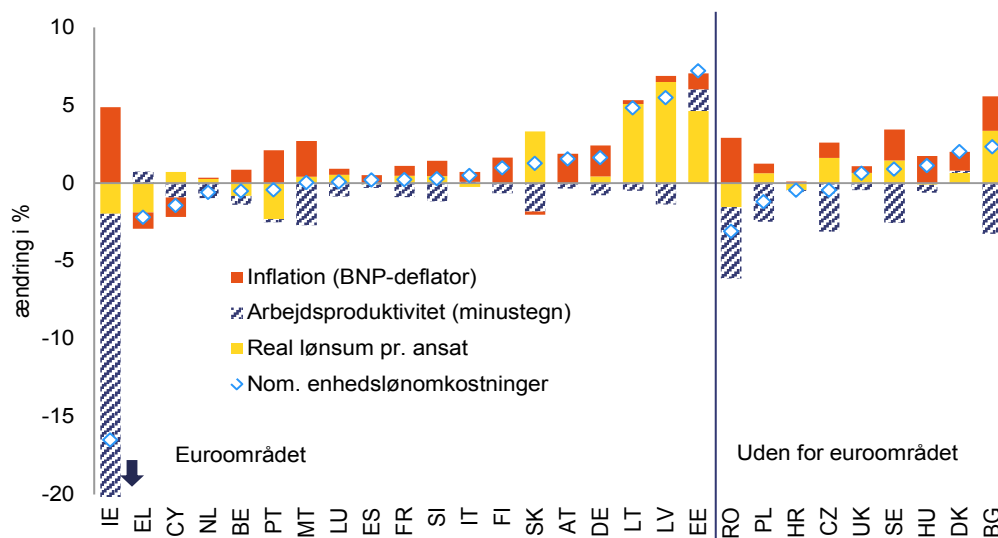


Kilde: Beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Anm.: Den konjunkturkorregerede saldo beregnes på grundlag af de estimater af outputgabet, der ligger til grund for Kommissionens efterårsprognose 2016. Den saldo, der skal til for at stabilisere eller nedbringe nettopassiverne over for udlandet, beror på følgende antagelser: Fremskrivninger af det nominelle BNP stammer fra Kommissionens efterårsprognose 2016 (frem til 2018) og dens metodologi for T+10-fremskrivninger for de efterfølgende år; følgerne af værdireguleringer 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 2015 og fremskrivninger for 2016-2018.

Forbedringen af debitorlandenes omkostningskonkurrenceevne understøtter generelt genoprettelsen af balance, men er i den seneste tid aftaget. Langt den største del af tilpasningen af enhedslønomkostningerne i lande, der havde store ubalancer over for udlandet og var udfordret på konkurrenceevnen, foregik forholdsvis hurtigt efter krisen. Den aktuelle situation med lav inflation og en begrænset spredning af prisudviklingen på tværs af landene hæmmer mulighederne for yderligere tilpasninger i relative priser. Der skete kun en begrænset udvikling i enhedslønomkostninger i 2014 og 2015 uden de store forskelle mellem landene, dog med enkelte undtagelser (fig. 6). I 2015 lå indikatoren for nominelle enhedslønomkostninger (ændring over tre år) kun uden for grænseværdien for de tre baltiske lande og Bulgarien, da lønningerne steg kraftigere end produktiviteten. Enhedslønomkostningerne steg forholdsvis hurtigere i kreditorlandene – bl.a. Danmark, Sverige, Tyskland og Ungarn – end i de fleste andre lande, men dog ikke væsentligt mere end i Frankrig og Italien. For eurolandene peger konvergens i retning af lave inflationssatser på, at den reale effektive valutakurs primært styres af ændringer i eurokursen og det relative omfang af deres handel med lande uden for euroområdet. Cypern, Frankrig, Grækenland, Irland, Italien, Portugal og Spanien registrerede alle de største fald i den reale effektive valutakurs i 2015, og indikatoren lå langt over grænseværdien for Cypern, Grækenland og Irland. For Estlands vedkommende lå indikatoren også uden for grænseværdien som følge af kursstigninger, mens der også kan spores et valutakurspres i Letland og Litauen. Hvad angår lande uden for euroområdet kunne Sverige, Tjekkiet og Ungarn ligeledes registrere de største kursfald, mens der i 2015 opstod et valutakurspres i Det Forenede Kongerige og Rumænien.

Fig. 6: Stigning i enhedslønomkostninger og dekomponering af faktorer, 2015

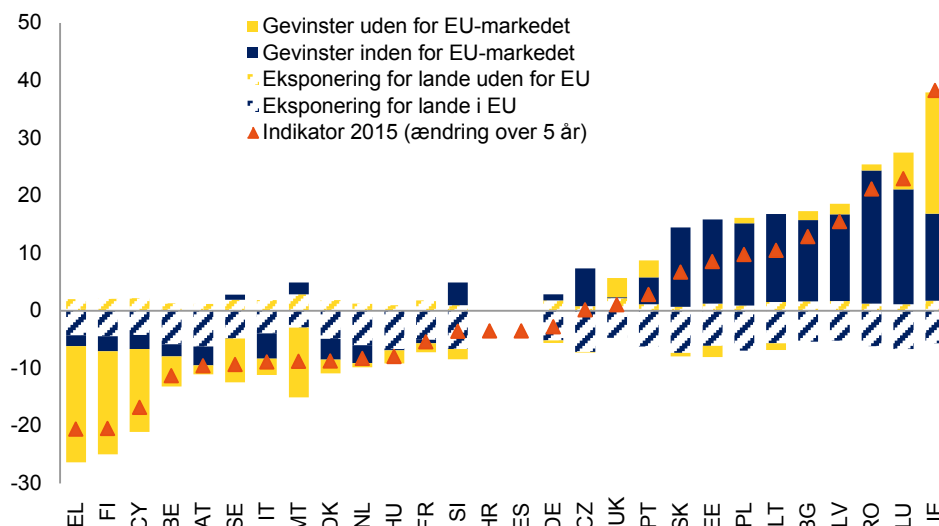


Kilde: AMECO og Eurostat. Beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

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

Ændringerne i eksportmarkedsandele tegner et broget billede. I lyset af den svage dynamik i verdenshandelen lå indikatorerne for Det Forenede Kongerige, Frankrig, Kroatien, Irland, Slovenien, Spanien og Tyskland ikke længere over grænseværdien i 2015, mens dette var tilfældet for 11 andre lande. For hovedparten af sidstnævnte lande aftog tabet af eksportmarkedsandele over fem år dog også. Denne forbedring på tværs af medlemsstaterne kan dog i høj grad tilskrives en basiseffekt. Indikatoren omfatter i øjeblikket det store tab af eksportmarkedsandele, som ramte næsten alle medlemsstaterne i 2010, hvorved andelen af akkumulerede tab automatisk er lavere (fig. 7). På årsbasis afspejler udviklingen i eksportmarkedsandele i 2013, 2014 og 2015 også forskelle i samhandelen i EU og i handelen med resten af verden. Handelen internt i EU genoptog hurtigere end handelen med lande uden for EU i 2013 og 2014, hvor der skete en opbremsning i handelen, hvilket forklarer de bedre resultater for disse to år. Efter at handelen med lande uden for EU genoptog i 2015, blev medlemsstaternes eksportmarkedsandele atter påvirket negativt.

Fig. 7: Ændring i eksportmarkedsandele over fem år i 2015



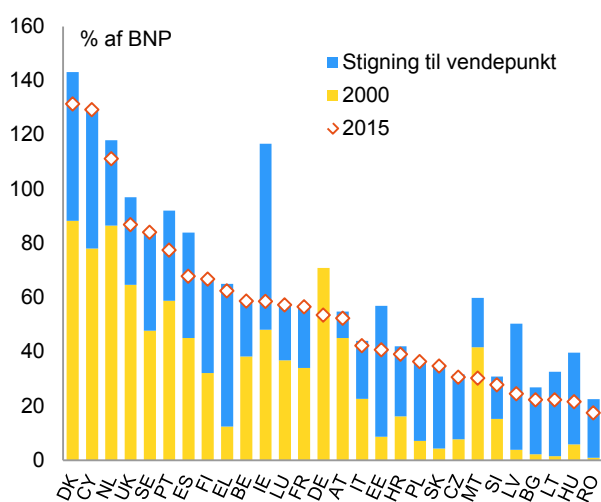
Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

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

Mange lande påvirkes stadig af overdreven gæld i den private sektor. Indikatorerne lå over grænseværdien for 13 lande i 2015, for hvilke dette også var tilfældet i 2009 – med undtagelse af Frankrig, som først overskred værdien i 2011. Cypern, Irland og Luxembourg registrerede den største private gæld, selv om særlige faktorer vedrørende multinationale selskaber spiller ind. Danmark, Nederlandene, Portugal og Sverige tegner sig for de næsthøjeste værdier. Faktorerne bag den store gæld i den private sektor varierer betydeligt på tværs af landene. I Belgien, Cypern, Finland, Irland, Luxembourg, Nederlandene, Portugal og Sverige ligger niveauet for gælden blandt både husholdninger og ikkefinansielle selskaber over EU-gennemsnittet som følge af en lang række faktorer, bl.a. nem adgang til realkreditlån før krisen (fig. 8a og 8b). I Danmark og Det Forenede Kongerige skyldes det høje niveau primært en stor gæld i husholdningerne. I Frankrig og Spanien kan de høje private gælds niveauer tilskrives både husholdningerne og de ikkefinansielle selskaber, men ingen af de to sektorer skiller sig ud i forhold til niveauet i resten af EU. Forskellene i de private gælds niveauer på tværs af landene afspejler i høj grad også forskelle i den finansielle udvikling, hvilket fremgår af store forskelle i den private sektors beholdning af finansielle aktiver, især blandt husholdningerne. Navnlig råder husholdninger i Belgien, Danmark, Det Forenede Kongerige, Italien, Malta, Nederlandene og Sverige over store aktivbeholdninger.

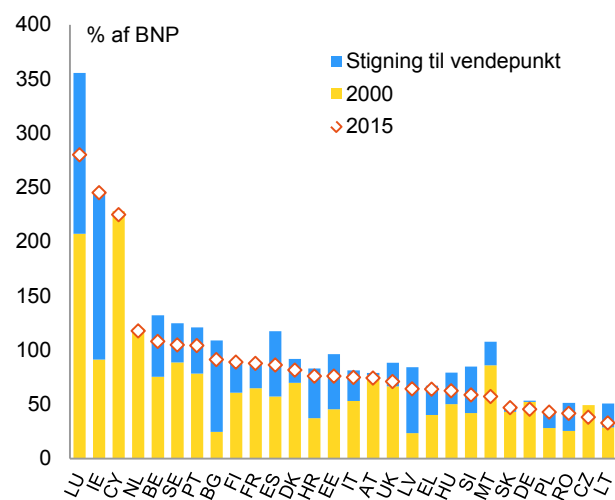
Den store gæld i den private sektor fører en række sårbarheder med sig, især i en situation med lav vækst og lav inflation, som gør det vanskeligt at nedbringe gælden. Det øger navnlig virkningerne af potentielle chok på husholdningerne og/eller ikkefinansielle selskaber, som risikerer at smitte af på banksektoren. Risiciene er endnu større i de lande (bl.a. Kroatien, Polen, Rumænien og Ungarn), hvor en stor del af gælden er stiftet i fremmed valuta.

Fig. 8a: Konsolideret gæld i husholdninger



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Fig. 8b: Konsolideret gæld i ikkefinansielle selskaber



Kilde: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

Gælden nedbringes fortsat, men det foregår langsomt og ujævnt. I mange lande fortsætter den aktive eller passive gældsnedbringelse i husholdningerne – dvs. en reducere af gældskvoterne, som i det mindste delvis skyldes negative kreditstrømme, eller en reducere af gældskvoterne som følge af et øget BNP, men med positive kreditstrømme – dog i varierende tempo og med tydelige undtagelser. Den seneste udvikling tyder på, at husholdningerne i Cypern, Grækenland, Irland, Kroatien, Letland, Portugal, Spanien og Ungarn aktivt nedbringer deres gæld og mindsker deres nettolåntagning (fig. 9a)¹³. I Danmark og Nederlandene skrider gældsnedbringelsen også fremad, men den foregår passivt (ved hjælp af en nominal vækst i BNP). I sidstnævnte tilfælde er kreditstrømmene blevet lettere positive efter to års nedgang. I modsætning hertil fortsætter gældskvoterne med at stige fra allerede

¹³ Teksten vedrører udviklingen frem til 1. kvartal 2016, og der kan derfor være forskelle i forhold til indikatorerne i resultattavlen, som vedrører 2015.

høje niveauer i Sverige og Det Forenede Kongerige, hvor nettokreditstrømmene til husholdningerne er positive som følge af en fortsat kraftig udvikling i boligpriserne. Samtidig er der gjort yderligere fremskridt med at nedbringe gælden i en række lande med den laveste gæld i husholdningerne (fig. 10a). Det gælder f.eks. Italien, Slovenien, Tyskland, Østrig og flere medlemsstater uden for euroområdet. Den seneste udvikling viser også, at de ikkefinansielle selskaber i en række lande, bl.a. Bulgarien, Danmark, Det Forenede Kongerige, Italien, Nederlandene, Portugal, Slovenien og Spanien er i færd med aktivt at nedbringe deres gæld (fig. 9b). I andre lande, primært Tyskland og Østrig, har de ikkefinansielle selskaber ikke problemer med hensyn til deres gældsætning, men er alligevel i færd med at nedbringe gælden som følge af lave investeringer og lav kreditvækst. I modsætning hertil øger nogle erhvervssektorer, som er præget af høje gælds niveauer, deres gældsætning endnu mere, herunder i nogle tilfælde som følge af positive kreditstrømme. Det er især tilfældet i Belgien, Finland og Irland (selv om der i sidstnævnte tilfælde er tale om særlige faktorer vedrørende multinationale selskabers aktiviteter).

Fig. 9a: Drivkræfter bag husholdningers gældsnedbringelse (1. kvartal 2016)

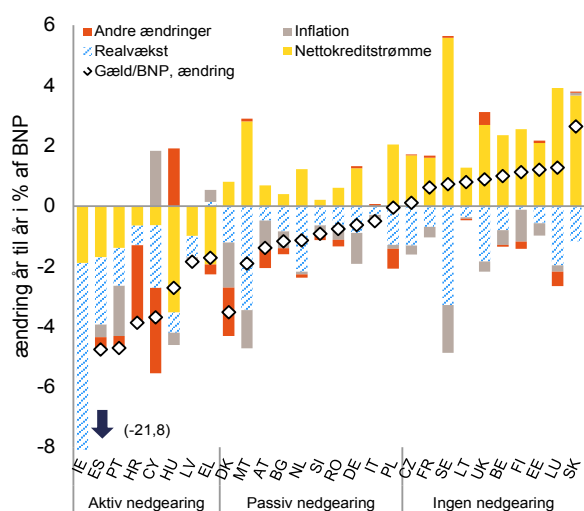
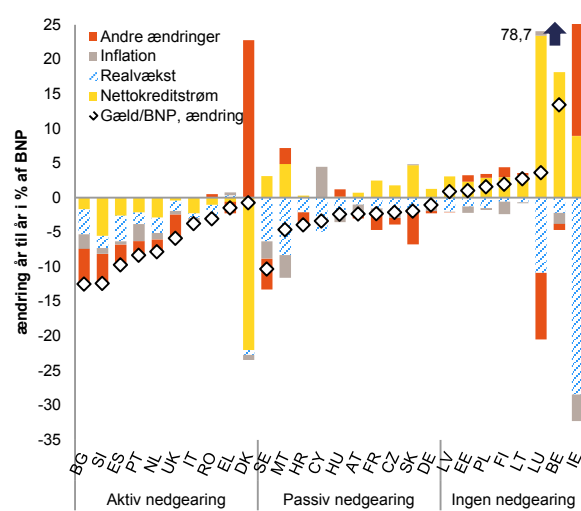


Fig. 9b: Drivkræfter bag ikkefinansielle selskabers gældsnedbringelse (1. kvartal 2016)

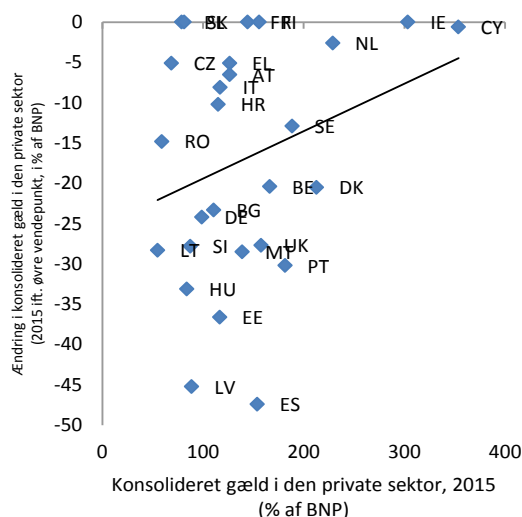


Kilder: Eurostat, beregninger foretaget af Kommissionens tjenestegrene.

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

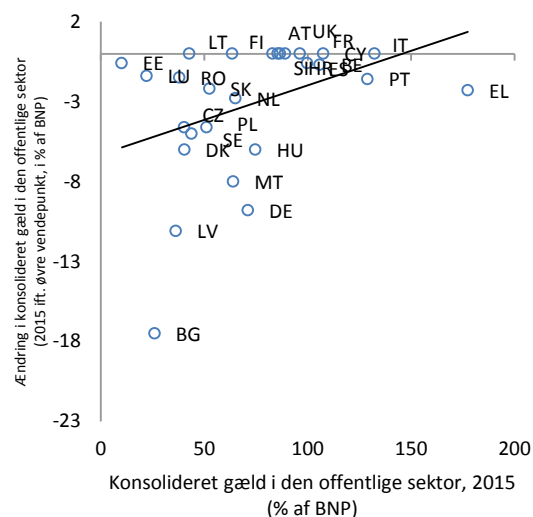
Fig. 10a: Udvikling i den private gældskvote (2015 vs. øvre vendepunkt) og private gælds niveauer (2015)

Fig. 10b: Udvikling i den offentlige gældskvote (2015 vs. øvre vendepunkt) og offentlige gælds niveauer (2015)



Kilde: Eurostat.

Anm.: Luxembourg er ikke medtaget i figuren, da særlige forhold vedrørende tilstedeværelsen af multinationale selskaber tegner sig for et fald i den private gældsskvote i 2015 på 59,2 procentpoint i forhold til det øvre vendepunkt.



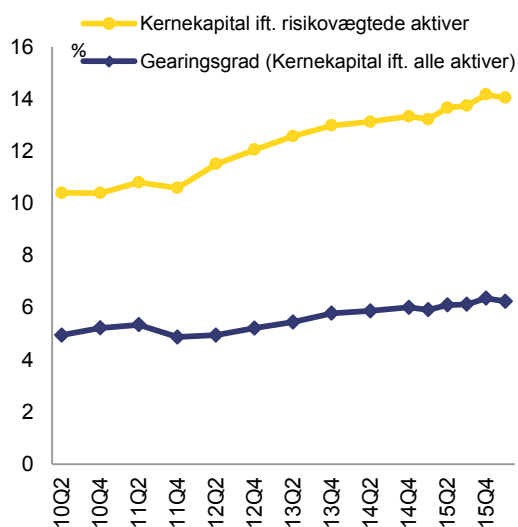
Kilde: Eurostat.

Anm.: Irland er ikke medtaget i figuren, da særlige forhold vedrørende den store justering af BNP i 2015, som primært kan tilskrives multinationale selskabers aktiviteter, tegner sig for et fald på 40,9 procentpoint i den offentlige gældsskvote i 2015 i forhold til det øvre vendepunkt (78,6 % af BNP).

Bankerne har øget deres kapitalprocenter og bliver generelt mere robuste, men de står stadig over udfordringer. Indfasningen af de nye tilsynsbestemmelser og nedgearingen i banksektoren har bidraget til, at kapitalprocenterne i bankerne i euroområdet ved udgangen af 2015 steg til 14,2 % (kernekapital i forhold til risikovægtede aktiver) i forhold til 10,4 % ved udgangen af 2011 (fig. 11a). Den generelle forbedring af bankernes kapitalpositioner er med til at gøre dem mere robuste og har skabt grundlag for en nylig stigning i långivningen på baggrund af en genoptaget produktivitetsvækst i de fleste medlemsstater. Der er dog stadig forskelle på det samlede kapitalgrundlag mellem medlemsstaterne, idet kapitalprocenten (kernekapital) ligger over 17 % i 10 lande (bl.a. Bulgarien, Luxembourg, Rumænien, Slovenien og Sverige), mens den ligger under 13 % i 6 lande, herunder Italien, Portugal og Spanien (fig. 11b). Der var en positiv nettostigning i långivningen til den private sektor i 17 medlemsstater i 2015 (og lå kun over grænseværdien for Luxembourgs vedkommende) sammenlignet med 16 i 2014, hvilket peger i retning af stadig bedre adgang til finansiering, hvilket også understøttes af undersøgelser. Den finansielle sektors passiver er gradvist begyndt at stige på årsbasis, selv om stigningerne er beskedne i de fleste medlemsstater og under grænseværdierne. Banksektorens udfordringer vedrører hovedsageligt udsigterne til rentabilitet (fig. 11c) og det høje niveau af misligholdte lån i adskillige lande (fig. 11d). Den vigtigste metode til at øge bankernes kapitaldækning har været at tilbageholde overskud, men alligevel er rentabiliteten stadig lav i de fleste medlemsstater, og ophobningen af lavt forrentede aktiver i en situation med lave renter og vedvarende forældede forretningsmodeller ventes fremadrettet at påvirke rentabiliteten yderligere. Den lave rentabilitet påvirker på sin side aktiekurserne og indvirker på bankernes evne til at rejse ny kapital på markedet og giver således begrænset mulighed for kreditudvidelse. Samtidig spiller flere af krisens eftervirkninger i form af meget høje niveauer af misligholdte lån stadig ind og tynger bankernes balancer. En række lande (Bulgarien, Cypern, Grækenland, Irland, Italien, Kroatien, Portugal, Rumænien, Slovenien og Ungarn) registrerer et højt gennemsnit for hele

bankvæsenet, men andre lande har også banker med høje andele af disse lån. I Italien og Portugal ses de store andele af misligholdte lån i kombination med en høj finansiel gearing. Saneringen er i gang, men fremskridtene er ujævne, og der er stor forskel på praksis for hensættelse til tab i de forskellige lande.

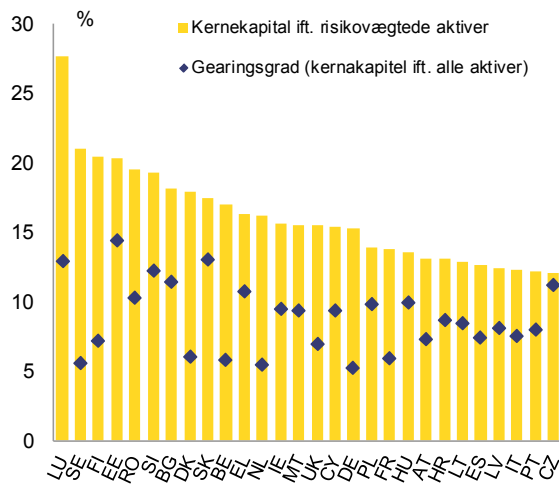
Fig. 11a: Kapitalprocenter i euroområdet



Kilde: Den Europæiske Centralbank.

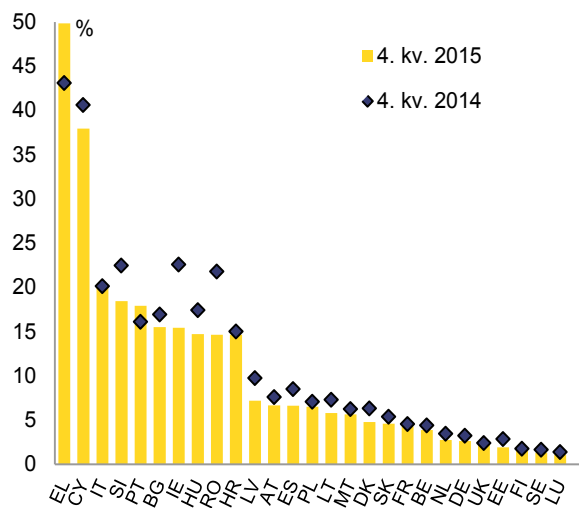
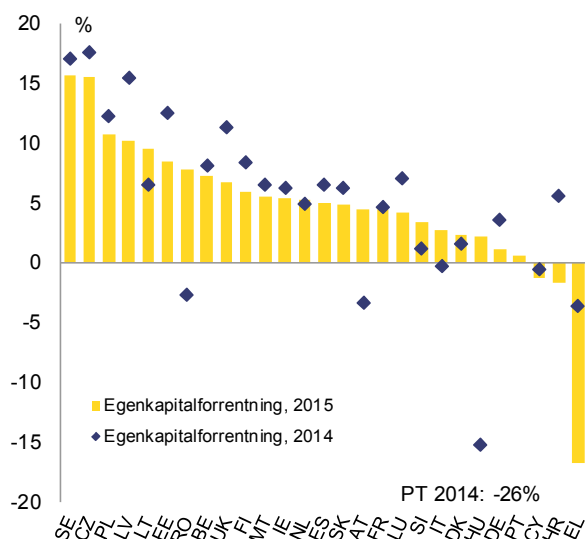
Fig. 11c: Bankernes egenkapitalforrentning

Fig. 11b: Kapitalprocenter i medlemsstaterne, 4. kvartal 2015



Kilde: Den Europæiske Centralbank.

Fig. 11d: Misligholdte lån, andel af samlede lån og forskud

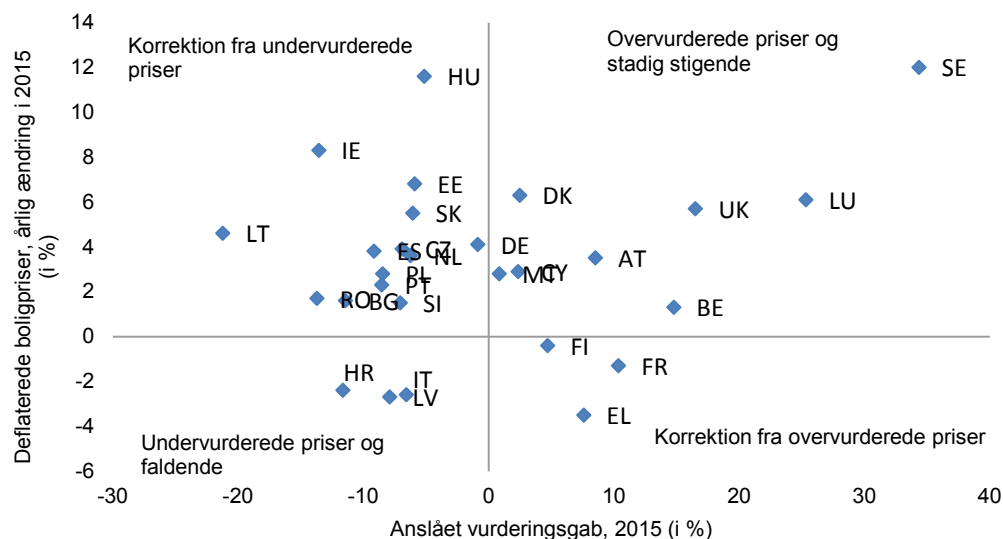


Kilder: Den Europæiske Centralbank og Den Internationale Valutafond, beregninger foretaget af Europa-Kommissionen.

Kilde: Den Europæiske Centralbank.

De reale boligpriser steg i størsteparten af medlemsstaterne i 2015. Indikatoren viser stigende boligpriser i 22 medlemsstater, og den ligger over grænseværdien for Danmark, Estland, Irland, Luxembourg, Sverige og Ungarn. I Italien, Kroatien og Letland er boligpriserne faldet fra et niveau, der allerede blev anset for at være for lavt, hvilket har udvidet det negative vurderingsgab yderligere (fig. 12). I modsætning hertil har de moderate stigninger i reale boligpriser i Finland, Frankrig og Grækenland bidraget til en reduktion af en vedvarende overvurdering. I en række andre medlemsstater har stigningerne i reale boligpriser i 2015 lagt et øget pres på et boligmarked, der allerede er præget af overvurdering. Spændingerne er særligt udtalte i Sverige, hvor stigningerne i de reale boligpriser i 2015 kom oven i et allerede betydeligt overvurderingsgab. De yderligere prisstigninger har desuden været drevet af stigende nettolångivning til husholdningerne, som allerede har en stor gæld. Danmark, Det Forenede Kongerige og Luxembourg er tre andre lande, som også har oplevet betydelige prisstigninger i 2015, der påvirker overvurderingsgabet. I alle tre tilfælde er dette også drevet af stigende nettolångivning til husholdningerne. Disse forhold kræver derfor, at der foretages en nøje overvågning af den videre udvikling. I Estland, Irland, Slovakiet og Ungarn er priserne på vej op fra alt for lave niveauer, mens prisstigningerne andre steder er moderate og kommer oven i begrænsede overvurderingsgab eller bidrager til at udligne undervurderingsgab.

Fig. 12: Vurderinger af og forskelle i boligpriserne i 2015



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

Anm.: Overvurderingsgabets anslæt på basis af et gennemsnit af forskellene mellem pris/indkomst, pris/leje og de grundlæggende modelværdier.

Den offentlige gældskvote faldt en anelse i adskillige medlemsstater i 2015, men som oftest ikke de mest gældsatte lande. Indikatoren lå over grænseværdien for 17 medlemsstater i 2015. For 10 af disse lande, bl.a. Cypern, Frankrig, Irland, Spanien og Portugal, lå indikatoren for gæld i den private sektor ligeledes over grænseværdien, hvilket har skabt et nedgearingspres i alle sektorer af økonomien. Den nuværende situation med lav vækst og lav inflation virker stadig ikke befordrende for et solidt fald i de offentlige gældskvoter til trods for medlemsstaternes bestræbelser på at mindske deres budgetunderskud (som strukturelt set faldt i 21 lande i 2015) og opbygge primære overskud (hvilket var tilfældet i 19 lande). Reduktionen af den offentlige gældskvote foregår primært i medlemsstater med en lavere gæld (fig. 10b), og de største fald kan anes i Danmark, Letland, Malta, Nederlandene og Tyskland. I modsætning hertil viser ingen af medlemsstaterne med de største offentlige gældskvoter (Belgien, Cypern, Frankrig, Grækenland, Italien, Kroatien, Portugal, Spanien) endnu tegn på at være på vej til en holdbar nedbringelse af gældskvoten. Blandt landene med en stor gæld er Irland det eneste, som har iværksat en robust og vedholdende reduktion af sin offentlige gæld med udgangspunkt i en stærk vækst i det reale og nominelle BNP. Selv om denne tendens er blevet forstærket ved de seneste opjusteringer af BNP-tallene som følge af de multinationale selskabers aktiviteter, synes den underliggende tendens også at være ved.

Boks 3: Udvikling i beskæftigelsen og andre sociale aspekter

Forholdene på arbejdsmarkedet er blevet stadig bedre i 2015 og første halvdel af 2016. Den årlige vækst i beskæftigelsen i euroområdet og i EU som helhed beløb sig til 1 % i det meste af 2015 og steg til omkring 1,6 % i første halvdel af 2016. Efter at have haltet efter væksten i medlemsstaterne uden for euroområdet mellem 2012 og 2015 har væksten i beskæftigelsen i euroområdet nu indhentet den. Arbejdsløsheden er ligeledes faldet yderligere i 2015 og første halvdel af 2016. Forskellene mellem ledighedssatserne på tværs af EU er faldet fra høje niveauer, selv om de dog stadig ligger højt

i nogle lande, særligt Grækenland og Spanien – hvor ca. 20 % af arbejdsstyrken er arbejdsløs – og i Cypern, Italien, Kroatien og Portugal, hvor arbejdsløsheden stadig ligger over 10 %. Arbejdsløshedsindikatoren (gennemsnit over tre år) lå over grænseværdien for alle disse lande i 2015 samt for Bulgarien, Frankrig, Irland, Letland, Litauen og Slovakiet. Overordnet set ligger arbejdsløsheden i andet kvartal af 2016 fortsat 1,5 procentpoint højere i euroområdet end i EU som helhed, hvilket afspejler det omfattende tilbageværende tilpasningsbehov i en række eurolande. Selv om væksten i beskæftigelsen og faldet i arbejdsløsheden indtil videre har været relativt kraftige i betragtning af den kun moderate stigning i produktivitetsvæksten i de seneste år, er det stadig usikkert, om der kan opnås en varig forbedring af situationen på arbejdsmarkedet med et sløvt opsving.

Beskæftigelsen er steget i næsten alle medlemsstater. Beskæftigelsesfrekvensen (20-64-årige) nåede op på 70 % i 2015 for hele EU og steg yderligere til 71 % i andet kvartal af 2016, og ligger nu for første gang over sit højeste niveau på 70 % i 2008. Erhvervsfrekvensen (15-64-årige) er næsten steget overalt, men faldt i Cypern og svandt en smule ind i Belgien og Tyskland. I 2015 lå erhvervsfrekvensen i EU og i euroområdet på henholdsvis 72,5 % og 72,4 %, hvilket er ca. 3 og 2 procentpoint over niveauet før krisen. Det afspejler muligvis en øget indtræden på arbejdsmarkedet under krisen for at give et ekstra bidrag til husstandsindkomsten i en situation med øget usikkerhed vedrørende job og arbejdsindkomst samt en øget arbejdsmarkedsdeltagelse blandt ældre og kvinder.

Antallet af nyansættelser blandt jobsøgende, der har været ledige i mere end 12 måneder, begyndte at stige i 2015. Derimod var det fald i arbejdsløsheden, som blev konstateret i starten af opsvinget, hovedsageligt knyttet til et fald i arbejdsophørsprocenten. Langtidsledigheden faldt derfor i det meste af EU i 2015, selv om den stadig ligger meget højt. 8 lande registrerede langtidsledighedssatser, der var 0,5 procentpoint højere eller mere end for tre år siden. De højeste satser ses i Grækenland, Kroatien og Spanien, hvor mere end 10 % af den aktive befolkning har været uden job i over et år.

Ungdomsarbejdsløsheden er faldende. Ungdomsarbejdsløsheden er faldet i alle medlemsstaterne, undtagen i Finland og i mindre grad i Frankrig, Malta og Østrig. Ungdomsarbejdsløsheden er faldet langt hurtigere end den samlede arbejdsløshed, hvilket afspejler en kraftigere konjunktureffekt og et uudnyttet arbejds potentiale i lande med høj arbejdsløshed. Indikatoren for ændring over tre år lå over grænseværdien for Belgien, Cypern, Finland og Italien. I 2015 kunne der også generelt registreres fald i andelen af unge, der hverken er under uddannelse eller i beskæftigelse, men disse var dog mindre udbredte end fald i ungdomsarbejdsløsheden, og indikatoren er stadig tocifret for to tredjedele af EU-medlemsstaterne.

Arbejdsmobilitet og migration har hjulpet med at lindre ubalancerne på arbejdsmarkedet. Omfanget heraf og deres relevans for at udjævne arbejdsløsheden er dog stadig begrænset generelt set. I 2015 fandt den største nettotilstrømning af personer sted i lande med den laveste arbejdsløshed i 2014 (navnlig Tyskland, Luxembourg og Østrig), mens nogle af de største nettoudstrømninger faldt sammen med nogle af de største fald i ledigheden i 2015 (bl.a. Grækenland, Kroatien, Letland og Litauen). Den umiddelbart manglende forbindelse mellem stigende tilstrømning i modtagerlande og udstrømning i oprindelseslande i EU kan skyldes den stigende betydning af migration fra lande uden for EU, f.eks. flygtninge fra Mellemøsten.

De sociale forhold forbedres langsomt, men er stadig hårde i en række medlemsstater. Andelen af personer i risiko for fattigdom og social udstødelse faldt fra 24,4 % i 2014 til 23,7 % i 2015 og er således faldet i mere end tre fjerdedele af medlemsstaterne i 2015 sammenlignet med 2014 og i mere end halvdelen af landene sammenlignet med for tre år siden (indikatoren i resultattavlen)^{14 15}. Faldet

¹⁴ Denne indikator svarer til summen af personer, som: er i risiko for fattigdom (efter sociale overførsler), dvs. økonomisk fattigdom, eller lider alvorlige materielle afsavn, eller lever i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet. En person tælles kun med én gang, selv om vedkommende hører til flere underindikatorer. Risiko for fattigdom er fastsat som personer med en ækvivalent disponibel indkomst, som ligger under 60 % af den nationale ækvivalente disponible medianindkomst. Alvorlige materielle afsavn defineres ud fra indikatorer for manglende midler, dvs. ud fra antallet af

over de seneste tre år var mest markant i Bulgarien, Letland, Rumænien og Ungarn, mens Cypern, Grækenland, Nederlandene, Portugal og Spanien kunne registrere de største stigninger. Der er stor forskel på tallene med en andel på 40 % i Bulgarien og Rumænien og mindre end 20 % i Frankrig, Nederlandene, Tjekkiet og de nordiske lande. Sammenlignet med årene før krisen er risikoen faldet i flere central- og østeuropæiske lande (særligt i Polen og Rumænien) og steget i de fleste andre lande (navnlig i Cypern, Grækenland og Spanien). Længere perioder med svære sociale forhold kan have en negativ indvirkning på den potentielle vækst i BNP på forskellige måder, og det risikerer at forværre de makroøkonomiske ubalancer.

Udviklingen i andelen af personer i risiko for fattigdom eller social udstødelse skyldes flere faktorer. For det første er andelen af personer i risiko for fattigdom (økonomisk fattigdom) steget i de fleste medlemsstater i de seneste år – både hvad angår ændringen over tre år og på årsbasis. For det andet er tallene for alvorlige materielle afsavn faldet over tre år i mange medlemsstater. Der er konstateret markante fald i antallet af personer med alvorlige materielle afsavn, som er en absolut fattigdomsindikator, i de fattigste medlemsstater, hvilket er tegn på, at disse lande er ved at nå op på et højere indkomstniveau. Indikatoren for alvorlige materielle afsavn er steget i lande, der har et højere BNP pr. indbygger, men som er blevet hårdere ramt af krisen, navnlig Grækenland, Italien og Spanien. Hvor der på det seneste har været et fald i eller en stabilisering af antallet af personer (under 60), der lever i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet, viser indikatoren for ændringen over tre år stadig, at størsteparten af EU-lande har registreret stigninger eller i bedste fald en stabilisering i forhold til 2012.

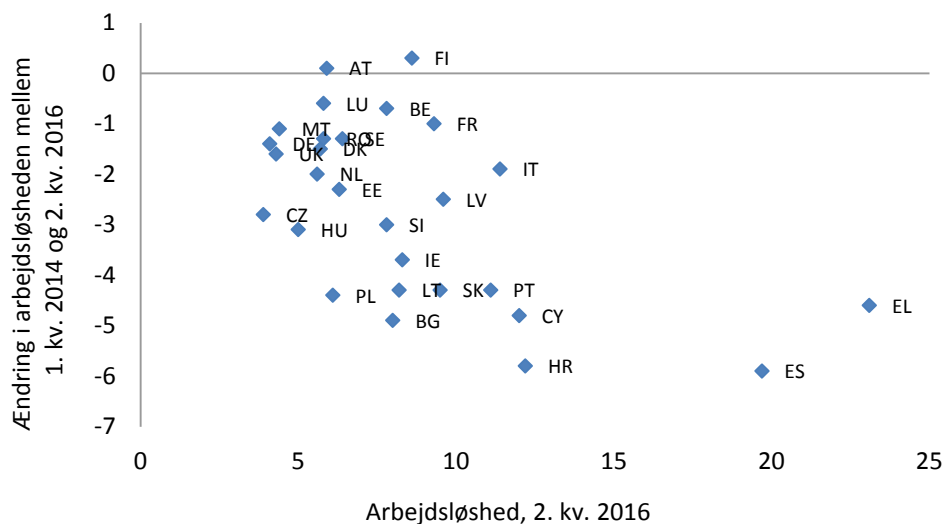
Indkomstuligheden er steget i de fleste EU-lande i løbet af krisen¹⁶. Indkomstuligheden har dog stabiliseret sig eller faldt i 2015 i adskillige medlemsstater. Lande som Litauen og Rumænien har dog registreret de kraftigste stigninger fra et niveau, der allerede var dårligere end gennemsnittet.

Fig. 13: Udvikling i arbejdsløsheden (20-64-årige), 1. kvartal 2014 ift. 2. kvartal 2016

personer, der må klare sig uden 4 ud af 9 grundlæggende ting. Personer, der lever i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet, er personer i alderen 0-59 år, der lever i husholdninger, hvor de voksne (18-59 år) i det foregående år har udført arbejde svarende til under 20 % af deres samlede arbejdspotentialer. Der findes ingen data for 2015 for Irland, Italien, Kroatien og Luxembourg.

¹⁵ Der er ophold i dataserierne for Bulgarien, Estland og Rumænien.

¹⁶ Ulighed målt efter S20/S80-kvintilsatsen for indkomster og Gini-koefficienten for ækvivalent disponibel indkomst. Førstnævnte sammenligner indkomsten mellem dem, der ligger nederst i den øverste kvintil, og dem, der ligger øverst i den nederste kvintil i indkomstfordelingen. Sidstnævnte er defineret som forholdet mellem de kumulerede andele af befolkningen fordelt efter deres ækvivalente disponible indkomstniveauer og den kumulerede andel af den ækvivalente disponible indkomst, som de modtager: den ligger mellem 0, hvor indkomsten er fordelt ligeligt på hele befolkningen, og 1, hvor al indkomsten i landet er optjent af én person. Dataene viser i noget forskellig retning for de to metoder: S80/S20-kvintilsatsen viser færre fald end Gini-koefficienten i de senere år, men den viser dog også en mindre stigning i løbet af krisen.



Kilde: Eurostat.

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

- En række medlemsstater er påvirket af *mangeartede og indbyrdes forbundne sårbarheder relateret til beholdninger og/eller strømme*. Det gælder bl.a. de lande, der blev hårdest ramt af de kraftige kreditudsving – ofte i forbindelse med likviditets- og solvensproblemer i deres banksektor – og de kraftigste ændringer af betalingsbalancens løbende poster. I en række lande (Cypern, Kroatien, Portugal) falder en stor gæld i den private sektor sammen med en stor offentlig gæld, meget negative nettostillinger over for udlandet og tilbageværende udfordringer for banksystemet. Disse lande har stadig et betydeligt behov for gældsnedbringelse i en situation med begrænset finanspolitisk råderum, høj arbejdsløshed, lav inflation og lav vækst i reelt BNP. I Bulgarien, Irland, Slovenien og Spanien er sårbarhederne også betragtelige og indbyrdes forbundne, men der er dog gjort hurtigere fremskridt med hensyn til at få bugt med dem end i førnævnte lande.
- I enkelte medlemsstater skyldes sårbarhederne hovedsagelig en *stor offentlig gæld* og betænkeligheder vedrørende *vækst i det potentielle output og konkurrenceevnen*. Det gælder navnlig Italien, hvor sårbarhederne også er knyttet til banksektoren og navnlig den store andel af misligholdte lån. Belgien og Frankrig står også over for udfordringer med hensyn til den offentlige gæld og den potentielle vækst, men er dog ikke ramt af de samme potentielle risici i forbindelse med sårbare banker.
- Nogle medlemsstater er kendetegnet ved *store og vedvarende overskud på betalingsbalancens løbende poster*, som afspejler et svagt privat forbrug og få investeringer. Det er navnlig tilfældet i Danmark, Nederlandene, Sverige og Tyskland. Hvad angår Tyskland er dette kombineret med en gældsnedbringelse i alle sektorer af

økonomien, selv om niveauet ikke er højt relativt set. De store og vedvarende overskud kan indebære tabte vækstmuligheder og en stigende kreditorrisiko. Desuden har den svage aggregerede efterspørgsel konsekvenser for resten af euroområdet i en situation med lav vækst og lav inflation.

- I nogle medlemsstater viser *udviklingen i priser eller omkostningsvariabler mulige tegn på overophedning*. I Sverige såvel som i Danmark, Det Forenede Kongerige og Luxembourg vedrører prispresset primært boligsektoren kombineret med en betydelig gæld i husholdningerne. I Bulgarien, Estland, Letland og Litauen stiger enhedslønomkostningerne fortsat forholdsvis hurtigt.
- I nogle medlemsstater er sårbarhederne og de mulige uholdbare tendenser hovedsageligt koncentreret i *bestemte sektorer af økonomien*. I Nederlandene knytter der sig stadig sårbarheder til husholdningernes gældsætning og boligmarkedet kombineret med et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster. I Finland vedrører sårbarhederne primært konkurrenceevnen som følge af en strukturel omstilling i økonomien.

Alt taget i betragtning er der behov for en dybdegående undersøgelse for 13 lande¹⁷. Der blev foretaget en dybdegående undersøgelse af de pågældende lande i det foregående forløb, hvor der i alt blev foretaget 19 dybdegående undersøgelser. Selv om det reducerede antal dybdegående undersøgelser afspejler fremskridt med hensyn til at få bugt med ubalancerne, kan der stadig konstateres sårbarheder, selv i lande, som på nuværende tidspunkt ikke giver anledning til at udarbejde en dybdegående undersøgelse, og der vil fortsat blive holdt nøje øje med udviklingen, som det også fremgår af afsnit 3. Sammenlignet med rapporten fra 2016 kan der især konstateres fremskridt med hensyn til at rette op på ubalancerne i forhold til udlandet i debitorlandene, samtidig med at der fortsat har været fremgang på arbejdsmarkederne. Tilpasningen af de eksterne og interne ubalancer foregår dog langsomt og giver stadig anledning til risici og sårbarheder i mange lande, samtidig med at de lægger en dæmper på investeringsudsigterne og det økonomiske opsving. Det begyndende prispres betyder, at der bør holdes et vågent øje i nogle lande.

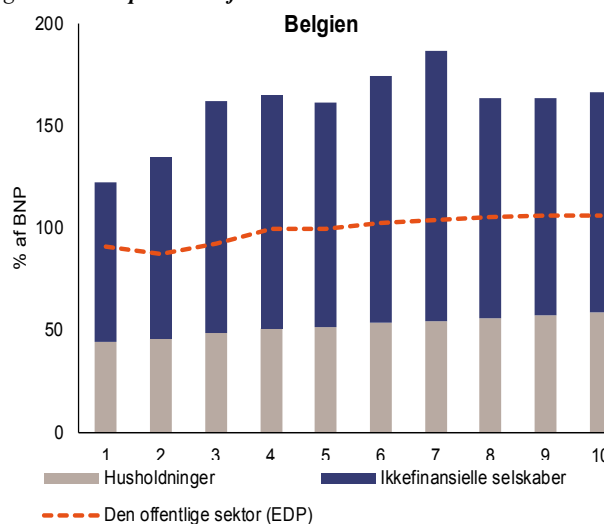
¹⁷ Det drejer sig om Bulgarien, Cypern, Finland, Frankrig, Irland, Italien, Kroatien, Nederlandene, Portugal, Slovenien, Spanien, Sverige og Tyskland.

3. UBALANCER, RISICI OG TILPASNING: LANDESPECIFIKKE BEMÆRKNINGER

Belgien: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Belgien i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig ændringen i eksportmarkedsandele, gæld i den private og den offentlige sektor samt ændring i langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

Holdbarheden over for udlandet understøttes af en ligevægtig stilling på betalingsbalancens løbende poster og en meget gunstig nettostilling over for udlandet. Det akkumulerede tab af eksportmarkedsandele er stadig betragteligt, men er dog blevet holdt i ave i de seneste år, selv om der atter blev konstateret tab i 2015. Denne tendens ventes at vare ved, samtidig med at væksten i enhedslønsmkostninger ventes at aftage mærkbart. Der er fortsat en stor privat gæld i de ikkefinansielle selskaber – dog er den udbredte praksis for koncernintern finansiering med til at hæve tallene. Risiciene i forbindelse med gælden i husholdningerne kan primært henføres til boligmarkedet. De reale boligpriser har ligget forholdsvis stabilt i de senere år, men der er ikke foretaget nogen korrektion for de kraftige stigninger før 2008. Den offentlige gæld er stabil men stor og udgør stadig en betydelig udfordring for holdbarheden i de offentlige finanser på lang sigt. De seneste tal tyder på, at stigningen i langtidsledigheden er konjunkturbestemt, hvorimod den store og vedvarende ungdomsarbejdsløshed er af mere strukturel karakter. Antallet af personer, der lever i husholdninger med meget lav arbejdsintensitet, er blandt de højeste i alle medlemsstaterne, hvilket understreger den meget polariserede situation på det belgiske arbejdsmarked.

Fig. A1: *Gæld på tværs af sektorer i økonomien*



Kilde: Eurostat

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til konkurrenceevnen, den offentlige gæld, boligpriserne og den måde, arbejdsmarkedet fungerer på, selv om risiciene i forbindelse med disse udfordringer er begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Bulgarien: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Bulgarien befandt sig i en situation med *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer* som følge af de fortsatte svagheder i finanssektoren og en stor gældsætning i virksomhederne, samtidig med at arbejdsløsheden er

høj. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, væksten i enhedslønomkostninger og arbejdsløsheden.

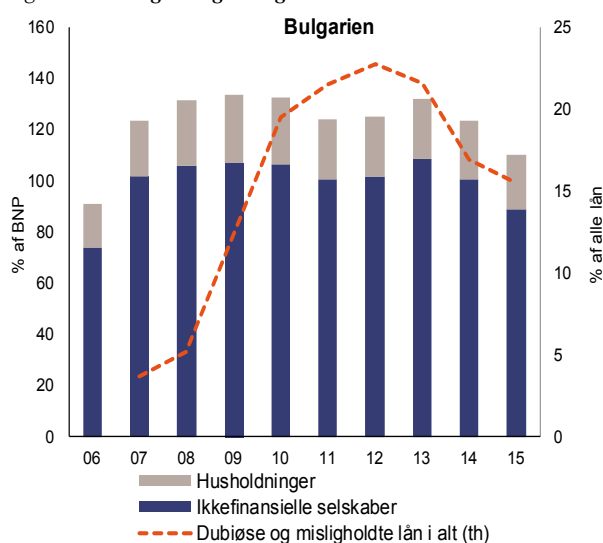
Nettostillingen over for udlandet er stadig negativ og ligger over grænseværdien, men forbedres løbende som følge af et overskud på betalingsbalancens løbende poster. Der er vundet eksportmarkedsandele over de sidste fem år trods tab i 2015. Væksten i enhedslønomkostninger aftager støt, selv om det treårige gennemsnit stadig ligger over den vejledende grænseværdi. Gælden i den private sektor og særligt i ikkefinansielle selskaber vækker stadig bekymring, men de seneste tal peger i retning af en kontrolleret men dog langsom gældsnedbringelse. Finanssektoren er stadig sårbar, og de mangelfulde insolvensregler er stadig en udfordring. Niveauet for misligholdte lån er faldet, men er dog stadig højt. Der er foretaget en kvalitetsvurdering af aktiverne og stresstest i banksektoren, og der blev ikke konstateret et særligt behov for ekstra kapital i sektoren. Der er dog behov for en stringent gennemførelse af opfølgende foranstaltninger, bl.a. via de henstillinger, som den bulgarske centralbank har rettet til de enkelte banker. Der foregår en lignende gennemgang af forsikrings- og pensionssektorerne. Arbejdsløsheden ligger stadig over den vejledende grænseværdi, men er på vej ned som følge af den seneste fremgang i BNP-væksten, mens langtidsledigheden ikke længere ligger over den vejledende grænseværdi. De vedvarende strukturelle udfordringer på arbejdsmarkedet såsom en lav erhvervsfrekvens og kvalifikations- og kompetencemismatch vækker stadig bekymring.

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

Tjekkiet: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Tjekkiet i den foregående runde af proceduren. Ingen indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier.

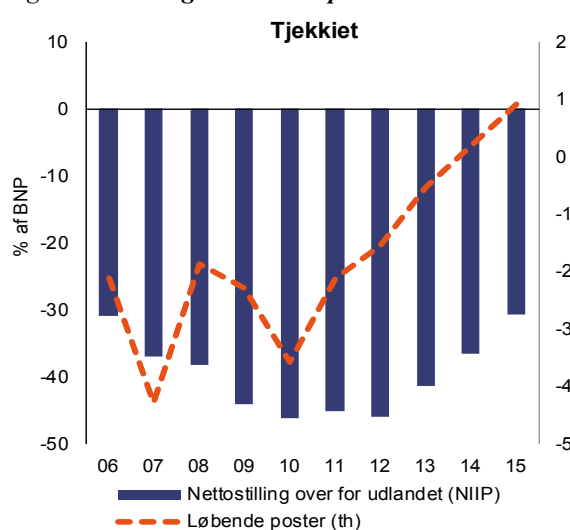
Der er sket betydelig fremgang på betalingsbalancens løbende poster i de seneste år, og gennemsnittet over tre år blev således

Fig. A2: *Privat gæld og misligholdte lån*



Kilde: Eurostat og ECB

Fig. A3: *NIIP og de løbende poster*



Kilde: Eurostat

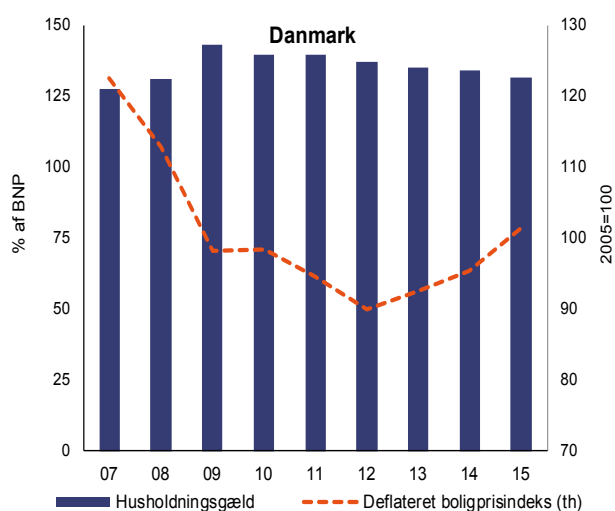
positivt i 2015. Nettostillingen over for udlandet er gradvist reduceret og lå inden for grænseværdien i 2015, delvis som følge af den tjekkiske centralbanks fortsatte akkumulation af aktiver i udenlandsk valuta for at holde den nedre vekselkurs i forhold til euroen. Risiciene i forbindelse med Tjekkiets stilling over for udlandet er generelt begrænsede, eftersom mange af passiverne over for udlandet består i udenlandske direkte investeringer, og nettoudlandsgælden er derfor meget lav. Der blev hentet yderligere konkurrenceevnegevinster i 2015 med en mindre stigning i eksportmarkedsandele og et mindre fald i enhedslønomkostninger. Denne positive udvikling risikerer at blive vendt som følge af en tiltagende lønudvikling og centralbankens ophævelse af den nedre vekselkurs. Risiciene for den interne balance synes lave. Til trods for den øgede tillid blandt husholdningerne med hensyn til at træde ind på boligmarkedet faldt gælden i den private sektor en anelse i 2015 og ligger fortsat inden for grænseværdien. Væksten i reale boligpriser tiltog også en anelse i 2015. Banksektoren, som overvejende er udenlandsk ejet, er også stabil, og finanssektorens samlede forpligtelser steg kun marginalt i 2015. Den offentlige gæld er faldet og ventes at fortsætte tendensen og ligge inden for grænseværdien. Arbejdsløsheden er lav.

Overordnet set peger den økonomiske analyse i retning af begrænsede eksterne risici 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 makroøkonomiske ubalancer i Danmark i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster, ændringer i eksportmarkedsandele, reale boligpriser og gæld i den private sektor.

Der er fortsat et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster. Det afspejler store opsparinger i den private og den offentlige sektor, betydelige indtægter fra investeringer i udlandet samt begrænsede erhvervsinvesteringer. Danmark har en stor nettoformue over for udlandet, selv om den faldt en smule i 2015 som følge af værdireguleringer. Det akkumulerede tab af eksportmarkedsandele blev mindre i 2015, selv om der blev registreret yderligere tab på årsbasis, men de forventes at være begrænsede i de kommende år. Den svage eksport i den seneste tid kan delvis tilskrives nedturen i olie- og gassektoren samt i shippingsektoren. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen er forholdsvis stabile. Gælden i den private sektor faldt marginalt i 2015, men er dog stadig meget stor. Den forholdsvis høje gæld i husholdningerne afspejler en særlig finansieringsmodel for

Fig. A4: **Husholdningsgæld og boligprisindeks**



Kilde: Eurostat

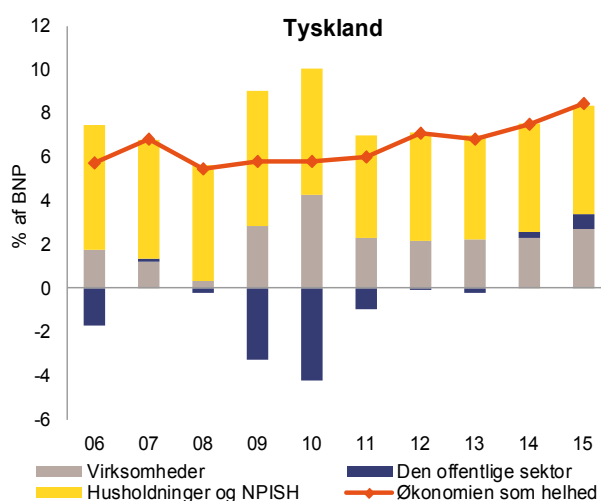
realkreditinstitutter og et avanceret pensionssystem. Nedbringelsen af gælden foregår meget langsomt, da der er meget få incitamenter til at afvikle gæld, mens der er store fordele ved at opbygge friværdi. Væksten i reale boligpriser lå over grænseværdien i 2015 på baggrund af meget lave rentesatser, hvilket giver anledning til nærmere overvågning. Banksektoren er sund, og der er en begrænset kreditudvikling. De regulerings- og tilsynsmæssige foranstaltninger til at øge finanssektorens stabilitet og fjerne husholdningernes incitamenter til at stifte gæld begynder gradvist at få virkning. Arbejdsløsheden er lav.

Overordnet set peger den økonomiske analyse i retning af mulige udfordringer relateret til den private gæld og boligsektoren, men risiciene synes at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Tyskland: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Tyskland befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig indebar en risiko som følge af overdreven opsparing og afdæmpede private og offentlige investeringer. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig overskuddet på de løbende poster og gæld i den offentlige sektor.

I 2015 steg overskuddet på de løbende poster yderligere fra et allerede meget højt niveau på baggrund af et stærkere bytteforhold som følge af de lavere oliepriser og en gunstig vekselkurs. Dette overskud ventes at forblive højt i de kommende år. Investeringerne ventes fortsat at være lave, og investeringskvoten har således ligget på det samme lave niveau siden 2011. Den meget store nettoformue over for udlandet er fortsat steget kraftigt. Enhedslønomkostningerne steg til over gennemsnittet i euroområdet, hvorved det negative løngab til euroområdet gradvist er blevet lukket. Kreditstrømmene i den private sektor er blevet genoptaget, og nedgearingen er fortsat samtidig med at virksomhederne og husholdningerne har øget deres opsparing. Stigningerne i reale boligpriser er taget til, men indikatoren ligger stadig inden for grænseværdien. Den offentlige gældskvote er fortsat med at falde. Finanssektoren oplever stadig et pres som følge af lav rentabilitet. De meget lave og faldende arbejdsløshedstal afspejler et robust tysk arbejdsmarked.

Fig. A5: *Fordringserhvervelse pr. sektor*



Kilde: Kommissionens tjenestegrene.

NPISH: nonprofit-institutioner rettet mod husholdninger

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til det meget store og stigende overskud på betalingsbalancen og en kraftig afhængighed af en udenlandsk efterspørgsel, hvilket indebærer en risiko for væksten og understreger nødvendigheden af i højere grad at rette fokus mod indenlandske kilder. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts er

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

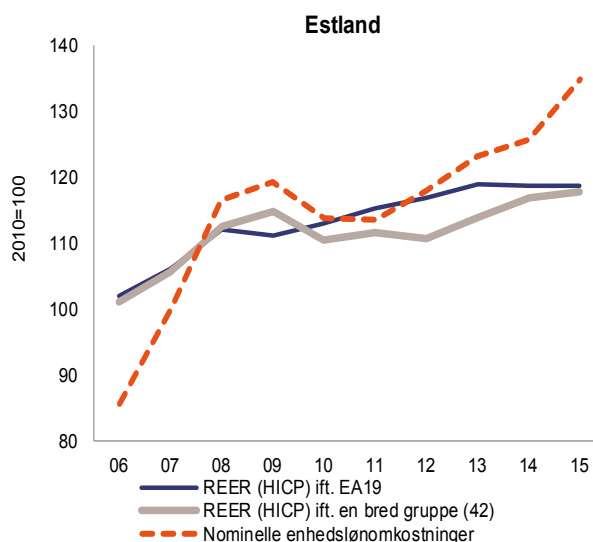
Estland: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Estland i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig den negative nettostilling over for udlandet, den reale effektive valutakurs, enhedslønomkostningerne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

Den negative nettostilling over for udlandet ligger fortsat uden for grænseværdien, men er blevet forbedret. Mere end halvdelen af passiverne over for udlandet udgøres af udenlandske direkte investeringer, hvilket nedbringer risiciene. Der har været et overskud på betalingsbalancens løbende poster siden 2014, båret frem af en stærk og stabil eksport af tjenesteydelser. De akkumulerede gevinster i eksportmarkedsandele er stadig betydelige, selv om der blev registreret væsentlige tab i 2015. Indikatoren for den reale effektive valutakurs ligger en anelse over grænseværdien, men ventes at falde. Stigningen i nominelle enhedslønomkostninger afspejler en fortsat nedgang i befolkningen i den erhvervsaktive alder, hvilket fører til en øget lønudvikling. Faldet i oliepriserne og rublens kursfald har hæmmet Estlands eksport, bl.a. også i landets forholdsvis store skiferolieindustri. Væksten i reale boligpriser er aftagende, efterhånden som boligudbuddet får indhentet efterspørgslen. Den private sektors gæld ligger inden for grænseværdien, men er dog ved at nå den nedre grænse, efterhånden som långivningen, navnlig til virksomhederne, gradvist stiger. Den offentlige gæld er derimod stabil og på det laveste niveau i EU. Langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden samt tallene for alvorlige materielle afsavn er faldet yderligere.

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

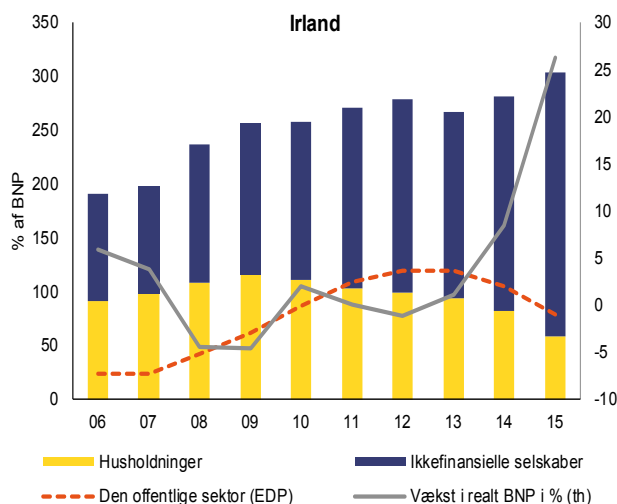
Irland: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Irland befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer* i forbindelse med den store andel af passiver over for udlandet og sårbarheder som følge af gæld i den private og den

Fig. A6: REER og enhedslønomkostninger



Kilde: Eurostat, Kommissionens tjenestegrene

Fig. A7: Gæld på tværs af sektorer i økonomien og vækst i reelt BNP



Kilde: Eurostat

offentlige sektor. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, den reale effektive valutakurs, den private gæld, de reale boligpriser, den offentlige gæld og arbejdsløsheden.

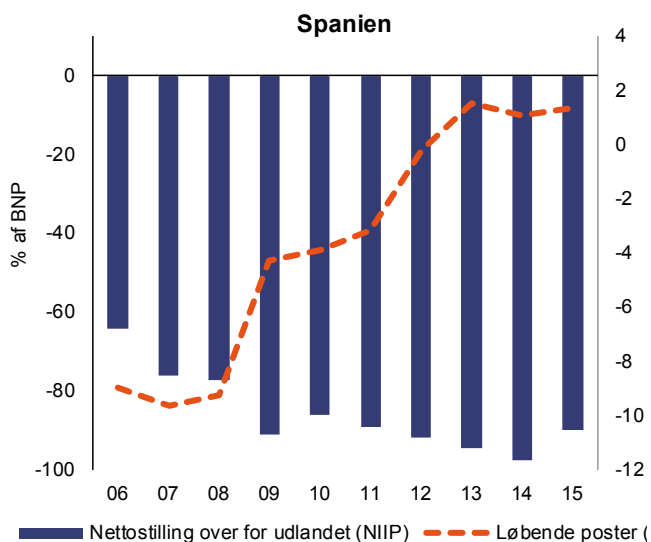
Der skete en betydelig forværring af nettostillingen over for udlandet i 2015, som delvis kan tilskrives nogle multinationale selskabers aktiviteter, der havde en begrænset indvirkning på den hjemlige økonomi. Irland har i de seneste år haft et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster. Det afspejler i nogen grad en genoprettelse af balance i økonomien og en forbedret konkurrenceevne samt en forholdsvis positiv udvikling i den reale effektive valutakurs. På grund af omfanget og virkningerne af de multinationale selskabers aktiviteter er det imidlertid vanskeligt at foretage en vurdering af den grundlæggende saldo på de løbende poster og saldoen over for udlandet. Den private gældskvote er stadig høj, og husholdningerne er fortsat med aktivt at nedbringe gælden, hvorimod det er vanskeligere at tolke situationen blandt ikkefinansielle selskaber i betragtning af de multinationale selskabers andel af den samlede gæld i virksomhederne. Andelen af misligholdte lån er høj, men udviser dog en faldende tendens, hvorimod de længerevarende restancer på realkreditlån vækker bekymring. Stigningerne i boligpriserne er stilnet af – dog med store regionale forskelle – og stigningerne kan primært tilskrives et begrænset boligudbud. Ejendomspriserne ligger langt under deres øvre vendepunkt, hvorimod priserne på lejeboliger nu ligger på det højeste niveau. Den offentlige gæld har fulgt en nedadgående tendens og faldt også betydeligt i 2015 som følge af en ekstraordinær opjustering af BNP. Arbejdsløsheden (gennemsnit over tre år) ligger tæt på grænseværdien, da den er fortsat nedad takket være en stærk jobskabelse. Langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden er også faldet betragteligt.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en holdbar stilling over for udlandet, finanssektoren samt den private og den offentlige gæld. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller afvikles ubalancer.

Spanien: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Spanien befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig indebar en risiko som følge af den store interne og eksterne gæld, der både findes i den offentlige og den private sektor, og den høje arbejdsløshed. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, den private og den offentlige gæld og arbejdsløsheden.

Fig. A8: NIIP og de løbende poster

Arbejdet med at genoprette balance over for udlandet er fortsat, og der ventes et moderat overskud på betalingsbalancens løbende poster på mellemlang sigt. Denne tilpasning er først nu begyndt at afspejle sig i en nedbringelse af Spaniens passiver over for udlandet. Nettostillingen over for udlandet har været i fremgang siden 2014, men den er fortsat meget negativ og udgøres primært



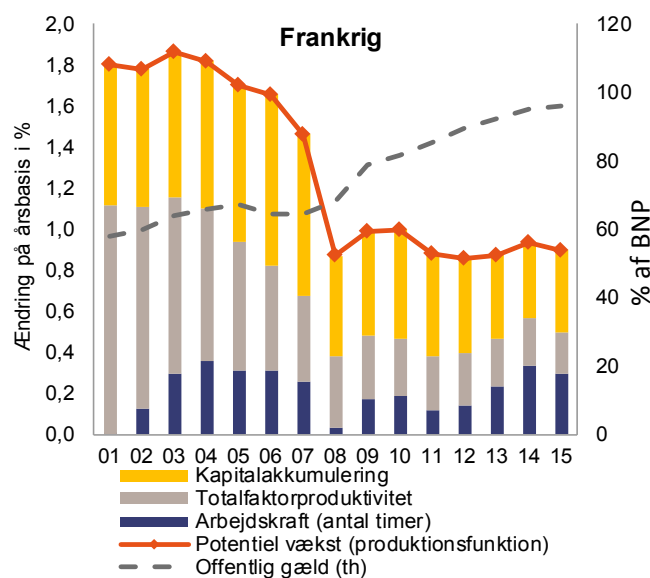
af gæld, hvilket udsætter landet for risici i forbindelse med stemningsskift på markederne. Den lave produktivitetsvækst medvirker desuden, at konkurrenceevnegevinster er afhængige af omkostningsfordele, ligesom det påvirker arbejdsforholdene og den sociale samhørighed. Den private sektor er fortsat med at nedbringe gælden i løbet af 2015 understøttet af en stærk realvækst. Den offentlige gæld var generelt stabil trods det store underskud, som dog er faldende. Selv om arbejdsløsheden er faldet drastisk, er den stadig høj, navnlig blandt de unge, og en stor andel af de ledige har været uden arbejde i mere end et år. Fremgangen på arbejdsmarkedet giver sig kun langsomt udslag i mindre fattigdom, idet fattigdomsindikatorerne stadig ligger blandt de højeste i EU.

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

Frankrig: I marts 2015 konkluderede Kommissionen, at Frankrig befandt sig i en situation med *uforholdsmæssigt store underskud*, navnlig i forbindelse med en stor og stigende offentlig gæld kombineret med en svag produktivitetsvækst og en forværret konkurrenceevne. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger stadig over den vejledende grænseværdi, nemlig den offentlige gæld, gæld i den private sektor, arbejdsløsheden samt ændring i langtidsledigheden.

Indikatorerne for eksterne ubalancer og konkurrenceevne lagde sig forholdsvis stabilt i 2015, idet stillingen på betalingsbalancens løbende poster er tæt på balance, tabet af eksportmarkedsandele er aftaget, således at indikatoren nu ligger inden for grænseværdien, og enhedslønomkostningerne vokser kun begrænset. Den lave vækst i arbejdsproduktiviteten udgør imidlertid en risiko for udviklingen i enhedslønomkostninger. Den store og stigende offentlige gæld udgør fortsat en betydelig sårbarhed og anslås at stige i de kommende år. Den lave potentielle vækst og den lave inflation forstærker de risici, der knytter sig til den store offentlige gæld, ved at gøre det vanskeligere at geare ned. Gælden i den private sektor ligger over grænseværdien, men nedgearingspresset lader til at være begrænset. De reale boligpriser undergår en langsom korrektion, og långivningen til den private sektor har lagt sig på et

Fig. A9: *Potentiel vækst og offentlig gæld*



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

forholdsvis moderat og positivt niveau. Arbejdsløsheden steg yderligere i 2015 på baggrund af en lav vækst. Langtidsledigheden er ligeledes fortsat med at stige.

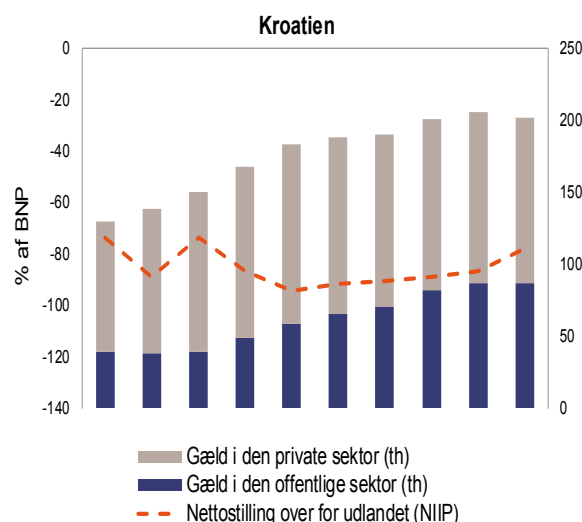
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer, der primært relaterer sig til interne ubalancer, og særligt gælden i den offentlige sektor i en situation med lav produktivitetsvækst og en svag konkurrenceevne. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til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

Kroatien: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Kroatien befandt sig i en situation med *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig indebar en risiko som følge af den store offentlige gæld, virksomhedsgæld og udenlandsgæld og den høje arbejdsløshed. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, den offentlige gæld og arbejdsløsheden.

Nettostillingen over for udlandet er stadig meget negativ, men er blevet bedre i takt med betalingsbalancens løbende poster, som udviste et overskud i 2015. Der registreres fortsat gevinster i eksportmarkedsandele, og de tab, der blev akkumuleret før tiltrædelsen, er således ved at være udlignet. Niveauet for både den offentlige og den private gæld, og særligt gælden i virksomhederne, er højt. Efter fem år med kraftige stigninger har den offentlige gæld lagt sig på et meget højt niveau og ventes nu at falde som andel af BNP i løbet af prognoseperioden. Gælden i den private sektor er også begyndt at falde, men selv om den ligger inden for grænseværdien, er den stadig meget stor i forhold til sammenlignelige lande. En stor del af den hjemlige gæld er desuden stiftet i euro, hvilket øger valutarisiciene i forbindelse med de store passiver over for udlandet. Finanssektoren er velkapitaliseret, men er dog stadig udsat for en betydelig mængde misligholdte lån. En hurtigere afskrivning eller frasalg af lån har i den seneste tid ført til en nedbringelse af andelen af misligholdte lån, hvilket er tegn på en lempelse af kreditforholdene. Den høje arbejdsløshed er også faldende, delvis som følge af en kraftigt faldende arbejdsstyrke fra et allerede lavt niveau. De lave beskæftigelses- og erhvervsfrekvenser bevirker, at en forholdsvis stor del af befolkningen stadig er i risiko for fattigdom og social udstødelse.

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

Fig. A10: NIIP, privat og offentlig gæld i % af BNP



Kilde: Eurostat

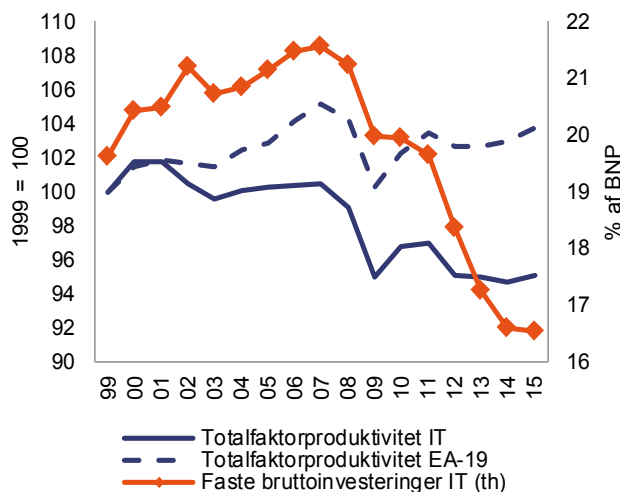
konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i marts er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

Italien: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Italien befandt sig i en situation med *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer*, navnlig i forbindelse med en meget stor offentlig gæld og en svag ekstern konkurrenceevne i en situation med lav økonomisk vækst og ringe produktivitetsvækst. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele, offentlig gæld, arbejdsløshed samt ændring i langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed.

Der var stadig overskud på betalingsbalancens løbende poster i 2015, hvilket har bidraget til en styrkelse af nettostillingen over for udlandet. Dette overskud afspejler dog en fortsat svag efterspørgsel, hvilket også ses ud fra de faste investeringers historisk lave andel af BNP. Der registreres fortsat betydelige tab af eksportmarkedsandele. Resultaterne over for udlandet og omkostningskonkurrenceevnen lider under en afdæmpet vækst i arbejdsproduktiviteten trods den begrænsede lønudvikling og faldet i den reale effektive valutakurs. Det svage økonomiske opsving, den lave inflation og den ekspansive finanspolitik er med til at forsinke nedbringelsen af den meget store offentlige gældskvote og de deraf følgende risici. Den lave rentabilitet og den store andel af misligholdte lån gør banksystemet mere og mere sårbart og begrænser bankernes mulighed for at støtte økonomien. Navnlig påvirker den ineffektive kapitalfordeling, der følger af store mængder af misligholdte lån, også den svage produktivitetsvækst, og de små udlånsvolumener er forbundet med et lavt investeringsniveau. Forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene bidrager til et gradvist fald i arbejdsløsheden, som dog stadig ligger langt over niveauet før krisen, ligesom langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden gør det.

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

Fig. A11: **Totalfaktorproduktivitet og faste bruttoinvesteringer**



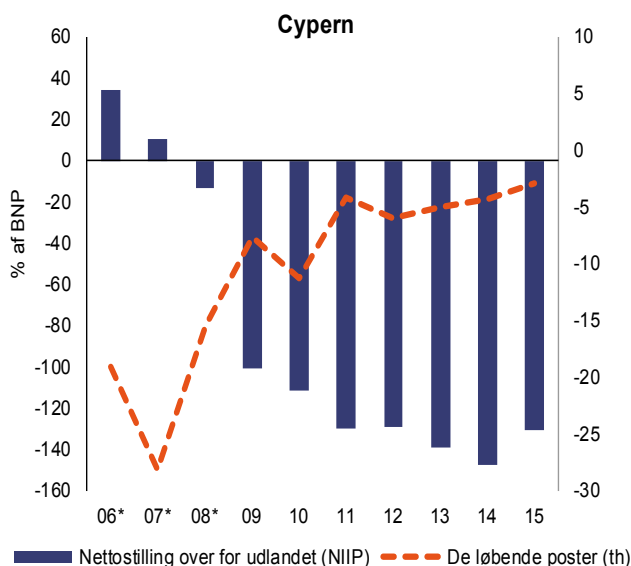
Kilde: Kommissionens tjenestegrene

Cypern: I april 2016 konkluderede Kommissionen, at Cypern befinder sig i en situation med *uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer*, navnlig i forbindelse med en stor privat og offentlig gæld samt udlandsgæld og det høje niveau af misligholdte lån i bankerne. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig underskuddet på de løbende poster, nettostillingen over for udlandet, den reale effektive valutakurs, tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private og i den offentlige sektor, arbejdsløshed samt ændring i langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed.

Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster og den negative nettostilling over for udlandet er stadig betydelige, selv om der har været fremgang i 2015. De gode resultater inden for eksport af tjenesteydelser og navnlig turismen, har bidraget hertil. Det betragtelige fald i den reale effektive valutakurs afspejler hovedsageligt den negative inflation siden 2015. Den private gæld er blandt de højeste i EU. Selv om det reale BNP atter voksede i 2015 og ventes at vokse yderligere i løbet af prognoseperioden, trækker de faldende priser den nominelle BNP-vækst ned og gør det vanskeligere at nedbringe gælden. Det meget høje niveau af misligholdte lån er tegn på, at der stadig knytter sig alvorlige risici til genoprettelsen af sunde kreditstrømme til økonomien, hvilket er nødvendigt for at støtte væksten på mellemlang sigt. Den meget høje offentlige gældskvote er stabil og ventes at have nået sit øvre vendepunkt i 2015. Arbejdsløsheden er høj men faldende, mens langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden stadig ligger forholdsvis højt.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en holdbar stilling over for udlandet, den offentlige og den private gæld, sårbarheder i finanssektoren og arbejdsmarkedsjusteringer. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i april er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

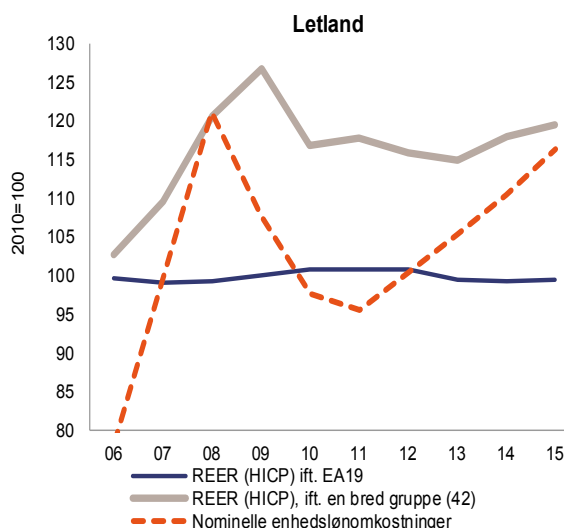
Fig. A12: NIIP og de løbende poster



Kilde: Eurostat. Anm.: * angiver BMP5 og ENS95

Fig. A13: REER og enhedslønomkostninger

Letland: Der blev ikke konstateret 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



Kilde: Eurostat, Kommissionens tjenestegrene

for udlandet, enhedslønomkostninger og arbejdsløshed.

Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster er faldende, mens nettostillingen over for udlandet fortsat er meget negativ og langt over grænseværdien, selv om den dog forbedres støt, og de økonomiske udsigter er også gunstige. En meget stor del af eksponeringen over for udlandet består i udenlandske direkte investeringer. De akkumulerede gevinster i eksportmarkedsandele er stadig betydelige til trods for tab i 2015. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen peger i retning af visse tab. Den reale effektive valutakurs steg i 2015. Enhedslønomkostningerne er steget ud over den vejledende grænseværdi, hvilket skaber en vis udfordring for den eksterne omkostningskonkurrenceevne. Tempoet for denne udvikling ventes dog at aftage i lyset af den seneste lønudvikling. Den offentlige og den private gældskvote ligger godt inden for grænseværdierne. Den finansielle sektor er stadig robust. Långivningen til navnlig virksomheder er atter på vej op efter en lang periode med nedgearing. Væksten i boligpriserne er også stilnet af. Arbejdsløshedsindikatoren (over tre år) ligger marginalt over grænseværdien, men er faldende.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til de eksterne sektorer af økonomien og arbejdsmarkedet i en situation med løbende genoprettelse af balance. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

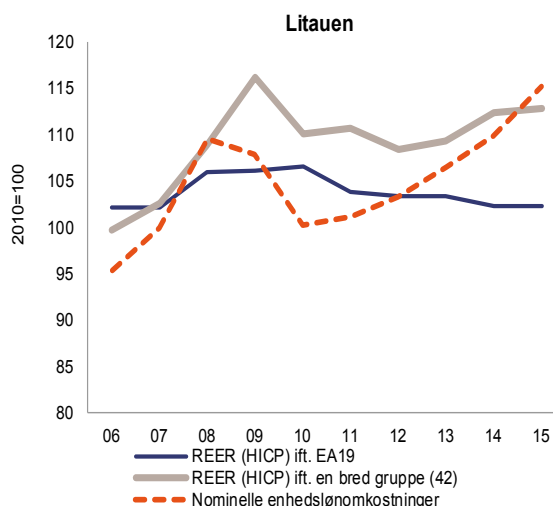
Litauen: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Litauen i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, enhedslønomkostninger og arbejdsløshed.

Nettostillingen over for udlandet ligger stadig uden for den vejledende grænseværdi, men følger en positiv udvikling. Staten og den private sektor bidrager lige meget til den samlede negative nettostilling, og passiverne i den private sektor består næsten udelukkende af udenlandske direkte investeringer, hvilket indebærer en lavere risiko. Akkumuleret set registreres der stadig vundne eksportmarkedsandele, selv om der blev lidt betydelige tab i 2015. Indikatorerne

for omkostningskonkurrenceevnen peger i retning af visse tab. Den reale effektive valutakurs steg i 2015. Den lave

produktivitet og kraftige lønudvikling medførte en stærk vækst i enhedslønomkostninger i 2015, således at indikatoren nu ligger uden for grænseværdien, men udviklingen ventes at aftage i løbet af prognoseperioden. Den offentlige og den private gæld er forholdsvis lav. De reale boligpriser er fortsat deres stigning, men dog i et lavere tempo og fra et forholdsvis lavt

Fig. A14: REER og enhedslønomkostninger



Kilde: Eurostat, Kommissionens tjenestegrene

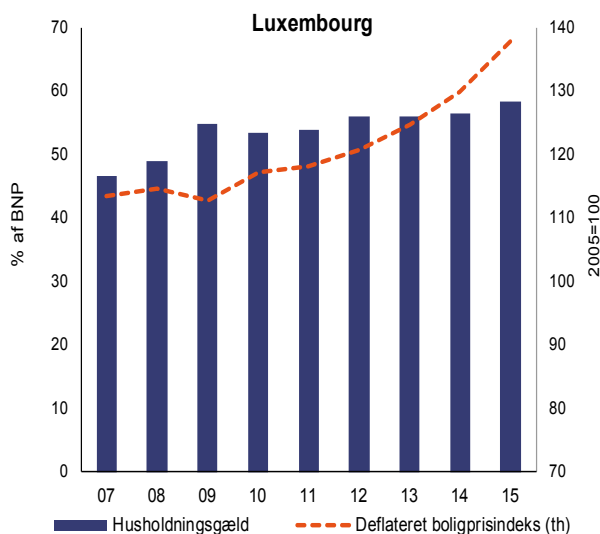
niveau. Arbejdsløshedsindikatoren ligger over grænseværdien, men følger en støt nedadgående tendens.

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

Luxembourg: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Luxembourg i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig de reale boligpriser samt kreditstrømme og gældsætning i den private sektor.

Det strukturelt store overskud på betalingsbalancens løbende poster var stabilt i 2015 og ligger netop inden for grænseværdien. Nettoformuen over for udlandet blev øget, hvilket primært kan tilskrives den dominerende finanssektor, hvorimod kun en begrænset del af strømmene vedrører den hjemlige økonomiske aktivitet. Lønudviklingen er svag, hvilket bidrager til den seneste begrænsning af arbejdskraftomkostningerne. Kombineret med de seneste års stigninger i produktiviteten er det med til at forklare fremgangen i eksportmarkedsandele. Den lave offentlige gæld er faldet yderligere. Der har været en dynamisk kreditvækst og en kraftig stigning i långivningen til boligkøb, hvilket har hævet gældsniveauet blandt husholdningerne, så det nu ligger tæt på gennemsnittet i euroområdet, men nedgearingspresset på både husholdninger og virksomheder synes begrænset. Boligpriserne er steget fra et allerede højt niveau, hvilket kræver nøje overvågning. Flere andre faktorer såsom en netto tilstrømning af migranter, et dynamisk arbejdsmarked og lave finansieringsomkostninger er alle med til presse boligefterspørgslen opad, mens udbuddet stadig er relativt begrænset, hvilket også giver sig til udtryk i den lave stigning i byggetilladelser. Belåningsværdien er faldet i lighed med folks økonomiske mulighed for at købe en bolig. Arbejdsløsheden er steget, men fra et lavt niveau.

Fig. A15: Husholdningsgæld og boligprisindeks



Kilde: Eurostat

Overordnet set peger den økonomiske analyse primært i retning af udfordringer relateret til stigende boligpriser, selv om de overordnede risici lader til at være forholdsvis begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

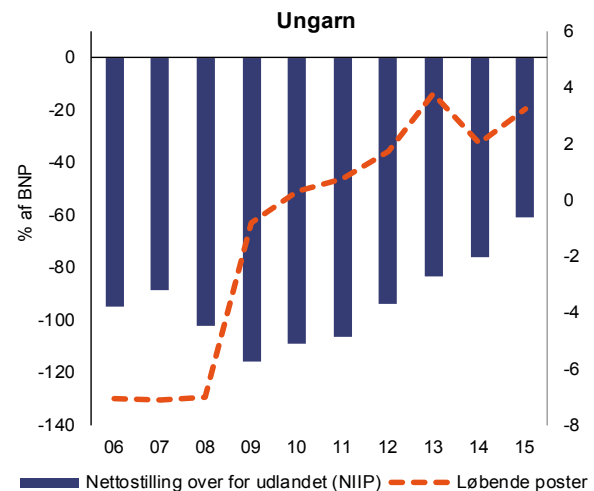
Ungarn: Der blev ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer i Ungarn i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig nettostillingen over for udlandet, tab af eksportmarkedsandele, reale boligpriser og den offentlige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

Den fortsatte fremgang på betalingsbalancens løbende poster har medført en meget hurtig og vedvarende forbedring af den negative nettostilling over for udlandet. Der blev registreret vundne eksportmarkedsandele i 2015, og det akkumulerede tab ligger nu kun lige over grænseværdien. Det understøttes af en voksende bilindustri og forbedringer af omkostningskonkurrenceevnen, som giver sig udslag i en faldende real effektiv valutakurs og en begrænset vækst i enhedslønomkostninger. De nationale banker yder fortsat mindre långivning til virksomhederne, men långivningen til husholdningerne begyndte at stige i 2015. Det overordnede tempo for gældsnedbringelsen er stilnet af, men understøttes af en stabil økonomisk vækst. Det tidligere fald i boligpriserne er blevet vendt, og priserne steg således voldsomt i 2015 til over grænseværdien, men dog fra et alt for lavt niveau. De nyligt indførte regler om gældslofter vil begrænse risikoen for en overophedning af markedet. Den offentlige gæld er fortsat faldet gradvist, men ligger dog stadig forholdsvis højt for et mellemindkomstland. Banksektoren har forbedret rentabiliteten og sin evne til at modstå chok. Opsvinget på boligmarkedet vil kunne bidrage til at mindske problemet med de stadig store andele af misligholdte realkreditlån blandt husholdningerne. Arbejdsløshedsindikatoren forblev inden for grænseværdien i 2015, og beskæftigelsen er steget yderligere i 2015 og 2016.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres en fremgang i de løbende poster over for udlandet og udfordringer relateret til boligmarkedet, selv om risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

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

Fig. A16: NIIP og løbende poster



Kilde: Eurostat

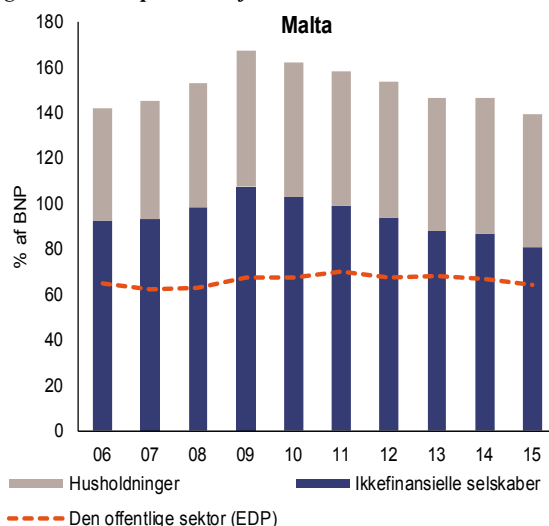
Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt en anelse i 2015, bl.a. som følge af en stærk stigning i importintensive investeringer. Nettoformuen over for udlandet blev øget yderligere. Eksportmarkedsandelene har fulgt en fast nedadgående tendens siden 2009, især på grund af eksporten af varer. Der har været en positiv udvikling i omkostningskonkurrenceevnen, eftersom den stigende produktivitet og den moderate lønudvikling har holdt arbejdsomkostningerne i ave, og den reale effektive valutakurs er faldet en anelse. Den private gældskvote følger en solid nedadgående kurs som følge af den kontrollerede gældsnedbringelse blandt ikkefinansielle selskaber og en robust økonomisk vækst. Dynamikken i boligpriserne var stadig afdæmpet i 2015, men den stigende efterspørgsel ventes at presse priserne opad i de kommende år. Den offentlige gæld fortsatte med at falde og ligger nu tæt på den vejledende grænseværdi. Arbejdsmarkedsforholdene er gunstige, og arbejdsløsheden er lav.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres en robust stilling over for udlandet og en vedvarende gældsnedbringelse i en situation med relativt stærk vækst. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Nederlandene: I marts 2015 konkluderede Kommissionen, at Nederlandene befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig indebærer risici som følge af det store og vedvarende overskud på de løbende poster og den meget store gæld i husholdningerne. 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, offentlig gæld samt ændring i langtidsledigheden.

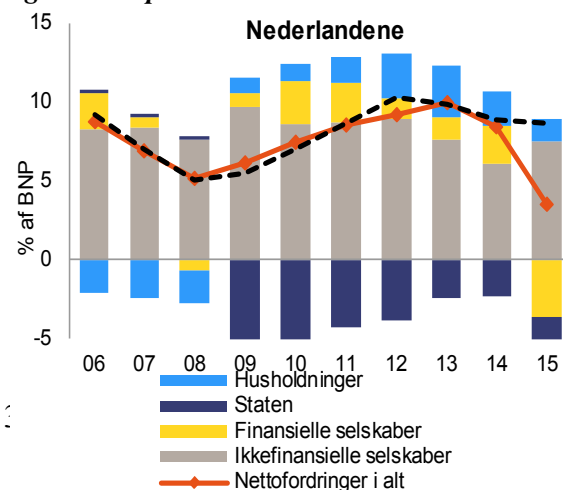
Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster ligger stadig langt over den vejledende grænseværdi. Dette skyldes delvis strukturelle forhold, herunder en stor reeksport og tilstedeværelsen af multinationale selskaber. Overskuddet afspejler desuden store opsparinger blandt ikkefinansielle selskaber i en situation med lave investeringer og en begrænset overskudsfordeling i selskaberne. Alligevel ventes investeringerne at stige kraftigere på linje med den robuste hjemlige

Fig. A17: *Gæld på tværs af sektorer i økonomien*



Kilde: Eurostat

Fig. A18: *Nettofordringserhvervelse pr. sektor og løbende poster*



Kilde: Eurostat

efterspørgsel, som kan resultere i et moderat fald i overskuddet på de løbende poster. De akkumulerede eksportmarkedsandele ligger stadig over grænseværdien trods et årligt tab i 2015. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen peger i retning af mindre gevinster i 2015.

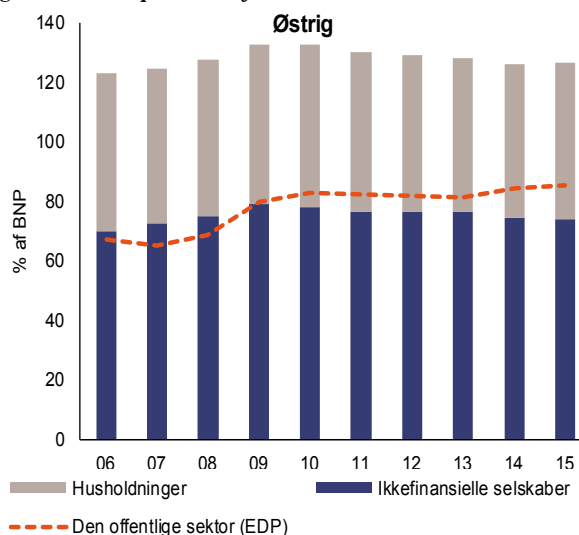
Gælden i den private sektor er meget stor, men nedgearingen fortsætter og har ført til et marginalt fald i gældsniveauet. Nogle politiske foranstaltninger, f.eks. reduktionen af fradraget på renteudgifter til boliglån og af belåningsværdien, ventes at bidrage til en nedbringelse af husholdningernes gæld. De reale boligpriser begyndte at stige i 2015 efter tidligere års korrektion. Den offentlige gæld ligger en anelse over grænseværdien og falder en anelse. Arbejdsmarkedet udviser tydelige tegn på beskæftigelsesvækst, hvilket fører til et støt fald i arbejdsløsheden, men andelen af langtidsledige er stadig meget stor.

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

Østrig: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Østrig *ikke befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer*. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele, offentlig gæld samt ændring i langtidsledigheden.

Der er et mindre overskud på betalingsbalancens løbende poster, som steg en anelse i 2015, mens nettostillingen over for udlandet også er lettere positiv. De akkumulerede tab af eksportmarkedsandele ligger stadig under grænseværdien, og der blev registreret yderligere tab i 2015. Den reale effektive valutakurs er faldet på årsbasis. Væksten i arbejdsproduktiviteten var desuden positiv efter tre år med fald, hvilket har bidraget til et fald i de nominelle enhedslønomkostninger. Gælden i den private sektor ligger inden for, men tæt på, grænseværdien og falder fortsat i forhold til BNP som følge af nedgearingen blandt ikkefinansielle selskaber trods de lave renter. Væksten i reale boligpriser tiltog fra et allerede relativt højt niveau, og selv om indikatoren ligger inden for grænseværdien, giver det anledning til nøje overvågning. Den offentlige gæld er steget, bl.a. også på grund af den længerevarende omstrukturering af nødlidende banker, som vil kunne medføre en risiko for de offentlige finanser. Den finansielle sektors forpligtelser har ligget forholdsvis stabilt, eftersom de østrigske banker har mindsket deres eksponering over

Fig. A19: *Gæld på tværs af sektorer i økonomien*



Kilde: Eurostat

for udlandet, bl.a. på grund af den relativt lavere kvalitet af aktiverne i Central- og Østeuropa, hvilket kræver overvågning med hensyn til potentielle afsmittende virkninger på den hjemlige økonomi og økonomien i partnerlande. Arbejdsløsheden stiger fortsat, primært som følge af det stigende arbejdsudbud, men den ligger dog stadig blandt de laveste i EU, selv om langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden er steget.

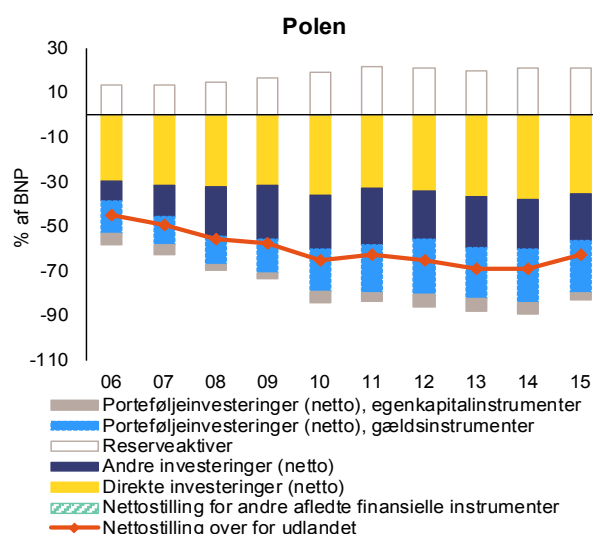
Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til resultaterne over for udlandet og banksektoren, men risiciene lader til at være begrænsede. Kommissionen vil derfor på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne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

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

Stillingen på betalingsbalancens løbende poster (gennemsnit over tre år) er forbedret i retning af ligevægt. Nettostillingen over for udlandet er stadig meget negativ, men oplevede betydelig fremgang i 2015. De eksterne risici er dog begrænsede, da passiverne over for udlandet primært udgøres af udenlandske direkte investeringer. Der kunne i 2015 registreres en stigning i de akkumulerede eksportmarkedsandele, og indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen peger også i retning af gevinster. Både den private og den offentlige gæld er forholdsvis lav og stabil. Banksektoren er også fortsat stabil, men rentabiliteten er faldet. Der har været en begrænset positiv vækst i de reale boligpriser i 2014 og 2015 efter flere år med justeringer. Arbejdsløsheden er faldet yderligere inden for den vejledende grænseværdi.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer for de løbende poster 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.

Fig. A20: Nettostilling over for udlandet

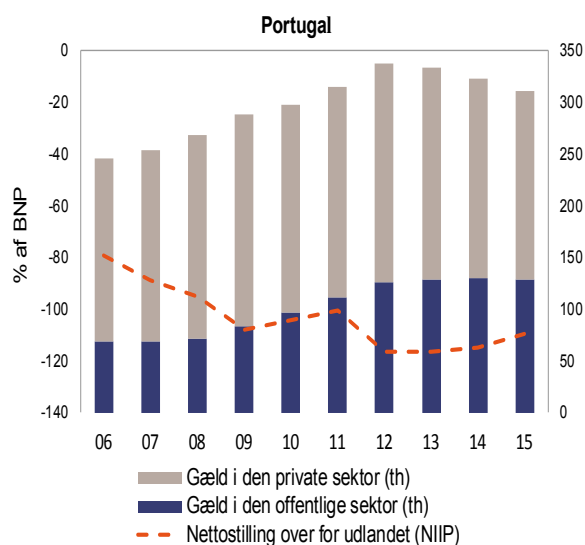


Kilde: Eurostat

Portugal: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Portugal var berørt af uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer relateret til betydelige passiver over for udlandet, privat og offentlig gæld, et højt niveau af misligholdte lån og en høj arbejdsløshed. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet, gæld i den private sektor, offentlig gæld og arbejdsløshed.

Der kunne registreres et mindre overskud på betalingsbalancens løbende poster i 2015, og der var en mindre fremgang i nettostillingen over for udlandet, som dog

Fig. A21: NIIP, privat og offentlig gæld i % af BNP



Kilde: Eurostat

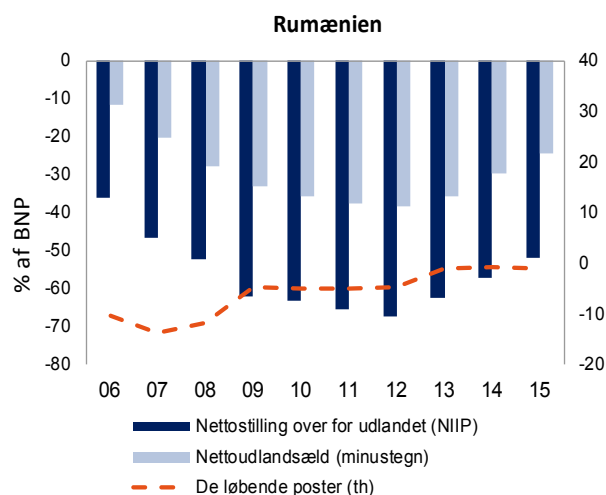
stadig er meget negativ. Der vil være behov for et betydeligt overskud på de løbende poster i en længere periode for at nå en mere holdbar stilling over for udlandet. De tidligere akkumulerede tab i eksportmarkedsandele er blevet delvis indhentet, også som følge af en positiv udvikling i omkostningskonkurrenceevnen. Den stadig meget høje gældskvote betyder, at der er behov for en yderligere gældsnedbringelse. Den stadig meget store offentlige gæld i en situation med lav vækst medfører risici for holdbarheden på mellemlang sigt og øger sårbarheden over for negative chok og stigende finansieringsomkostninger. Den store gæld blandt ikkefinansielle selskaber kombineret med en lav rentabilitet lægger et pres på banksektoren, hvilket hæmmer en effektiv allokering af lån og investeringer. Justeringen på arbejdsmarkedet skrider gradvist fremad, også hvad angår ungdomsarbejdsløsheden og langtidsledigheden, selv om de stadig ligger blandt de højeste i EU, hvilket er med til at øge risikoen for forringelse af den menneskelige kapital.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til en holdbar stilling over for udlandet, den private og den offentlige gæld, sårbarheder i banksektoren samt arbejdsmarkedsjusteringerne i en situation med lav produktivitetsvækst. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en uforholdsmæssigt stor ubalance i marts er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de makroøkonomiske risici samt at overvåge fremskridtene med afviklingen af de uforholdsmæssigt store ubalancer.

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

Der var et mindre underskud på betalingsbalancens løbende poster i 2015, og det ventes at blive større som følge af en stærk indenlandsk efterspørgsel. Den negative nettostilling over for udlandet oplevede fortsat fremgang i 2015, takket være en relativt stærk vækst i BNP. Knap halvdelen af nettostillingen over for udlandet udgøres af udenlandske direkte investeringer, hvorimod nettoudlandsgælden er fortsat med at falde. De akkumulerede gevinster i eksportmarkedsandele er stadig betydelige til trods for tab i 2015. Indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen er forbedret en anelse i 2015, idet der registreres et mindre fald i de nominelle enhedslønomkostninger og en stigning i arbejdsproduktiviteten samt et fald i den reale effektive valutakurs. Konkurrenceevnen risikerer dog at blive forværret, hvis den aktuelle lønudvikling fortsætter uden medfølgende produktivitetsgevinster. Banksektoren er generelt blevet sundere, og sektoren har et solidt kapital- og likviditetsgrundlag. Samtidig er

Fig. A22: NIIP og løbende poster



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

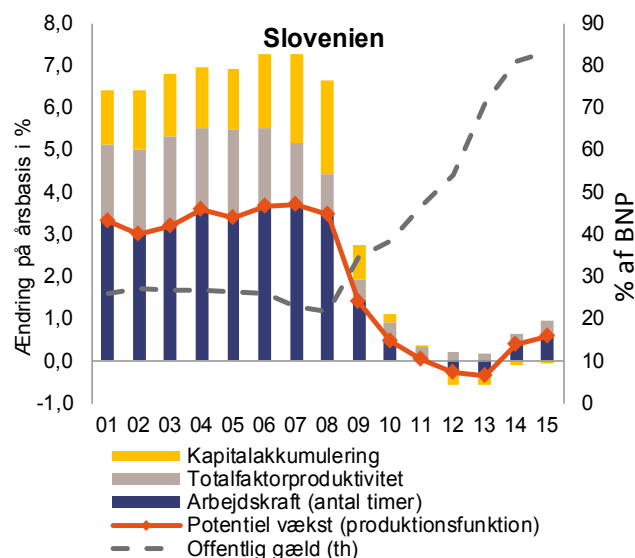
långivningen til den private sektor stoppet med at falde. Andelen af misligholdte lån er faldende, men ligger dog stadig på et højt niveau, mens de gentagne nationale lovgivningsinitiativer påvirker den retlige forudsigelighed og risikerer at få negative følger for bankernes stabilitet. Den offentlige gæld er stadig forholdsvis lav og er på vej nedad. De finanspolitiske foranstaltninger og ad hoc-lønstigninger blandt nogle kategorier af offentligt ansatte peger i retning af finanspolitisk lempelse og en procyklisk finanspolitik i 2016-2017, hvilket risikerer at påvirke gældsudviklingen. Arbejdsløsheden er uændret i 2015, hvilket delvis afspejler strukturelle udfordringer på arbejdsmarkedet, mens erhvervsfrekvensen steg en anelse i en situation med stærk vækst.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til stillingen over for udlandet og en finanspolitisk lempelse. Risiciene lader indtil videre at være begrænsede, men kan stige som følge af politiske tiltag, bl.a. i finanssektoren. Kommissionen vil på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, men vil nøje overvåge de initiativer, der risikerer at påvirke den finansielle stabilitet negativt.

Slovenien: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Slovenien befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, som navnlig indebar finanspolitiske risici og sårbarheder i forbindelse med banksektoren og virksomhedernes gældsætning. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig nettostillingen over for udlandet og gælden i den offentlige sektor.

Der var fortsat et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster i 2015, som blot blev større, mens investeringsniveauet var lavt. Den negative nettostilling over for udlandet oplevede betydelig fremgang og nærmer sig nu grænseværdien. Der har været en stærk vækst i eksporten, og det akkumulerede tab i eksportmarkedsandele over frem år er faldet betragteligt. Enhedslønøkonomkostningerne var lave, og den reale effektive valutakurs faldt til fordel for konkurrenceevnen. Kreditvæksten var negativ, og der blev fortsat arbejdet på at nedbringe gælden i 2015, men presset er dog ved at lette. Den offentlige gæld er stor, men ventes at have nået sit øvre vendepunkt i 2015. Samtidig er situationen i banksektoren blevet stabiliseret. Niveauet for misligholdte lån fortsatte med at falde, men er dog stadig relativt højt, og bankernes rentabilitet er under pres. Efter en solid vækst i BNP og eksporten i 2014 har der været fremgang på arbejdsmarkedet i 2015. På baggrund af den øgede efterspørgsel

Fig. A23: *Potentiel vækst og offentlig gæld*



Kilde: Kommissionens tjenestegrene

efter arbejdskraft i den private sektor faldt arbejdsløsheden yderligere i 2015, hvilket også gjaldt langtidsledigheden og ungdomsarbejdsløsheden.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til den store gæld i virksomhederne og i den offentlige sektor samt til resultaterne i banksektoren. Kommissionen finder derfor, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i marts er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene i forbindelse med tilstedeværelsen af ubalancer eller afviklingen heraf.

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

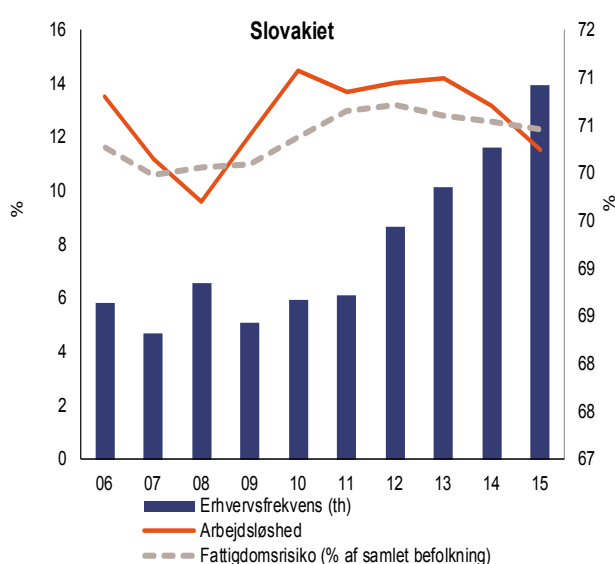
Der har været betydelig fremgang på betalingsbalancens løbende poster i de seneste år, og gennemsnittet over tre år viser således et mindre overskud i 2015. Nettostillingen over for udlandet bliver dog kun langsomt bedre på grund af den store tilstrømning af direkte udenlandske investeringer til den blomstrende bilindustri. Den seneste nedgang i den reale effektive valutakurs og den beskudne vækst i de nominelle enhedslønomkostninger har styrket omkostningskonkurrenceevnen, og der registreres akkumulerede gevinster i eksportmarkedsandele.

Opstramningerne på arbejdsmarkedet og det stigende pres på den nominelle lønudvikling risikerer dog at sætte

konkurrenceevnen under pres i de kommende år. Kreditstrømmene i den private sektor har været betydelige i de seneste år og har bidraget til en stigende privat gældskvote, som dog stadig ligger et godt stykke inden for den vejledende grænseværdi. De reale boligpriser nåede deres nedre vendepunkt i 2013, og de steg således betydeligt i 2015, dog fra et lavt niveau. Yderligere stigninger i långivningen til boligkøb i en situation med lave renter vil kunne føre til kraftigere stigninger i boligpriserne i de kommende år. Den offentlige gældskvote faldt marginalt i 2015. Bankesektoren, som i vid udstrækning er udenlandsk ejet, har et solidt kapitalgrundlag. Arbejdsløsheden er også på vej nedad. Erhvervsfrekvensen er steget gradvis siden 2012, men den strukturelle arbejdsløshed udgør stadig en stor udfordring.

Overordnet set peger den økonomiske analyse i retning af 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.

Fig. A24: Sociale og arbejdsmarkedsrelaterede indikatorer



Kilde: Eurostat

Finland: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Finland var berørt af *makroøkonomiske ubalancer*, navnlig som følge af udviklingen i konkurrenceevnen og resultaterne over for udlandet. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private og i den offentlige sektors samt en stigning i ungdomsarbejdsløsheden og langtidsledigheden.

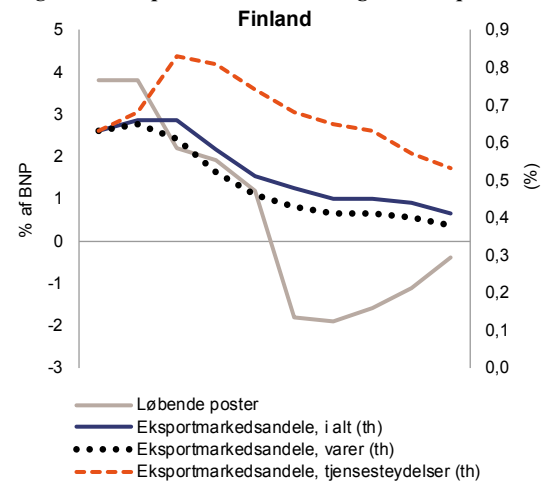
Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster svandt yderligere ind i 2015 og ventes at forblive på et lignende niveau i de kommende år. Nettostillingen over for udlandet er forværret med tiden, men er dog stadig tæt på balance. Der har

været et betydeligt akkumuleret tab i eksportmarkedsandele siden den økonomiske og finansielle krise trods den seneste forbedring af indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen. I 2015 blev der registreret flere tab af eksportmarkedsandele, og indikatoren var således blandt de laveste i EU, hvilket kan tilskrives den igangværende strukturelle omstilling i økonomien og eksportens følsomhed over for nedgangen i Rusland. I 2016 blev arbejdsmarkedets parter enige om en konkurrenceevneaftale, som ventes at forbedre omkostningskonkurrenceevnen fra og med 2017. Efter at have ligget forholdsvis stabilt siden 2009 steg den private gæld betragteligt i 2015, samtidig med at de gunstige lånevilkår, lave rentesatser og moderate fald i de reale boligpriser understøttede den kraftige kreditvækst. Finanssektoren er velkapitaliseret, hvilket begrænser risiciene for den finansielle stabilitet. Den offentlige gæld ligger nu over grænseværdien på 60 % af BNP. Arbejdsløsheden steg fortsat i 2015, men den ventes dog at falde i fremtiden. Stigningerne i ungdomsarbejdsløsheden er på det seneste begyndt at tage af, men langtidsledigheden stiger fortsat.

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

Sverige: I marts 2016 konkluderede Kommissionen, at Sverige befandt sig i en situation med *makroøkonomiske ubalancer*, navnlig med hensyn til en stor og stigende gæld i husholdningerne kombineret med høje og stigende boligpriser. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig tab af eksportmarkedsandele, gæld i den private sektor og vækst i reale boligpriser.

Fig. A25: Eksportmarkedsandele og løbende poster



Kilde: Eurostat

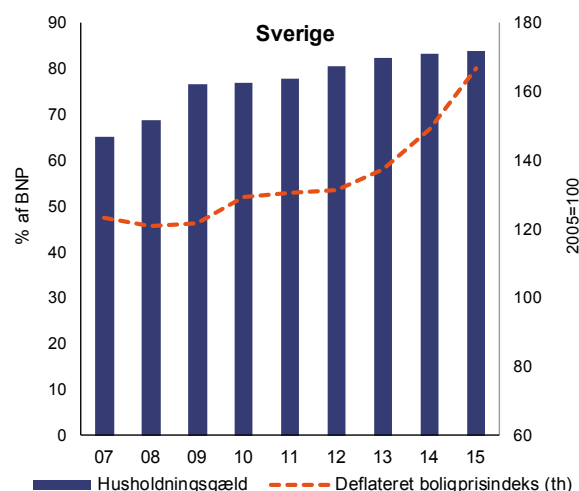
Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er stadig stort, men dog inden for grænseværdien og afspejler især store private opsparinger. Nettostillingen over for udlandet er blevet forbedret løbende og blev således positiv i 2015. De akkumulerede tab af eksportmarkedsandele ligger stadig over grænseværdien, og der blev registreret yderligere begrænsede tab i 2015. Der var en positiv udvikling af indikatorerne for omkostningskonkurrenceevnen i 2015 med en begrænset vækst i enhedslønomkostningerne og et fald i den reale effektive valutakurs. De overordnede tab af eksportmarkedsandele skyldes snarere en svag udenlandsk efterspørgsel end spørgsmål relateret til konkurrenceevnen. Gældsniveauet i den private sektor er generelt stabilt og blandt de højeste i EU, og de tilknyttede risici vedrører primært den store gæld i husholdningerne. Kreditvæksten steg i 2015 og de reale boligpriser steg kraftigt fra et allerede højt niveau. Boligpriserne og gælden i husholdningerne presses opad af de skattefordele, der følger af at finansiere sin bolig med gæld, de særlige aspekter af realkreditmarkedet og lave realkreditrenter. På udbudssiden udgør begrænsningerne på nyt byggeri stadig en udfordring. Trods den store gæld i husholdningerne lader risikoen for bankerne i øjeblikket til at være begrænset, da aktiverne er af høj kvalitet, og rentabiliteten er høj, og da husholdningerne generelt har styr på deres finanser. Arbejdsløsheden faldt i 2015 og følger en langsomt nedadgående tendens takket være de forbedrede vækstudsigter.

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

Det Forenede Kongerige: Der blev *ikke konstateret makroøkonomiske ubalancer* i Det Forenede Kongerige i den foregående runde af proceduren. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over den vejledende grænseværdi, nemlig underskuddet på de løbende poster, den reale effektive valutakurs, gæld i den private sektor og offentlig gæld.

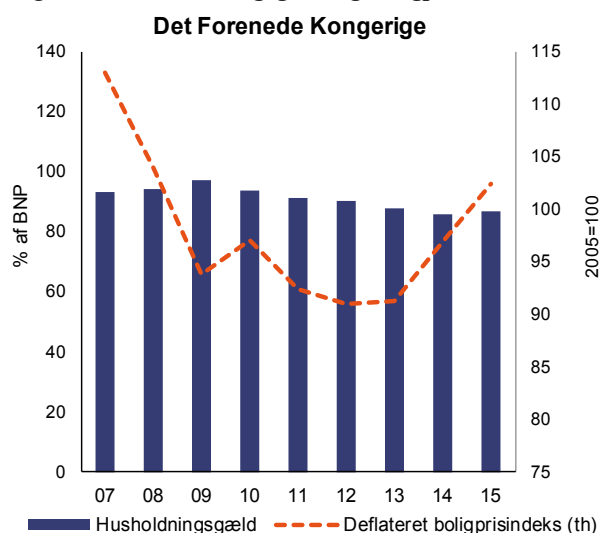
Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster steg fortsat i 2015 som følge af et stigende underskud i de primære indkomster, og indikatoren ligger således stadig under grænseværdien. Nettostillingen over for udlandet er negativ, men blev dog

Fig. A26: *Husholdningsgæld og boligprisindeks*



Kilde: Eurostat

Fig. A27: *Husholdningsgæld og boligprisindeks*



Kilde: Eurostat

forbedret en anelse. Der kunne registreres betydelig fremgang i ændringen af akkumulerede eksportmarkedsandele, som nu viser tegn på gevinster. Selv om enhedslønomkostningerne kun er steget moderat, steg den reale effektive valutakurs i 2015 og ligger således nu en anelse over grænseværdien. Det afspejler pundets styrke frem til slutningen af 2015, hvor kursen faldt betragteligt. Den private gældskvote er generelt faldet en anelse, selv om den stadig er høj, mens husholdningerne har øget deres gæld. De reale boligpriser stiger fortsat fra et allerede højt niveau. Selv om stigningerne er aftaget noget, kræver det nøje overvågning. Der var ikke store udsving i den offentlige gæld i 2015, men det høje niveau giver stadig anledning til bekymring. Den stærke vækst i beskæftigelsen blev fortsat ledsaget af en faldende langtidsledighed og ungdomsarbejdsløshed.

Overordnet set kan der ud fra den økonomiske analyse konstateres udfordringer relateret til boligmarkedet og de dele af økonomien, der vedrører udlandet, selv om risiciene for stabiliteten på kort sigt lader til at være begrænsede. Resultatet af EU-afstemningen har dog givet anledning til en vis økonomisk og politisk usikkerhed på længere sigt. Kommissionen vil på nuværende tidspunkt ikke foretage en yderligere dybdegående undersøgelse inden for rammerne af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

Tabel 1.1: Resultattavle for proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, 2015

År 2015	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer						Beskæftigelsesindikatorer 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)	Eksportmarkedsandele i % af verdenseksporten (procentvis ændring over 5 år)	Indeks for nominelle enhedslejon-omkostninger (2010=100) (procentvis ændring over 3 år)	Boligprisindeks (2010=100), deflateret (procentvis ændring på årsbasis)	Kreditstrømme den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Gæld i den private sektor, konsolideret (% af BNP)	Bruttogæld i den private sektor (% af BNP)	Arbejdsløshed (3-årigt gennemsnit)	Samlede passiver 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)	Ungdomsarbejdsløshed - % af arbejdsstyrken i alderen 15-24 (ændring i p.p. over 3 år)
Grænseværd	-4/6%	-35%	±5% (EA) ±11% (ikke-EA)	-6%	9% (EA) 12% (ikke-EA)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	-0.2□	61.3□	-1,2	-11.3□	1,5	1.3p□	4,5	166,3	105,8	8,5	-1.0□	0.7□	1,0	2,3
BG	0.6□	-60.0□	-4,1	12.8□	14.9p	1.6bp□	-0,3	110,5	26,0	11,2	7.0□	2.2□	-1,2	-6,5
CZ	0.2□	-30.7□	-8,0	0.1□	0,5	3.9p□	0,9	68,6	40,3	6,1	7.7□	2.4□	-0,6	-6,9
DK	8.8□	39.0□	-1,5	-8.8□	4,9	6.3□	-3,3	212,8	40,4	6,6	-2.0□	-0.1□	-0,4	-3,3
DE	7.5□	48.7□	-1,4	-2.8□	5,7	4.1□	3,0	98,9	71,2	4,9	2.8□	0.4□	-0,4	-0,8
EE	0.9□	-40.9□	6,4	8.5□	14,4	6.8□	3,3	116,6	10,1	7,4	8.1□	1.9□	-3,1	-7,8
IE	4.7*□	-208.0*□	-5,9	38.3*□	-18,1	8.3□	-6,7	303,4	78,6	11,3	9.5□	0.8□	-3,7	-9,5
EL	-1.2□	-134.6□	-5,5	-20.6□	-11.1p	-3.5e□	-3,1	126,4	177,4	26,3	15.7□	0.3□	3,7	-5,5
ES	1.3□	-89.9□	-2,9	-3.5□	-0.7p	3.8□	-2,7	154,0	99,8	24,2	-2.1□	0.0□	0,4	-4,6
FR	-0.7□	-16.4□	-2,7	-5.4□	2.5p	-1.3□	4,4	144,3	96,2	10,3	1.8□	0.8□	0,6	0,3
HR	2.7□	-77.7□	0,1	-3.5□	-5,0	-2.4□	-1,3	115,0	86,7	17,0	2.1□	2.9□	0,1	0,9
IT	1.5□	-23.6□	-2,2	-8.9□	1,5	-2.6p□	-1,7	117,0	132,3	12,2	1.7□	0.5□	1,3	5,0
CY	-4.1□	-130.3□	-6,2	-16.8□	-10.5p	2.9bp□	4,4	353,7	107,5	15,7	2.8□	0.4□	3,2	5,1
LV	-1.8□	-62.5□	3,1	10.5□	16,0	-2.7□	0,7	88,8	36,3	10,9	12.2□	1.3□	-3,3	-12,2
LT	0.9□	-44.7□	4,0	15.5□	11,6	4.6□	2,2	55,0	42,7	10,5	6.7□	2.3□	-2,7	-10,4
LU	5.3□	35.8□	-0,5	22.9□	0,6	6.1□	24,2	343,1	22,1	6,1	15.5□	1.5b□	0,3	-1,4
HU	3.0□	-60.8□	-6,9	-8.0□	3,9	11.6□	-3,1	83,9	74,7	8,2	0.4□	4.9□	-1,9	-10,9
MT	4.3□	48.5□	-0,2	-8.8□	3,9	2.8p□	5,4	139,1	64,0	5,9	1.3□	4.5□	-0,7	-2,3
NL	9.1□	63.9□	-0,6	-8.3□	0.2p	3.6□	-1.6p	228.8p	65,1	7,2	3.2p□	0.6□	1,1	-0,4
AT	2.1□	2.9□	1,8	-9.6□	6,1	3.5□	2,1	126,4	85,5	5,6	0.6□	0.4□	0,5	1,2
PL	-1.3□	-62.8□	-1,0	9.7□	-0.4p	2.8□	3,2	79,0	51,1	8,9	2.4□	1.6□	-1,1	-5,7
PT	0.7□	-109.3□	-2,8	2.8□	0.0e	2.3□	-2,3	181,5	129,0	14,4	-1.6□	0.0□	-0,5	-6,0
RO	-1.0□	-51.9□	2,7	21.1□	0.5p	1.7□	0,2	59,1	37,9	6,9	4.1□	1.3□	0,0	-0,9
SI	5.4□	-38.7□	0,6	-3.6□	-0,6	1.5□	-5,1	87,3	83,1	9,6	-3.4□	1.4□	0,4	-4,3
SK	1.1□	-61.0□	-0,7	6.7□	2,2	5.5□	8,2	81,4	52,5	13,0	4.5□	1.5□	-1,8	-7,5
FI	-1.0□	0.6□	2,3	-20.5□	3,6	-0.4□	9,5	155,7	63,6	8,8	1.5□	0.6□	0,7	3,4
SE	5.0□	4.1□	-7,9	-9.3□	3,6	12.0□	6,5	188,6	43,9	7,8	2.3□	1.4□	0,0	-3,3
UK	-4.8□	-14.4□	11,3	1.0□	1,7	5.7□	2,5	157,8	89,1	6,3	-7.8□	0.8□	-1,1	-6,6

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

Anm.: * Niveauforskellen skyldes, at store multinationale selskabers balancer henføres til Irland, og at de tilhørende transaktioner medtages i den irske betalingsbalance og stilling over for udlandet. 1) Jf. side 2 i AMR 2016.2) Boligprisindeks e = kilde EL's centralbank. 3) De samlede passiver i den græske finanssektor er højere, end hvad der normalt ville være registreret, som følge af en mere positiv behandling af bankernes beholdninger af kortfristede gældsinstrumenter udstedt af banker.□

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

Tabel 2.1: Supplerende indikatorer, 2015

År 2015	Realt BNP (procentvis ændring på årsbasis)	Faste bruttoinvesteringer (% af BNP)	Nationale bruttoudgifter til F&U (% af BNP)	Løbende poster plus kapitalposter (Nettoudgiftsbevarelse) (% af BNP)	Nettoudlandsgæld (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - strømme (% af BNP)	Udenlandske direkte investeringer i indberetningslandet - beholdninger (% af BNP)	Handelsbalance (netto) for energiprodukter (% af BNP)	Real effektiv valutakurs - euroområdet handelspartnere (procentvis ændring over 3 år)	Eksportresultater ift. udviklede økonomier (procentvis ændring over 5 år)	Bytteforhold (procentvis ændring over 5 år)	Eksportmarksandele målt i mængde (procentvis ændring på årsbasis)	Arbejdsproduktivet (procentvis ændring på årsbasis)	Indeks for nominelle enhedslønomkostninger (2010=100) (procentvis ændring over 10 år)	Resultat af enhedslønomkostninger ift. EA (procentvis ændring over 10 år)	Boligprisindeks (2010=100) - nominelt (procentvis ændring over 3 år)	Boligbyggeri (% af BNP)	Gæld i den private sektor, ikkekonsolideret (% af BNP)	Gearing i finanssektoren, ikkekonsolideret (% gæld ift. kapital)
BE	1,5	23,0	na□	0.5□	-67.7□	-4.7□	213.6□	-2,8	0,2	-9.4□	0,1	1,6	0.6□	20,5	4,0	2.3p□	5,8	218,8	176,5
BG	3,6	21,0	1.0p□	3.5□	3.4□	3.7□	88.9□	-3,8	-3,9	15.2□	3,5	3,0	3.3p□	78.4p	51,2	2.0bp□	1,4	121,5	494,3
CZ	4,5	26,3	na□	3.2□	-9.8□	1.3□	74.2□	-2,5	-8,0	2.3□	0,7	5,0	3.1□	14,1	-2,8	6.6p□	3,4	77,0	516,4
DK	1,0	19,0	na□	9.0□	3.6□	0.7□	49.8□	0,1	-1,3	-6.8□	0,7	-2,4	-0.1□	26,0	7,4	15.3□	4,0	218,9	159,9
DE	1,7	19,9	2.9ep□	8.4□	-10.2□	1.4□	41.0□	-2,0	0,5	-0.7□	2,0	2,5	0.8□	15,1	-1,6	11.4□	5,9	106,1	368,0
EE	1,4	23,7	1.5p□	4.3□	-10.3□	-2.9□	99.9□	-1,4	1,6	10.8□	2,8	-3,3	-1.4□	72,0	42,1	34.5□	4,4	130,9	366,1
IE	26,3	21,2	na□	9.7*□	-289.0*□	72.3*□	495.9*□	-1,6	-1,3	41.2*□	3,6	31,7	23.2□	-14,9	-22,7	30.7□	1,9	323,6	80,6
EL	-0.2p	11.5p	1.0p□	1.2□	138.1□	0.6□	14.5□	-2.2p	-5,2	-18.9□	5.8p	0.7p	-0.7p□	-0.2p	-12,6	-21.7e□	0.7p	126,4	1359,6
ES	3.2p	19.7p	na□	2.0□	93.1□	2.1□	59.8□	-2.1p	-1,3	-1.5□	-4.7p	2.2p	0.7p□	8.9p	-6,2	-5.6□	4.4p	173,1	468,4
FR	1.3p	21.5p	na□	-0.1□	37.3□	1.5□	43.3□	-1.8p	-0,4	-3.4□	2.1p	3.4p	0.8p□	17.9p	1,9	-4.9□	5.8p	183,3	356,6
HR	1,6	19,5	0.9□	5.6□	52.7□	0.4□	55.0□	-3,5	-1,1	-1.5□	0,6	7,3	0.1□	23,3	-4,1	-8.2□	na	140,2	427,0
IT	0,7	16,6	na□	1.8□	59.7□	0.7□	25.6□	-2,0	-0,5	-7.0□	2,1	1,6	0.2□	17,6	3,0	-12.2p□	4,4	120,1	657,3
CY	1.7p	13.3p	na□	-2.6□	133.4□	41.0□	911.2□	-4.2p	-2,4	-15.0□	-0.8p	-2,7	0.9p□	5.4p	-4,1	-4.6bp□	4.3p	354,9	85,0
LV	2,7	22,6	0.6p□	2.0□	28.6□	2.8□	60.1□	-2,9	-2,0	12.8□	0,2	-0,1	1.4□	71,7	39,1	9.5□	1,8	97,6	625,4
LT	1,8	19,3	1.0p□	0.7□	26.4□	2.3□	40.0□	-3,5	-1,4	17.9□	2,2	-3,1	0.5□	35,3	10,0	11.7□	2,8	57,5	467,9
LU	3,5	19,0	na□	4.1□	-2220.9□	766.4□	8616.9□	-3,1	0,3	25.5□	0,0	10,1	0.9□	29,8	11,1	15.5□	3,9	425,1	53,9
HU	3,1	21,7	1.4□	7.8□	23.0□	-2.2□	222.1□	-4,2	-7,1	-6.0□	-0,2	5,0	0.5□	24,4	8,8	13.0□	1,9	99,1	114,1
MT	6,2	25,4	0.8p□	4.9□	-262.7□	25.8□	1867.3□	-9,8	1,0	-6.8□	0,8	-0,6	2.7□	29,8	10,7	6.2p□	3,4	204,7	37,1
NL	2.0p	19.4p	na□	3.6□	40.0□	13.4□	580.5□	-1.0p	1,0	-6.4□	-0.9p	2.3p	1.0p□	15.3p	1,5	-1.9□	3.7p	236.3p	129.7p
AT	1,0	22,6	3.1ep□	1.4□	20.1□	1.1□	80.9□	-2,3	2,3	-7.7□	-0,2	0,9	0.3□	23,3	5,7	14.2□	4,3	145,1	186,7
PL	3,9	20,1	1.0□	1.7□	35.7□	3.0□	48.6□	-1,6	-1,9	12.1□	2,8	5,0	2.5p□	17.0p	2,5	-2.0□	3,1	83,4	305,9
PT	1.6e	15.3e	na□	1.7□	100.8□	0.3□	71.7□	-2.3e	-1,0	5.0□	4.8e	3.4e	0.2e□	0.6e	-12,4	5.4□	2.5e	195,9	372,0
RO	3.7p	24.7p	na□	1.2□	24.5□	2.4□	42.6□	-0.9p	2,4	23.7□	6.1p	2.8p	4.6p□	43.9p	23,6	0.5□	na	61,2	391,5
SI	2,3	19,5	na□	6.1□	31.2□	3.9□	34.5□	-2,9	-0,7	-1.5□	0,7	2,9	1.2□	19,9	1,1	-10.8□	2,3	96,0	402,6
SK	3,8	23,0	1.2□	3.8□	27.3□	1.3□	60.5□	-3,5	-1,2	8.9□	-3,2	4,3	1.8□	16,1	-1,2	7.8□	2,3	83,7	831,7
FI	0,2	20,4	2.9p□	-0.3□	43.9□	7.3□	58.0□	-1,5	1,1	-18.8□	2,7	-2,9	0.6□	28,1	8,8	0.8□	5,5	182,8	299,4
SE	4,1	23,7	na□	5.0□	46.3□	3.4□	78.0□	-0,9	-7,8	-7.4□	0,6	2,9	2.6□	25,1	6,8	30.5□	4,5	234,9	184,5
UK	2,2	16,9	na□	-5.4□	na	1.8□	74.3□	-0,6	14,0	3.1□	3,5	1,8	0.5□	21,9	3,6	17.4□	3,7	161,1	628,3

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

Anm.: * Niveauforskellen skyldes, at store multinationale selskabers balancer henføres til Irland, og at de tilhørende transaktioner medtages i den irske betalingsbalance og stilling over for udlandet. 1) Boligprisindeks e = kilde EL's centralbank. 2) Den officielle frist for indberetning af nationale bruttoudgifter til F&U i 2015 er den 31. oktober 2016, og dataene blev udtrykt den 24. oktober 2016.

Kilde: Eurostat og generaldirektoratet for økonomiske og finansielle anliggender (den reale effektive valutakurs) og Den Internationale Valutafond, WEO (tal for eksport).□

Table 2.1 (fortsat): Supplerende indiktorer, 2015

Ar 2015	Beskæftigelsesfr ekvens (procentvis ændring på årsbasis)	Erhvervsfrekvens - % af den samlede befolkning i alderen 15-64 (%)	Langtidsledighe d - % af arbejdsstyrken i alderen 15-74 (%)	Ungdomsarbejds løshed - % 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, der lider alvorlige materielle afsavn - % af den samlede befolkning		Personer i husstande med meget lav arbejdsintensitet - % af den samlede befolkning i alderen 0-59	
					%	ændring i 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 i p.p. over 3 år
BE	0.9□	67.6□	4,4	22,1	12,2	-0,1	21.1□	-0.5□	14.9□	-0.4□	5.8p□	-0.5p□	14.9□	1.0□
BG	0.4p□	69.3□	5,6	21,6	19,3	-2,2	41.3□	-8.0□	22.0□	0.8□	34.2□	-9.9□	11.6□	-0.9□
CZ	1.4□	74.0□	2,4	12,6	7,5	-1,4	14.0□	-1.4□	9.7□	0.1□	5.6□	-1.0□	6.8□	0.0□
DK	1.1□	78.5□	1,7	10,8	6,2	-0,4	17.7□	0.2□	12.2□	0.2□	3.7□	1.0□	11.6□	1.4□
DE	0.9□	77.6□	2,0	7,2	6,2	-0,9	20.0□	0.4□	16.7□	0.6□	4.4□	-0.5□	9.8□	-0.1□
EE	2.9□	76.7□	2,4	13,1	10,8	-1,4	24.2□	0.8□	21.6□	4.1□	4.5□	-4.9□	6.6□	-2.5□
IE	2.5□	70.0□	5,3	20,9	14,3	-4,4	na□	na□	na□	na□	na□	na□	na□	na□
EL	0.5p□	67.8□	18,2	49,8	17,2	-3,0	35.7□	1.1□	21.4□	-1.7□	22.2p□	2.7p□	16.8□	2.6□
ES	2.5p□	74.3□	11,4	48,3	15,6	-3,0	28.6□	1.4□	22.1□	1.3□	6.4p□	0.6p□	15.4□	1.1□
FR	0.5p□	71.5□	4,3	24,7	12,0	-0,5	17.7□	-1.4□	13.6□	-0.5□	4.5□	-0.8□	8.6□	0.2□
HR	1.5□	66.8□	10,3	43,0	18,5	1,9	29.1□	-3.5□	20.0□	-0.4□	13.7□	-2.2□	14.4□	-2.3□
IT	0.6□	64.0□	6,9	40,3	21,4	0,4	28.7□	-1.2□	19.9□	0.4□	11.5□	-3.0□	11.7□	1.1□
CY	0.8p□	73.9□	6,8	32,8	15,3	-0,7	28.9□	1.8□	16.2□	1.5□	15.4□	0.4□	10.9□	4.4□
LV	1.3□	75.7□	4,5	16,3	10,5	-4,4	30.9□	-5.3□	22.5□	3.3□	16.4□	-9.2□	7.8□	-3.9□
LT	1.3□	74.1□	3,9	16,3	9,2	-2,0	29.3□	-3.2□	22.2□	3.6□	13.9□	-5.9□	9.2□	-2.2□
LU	2.6□	70.9b□	1,9	16,6	6.2b	0.3b	18.5□	0.1□	15.3□	0.2□	2.0□	0.7□	5.7□	-0.4□
HU	2.6□	68.6□	3,1	17,3	11.6b	-3.2b	28.2□	-5.3□	14.9□	0.6□	19.4□	-6.9□	9.4□	-4.1□
MT	3.4□	67.6□	2,4	11,8	10,4	-0,2	22.4□	-0.7□	16.3□	1.2□	8.1□	-1.1□	9.2□	0.2□
NL	0.9p□	79.6□	3,0	11,3	4,7	-0,2	16.8p□	1.8p□	12.1p□	2.0p□	2.5p□	0.2p□	10.2□	1.3□
AT	0.6□	75.5□	1,7	10,6	7,5	0,7	18.3□	-0.2□	13.9□	-0.5□	3.6□	-0.4□	8.2□	0.5□
PL	1.4p□	68.1□	3,0	20,8	11,0	-0,8	23.4□	-3.3□	17.6□	0.5□	8.1□	-5.4□	6.9□	0.0□
PT	1.4e□	73.4□	7,2	32,0	11,3	-2,6	26.6□	1.3□	19.5□	1.6□	9.6p□	1.0p□	10.9□	0.8□
RO	-0.9p□	66.1□	3,0	21,7	18,1	1,3	37.3□	-5.9□	25.4□	2.5□	22.7□	-8.4□	7.9□	0.0□
SI	1.1□	71.8□	4,7	16,3	9,5	0,2	19.2□	-0.4□	14.3□	0.8□	5.8□	-0.8□	7.4□	-0.1□
SK	2.0□	70.9□	7,6	26,5	13,7	-0,1	18.4□	-2.1□	12.3□	-0.9□	9.0□	-1.5□	7.1□	-0.1□
FI	-0.4□	75.8□	2,3	22,4	10,6	2,0	16.8□	-0.4□	12.4□	-0.8□	2.2p□	-0.7p□	10.8□	1.5□
SE	1.5□	81.7□	1,5	20,4	6,7	-1,1	16.0□	0.4□	14.5□	0.4□	0.7□	-0.6□	5.8□	0.1□
UK	1.8□	76.9□	1,6	14,6	11,1	-2,8	23.5□	-0.6□	16.7□	0.7□	6.1□	-1.7□	11.9□	-1.1□

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

Anm.: 1) IE: Den officielle first for indberetning af data for 2015 for personer truet af fattigdom eller social udstødelse er den 30. november 2016, mens dataene blev udtrykt den 24. oktober 2016.□

Kilde: Europa-Kommissionen, Eurostat