



Europeiska
unionens råd

Bryssel den 23 november 2017
(OR. en)

14824/17

ECOFIN 1009
UEM 325
SOC 754
EMPL 574
COMPET 807
ENV 980
EDUC 430
RECH 379
ENER 468
JAI 1091

FÖLJENOT

från:	Jordi AYET PUIGARNAU, direktör, för Europeiska kommissionens generalsekreterare
inkom den:	22 november 2017
till:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, generalsekreterare för Europeiska unionens råd
Komm. dok. nr:	COM82017) 771 final
Ärende:	RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET, RÅDET, EUROPEISKA CENTRALBANKEN OCH EUROPEISKA EKONOMISKA OCH SOCIALA KOMMITTÉN Rapport om förvarningsmekanismen 2018

För delegationerna bifogas dokument – COM82017) 771 final.

Bilaga: COM82017) 771 final



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 22.11.2017
COM(2017) 771 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN

**TILL EUROPAPARLAMENTET, RÅDET, EUROPEISKA CENTRALBANKEN OCH
EUROPEISKA EKONOMISKA OCH SOCIALA KOMMITTÉN**

**Rapport om förvarningsmekanismen 2018
(utarbetad i enlighet med artiklarna 3 och 4 i förordning (EU) nr 1176/2011 om
förebyggande och korrigerande av makroekonomiska obalanser)**

{SWD(2017) 661 final}

Rapporten om förvarningsmekanismen inleder den årliga cykeln för förfarandet vid makroekonomiska obalanser, som ska identifiera och rätta till obalanser som inverkar hämmande på medlemsländernas ekonomier och som kan störa Ekonomiska och monetära unionens funktion.

För rapporten används en resultattavla med utvalda indikatorer, en bredare uppsättning hjälpindikatorer och annan relevant information. De ska hjälpa till att spåra sådana potentiella ekonomiska obalanser i medlemsländerna som kan kräva politiska åtgärder. I rapporten fastställs vilka medlemsländer som kräver en fördjupad granskning, där vi undersöker om de makroekonomiska riskerna växer eller håller på att avvecklas och drar slutsatser om huruvida det föreligger obalanser och om de i så fall är alltför stora. Med beaktande av diskussioner om rapporten med Europaparlamentet och i rådet och Eurogruppen kommer kommissionen därefter att utarbeta fördjupade granskningar för de berörda länderna. Enligt vedertagen praxis utarbetas under alla omständigheter en fördjupad granskning för de länder där obalanser konstaterades i den förra omgången. Resultaten av de fördjupade granskningarna kommer att ingå i underlaget för de landsspecifika rekommendationerna inom den europeiska planeringsterminen för samordning av den ekonomiska politiken. De fördjupade granskningarna ingår i landsrapporterna och kommer att offentliggöras i februari 2018, före paketet med de landsspecifika rekommendationerna inom den europeiska planeringsterminen.

1. SAMMANFATTNING

Med den här rapporten inleds den sjunde omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser¹. Förfarandet ska identifiera obalanser som hindrar EU-ländernas ekonomier från att fungera väl och ska stimulera till välavvägda och effektiva policyval. Genomförandet av förfarandet vid makroekonomiska obalanser har gjorts till en integrerad del av den europeiska planeringsterminen för att garantera god förenlighet med de analyser och rekommendationer som görs med andra ekonomiska övervakningsinstrument. Den årliga tillväxtöversikten, som antas samtidigt som denna rapport, ger en överblick över det ekonomiska och sociala läget i EU och fastställer övergripande politiska prioriteringar för EU som helhet för det kommande året.

I rapporten om förvarningsmekanismen slår vi fast vilka länder som behöver fördjupade granskningar för att utvärdera om de har obalanser som kräver politiska åtgärder². Rapporten är ett verktyg för att kartlägga ekonomiska obalanser och offentliggörs i början av varje årlig cykel för samordning av den ekonomiska politiken. Den bygger framför allt på en ekonomisk tolkning av en resultattavla med indikatorer med vägledande tröskelvärden och en uppsättning hjälpindikatorer.

I rapporten lyfter vi fram överväganden för euroområdet. Den 22 juni 2015 lade Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi och Martin Schulz fram en rapport om färdigställandet av EMU, och den 21 oktober 2015 lade kommissionen fram ett meddelande om stegen mot färdigställandet av EMU. I linje med de båda dokumenten innehåller den här rapporten en analys av vad de nationella obalanserna har för konsekvenser för hela euroområdet och om konsekvenserna bör följas upp av en samordnad politisk åtgärdsstrategi mot bakgrund av det ömsesidiga beroendet inom euroområdet. I lagstiftningen

¹ Den här rapporten kompletteras med en statistikbilaga som innehåller den statistik som legat till grund för rapporten.

² Se artikel 5 i förordning (EU) nr 1176/2011.

om förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstateras att det finns ett ömsesidigt beroende och att obalanserna har effekter på systemet. Obalanserna definieras som ”alla trender som leder till en makroekonomisk utveckling som inverkar negativt på, eller skulle kunna inverka negativt på, ekonomin i en medlemsstat eller i den ekonomiska och monetära unionen, eller i unionen som helhet”³.

Bedömningen i den här rapporten ska ses i ljuset av att den ekonomiska återhämtningen är allt bredare och mer robust. Enligt Europeiska kommissionens höstprognos 2017 kommer den reala BNP-tillväxten i EU och euroområdet att bli 2,3 % respektive 2,2 % för 2017 med positiv tillväxt i samtliga EU-länder, mot bakgrund av en ökning av världshandeln och en starkare inhemsk efterfrågan i euroområdet. För 2018 spår höstprognosen att BNP-tillväxten blir 2,1 % för både EU och euroområdet, innan den sjunker till 1,9 % under 2019 då återhämtningen planar ut. Inflation har under 2017 tagit fart från historiskt låga nivåer, men spås ändå ligga kvar under ECB:s mål under prognosperioden och uppgå till 1,6 % under 2019. Den underliggande inflationen har ständigt varit lägre och legat under 1 % de senaste tre åren. Läget på arbetsmarknaden ser allt ljusare ut och arbetslösheten sjunker och sysselsättningen ökar. Löneökningarna är ändå låga även i länder med arbetskraftsbrist, vilket bidrar till den låga inflationen, men arbetsmarknadsläget skiljer sig åt både inom och mellan länderna. Kredittillväxten har tagit fart igen, medan avkastningsskillnaden mellan stats- och företagsobligationer har krympt.

Återhämtningen underlättar visserligen korrigeringen av de makroekonomiska obalanserna, men ett flertal problem kan ändå inverka negativt på det ekonomiska läget. Det finns fortfarande faktorer som skapar osäkerhet kring de ekonomiska prognoserna och de politiska åtgärderna, främst med koppling till den amerikanska finanspolitiska och monetära utvecklingen, ombalanseringen i Kina och i de framväxande ekonomierna med hög skuldsättning i företagen, geopolitiska spänningar och framväxande protektionism. Återhämtningen har visserligen breddats och konsoliderats men den kännetecknas fortfarande av att den totala faktorproduktivitets tillväxt är lägre än före krisen. Reformtakten har avtagit på sistone jämfört med krisåren och åren omedelbart efter krisen. Om reformtakten inte upprätthålls kan det hota villkoren för en hållbar återhämtning av den potentiella tillväxten och möjligheterna att ta itu med obalanser. När nu inflationen stegvis närmar sig ECB:s mål kommer skuldsaneringsprocessen att underlättas tack vare en högre nominell tillväxt. Om vi inte längre befinner oss i ett läge med låg inflation kan det bereda väg för en normalisering av den monetära politiken.

³ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1176/2011 av den 16 november 2011 om förebyggande och korrigering av makroekonomiska obalanser.

Den övergripande analysen i den här rapporten mynnar ut i flera slutsatser:

- **Ombalanseringen måste fortsätta.** Även om de stora och ohållbara bytesbalansunderskotten korrigerades i nästan alla medlemsländer före 2016 måste gäldenärländerna försöka att behålla sina försiktiga utlandsställningar för att kunna komma till rätta med de mycket negativa nettoutlandställningarna. Parallellt finns de stora bytesbalansöverskotten kvar i vissa borgenärländer i euroområdet och det finns inga större utsikter för nedjusteringar.
- **Mycket negativa nettoutlandsställningar finns kvar i vissa fall mot bakgrund av en utveckling av konkurrenskraften som inte verkar kunna stödja ombalanseringar.** Mycket negativa nettoutlandsställningar finns i länder som hade stora, varaktiga bytebalansunderskott före krisen. Deras förbättrade bytesbalanser har i de flesta fall skapat förutsättningar för en gradvis minskning av nettoutlandsskulden, men de måste upprätthålla en bytesbalans i jämvikt eller överskott för att kunna fortsätta att i tillfredsställande takt minska skulderna till betryggande nivåer. Stärkt konkurrenskraft har hjälpt till på senare år, men utvecklingen av den relativa enhetsarbetskostnaden i gäldenärs- respektive borgenärländerna har på senare tid börjat vara mindre gynnsam för ombalanseringen.
- **Skuldsaneringen i den privata sektorn pågår men har gått långsammare på senare tid.** Upplåningen ökar igen och minskningen av skuldkvoterna bygger i allt högre grad på att den nominella tillväxten tar fart. Skuldsaneringen är också ojämnt fördelad och står inte alltid i proportion till behoven. Den har gått snabbare i företagssektorn än i hushållssektorn i flertalet länder, vilket bekräftar att investeringarna är låga i vissa länder. Skuldsättningen i den offentliga sektorn har inte förrän helt nyligen börjat sjunka i flertalet högt skuldsatta länder.
- **Lönsamheten i banksektorn har stärkts liksom kurserna på börserna.** Ändå fortsätter små räntemarginaler, omoderna affärsmodeller och en hög andel nödlidande lån att orsaka problem i vissa länder.
- **Bostadspriserna ökar i flertalet medlemsländer.** Efter krisens prisjusteringar är värderingarna vanligtvis fortfarande lägre än toppnoteringarna, men i vissa fall tyder tillgängliga indikatorer på övervärderingar. Det finns fickor av möjlig överhettning och priserna ökar snabbt i ett växande antal länder. Utlåningen till hushållen ökar också på många håll.
- **Läget på arbetsmarknaden förbättras totalt sett och arbetskraftsbristen ökar i många länder, medan löneökningarna är fortsatt låga.** Den sjunkande arbetslösheten sammanfaller med krympande skillnader i arbetslöshet mellan länderna, även om antalet arbetslösa fortfarande är stort i vissa länder. Arbetskraftsdeltagandet har i stort ökat det senaste årtiondet, men i vissa länder och för vissa grupper är det fortsatt lågt. De sociala problemen minskar men är ändå stora i en del länder med kvardröjande hög arbetslöshet och sänkta inkomster för utsatta grupper mot bakgrund av en allmänt svag löneutveckling. Hushållens disponibla inkomster har ökat, men har inte återgått till 2008 års nivåer i reala termer i vissa medlemsländer. I några få länder har arbetskraftsbrist lett till en snabbt stigande enhetsarbetskostnad.

Ombalanseringen i euroområdet kräver fortsatt uppmärksamhet. Euroområdets bytesbalansöverskott har slutat att växa – det nådde sitt högsta värde på 3,3 % av BNP 2016 och ska enligt prognoserna sjunka till 3 % i år för att sedan ligga kvar på den nivån fram till 2019⁴. Euroområdets överskott är dock ändå det största i världen och ligger på nivåer som inte är förenliga med ekonomiska fundamenta. För att minska varaktigt stora stockar av nettoutlandsskulder krävs en sund bytesbalans i gäldenärsländerna. Samtidigt skulle framsteg med att justera borgenärsländernas stora överskott bidra till att skuldsaneringen på euroområdesnivå går att förena med en hållbar återhämtning.

Sammantaget kan man säga att även om riskerna har börjat ge vika så finns de kvar och har sitt ursprung i samma källor som identifierades i förra årets rapport. Framstegen med en extern ombalansering är begränsade, eftersom de stora bytesbalansöverskotten håller i sig och utvecklingen av konkurrenskraften i lägre grad stöder ombalanseringen. Den privata och den offentliga skuldsättningen fortsätter att minska, vilket i allt högre grad beror på den nominella tillväxten, men skuldsaneringen är ojämnt fördelad. Skuldsaneringen i företagssektorn är ofta förknippad med låga investeringar och det råder fortsatt osäkerhet kring i vad mån skuldsaneringen kan bygga på starkare potentiell tillväxt framöver. Läget i banksektorn har förbättrats på flera sätt men det finns kvardröjande problem. I allt fler länder dyker det upp tecken på överhettade arbetskostnader och bostadspriser.

I de fördjupade granskningarna kommer de medlemsländer som identifieras i den här rapporten att analyseras mer ingående. Precis som i de föregående omgångarna kommer de fördjupade granskningarna att ingå i landsrapporterna, som också innehåller kommissionens analys av ländernas ekonomiska och sociala problem. Den analysen tjänar sedan som underlag för de landsspecifika rekommendationerna inom den europeiska planeringsterminen. För att förbereda dessa fördjupade granskningar kommer kommissionen att grunda sin analys på ett betydligt mer detaljerat faktaunderlag och annan relevant information. Enligt lagstiftningen är det på grundval av de fördjupade granskningarna som kommissionen kommer att dra slutsatser om huruvida obalanser – eller alltför stora obalanser – förekommer, och lägga fram lämpliga politiska rekommendationer för varje medlemsland⁵. Länder som har konstaterats ha obalanser eller alltför stora obalanser omfattas och kommer att fortsätta att omfattas av särskild övervakning för att säkerställa fortlöpande övervakning av de åtgärder som vidtas enligt förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Fördjupade granskningar är berättigade för de länder som konstaterades ha obalanser eller alltför stora obalanser i den föregående omgången av förfarandet. Enligt vedertagen tillsynspraxis krävs en fördjupad granskning för att utvärdera om befintliga obalanser håller på att avvecklas, finns kvar eller har förvärrats, med beaktande av de åtgärder som de berörda länderna har vidtagit. Enligt rapporten om förvarningsmekanismen bör fördjupade granskningar utarbetas för de 12 medlemsländer som konstaterades ha obalanser mot bakgrund av rönen i de fördjupade granskningarna 2016⁶. De berörda medlemsländerna är

⁴ Uppgifter på basis av nationalräkenskaperna.

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

⁶ Se Europeiska planeringsterminen 2016: Bedömning av framstegen med strukturreformer, förebyggande och korrigerande av makroekonomiska obalanser samt resultatet av de fördjupade granskningarna enligt förordning (EU) nr 1176/2011, COM(2016) 95 final/2, 7.4.2016.

Bulgarien, Cypern, Frankrike, Irland, Italien, Kroatien, Nederländerna, Portugal, Slovenien, Spanien, Sverige och Tyskland.

På grundval av den ekonomiska tolkningen av resultattavlan anser kommissionen inte att det är nödvändigt att utarbeta fördjupade granskningar för de medlemsländer som för närvarande inte konstateras ha några obalanser. Av den ekonomiska tolkningen av resultattavlan framgår att det inte finns några större övergripande extra risker jämfört med förra året för Finland, som 2017 lämnade övervakningen enligt förfarandet vid makroekonomiska obalanser. Liknande slutsatser dras i nuläget för de länder som lämnade övervakningsförfarandet 2016 (Belgien, Rumänien, Storbritannien och Ungern) och för de länder som inte har omfattats av förfarandet på senare tid. Den senaste tidens utveckling av bostadspriserna i flera länder (Belgien, Danmark, Finland, Luxemburg, Storbritannien, Ungern och Österrike) måste analyseras noggrant i respektive landsrapport även om ingen fördjupad granskning krävs i det här skedet eftersom riskerna kan anses vara begränsade. Detsamma gäller för de begynnande arbetskostnadsproblemen i vissa länder (Estland, Lettland, Litauen, Rumänien och Ungern). För Greklands del utgör övervakningen av obalanser och utvärderingen av korrigerande åtgärder fortsatt en del av det makroekonomiska anpassningsprogrammet. Sammantaget visar rapporten om förvarningsmekanismen att fördjupade rapporter krävs för 12 länder, jämfört med 13 i den föregående omgången.

2. OBALANSER, RISKER OCH KORRIGERING: DEN VIKTIGASTE HÄNDELSEUTVECKLINGEN I LÄNDERNA

Rapporten om förvarningsmekanismen bygger på en ekonomisk tolkning av en resultattavla med indikatorer, som fungerar som ett filter för att upptäcka de första tecknen på möjliga risker och sårbarheter som kräver ytterligare utredning i form av en fördjupad granskning. Den innehåller 14 indikatorer och vägledande tröskelvärden på flera områden, bland annat utlandsställning, konkurrenskraft, privat skuldsättning, bostadsmarknad, banksektor och sysselsättning. Den bygger på faktiska värden av god statistisk kvalitet för att säkerställa statistisk stabilitet och jämförbarhet mellan länderna. Den resultattavla som den här rapporten bygger på gäller statistik fram till 2016. Färskare uppgifter, tillsammans med en uppsättning hjälpindikatorer, beaktas också i samband med den ekonomiska tolkningen av indikatorerna. Värdena i resultattavlan tolkas inte mekaniskt, utan på ett sätt som tar hänsyn till landsspecifika problem och kontextuella överväganden⁷.

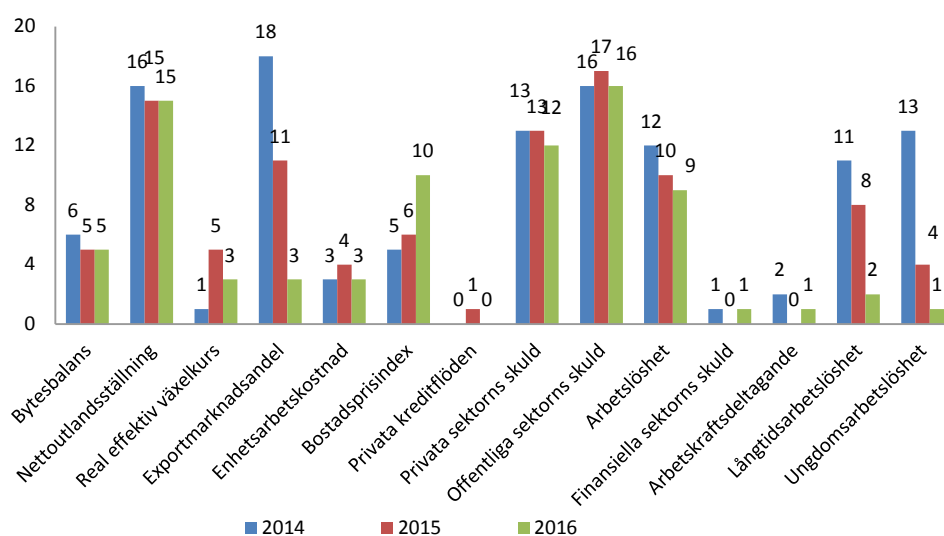
Resultattavlans indikatorer lyfter fram varaktiga obalanser och sårbarheter med koppling till hög skuldsättning. Värden som överstiger tröskelvärdet i resultattavlan är fortfarande vanliga i fråga om den offentliga skuldsättningen, nettoutlandsställningen och den privata skuldsättningen (tabell 1)⁸. Antalet länder med värden som överskrider tröskelvärdet för de tre indikatorerna under 2016 är 16, 15 respektive 12. Det ligger nära resultaten i de föregående omgångarna och bekräftar att de här stockarna skapar långvariga obalanser. I överensstämmelse med den sysselsättningsskapande återhämtningen har antalet länder med

⁷ En mekanisk tolkning av resultattavlan är inte tillåten enligt förordningen om förfarandet vid makroekonomiska obalanser (förordning (EU) 1176/2011). Läs mer om vilka skäl som ligger till grund för hur resultattavlan är uppbyggd och hur den ska tolkas i *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, application: a compendium* (Europeiska kommissionen, 2016).

⁸ Resultattavlan med indikatorerna, tillsammans med respektive tröskelvärde, finns i bilagans tabell 1.1.

resultat som överstiger tröskelvärden för arbetslöshet fallit från tolv till nio mellan 2014 och 2016. Ännu fler länder har förbättrat sina resultat när det gäller ungdoms- och långtidsarbetslöshet, vilket speglar att dessa grupper är känsligare för läget på arbetsmarknaden. Däremot stiger bostadspriserna, och av resultattavlan framgår att fler och fler länder hamnar över tröskelvärden – de är nu tio jämfört med sex för 2015 och fem för 2014. Resultattavlan visar att fyra av fem länder som just nu ligger över tröskelvärdena för bytesbalansen gör det på grund av överskott. Antalet medlemsländer med en enhetsarbetskostnad över tröskelvärden har hittills legat stabilt på tre eller fyra under de senaste tre åren. Tre länder ligger över tröskelvärden för den reala växelkursen: i ett fall på grund av att konkurrenskraften är svag och i två fall på grund av att den faktiska växelkursen föll till ett värde under det lägre tröskelvärden. Antalet länder med exporthandelsandelar som är högre än tröskelvärden har minskat markant då EU-ländernas exportefterfrågan har tagit fart igen.

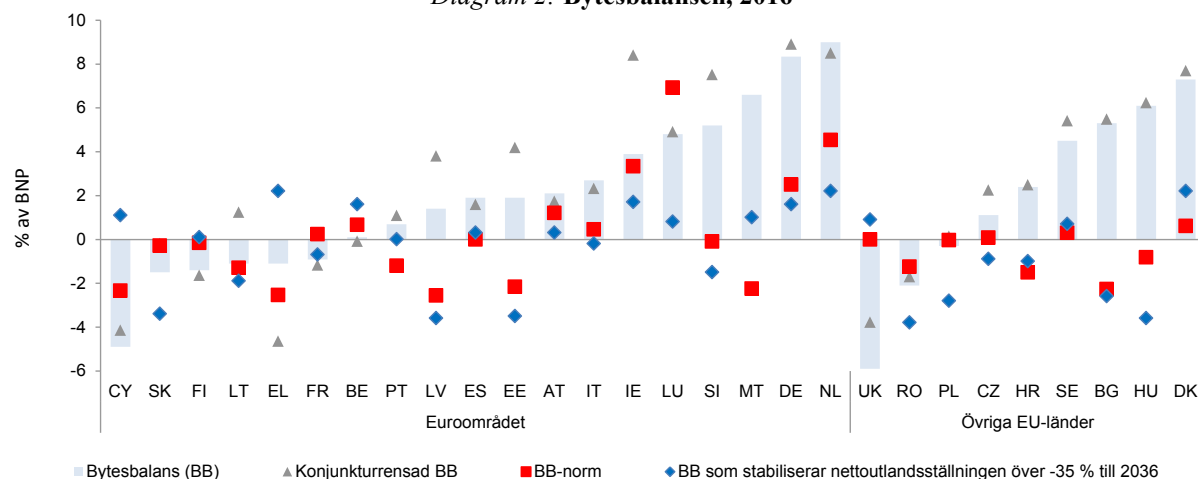
Diagram 1: Antal länder med värden som överskrider resultattavlans tröskelvärden



Källa: Eurostat.

Anmärkning: Antalet länder med värden som överskrider resultattavlans tröskelvärde bygger på de resultattavlor som publicerats i respektive rapport om förvarningsmekanismen för tidigare år. Möjliga efterhandsrevideringar av värdena kan leda till att antalet länder med värden över tröskelvärdena skiljer sig åt om man använder de senaste siffrorna jämfört med vad som anges i diagrammet ovan.

Diagram 2: Bytesbalansen, 2016

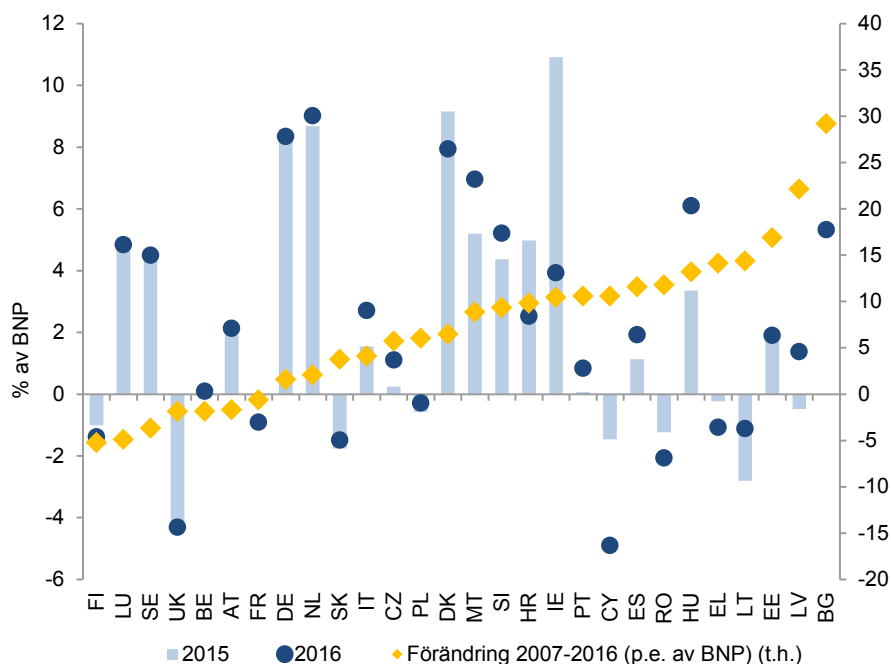


Källa: Kommissionens beräkningar.

Anmärkning: De konjunkturrensade saldona beräknas med hjälp av de beräkningar av produktionsgap som ligger till grund för kommissionens höstprognos 2017. Maltas konjunkturrensade saldo 2016 visas inte i diagrammet och uppgick till 13,3 % av BNP. För beräkningen av bytesbalansnormer se fotnot 9. En bytesbalans som stabiliserar nettoutlandsställningen definieras enligt följande: Det bytesbalanssaldo som krävs för att ge en nettoutlandsställning på -35 % om 20 år, för länder vars nettoutlandsställning under 2016 redan är vid eller över -35 % av BNP, så är det redan det saldot som krävs för att nettoutlandsställningen ska ligga kvar på 2016 års nivå⁹.

⁹ Beräkningarna av den bytesbalans som stabiliserar nettoutlandställningen bygger på följande antaganden: Prognoser för nominell BNP kommer från kommissionens höstprognos 2017 (fram till 2019) och från kommissionens metod för tioårsprognoser. Värderingseffekterna antas vanligen vara noll under prognosperioden. Kapitalbalanserna antas förbli konstanta som andel av BNP till ett medianvärde mellan 2016 och prognoserna fram till 2019.

Diagram 3: Bytesbalansens utveckling



Källa: Eurostat.

Väldigt få länder har bytesbalansunderskott medan de höga överskotten består. De flesta stora bytesbalansunderskott hade redan krympt betydligt före 2016 och övergick i överskott eller balans mot bakgrund av stärkt konkurrenskraft och dämpad inhemsk efterfrågan (diagram 2 och 3). På senare tid har handelsbalanserna gynnats av råvarupriserna, uppsvinget för handeln i EU och den ökande världshandeln sedan mitten på 2016, medan gäldenärländernas inkomstsaldo har dragit nytta av de fallande räntorna som innebär lägre avkastning på de finansiella nettoskulderna.

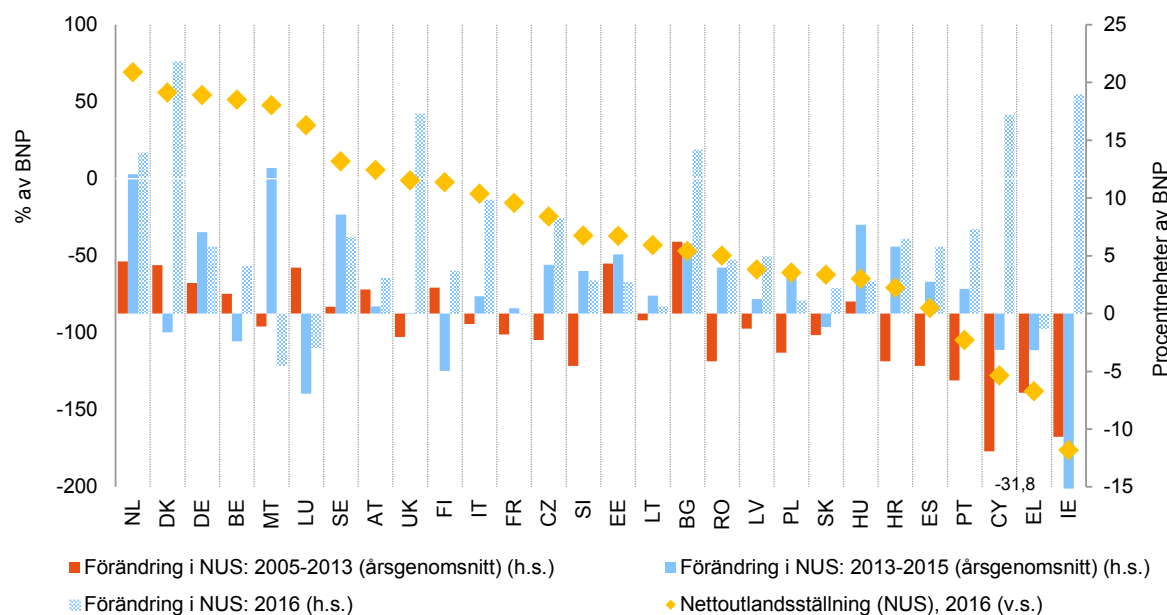
- Det är bara Storbritannien som nu har ett bytesbalansunderskott som överskrider resultattavlans tröskelvärde. De andra länderna med bytesbalansunderskott 2016 (Belgien, Grekland, Frankrike, Cypern, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slovakien och Finland) ligger nu med råge under tröskelvärdet. Cykliska faktorer har blivit mindre betydelsefulla för de här resultateten, då produktionsgapen minskar (diagram 2). Vissa ytterligare marginella förbättringar tillkom också under 2016, medan länder som Kroatien och Irland redovisade sjunkande överskott men från de exceptionellt höga nivåerna under 2015 (diagram 3).
- I Cypern och Grekland är bytesbalansen för 2016 ännu inte tillräcklig stor för att stödja en tillfredsställande förbättring av den mycket negativa nettoutlandsställningen till betryggande nivåer. Portugal och Spanien hade däremot bytesbalansresultat som ligger något över vad som krävs för att röra sig mot en nettoutlandsställning på -35 % av BNP under de kommande två årtiondena, där marginalerna är större för Kroatien och Irland.
- Parallellt består de stora bytesbalansöverskotten. Trots den senaste tidens marginella minskningar fortsätter överskotten i Danmark, Nederländerna och Tyskland att ligga över

tröskelvärde precis som de gjort under flera år. Malta överskred tröskelvärde 2016, vilket också speglar landets roll som offshore-centrum. Överskottet skulle ha varit något högre i Tyskland och lägre i Danmark om det inte vore för cykliska effekter. Tyskland, Danmark och Nederländerna redovisar för närvarande överskott som är mycket större än vad ekonomiska fundamenta kan förklara (t.ex. den åldrande befolkningen och relativa per capita-inkomster)¹⁰.

- Allmänt sett verkar alla aktuella överskott i de olika länderna (med undantag av Luxemburg) både inom och utanför euroområdet vara högre än fundamenta, ibland med bred marginal. Enligt kommissionens höstprognos 2017 kommer de här mönstren att bara ändras något innevarande och nästa år.

¹⁰ En i stort sett liknande bedömning finns i IMF:s *External Sector Report*, 2017. Se även fotnot 13.

Diagram 4: Nettoutlandsställningen och dess dynamik*



Källa: Eurostat (BPM6, ESA10) och kommissionens beräkningar.

Anmärkning: Uppgifter för Bulgarien finns bara från och med 2010 och för Cypern från och med 2008.

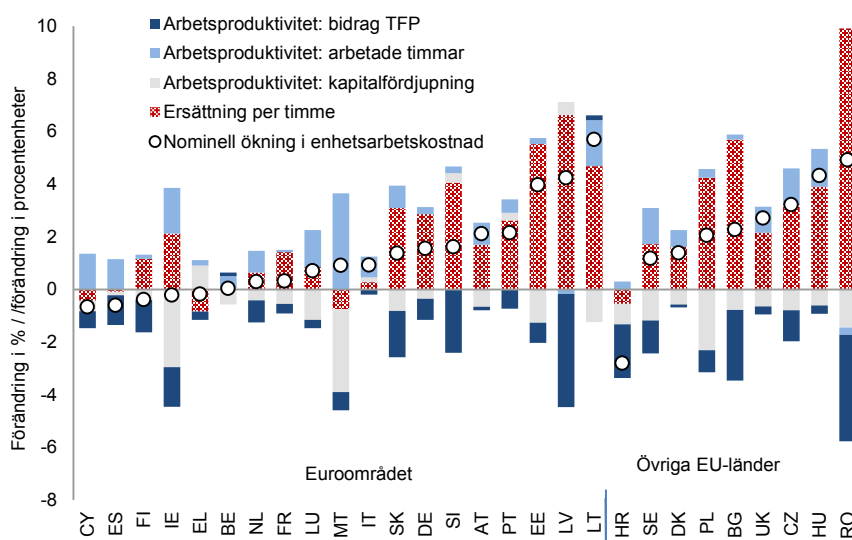
Nettoutlandsställningen har förbättrats i nästan alla medlemsländer på senare tid men är fortfarande mycket negativ i ett antal länder. Förbättringarna under 2016 var ibland stora och redovisades av både gäldenär- och borgenärsländer, även om utvecklingen var något mer uttalad i de förstnämnda länderna. Det är en återspeglning av stärkta bytes- och kapitalbalanser och högre BNP-tillväxt. Värderingseffekterna varierade stort mellan länderna, utan någon tydlig koppling till den inledande nettoutlandsställningen, men ibland bidrog de till att minska mycket negativa nettoutlandsställningar. Utvecklingen under första halvåret 2017 tyder inte på några större förändringar av de här mönstren.

- Trots den senaste tidens förbättringar har mer än hälften av EU-länderna nettoutlandsställningar som överskrider resultattavlans tröskelvärde. Några värden överstiger -100 % av BNP (Irland, Grekland, Cypern och Portugal). För Spaniens och Kroatiens del överstiger de -70 % av BNP. Nio andra länder måste fortfarande närma sig tröskelvärdet på -35 % av BNP, t.ex. Bulgarien, Lettland, Polen, Rumänien, Slovakien och Ungern.
- År 2016 kännetecknades av tydliga förbättringar av de mest negativa nettoutlandsställningarna, vilket oftast stod i kontrast mot tidigare års försämringar. Cypern och Irland utmärker sig med stora förbättringar under 2016 men också i Portugal och Spanien ändrades mönstren tydligt eftersom det årets förbättringar följde på år av mer eller mindre konstanta försämringar. Grekland fortsätter att vara undantaget, eftersom dess ställning fortsatte att försämrats, dock i lägre takt. De förändrade mönstren var mer blandande i länder med mindre negativa nettoutlandsställningar och korrigeringarna var i allmänhet mer blygsamma. I vissa fall som Ungern avtog visserligen förbättringstakten men riktningen var ändå densamma.
- Borgenärsländerna fortsatte att bättra på sina stora positiva nettoutlandsställningar under 2016 mot bakgrund av stora överskott och värderingsvinster som ofta var ännu större än

tidigare. Nederländerna avslutade 2016 med en positiv nettoutlandsställning på nästan 70 % av BNP, medan Danmark och Tyskland förbättrade sin ställning till 55 % av BNP – för alla tre var det det högsta värdet på ett årtionde. Den senaste tidens bytesbalansresultat är uppenbart mycket bättre än vad som krävs för att bevara nettoutlandsställningens förhållande till BNP på 2016 års nivå. Malta och Luxemburg var de enda borgenärsländer med försämringar i nettoutlandsställningen 2016, men som ändå låg kvar på en tydligt positiv nivå. De flesta länder med en relativt balanserad nettoutlandsställning förbättrade sin ställning under 2016 och i vissa fall gick det betydligt bättre än tidigare. Storbritannien avslutade 2016 med en balanserad nettoutlandsställning främst tack vare värderingseffekter med koppling till en depreciering av det brittiska pundet efter år av negativa resultat.

- Risker och sårbarheter till följd av en negativ nettoutlandsställning beror också på sammansättningen. I det avseendet har ofta högt belånade länder som Cypern, Grekland, Portugal och Spanien nettoutlandsskulder som står för merparten av deras nettoutlandsställning, vilket kan göra dem sårbara för förändringar av finansieringsvillkoren, särskilt om och när behoven av omsättning är stora. I andra skuldsatta länder står utländska direktinvesteringar, som kan vara en stabilare finansieringskälla, för en större andel av den negativa nettoutlandsställningen. Det är fallet för Estland, Lettland, Litauen, Bulgarien, Polen, Rumänien och Slovakien.

Diagram 5: Ökningen av enhetsarbetskostnaden och uppdelning på faktorer, 2016



Källa: Ameco och Eurostat samt kommissionens beräkningar.

Anmärkning: Uppdelningen bygger på en standardfördelning av ökningen av enhetsarbetskostnaden på nominell timersättning och arbetsproduktivitet. Den sista delas upp ytterligare på bidrag från arbetade timmar, total faktorproduktivitet och kapitalackumulation med tillämpning av en standardram för tillväxtredovisning.

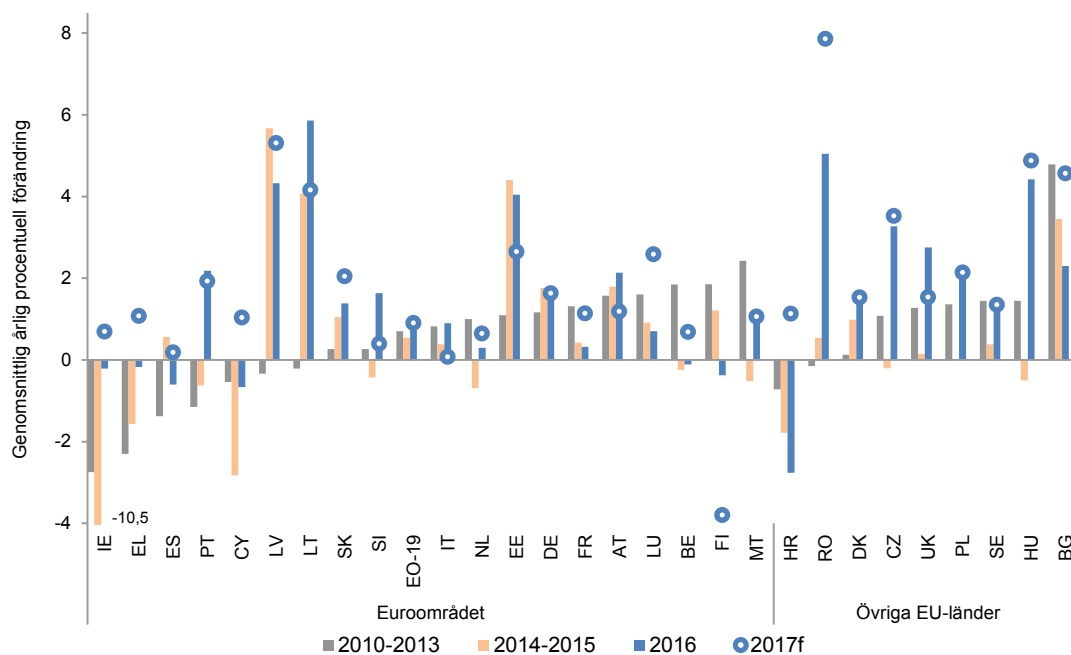
Utvecklingen av den kostnadsrelaterade konkurrenskraften stödjer i lägre grad ombalanseringen. Den förbättrade konkurrenskraften i många gäldenärsländer har ofta avmattats eller avtagit, medan konkurrenskraften i borgenärsländerna inte har ändrats så mycket. Mot bakgrund av en relativt långsam produktivitetsoökning och dämpade löneökningar i flertalet länder verkar utvecklingen av enhetsarbetskostnaden under 2016 vara

mer isolerad från utlandsställningens stockar och flöden jämfört med tidigare år (diagram 5). Totalt sett gör de minskade skillnaderna i den kostnadsrelaterade konkurrenskraftens utveckling att ombalanseringen inom euroområdet inte blir lika symmetrisk (se diagram 6 och ruta 2).

- Under 2016 planade utvecklingen av enhetsarbetskostnaden ut eller blev positiv i vissa av gäldenärsländerna efter år av försämringar (t.ex. Grekland, Irland, Spanien, Portugal och Slovenien), vilket återspeglar inbromsande produktivitets- och löneökningar som har blivit mindre negativa eller positiva. I länder som Estland, Lettland och Litauen fortsatte enhetsarbetskostnaden att öka snabbt och den fick draghjälp av stora löneökningar mot bakgrund av växande arbetskraftsbrist och måttliga produktivitetsförbättringar. Samtidigt har andra länder redovisat snabbt ökande enhetsarbetskostnader som fortsatt in på 2017, främst Rumänien, men också Bulgarien, Tjeckien och Ungern (diagram 6). I några av de här länderna följer de snabba löneökningarna på stora justeringar efter krisen 2008–2009, som tillfälligt satte stopp för den långsiktiga lönekonvergensen. Låg arbetsproduktivitet har ofta gått hand i hand med blygsamma öknings av den totala faktorproduktiviteten¹¹.
- Ökningen i enhetsarbetskostnad i flera borgenärsländer (Danmark, Luxemburg, Nederländerna, Sverige och Tyskland) var totalt sett måttlig under 2016. Den kylades av något i Tyskland i ljuset av dämpade löneökningar, trots tilltagande arbetskraftsbrist.
- Låg inflation har bidragit till att hålla uppe priskonkurrenskraften, mätt enligt den reala effektiva växelkursen, som varit relativt stabil de senaste åren (diagram 7). Euron började apprecieras under 2016 efter deprecieringen 2015, vilket ledde till nominella effektiva apprecieringar på bred front i euroländerna. Utvecklingen fick ytterligare stöd av den senaste tidens ökning av den reala effektiva växelkursen. Trots den senaste tidens appreciering visar den reala effektiva växelkursen fortfarande på en förbättring av priskonkurrenskraften jämfört med tiden före krisen i de flesta gäldenärsländerna. Försämringar i konkurrenskraften jämfört med tiden före krisen har bara inträffat under några år i Estland, Lettland och Litauen och på senare tid i Bulgarien och Tjeckien mot bakgrund av ihållande inflation. Utav alla EU-länder är det bara Storbritannien, Polen och Tyskland som uppvisar förbättrad priskonkurrenskraft jämfört med år 2000.

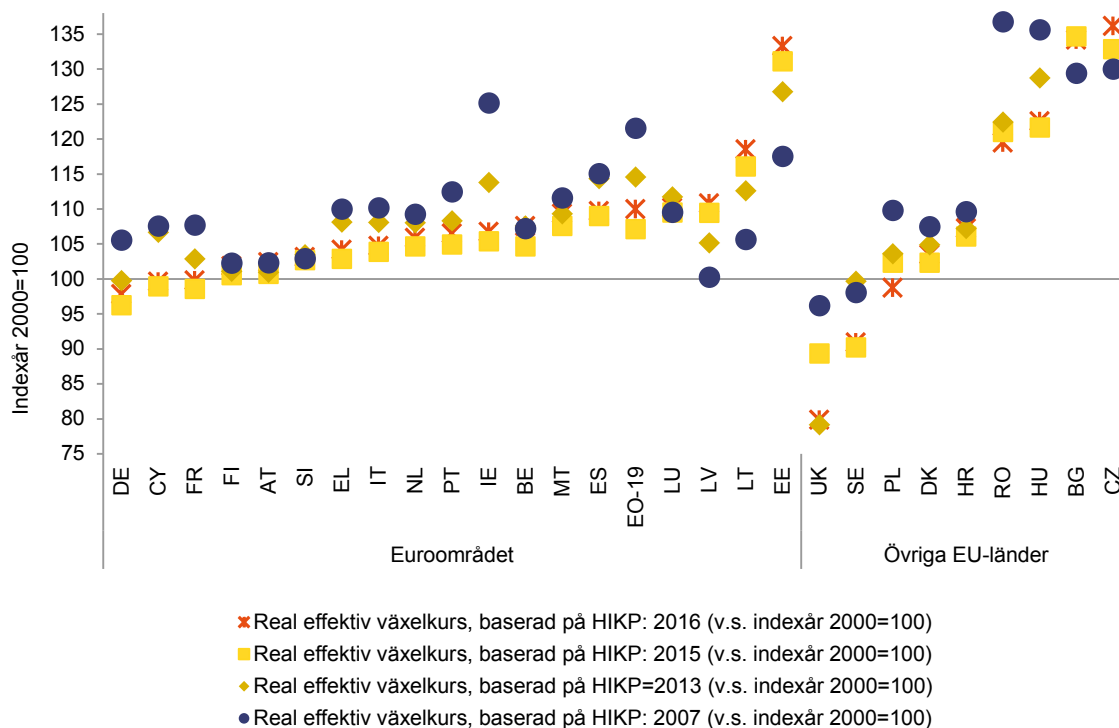
¹¹ I några få länder som Polen och Rumänien har en ökning av kapitalanvändningen per anställd i produktionen fått fart på arbetsproduktiviteten och dämpat enhetsarbetskostnaden, medan utvecklingen gått i motsatt riktning i Lettland, Grekland, Portugal och Slovenien.

Diagram 6: Ökning av enhetsarbetskostnaden



Källa: Ameco. Uppgifter för 2017 från kommissionens höstprognos 2017.

Diagram 7: Real effektiv växelkurs – 42 handelspartner, HIKP-deflator

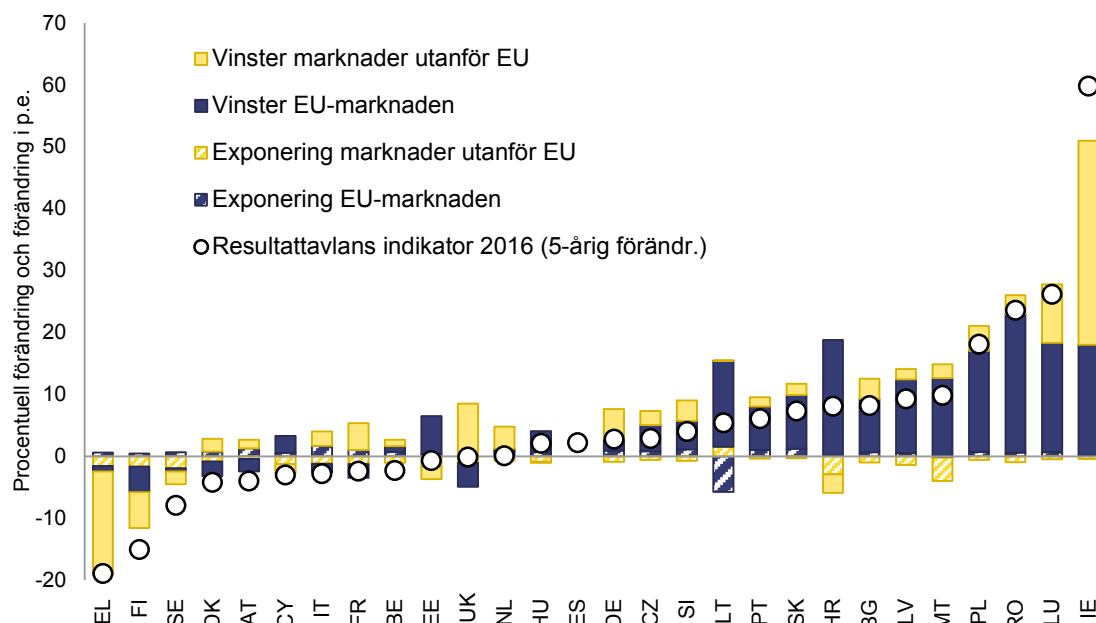


Källa: Ameco.

Anmärkning: Uppgifterna för Slovakien ligger utanför skalan – index är 153, 173, 170 och 171 för 2007, 2013, 2015 respektive 2016.

De flesta EU-länder har på senare tid redovisat vinster i exportmarknadsandelen. Vinsterna återspeglar en något starkare ökning av handeln inom EU än handeln med omvärlden, och prisfall på råvaror som på senare år lett till en ökad vikt för annan export än råvaror i den totala exporten. Irland, Luxemburg och Rumänien har ökat sina exportmarknadsandelar mest, medan de största förlusterna finns i Grekland, Finland och Sverige. I de större EU-ekonomierna låg exportmarknadsandelen i stort kvar oförändrad. Det verkar inte finnas några systematiska skillnader mellan gäldenärs- och borgenärsländerna när det gäller utvecklingen för exportmarknadsandelen på senare år, med undantag för 2016, då gäldenärsländerna hade något bättre resultat.

Diagram 8: Ändring i exportmarknadsandelen, kumulerad ändring 2011–2016



Källa: Eurostat och kommissionens beräkningar.

Anmärkning: Uppdelningen bygger på shift-share-metoden. Skuggade staplar visar bidraget till marknadsandelsutvecklingen från ändringar i exponeringen på en viss marknad. Helfärgade staplar mäter bidraget till marknadsandelsutvecklingen från ändringar i marknadsandelar inom en viss marknad. För beräkningarna används BPM6-uppgifter utom för Finland där exporten till EU är härledd ur nationalräkenskaperna. För Spanien finns inga fullständiga uppgifter.

Ruta 1: De makroekonomiska obalansernas euroområdesdimension

De makroekonomiska obalansernas konsekvenser för euroområdet kräver noggranna överväganden. Den 22 juni 2015 lade Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi och Martin Schulz fram en rapport om färdigställandet av EMU och den 21 oktober 2015 lade kommissionen fram ett meddelande om stegen mot färdigställandet av EMU. I linje med förslagen i de båda dokumenten innehåller den här rapporten från 2016 en systemanalys av de nationella obalansernas konsekvenser för hela euroområdet. Vi gör också en analys av om det krävs en samordnad politisk åtgärdsstrategi mot bakgrund av det ömsesidiga beroendet.

Euroområdets stora bytesbalansöverskott har stabiliserats. Euroområdets bytesbalansöverskott ökade marginellt och nådde en toppnotering på 3,3 % av BNP under 2016 efter att ha uppgått till 3,2 % av BNP 2015. Enligt kommissionens höstprognos 2017 ska det ligga kvar runt 3 % fram till 2019, främst på grund av euroområdets återhämtning i förhållande till handelspartnernas och

avtagande vinster i bytesrelationen¹². Med oförändrad politik väntas euroområdet nuvarande bytesbalansöverskott förbli det högsta i världen. Nivån bedöms ligga över vad ekonomiska fundamenta kan förklara (t.ex. en åldrande befolkning och relativ per capita-inkomst), eftersom empiriska skattningar av euroområdets bytesbalansnorm pekar på ett litet överskott på något över 1 % av BNP för 2016¹³. Om vi blickar framåt kan dagens stora bytesbalansöverskott i euroområdet vara en av de faktorer som bidrar till att hålla uppe trycket på eurons externa värde.

Att euroområdet överskott håller i sig återspeglar att de bytesbalanser som tidigare uppvisade underskott håller på att korrigeras och att de stora överskotten är varaktiga. Tysklands och Nederländernas stora överskott utgör tillsammans nästan 90 % av den nuvarande *nivån* på euroområdet aggregerade överskott (diagram B.1.1). Den snabba förbättringen av euroområdets bytesbalans åren efter krisen sammanföll med en plötslig justering av stora externa underskott till följd av en omsvängning av de privata finansiella flödena över gränserna (diagram B.1.2). Den ökning av euroområdets överskott som sedan följde orsakades av en varaktig utjämning av bytesbalansen i gäldenärsländerna och ett överskott som växte ännu mer i borgenärsländerna. Sedan står *dynamiken* i Italiens och Tysklands bytesbalanser för cirka två tredjedelar av ökningen av euroområdets överskott. Den minskning av euroområdets överskott som väntas 2017 beror till stor del på minskningen av Tysklands överskott.

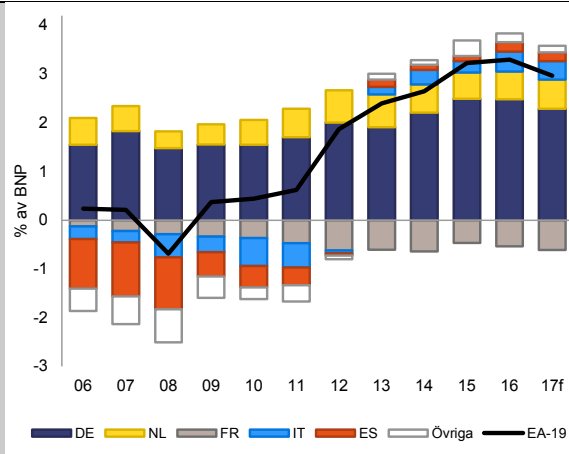
Dynamiken i euroområdets överskott hör samman med att den inhemska efterfrågan släpar efter den ekonomiska aktiviteten och den varaktiga exportefterfrågan. Nettoexporten motsvarar skillnaden mellan aggregerade inkomster och utgifter, som ökade mellan 2009 och 2016, som var det första året sedan krisen då ökningen i den reala aggregerade efterfrågan var större än BNP-ökningen (se diagram B.1.3). Överskottets utveckling speglar den dämpade efterfrågeutvecklingen i gäldenärsländerna och borgenärsländernas utlandsställning som stärktes ytterligare från redan mycket positiva värden. En ständigt låg efterfrågan speglades i ett produktionsgap i euroområdet som har varit negativt sedan 2009, men som ska bli positivt 2018 enligt kommissionens höstprognos 2017. Det kroniska underutnyttjandet i ekonomin understödjer inflationen som fortsätter att ligga under de monetära myndigheternas målvärde. Utvecklingen för euroområdets överskott är också kopplat till utvecklingen av euroområdets export, som bygger på en stödjande global efterfrågan på europeiska varor och tjänster och på ett förbättrat konkurrensläge. Medan fördelarna med 2015 års depreciering av euron stegvis leder till effekter på handelsbalansen, är effekterna av den senaste apprecieringen knappt märkbara.

Diagram B.1.1: Euroområdets bytesbalans och några EU-länders bytesbalanser

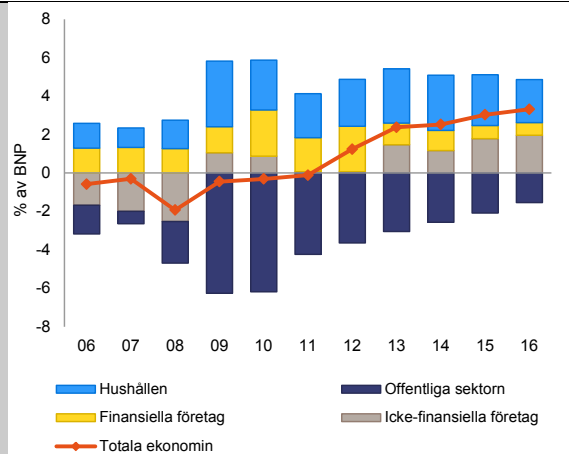
Diagram B.1.2: Euroområdets nettoupplåning/nettoutlåning per sektor

¹² Uppgifterna bygger på nationalräkenskaperna för perioden 2017–2019. Uppgifterna från nationalräkenskaperna och uppgifterna från statistiken över betalningsbalansen för 2015 och 2016 sammanfaller.

¹³ Riktmärket har härletts från förenklade regressioner som ska fånga de viktigaste bestämningsfaktorerna för förhållandet mellan sparande och investeringar, inklusive grundläggande bestämningsfaktorer (t.ex. demografi och resurser), politiska faktorer och globala finansiella förhållanden. Metoden liknar den strategi för skattning av utrikessaldot om IMF tagit fram (Phillips, S. et al., 2013, *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper, 13/272), utan interaktion för den variabel som samlar åldrandeeffekter och ytterligare variabler som samlar tillverkningsindustrins andel i förädlingsvärdet. De största skillnaderna är ett större urval för skattningen, en något annorlunda empirisk specifikation (annan växelverkan för den variabel som fångar åldrandeeffekten och en extra variabel som fångar tillverkningens andel av förädlingsvärdet), och några skillnader i definitionen av normer (prediktion som bygger på en mindre uppsättning fundamenta, främst exklusive nettoutlandsställningen och variabler för global riskaversion och politiska variabler är satta till genomsnittet i världen). IMF uppskattar att bytesbalansnormen för euroområdet tyder på ett mindre överskott i storleksordningen 2,7 % av BNP (anställdas bedömning).



Källa: Ameco.



Källa: Eurostat.

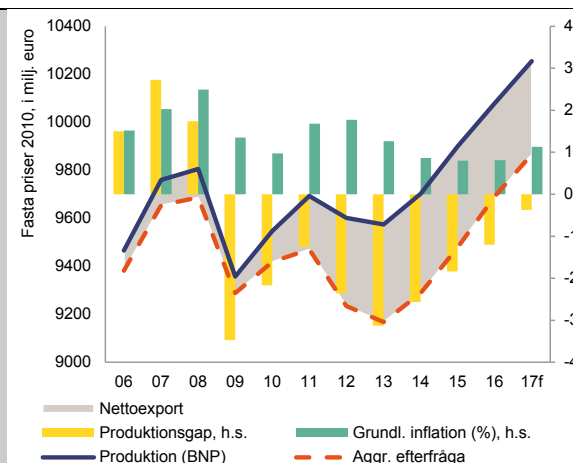
Euroområdets allt starkare utlandsställning är kopplad till en utbredd skuldsaneringsprocess.

På aggregerad euroområdesnivå är skulderna fortfarande höga i hushållen, företagen och den offentliga sektorn med uppseendeväckande skillnader mellan länderna. Skuldsaneringsprocessen inleddes efter krisens start och ledde till ökat nettosparande i euroområdet som helhet (diagram B.1.2). Den privata sektorns aktiva skuldsanering började tidigt, i samband med att krisen startade runt 2009, medan de offentliga finanserna bidrog till att dämpa effekterna på inkomsterna. Hushållssektorns nettoupplåning är för närvarande dubbelt så hög som före krisen. Företagen, som normalt sett har nettoupplåningsbehov, har redovisat positiv nettoutlåning sedan 2013 och står nu för den största andelen total nettoutlåning i euroområdet. Det tyder på dämpade investeringar trots att det finns stort utrymme för självfinansiering. Den här aggregerade siffran döljer visserligen betydelsefulla skillnader mellan länderna, men pekar ändå på en positiv nettoutlåning i nästan alla euroländer, med de högsta siffrorna i förhållande till BNP i Grekland, Nederländerna och Spanien. Det är bara i Luxemburg, Frankrike och Estland som företagen var nettoupplånare 2016. Skuldsaneringen i den offentliga sektorn inleddes 2011, då nettoutlåningen blev mindre negativ till följd av politiska åtgärder för att strama upp budgetarna och där de stod för en stor andel av ökningen i den övergripande nettoupplåningen i euroområdet.

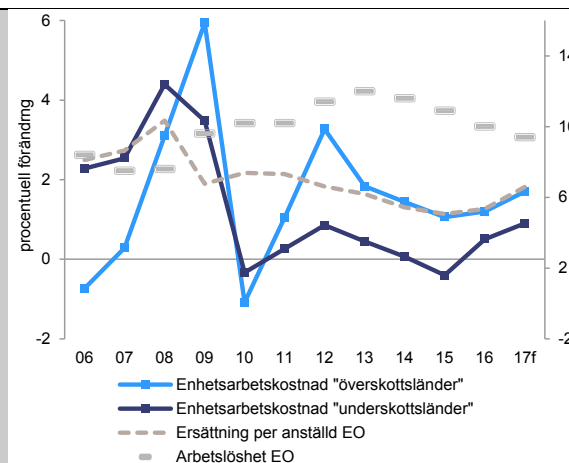
Diagram B.1.3: Produktion, inhemsk efterfrågan, nettoexport och grundläggande inflation i euroområdet

Diagram B.1.4: Arbetslöshet, löneökningar och ombalansering av enhetsarbetskostnaden i euroområdet¹⁴

¹⁴ Överskottsländer definieras enligt följande: Belgien, Tyskland, Luxemburg, Nederländerna, Österrike och Finland. Underskottsländer är övriga euroländer (13 av 19 länder). Samtliga överskottsländer hade bytesbalanser i jämvikt eller överskott under perioden 1999–2012 (det enda undantaget är Tyskland och Österrike före 2002 och Finland efter 2010, medan alla underskottsländer hade underskott mellan 2000 och 2012).



Källa: Ameco.



Källa: Ameco.

Ombalanseringen i euroområdet måste fortsätta. Länder som har korrigerat stora underskott kännetecknas fortfarande av en mycket negativ nettoutlandsställning tillsammans med stora privata eller offentliga skuldstockar som utgör sårbarheter. För att avveckla stora skuldstockar krävs en bytesbalans i jämvikt eller i överskott, som också förutsätter en ständig inhemsk skuldsaneringsprocess. De relativa vinsterna i konkurrenskraft för gäldenärsländerna som började 2012 har ebbat ut, då produktivitetssökningen har avstannat (diagram B.1.4).

Medan starkare efterfrågan och stadig tillväxt fortsätter att bidra till skuldsaneringen och ombalanseringen, skulle högre produktivitet och förbättrad konkurrenskraft bidra till en hållbar korrigering av obalanserna. Med tanke på hur sammankopplade euroländernas ekonomier är krävs en lämplig kombination av makroekonomiska åtgärder i länderna, eftersom detta skulle bidra till att korrigera obalanserna och återhämtningen. Stödjande efterfrågeförhållanden i euroområdets borgenärsländer och i länder utanför euroområdet skulle i detta avseende vara mycket viktiga för gäldenärsländerna. I detta avseende har den senaste tidens återhämtning av den nominella tillväxten bidragit till att nettoutlandsskuldernas andel av BNP har sjunkit i snabbare takt. Strukturella förbättringar av produktiviteten och konkurrenskraften, framför allt i gäldenärsländerna, måste upprätthållas för att stödja hållbara korrigeringar och bidra till en minskad skuldbörda.

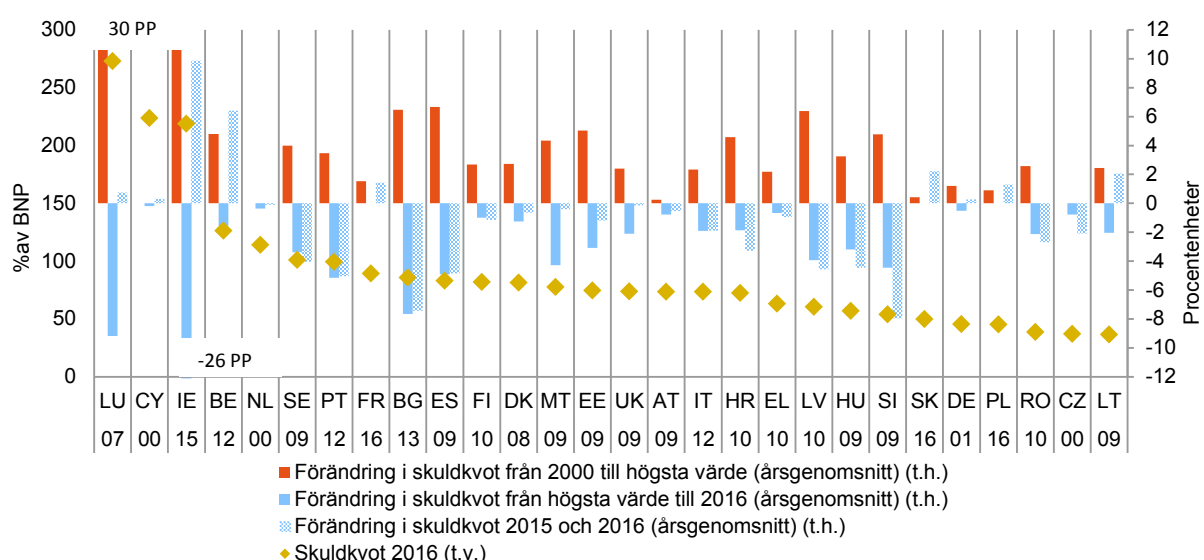
Skuldkvoten i den privata sektorn har allmänt sett sjunkit från toppnoteringarna efter krisen, men överskuldsättning fortsätter att påverka flera länder. Tolv länder överskred resultattavlans tröskelvärde för skuldsättning i den privata sektorn för 2016 och det var samma länder som i förra årets rapport, med undantag för Malta, som nu ligger under tröskelvärdet. Den privata skuldsättningen är störst i Cypern, Luxemburg, Irland och Nederländerna, men deras siffror påverkas av det stora antalet multinationella företag och offshore-sektorn i de här länderna. Danmark, Sverige, Belgien, Portugal och Storbritannien har de näst högsta värdena, med privata skuldstockar som överskrider 160 % av BNP.

Hushållens och företagens relativa bidrag till den privata skuldsättningen varierar mellan länderna. I Luxemburgs, Irlands och i mindre grad Belgiens fall är det främst den höga skuldkvoten i icke-finansiella företag som utmärker sig om man jämför länderna. Däremot är det hushållen som står för de stora skuldstockarna i Danmark och Storbritannien. Cypern, Nederländerna och Portugal har relativt höga skuldnivåer i både företags- och hushållssektorerna. Skillnader i skuldstockarna mellan länderna kan i hög grad förklaras av skillnader i fundamentala faktorer som motiverar ackumuleringen av skulder, t.ex. utsikterna för tillväxt och investeringar, begränsningar av privat sparande och den finansiella utvecklingen. Samtidigt ska de risker som den höga skuldsättningen medför bedömas mot bakgrund av ett lands tillväxtpotential, den finansiella sektorns motståndskraft och de valutor

som skulderna är utfärdade i. Man måste också beakta de underliggande tillgångarnas värde, likviditet, volatilitet och fördelning.

De privata skulderna har inte minskat i samma takt i de olika länderna och takten stämmer inte alltid heller överens med skuldsaneringsbehovet. Skuldnivån i den icke-finansiella privata sektorn ökade kraftigt före finanskrisen och har i de flesta fall bara sjunkit marginellt sedan dess. I de fem länder som har högst skuldkvoter i den icke-finansiella sektorn (Luxemburg, Cypern, Irland, Belgien och Nederländerna) har skuldsaneringen bromsat in eller skuldsättningen ökat igen under de senaste två åren. I Frankrike har skuldsaneringen ännu inte ens börjat (diagram 9). Vi ser den motsatta utvecklingen i Sverige, Portugal, Bulgarien och Spanien, som också har höga skuldkvoter, men där skuldsaneringen fortsatt i snabb takt. I vissa länder utan höga skuldkvoter, som Lettland, Ungern och Slovenien, har skuldsaneringen i den icke-finansiella sektorn varit snabb och har gått ännu snabbare de senaste två åren. Hushållens skuldkvoter har sjunkit de senaste två åren i de tre länder där hushållen är mest skuldsatta (Danmark, Cypern och Nederländerna), liksom i andra högt skuldsatta länder som Portugal, Spanien och Grekland (diagram 10). Hushållens skuldsanering har avstannat i Storbritannien och de relativt höga skuldkvoterna i Sverige och Finland har fortsatt att öka.

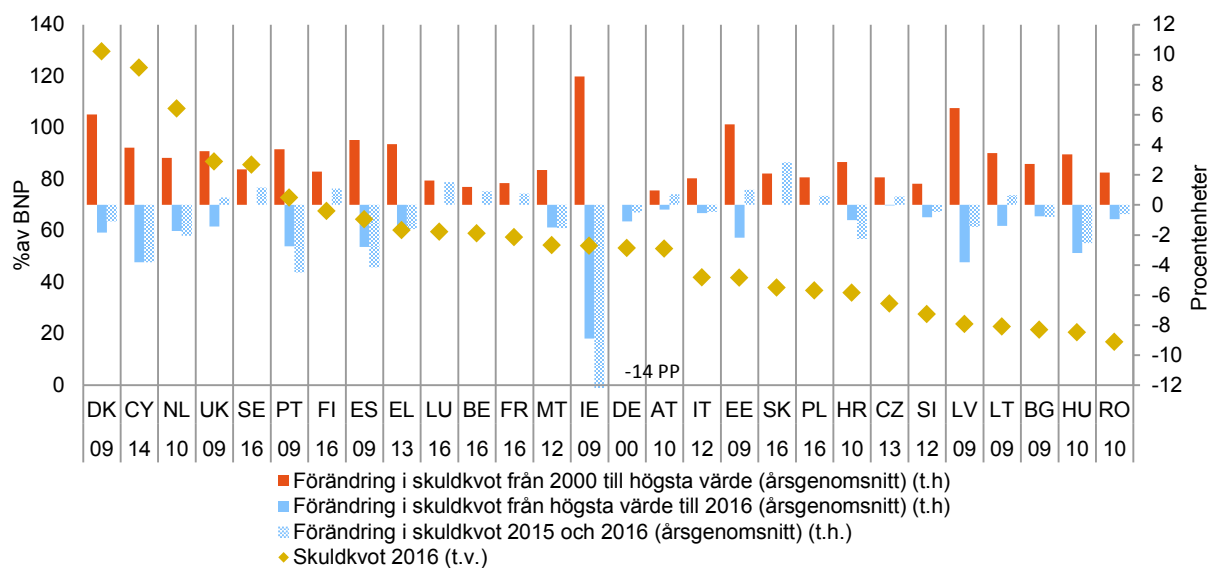
Diagram 9: Skuldsanerings takten i icke-finansiella företag



Källa: Eurostat och kommissionens beräkningar.

Anmärkning: Siffran under landskoden anger året med högsta värdet. Ökningen till toppnoteringen har beräknats på basis av ett annat ursprungår än 2000 för LU (2001), PL (2002), MT (2003) och LV (2003). Baserat på konsoliderad skuldstatistik.

Diagram 10: Skuldsaneringsakten i hushållen



Källa: Eurostat och kommissionens beräkningar.

Anmärkning: Siffran under landskoden anger året med högsta värdet. Ökningen till toppnoteringen har beräknats på basis av ett annat ursprungsår än 2000 för LU (2002), PL (2003), MT (2004) och LV (2004). Baserat på konsoliderad skuldstatistik.

Kreditflödena ökar snabbare i hushållssektorn än i företagssektorn, vilket tyder på olika skuldsanerings- och investeringsmönster. Totalt sett är kreditflödena i den privata sektorn jämförelsevis blygsamma och inget medlemsland överskrider resultattavlans tröskelvärde 2016. Mot bakgrund av den ökande tillväxten är hushållens skuldsanering alltmer följden av sjunkande skuldkvoter till följd av starkare BNP-tillväxt ("passiv skuldsanering"), medan "aktiv skuldsanering" i hushållen i form av negativa nettokreditflöden enbart förekom i de länder som drabbats hårdast av den ekonomiska och finansiella krisen, dvs. Cypern, Irland, Portugal, Spanien och Grekland (diagram 11a). Hushållen har i praktiken ökat sina skulder i tolv länder det senaste året, däribland i de länder som redan hade höga skuldnivåer som Storbritannien, Sverige och Finland. I allmänhet har kreditflödena till företagen återhämtat sig i lägre takt, vilket innebär att skuldsaneringen är i gång i företagssektorn i över två tredjedelar av länderna, där utvecklingen i stort är jämnt fördelad på aktiv och passiv skuldsanering (diagram 11b). Företagens aktiva skuldsanering verkar i sin tur vara kopplad till de låga investeringarna (diagram 12), vilket tydligt visar på skuldsättningens betydelse för de icke-finansiella företagens låga investeringsverksamhet under perioden efter krisen.

Diagram 11a: Uppdelning av förändringen i hushållens skuldkvot (kvartal 1, 2017)

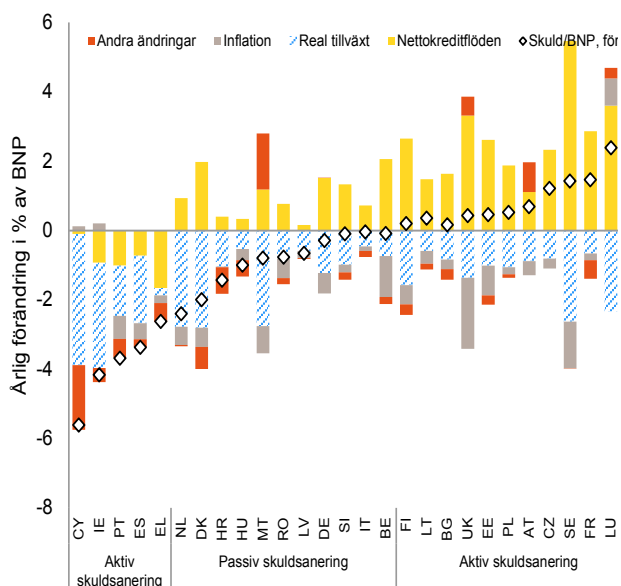
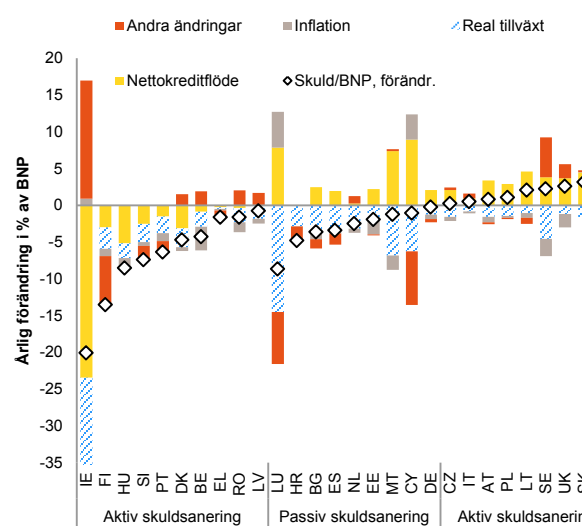


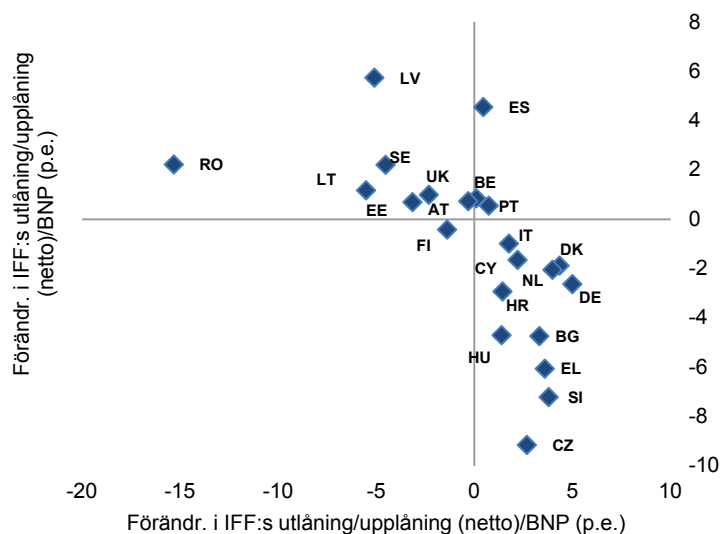
Diagram 11b: Uppdelning av förändringen i de icke-finansiella företagens skuldkvot (kvartal 1, 2017)



Källa: Eurostat och kommissionens beräkningar.

Anmärkning: Diagrammet visar en uppdelning på fyra delar av hur skuldkvoten har utvecklats: kreditflöden, real BNP-tillväxt, inflation och andra förändringar. Aktiv skuldsanering innebär nettoåterbetalning av skulder (negativa nettokreditflöden), vilket vanligtvis leder till en nominell minskning av sektorns balansräkning och, under i övrigt oförändrade förhållanden, får negativa effekter på den ekonomiska verksamheten och tillgångsmarknaderna. Passiv skuldsanering går å andra sidan ut på att positiva nettokreditflöden uppvägs av högre nominell BNP-tillväxt, vilket leder till en gradvis sänkning av skuldkvoten. Aktiv skuldsanering sker när de positiva nettokreditflödena är större än den nominella BNP-tillväxten. Uppgifter om icke-finansiella företag för CY gäller kvartal 3, 2016.

Diagram 12: Förändringar i de icke-finansiella företagens (IFF) investeringar och skuldkvot åren efter en skuldtopp



Källa: Eurostat och kommissionens beräkningar.

Anmärkning: Länderurvalet är begränsat till länder med tillgängliga data och där de icke-finansiella företagens toppnotering för skuldkvoten inträffade före 2016.

Banksektorn i EU har fortsatta problem med lönsamheten och stora stockar av nödlidande lån i vissa länder. Den finansiella sektorns skulder har börjat växa snabbare i flertalet medlemsländer, men de ligger i allmänhet väl under resultattavlans tröskelvärde.¹⁵ I de flesta länder har bankernas lönsamhet, kapitaltäckningskvoter, mängden nödlidande lån och kreditflöden förbättrats på senare år. I synnerhet återhämtade sig bankvärderingarna kraftigt från mitten av 2016 till mitten av 2017 på grund av förväntningar på högre räntor och brantare avkastningskurvor. Däremot är det fortfarande problem med lönsamheten mot bakgrund av låga räntor och omodern affärspraxis. I vissa länder finns en kombination av dålig lönsamhet, relativt låga kapitaltäckningsgrader i jämförelse med andra länder och hög andel nödlidande lån. Det gäller framför allt Grekland, Cypern, Italien och Portugal (diagram 13 och 14).

¹⁵ Ungern är ett undantag, men där kan den snabba skuldökningen i den finansiella sektorn under 2016 tillskrivas en specifik transaktion med begränsad makroekonomisk effekt.

Diagram 13: Bankernas lönsamhet och kapitaltäckningsgrader

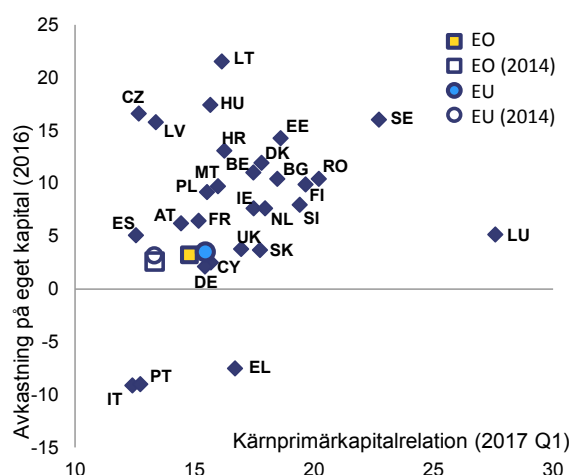
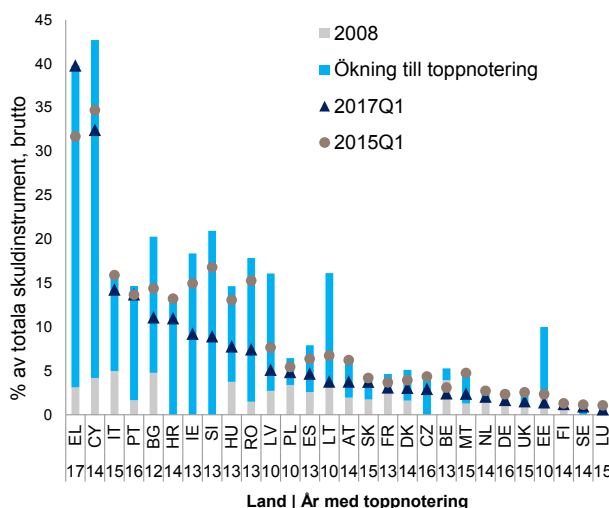


Diagram 14: Nödlidande lån



Källa: ECB och kommissionens beräkningar.

Anmärkning: Det finns inga uppgifter om nödlidande skuldinstrument, brutto, för 2008 för CZ, HR, SE och SI. I diagram 13 gäller uppgifter om första kvartalet 2015 fjärde kvartalet 2014 för BG och första kvartalet 2016 för CZ.

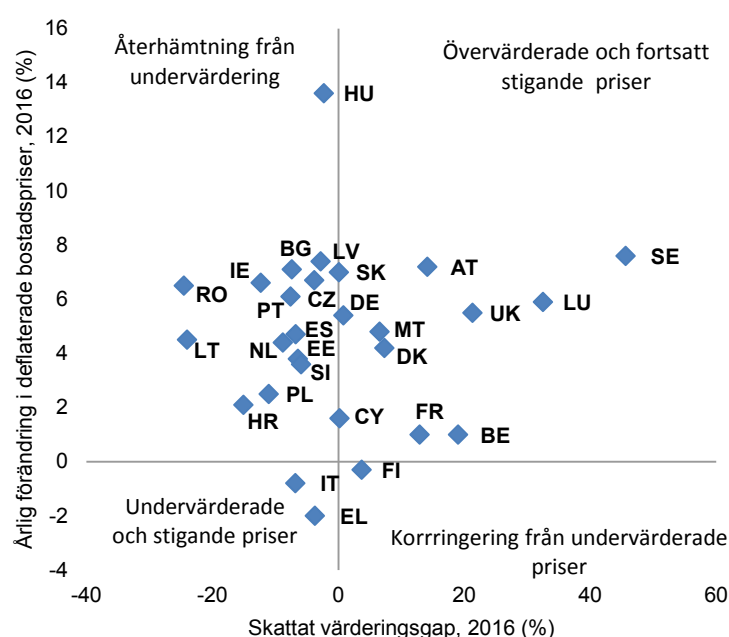
Andelen nödlidande lån fortsätter att sjunka i hela EU, men är ännu hög i flera länder. Andelen sjunker i alla medlemsländer med en relativt hög andel med undantag för Grekland. I Portugal och Italien har dock andelen inte börjat sjunka förrän på senare tid (diagram 14). Trots den nedåtgående trenden är andelen nödlidande lån fortfarande hög i flera länder. Grekland och Cypern utgör de nödlidande lånen fortfarande över 30 % av alla lån, medan andelen i Italien och Portugal uppgår till nära 14 %. I Bulgarien, Irland, Kroatien och Slovenien uppgår andelen nödlidande lån runt 10 % av alla lån.

Bostadspriserna stiger på bred front i hela EU och det innebär en återhämtning från tidigare nedgångar men också en ökande övervärdering i vissa fall. De reala bostadspriserna ökade i 25 medlemsländer under 2016 och resultattavlans tröskelvärde överskreds i Bulgarien, Irland, Lettland, Portugal, Rumänien, Slovakien, Sverige, Tjeckien, Ungern och Österrike. Det är fyra länder fler än förra året och det rör sig också om andra länder, eftersom bara Irland, Sverige och Ungern överskred tröskelvärdet båda åren¹⁶. Grekland, Italien och Finland är de enda länder där bostadspriserna sjönk och den utvecklingen har fortsatt 2017 i de båda första länderna, vilket bidrar till det nuvarande negativa värderingsgapet (diagram 15). I flera andra länder har de stigande reala bostadspriserna ytterligare ökat trycket på redan övervärderade bostadsmarknader. Spänningarna är särskilt kännbara i Sverige och till viss del i Luxemburg, Storbritannien och Österrike, där den stora uppgången i reala bostadspriser under 2016 ska läggas till ett skattat övervärderingsgap. När det gäller Storbritannien och Österrike visar kvartalsdata dock att

¹⁶ I november 2016 utfärdade Europeiska systemrisknämnden landsspecifika varningar om medelfristiga sårbarheter på bostadsmarknaderna i åtta EU-länder (Belgien, Danmark, Finland, Luxemburg, Nederländerna, Storbritannien, Sverige och Österrike).

bostadsprisökningarna har avtagit under 2017. I Sverige och Storbritannien, men också Danmark, samverkar de övervärderade bostadspriserna med höga skuldnivåer i hushållen. I vissa fall finns bevis på starka prisökningar i länder som bara har små (under)värderingsgap. Det gäller för Ungern, Bulgarien, Lettland, Tjeckien och Slovakien, där ökningen i de reala bostadspriserna har fortsatt under 2017 och där risken för en övervärdering kan vara under uppbyggnad. I Nederländerna ökar bostadspriserna relativt stadigt mot bakgrund av hushållens höga skulder. I vissa länder ökar bostadspriserna ständigt tillsammans med bostadslånen, vilket tyder på lånedrivna risker för en överhettning. Det gäller framför allt Slovakien och Rumänien, där bostadslånen ökade med mer än 10 % under 2016, dock mot bakgrund av låga nivåer på hushållens skulder. Totalt sett kräver de ökande bostadspriserna i flera EU-länder fortsatt övervakning mot bakgrund av en möjlig ackumulering av fickor av makrofinansiella risker och konsekvenserna för resursallokeringen och tillgången på bostäder till rimliga priser.

Diagram 15: Bostadsprisförändringar och värderingsgap, 2016



Källa: Eurostat, ECB, BIS, OECD och kommissionens beräkningar.

Anmärkning: Övervärderingsgapet beräknas som genomsnittet av tre mått: avvikelserna i pris–inkomst- och pris–hyreskvoterna i förhållande till deras långsiktiga genomsnitt, och resultatet av en modell med fundamenta för värderingsgapen.

De offentliga skuldkvoterna har nått sina högsta värden i nästan alla medlemsländer, men skuldnivåerna är ändå höga i många länder. Värdena i resultattavlan överskrider tröskelvärdet i 16 länder för 2016, en minskning från 17 länder i förra årets rapport. Nio länder har en offentlig skuld som överskrider 60 % av BNP tillsammans med en skuldsättning i den privata sektorn som överskrider tröskelvärdet, vilket tyder på att hela ekonomin har skuldsaneringsbehov. De offentliga skuldkvoterna befinner sig i allmänhet i en nedåtgående trend bland de länder som har de högsta skuldkvoterna, med undantag för Frankrike och Italien. Skuldsaneringstakten är dock ofta blygsam. Av de tio länder med de högsta offentliga skulderna är det bara Grekland, Cypern och Österrike som väntas klara av att minska skuldkvoten med minst tio procentenheter mellan slutet på 2016 och 2019. Bland länderna med de lägsta skuldnivåerna väntas skuldkvoten öka i Rumänien och Luxemburg.

Sammantaget sker skuldsaneringen i den offentliga sektorn mot bakgrund av en gradvis förbättring av budgetläget på senare år och en tillväxt som nyligen tagit fart igen. Detta bereder väg för en begynnande minskning av skuldkvoten trots blygsamma budgetlättnader i flera länder.

Ruta 2: Utvecklingen för sysselsättning och sociala frågor

Läget på arbetsmarknaderna i EU har fortsatt att ljusna under 2016 och första halvåret 2017. Arbetslösheten fortsätter att sjunka men från höga nivåer och skillnaderna mellan EU-länderna krymper. Den sysselsättningsskapande återhämtningen har bidragit till en förbättrad social situation mot bakgrund av en nedgång i andelen människor som riskerar att hamna i fattigdom eller social utestängning. Det beror på att andelen hushåll med låg arbetsintensitet minskade liksom den svåra materiella fattigdomen, medan andelen som riskerar att hamna i (monetär) fattigdom har stabiliserats. Ändå har många länder sociala problem, med möjliga negativa effekter på den potentiella BNP-tillväxten och konsekvenser för korrigeringen av de makroekonomiska obalanser som måste uppmärksammas. Europeiska pelaren för sociala rättigheter, som just har proklamerats, kan staka ut riktningen för hur de här problemen ska tacklas och främja en uppåtående social konvergens i EU.

Under 2016 sjönk *arbetslösheten* ytterligare, men var ännu hög eller till och med mycket hög i flera EU-länder. Mellan 2015 och 2016 var det bara två länder, Estland och Österrike, där arbetslösheten ökade, men från en låg nivå. Förbättringarna har varit mest markanta i länderna med högst arbetslöshet (minskning på två procentenheter eller mer i Cypern, Kroatien och Spanien). Det är ändå nio länder (Grekland, Spanien, Frankrike, Kroatien, Italien, Cypern, Lettland, Portugal och Slovakien) som överskred resultattavlans tröskelvärde på 10 % som ett genomsnittsvärde för de senaste tre åren. Det är dock en nedgång från 12 länder jämfört med de två senaste rapporterna om förvarningsmekanismen. Dessutom var arbetslösheten under 2016 fortfarande högre än 2008 års värde i cirka två tredjedelar av medlemsländerna. Arbetslösheten i EU var 8,6 % och 10 % i euroområdet, vilket är cirka två procentenheter lägre än toppnoteringarna 2013, men 1,6 och 2,4 procentenheter högre än siffrorna för 2008. Under första halvåret 2017 har arbetslösheten fortsatt nedåt och låg i mitten på 2017 på 7,7 % respektive 9,1 % i EU och euroområdet.

Sysselsättningen och sysselsättningsgraden steg i nästan alla länder och fortsatte därmed de senaste årens positiva utveckling. Sysselsättningsgraden (20–64 åringar) uppgick till 71,1 % för hela EU 2016, vilket är högre än toppnoteringen före krisen på 70,3 % från 2008. Under det andra kvartalet 2017 fortsatte sysselsättningsgraden att stiga till rekordsiffran 72,2 %. Under 2016 sjönk i absoluta tal antalet personer i sysselsättning bara i Rumänien och Lettland.

Arbetskraftsdeltagandet ökade i nästan hela EU. I bara två länder har arbetskraftsdeltagandet sjunkit de senaste tre åren. Minskningen i Cypern sammanfaller med resultattavlans tröskelvärde på -0,2, medan det i Spanien låg under värdet (-0,1). Sammantaget var arbetskraftsdeltagandet 2016 i EU och euroområdet 72,9 % respektive 72,9 %, dvs. 2,6 och 2,1 procentenheter över 2007 års nivåer. Den uppåtående trenden beror främst på att äldre arbetstagare och kvinnor i högre grad deltar i arbetskraften.

Långtidsarbetslösheten sjönk med viss eftersläpning efter starten på återhämtningen, men under 2016 kunde man se förbättringar i nästan alla medlemsländer. I bara två länder var långtidsarbetslösheten minst 0,5 procentenheter högre än för tre år sedan – dvs. resultattavlans tröskelvärde. I Österrike steg den till 1,9 %, och i Finland till 2,3 %. Den högsta långtidsarbetslösheten observerades i Grekland (17 %) och Spanien (9,5 %).

Ungdomsarbetslösheten sjönk i alla EU-länder under de tre åren före 2016, med undantag för Luxemburg (där ökningen på 2,2 procentenheter något överskrider resultattavlans tröskelvärde på 2 procentenheter) och i mindre grad i Finland och Österrike. Fall på minst 10 procentenheter under samma period uppmättes i länderna med de högsta nivåerna (t.ex. Grekland, Ungern, Spanien och Kroatien) samt i Bulgarien och Slovakien. Ungdomsarbetslösheten är fortfarande över 30 % i Grekland, Italien, Kroatien och Spanien, medan andelen unga som varken arbetar eller studerar överskrider 15 % i Bulgarien, Cypern, Grekland, Italien, Kroatien och Rumänien.

Den sociala situationen är fortfarande ett orosmoment i många EU-länder. Mellan 2015 och 2016 har andelen personer i EU som riskerar fattigdom eller social utestängning sjunkit i ungefär hälften av

länderna, och ofta bara marginellt¹⁷. En knapp fjärdedel av befolkningen i EU riskerade fattigdom eller social utestängning 2016. Nivåerna varierade kraftigt från cirka 40 % i Bulgarien och Rumänien, följt av Grekland med drygt 35 %, till cirka 13 % i Tjeckien och 17 % i Danmark, Finland och Nederländerna. I Luxemburg och Rumänien ökade nivåerna mest mellan 2015 och 2016, medan Ungern, Lettland och Malta uppvisade de största minskningarna. Parallellt har hushållens disponibla inkomster ökat, men i många medlemsländer har de har ännu inte återgått till 2008 års nivåer i reala termer.

Den övergripande utvecklingen för andelen som riskerar fattigdom speglar skilda förlopp för olika komponenter. Andelen människor som riskerar fattigdom sjönk visserligen i de flesta medlemsländer under 2016, men den har samtidigt ökat i de flesta länder på senare år: Den största ökningen under treårsperioden observerades i Estland, Lettland, Nederländerna och Rumänien, medan andelen minskade kraftigt i Grekland, men från en nivå över genomsnittet. Den allvarliga materiella fattigdomen har däremot sjunkit de senaste tre åren och bara under 2016 sjönk den i nästan alla länder: Den minskade med över tio procentenheter under treårsperioden i Bulgarien, Lettland och Ungern. Slutligen har återhämtningen medfört att andelen människor (under 60 år) som bor i hushåll med mycket låg arbetsintensitet har sjunkit i nästan alla EU-länder, framför allt i Ungern, Portugal, Lettland och Estland, men det finns ändå länder där andelen ökade 2016, främst Litauen, Finland, Grekland och Rumänien.

Sammantaget finns det risker och sårbarheter till följd av kvardröjande problem eller nya trender i ett flertal medlemsländer. Hur allvarliga problemen är och hur brådskande det är att vidta tillräckliga politiska åtgärder varierar kraftigt mellan medlemsländerna och beror på sårbarheternas eller tendensernas natur och om de är begränsade till en sektor eller berör flera sektorer i ekonomin.

- Ett flertal medlemsländer har *flera och sammanhängande sårbarheter med avseende på stockar*. Det är fallet i de länder som drabbades hårdast av de starka konjunktursvängningarna då kreditbubblan sprack – vanligtvis med koppling till likviditets- och insolvensproblem i banksektorn – och de kraftigaste omsvängningarna i bytesbalansen. I fråga om Cypern, Grekland¹⁸ och Portugal är den höga privata skuldsättningen kombinerad med hög offentlig skuldsättning, mycket negativa nettoutlandsställningar och kvardröjande problem inom banksystemet. Länderna står fortfarande inför uppgiften att ta itu med stora skuldsaneringsbehov mot bakgrund av begränsade statsfinansiella möjligheter, hög (men sjunkande) arbetslöshet och blygsam nominell tillväxt. I Bulgarien, Irland, Kroatien, Slovenien och Spanien finns också många, sammanhängande sårbarheter och möjligen med undantag för Bulgarien, har länderna obalanser i form av stora skulder. Man har dock gjort större framsteg med att åtgärda dem än ovannämnda länder.

¹⁷ Indikatorn för risk för fattigdom eller social utestängning motsvarar den andel människor som är sårbara enligt minst en av följande tre sociala indikatorer: 1) Personer riskerar fattigdom om deras disponibla inkomst (justerad för hushållets sammansättning) är lägre än 60 % av det nationella medianvärdet. 2) Allvarlig materiell fattigdom omfattar indikatorer som gäller brist på resurser, dvs. den andel människor som inte har råd med fyra av nio saker på en lista. 3) Människor som bor i hushåll med mycket låg arbetsintensitet är personer i åldern 0–59 som bor i hushåll där de vuxna (18–59 år) arbetade mindre än 20 % av sin totala arbetspotential under det gångna året.

¹⁸ För Greklands del övervakas obalanserna och de korrigerande åtgärderna inom ramen för programmet för ekonomiskt stöd och inte inom förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

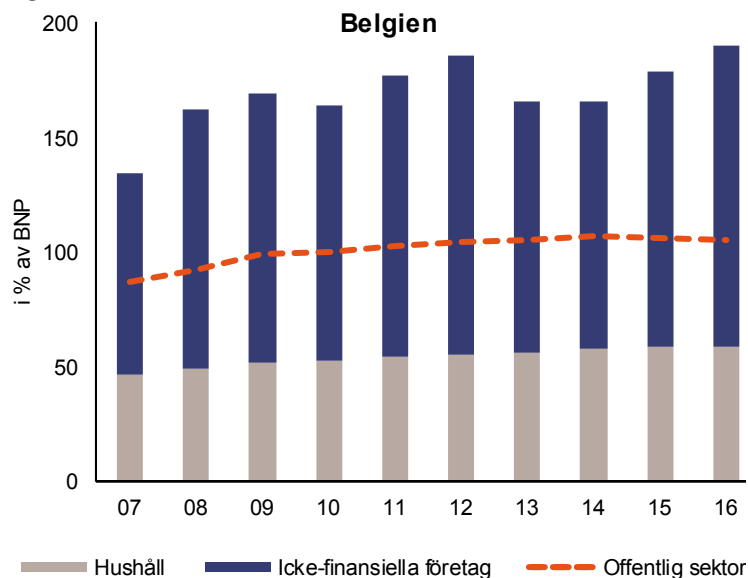
- I några länder beror sårbarheterna främst på *stor offentlig skuldsättning* och problem som gäller den *potentiella produktionsökningen* och *konkurrenskraften*. Det gäller framför allt för Italien, där sårbarheterna också är kopplade till banksektorn, främst den stora andelen nödlidande lån. Belgien och Frankrike har också hög offentlig skuldsättning och potentiella tillväxtproblem, men står inte inför liknande potentiella risker från sårbara banker.
- Vissa länder kännetecknas av *stora och varaktiga bytesbalansöverskott* som å ena sidan är ett tecken på deras goda konkurrenskraft, men som å andra sidan och i varierande omfattning är ett tecken på dämpad privat konsumtion och låga investeringar. Det gäller främst Danmark, Nederländerna och Tyskland och dessutom Sverige. För Tysklands del kombineras detta med skuldsaneringtrender i alla ekonomiska sektorer, trots att skuldnivåerna inte är så höga i jämförelse. Stora och varaktiga överskott kan innebära missade möjligheter till tillväxt och inhemska investeringar. Dessutom har nedgången i aggregerad efterfrågan konsekvenser för resten av euroområdet med tanke på att aktiviteten fortfarande är trög och inflationen lägre än målet.
- I vissa medlemsländer visar *utvecklingen i pris- och kostnadsvariabler möjliga tecken på överhettning, särskilt på bostads- och arbetsmarknaderna*. I Sverige, men även Danmark, Luxemburg, Nederländerna, Storbritannien och Österrike, gäller pristrycket främst bostadssektorn i kombination med hushållens höga skuldsättning. I Estland, Lettland, Litauen, Rumänien och Ungern fortsätter enhetsarbetskostnaderna att stiga i relativt snabb takt medan priskonkurrenskraften sjunker. I de här länderna, främst Rumänien men också Ungern, observeras snabbt stigande enhetsarbetskostnader mot bakgrund av en konjunkturförstärkande finanspolitik som skulle kunna skynda på en möjlig överhettning.

Sammantaget krävs fördjupade granskningar för 12 medlemsländer: Bulgarien, Cypern, Frankrike, Irland, Italien, Kroatien, Nederländerna, Portugal, Slovenien, Spanien, Sverige och Tyskland. Alla de här länderna omfattades av en fördjupad granskning i den föregående omgången, då fördjupade granskningar utarbetades för totalt 13 länder. Antalet länder som ska genomgå en fördjupad granskning är något färre än förra året, men nya möjliga risker är under uppsegling i flera länder där en fördjupad granskning i det här skedet inte krävs och där utvecklingen kommer att fortsätta att följas enligt vad som beskrivs i avsnitt 3. Jämfört med rapporten om förvarningsmekanismen 2017 har ytterligare framsteg gjorts när det gäller att åtgärda externa obalanser bland gäldenärländerna, och läget på arbetsmarknaderna och förutsättningarna för tillväxten har fortsatt att förbättras. Framstegen är mer blandande när det gäller att åtgärda och förebygga uppkomsten av obalanser i fråga om den inhemska utvecklingen och skulderna i olika sektorer. Med tanke på att obalanser till följd av inhemska och externa skulder korrigeras långsamt, kvarstår de som en källa till risker och sårbarheter i många länder och de inverkar negativt på utsikterna till investeringar och den ekonomiska återhämtningen. Om inte långsiktiga drivkrafter för tillväxten som investeringar, produktivitet och sysselsättning stärks, kan ett förbättrat konjunkturläge vara otillräckligt för att korrigera dagens obalanser i form av stora skulder till betryggande nivåer. Ett förbättrat konjunkturläge kan å andra sidan bidra till att driva på det lokala pris- och kostnadstrycket och trycket på bostadsmarknaderna, vilket kräver noggrann övervakning i vissa länder.

3. OBALANSER, RISKER OCH KORRIGERING: LANDSSPECIFIKA KOMMENTARER

Belgien: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Belgien. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen den privata och den offentliga sektorns skuldsättning. *Diagram. A1: Skulder i ekonomins sektorer*

Den externa hållbarheten får stöd av en mycket gynnsam nettoutlandsställning och en bytesbalans som nästan är i jämvikt. Mot bakgrund av vinsterna 2016 har de samlade förlusterna i exportmarknadsandelen minskat avsevärt. Utvecklingen för den nominella enhetsarbetskostnaden har dämpats men väntas återhämta sig framöver. Skuldsättningen i den privata sektorn är fortsatt relativt hög, i synnerhet i icke-finansiella företag, men en utbredd koncernintern utlåning



Källa: Eurostat.

blåser upp siffrorna. Risker förknippade med hushållens skuldsättning har främst sitt ursprung på bostadsmarknaden. De reala bostadspriserna har varit relativt stabila på senare år vilket innebär att de snabba prisstegringarna före 2008 inte har korrigerats. Statsskulden väntas långsamt sjunka från höga nivåer och är fortfarande ett stort problem för de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet. Den offentliga konsumtionen har stagnerat som en följd av de offentliga finansernas pågående konsolidering. Utvecklingen på arbetsmarknaden är fortfarande stark och långtidsarbetslösheten och den höga och varaktiga ungdomsarbetslösheten har minskat.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med den offentliga skuldsättningen, men riskerna är fortfarande begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Bulgarien: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Bulgarien hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, främst med avseende på svaga punkter i finanssektorn tillsammans med hög skuldsättning i företagssektorn mot bakgrund av en ofullständig anpassning på arbetsmarknaden. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen och ökningen av de reala bostadspriserna.

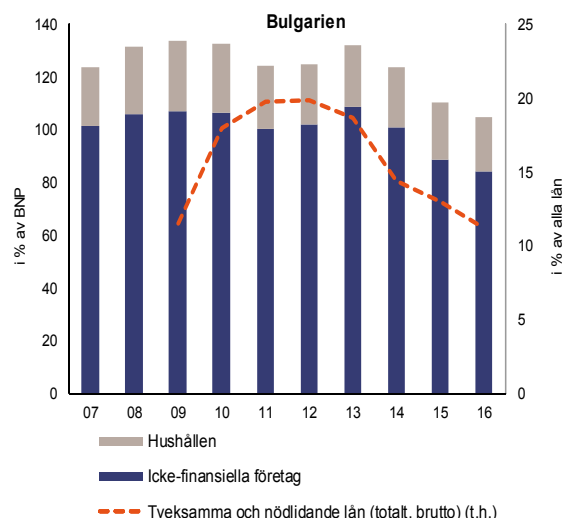
Den negativa nettoutlandsställningen överskrider fortfarande tröskelvärde men fortsätter att förbättras till följd av ett stort överskott i bytesbalansen. Nettoutlandsställningen beror främst på nettoutlandsskulder med koppling till utländska direktinvesteringar, vilket avspeglar upphämtningen och minskar de externa riskerna. Förbättringarna i utlandsställningen stöds av senare års vinster i exportmarknadsandelen. Den privata skuldsättningen är fortfarande oroväckande, i synnerhet i icke-finansiella företag där andelen nödlidande lån är fortsatt hög trots pågående skuldsanering. De reala bostadspriserna ökade mycket 2016 och kräver noggrann övervakning. Försiktighetsåtgärder är på väg för att ta itu med finanssektorns svagheter. Men trots de gynnsamma makroekonomiska förhållandena hämmas sektorn fortfarande av att det finns kvar en oro över svag styrning och tillsyn och dålig kvalitet på tillgångarna. Arbetsmarknaden fortsätter att återhämta sig och arbetslösheten väntas sjunka under prognosperioden. Sysselsättningen påverkas dock av bestående strukturproblem, t.ex. den höga andelen långtidsarbetslösa och kompetensglapp, som leder till att humankapitalet underutnyttjas. Samtidigt väntas löner och arbetskostnader öka framöver, främst till följd av arbetskraftsbrist i vissa sektorer och planer på att ytterligare öka minimilönen 2018–2020.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på att det finns sårbarheter kvar i ekonomin, bland annat i finanssektorn. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en alltför stor obalans konstaterades i februari, att ytterligare granska den fortsatta förekomsten av makroekonomiska risker och övervaka utvecklingen när det gäller att korrigera alltför stora obalanser.

Tjeckien: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Tjeckien. I den uppdaterade resultattavlan ligger ökningen av de reala bostadspriserna över det vägledande tröskelvärde.

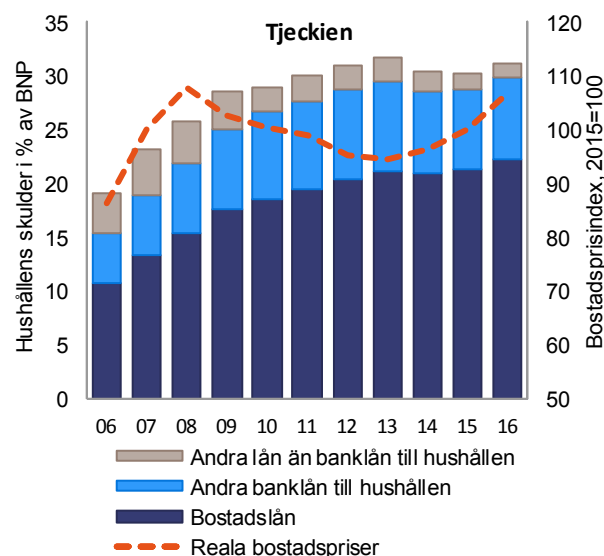
Bytesbalansen håller på att förbättras och uppvisar nu ett litet överskott. Nettoutlandsställningen har fortsatt att stärkas, delvis till följd av att golvet för växelkursen gentemot euron försvarades – en policy som dock avslutades i april 2017. Exportmarknadsandelen uppvisar vinster.

Diagram A2: Privat skuldsättning och nödlidande lån



Källa: Eurostat och ECB.

Diagram A3: Hushållens skulder och bostadsprisindex



Källa: Eurostat och ECB.

Den nominella enhetsarbetskostnaden ökar, främst till följd av stora löneökningar som väntas fortsätta mot bakgrund av den allt mer överhettade arbetsmarknaden. De reala bostadspriserna har ökat ytterligare och överskrider nu tröskelvärdet, vilket kräver övervakning. Den negativa spiralen med högre bostadspriser och ökande lånevolymer har accelererat. Skuldsättningen i den privata sektorn ökade något 2016 men ligger fortfarande under tröskelvärdet. Den till stor del utlandsägda banksektorn är fortsatt stabil, trots att den finansiella sektorns skulder ökade avsevärt 2016. Arbetslösheten fortsatte att minska och är mycket låg.

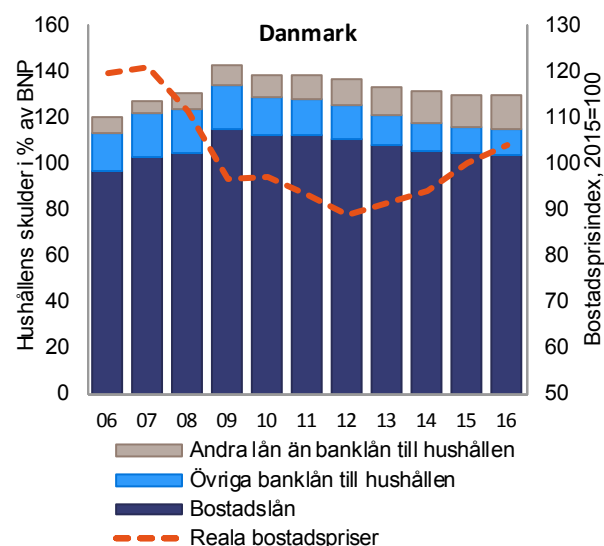
Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med eventuella inhemska risker även om de fortfarande är begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Danmark: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Danmark. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer fortfarande över de vägledande tröskelvärdena, nämligen bytesbalansen och den privata sektorns skuldsättning.

Bytesbalansen fortsätter att uppvisa ett stort överskott som beror på företagens höga sparande och hushållens skuldsanering. Det stora överskottet i bytesbalansen har lett till en mycket positiv nettoutlandsställning som i sin tur skapar en positiv nettoinkomst från utländska investeringar. De samlade förlusterna i exportmarknadsandelen har minskat och indikatorn för den kostnadsrelaterade konkurrenskraften är stabil. Hushållens skuldsättning minskar visserligen men är fortfarande bland de högsta i EU. Den höga skuldsättningsnivån beror på en särskild finansieringsmodell för bostadslån, en gynnsam skattebehandling, svaga incitament för att betala av bolån och ett avancerat pensions- och välfärdssystem. Men med stöd av fortsatt låga finansieringskostnader och bättre förhållanden på arbetsmarknaden fortsätter bostadspriserna att återhämta sig, särskilt i de stora tätorterna, vilket kräver övervakning. Trots detta är banksektorn sund. Arbetsmarknaden förbättras stegvis och arbetslösheten är låg och fortsätter att minska.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med bytesbalansen, den privata skuldsättningen och bostadssektorn, men riskerna verkar vara begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Diagram A4: Hushållens skulder och bostadsprisindex



Källa: Eurostat och ECB.

Tyskland: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Tyskland hade *makroekonomiska obalanser*, främst i form av ett stort bytesbalansöverskott som beror på ett alltför högt sparande och dämpade investeringar. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen bytesbalansen och den offentliga sektorns skuldsättning.

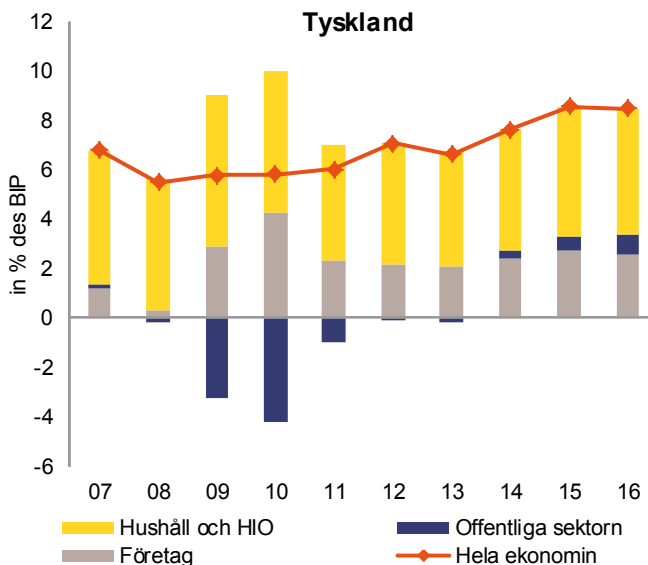
Det höga bytesbalansöverskottet var stabilt 2016. Mot bakgrund av den stadigt ökande inhemska efterfrågan väntas bytesbalansöverskottet fortsätta att krympa men ligga kvar på en hög nivå och medverka till att ytterligare stärka nettoutlandsställningen.

Bytesförhållandenas positiva effekt håller på att försvinna. Exportökningen har mattats av till följd av en svagare världshandel. Exportmarknadsandelen är dock oförändrad. Trots liten privat skuldsättning fortsätter den privata sektorns skuldsanerings-trend med alltför högt sparande och dämpade investeringar, vilket syns i det stora bytesbalansöverskottet. Företagsinvesteringarna är återhållsamma trots förbättrad likviditet. Ökningen i de reala bostadspriserna har accelererat. Men kreditillväxten har varit dämpad trots låga räntor och ökande bostadspriser. Löneökningarna är måttliga men det är även hushållens konsumtionsutgifter per capita, vilket gör att hushållens sparande ligger kvar på en hög nivå. Statsskulden har fortsatt att sjunka och närma sig tröskelvärdet med ett förväntat budgetöverskott under prognosperioden. De offentliga investeringarna släpar fortfarande efter. Den sammantagna arbetslösheten, liksom ungdoms- och långtidsarbetslösheten, har minskat ytterligare och ligger kvar på en mycket låg nivå.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med det mycket stora och endast gradvis minskande externa överskottet och det starka beroendet av utländsk efterfrågan, vilket visar att det behövs en fortsatt ombalansering. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i februari, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Estland: I förra årets omgång av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Estland. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen den negativa nettoutlandsställningen och enhetsarbetskostnaden.

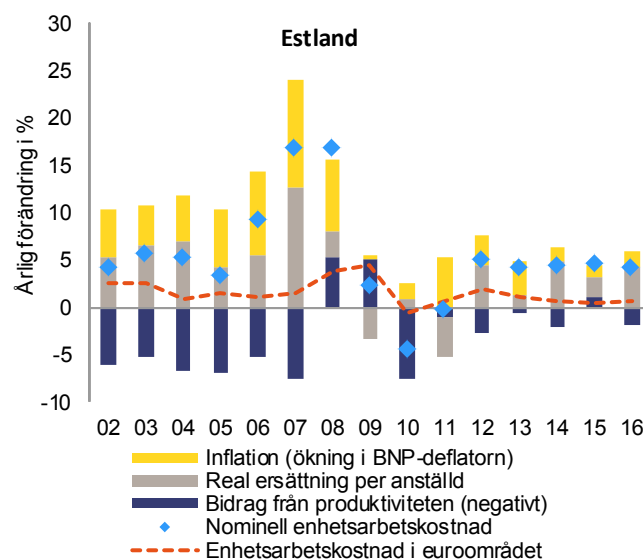
Diagram A5: Utlåning/upplåning (netto) per sektor



Källa: Kommissionen.

HIO står för hushållens ideella organisationer.

Diagram A6: Uppdelning av enhetsarbetskostnaden



Källa: Kommissionen.

Den negativa nettoutlandsställningen börjar närma sig tröskelvärde men överskrider det fortfarande. Över hälften av utlandsskulden består dock av utländska direktinvesteringar. Bytesbalansen har uppvisat ett litet överskott sedan 2014 och väntas fortsätta att göra så under prognosperioden. Trots vinsterna 2016 är den samlade exportmarknadsandelen stabil. Den stora ökningen av enhetsarbetskostnaden, och den reala effektiva växelkursens appreciering, beror främst på löneökningarna på den allt mer överhettade arbetsmarknaden. I och med att investeringsflödena och exportmarknadsandelarna ökar detta och nästa år, väntas produktiviteten öka och enhetsarbetskostnadens tillväxttakt bromsa in framöver. Bostadsprisernas ökning var måttlig 2016 efter att ha legat över tröskelvärde tidigare år. Skuldsättningen i den privata sektorn är stabil och den offentliga skulden är fortfarande den lägsta i EU. Indikatorerna för långtids- och ungdomsarbetslösheten fortsätter att förbättras och arbetskraftsdeltagandet har nått en historiskt hög nivå.

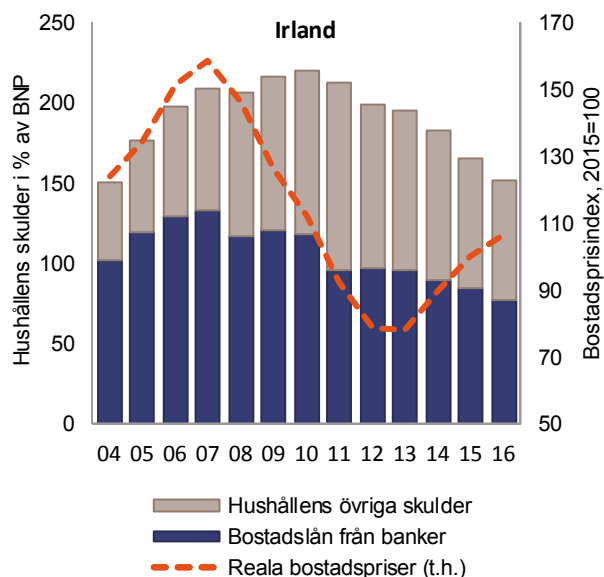
Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med den kostnadsrelaterade konkurrenskraften på en allt mer överhettad arbetsmarknad, men riskerna är begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Irland: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Irland hade *makroekonomiska obalanser*, främst på grund av sårbarheter till följd av hög offentlig och privat skuldsättning och höga nettoutlandsskulder, trots bättre flödesvariabler. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer fortfarande över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, den reala effektiva växelkursen, den privata skuldsättningen, den offentliga skuldsättningen och de reala bostadspriserna.

Bytesbalansen uppvisar ett stort överskott, medan nettoutlandsställningen har försämrats mycket, främst till följd av faktorer som inte har att göra med den inhemska ekonomin. Generellt är det fortfarande svårt att bedöma den underliggande bytesbalans- och utlandsställningen på grund av storleken på och effekterna av de multinationella företagens verksamhet. En stark produktivitetsutveckling de senaste åren har bidragit till en förbättrad kostnadsrelaterad konkurrenskraft. Tack vare den starka återhämtningen minskar den privata och den offentliga sektorns skuldkvoter även om de är fortsatt höga. Hushållen har fortsatt med sin aktiva skuldsanering, medan läget för de inhemska icke-finansiella företagen är mer svårbedömt med tanke på de multinationella företagens stora andel av företagssektorns totala skuldsättning. Det offentliga

underskottet närmar sig jämvikt under prognosperioden. Andelen nödlidande lån har minskat de senaste åren, men är fortfarande hög, vilket påverkar hela ekonomin. Bankerna är välkapitaliserade och deras lönsamhet förbättras successivt, även om den fortfarande är låg. De reala bostadspriserna ökar snabbt, främst till följd av ett begränsat utbud, och kräver

Diagram A7: Hushållens skulder och bostadsprisindex



Källa: Eurostat, kommissionen och ECB.

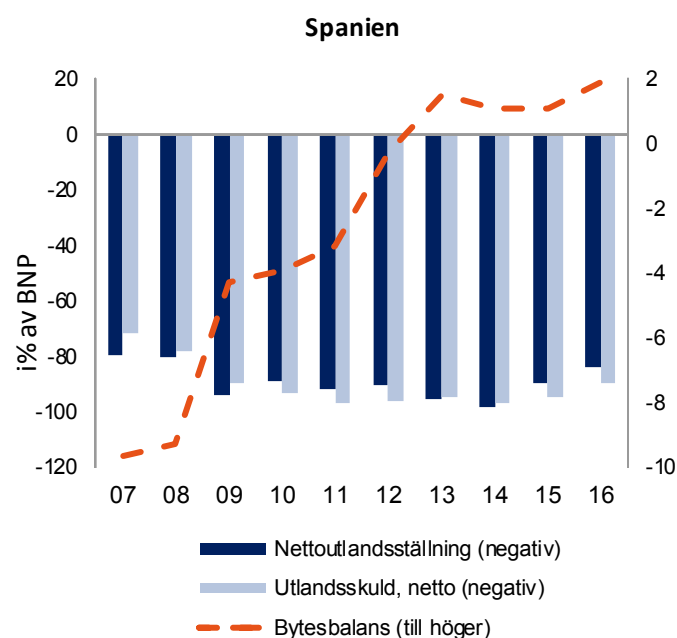
övervakning, även om det sannolikt är från undervärderade nivåer. Irland närmar sig full sysselsättning. Arbetslösheten minskar och heltidsjobben ökar i en takt som de inte har gjort sedan 1999. Långtids- och ungdomsarbetslösheten har också minskat kraftigt.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med bedömningen av den externa hållbarheten, den finansiella sektorns sårbarheter och den privata och den offentliga sektorns skuldsättning. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i februari, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Spanien: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Spanien hade *makroekonomiska obalanser*, särskilt till följd av den höga privata och offentliga skuldsättningen och utlandsskuden, mot bakgrund av hög arbetslöshet. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, den privata och den offentliga sektorns skuldkvoter och arbetslösheten.

Den externa ombalanseringen fortsätter. Nettoutlandsställningen har förbättrats men är fortfarande mycket negativ, och det kommer att ta tid innan den når en betryggande nivå. Bytesbalansen väntas uppvisa ett fortsatt måttligt överskott, trots stark slutlig efterfrågan, delvis på grund av exportresultatens strukturella förbättringar. Enhetsarbetskostnaden ökar inte lika mycket längre, men den svaga produktivitetsutvecklingen gör att förbättringar av konkurrenskraften är beroende av kostnadsfördelar. Skuldsaneringsbehoven kvarstår, men skuldsättningen i den privata sektorn fortsatte att sjunka hela 2016, särskilt för företag. Takten på skuldminskningen har avtagit i och med att man har börjat bevilja lån igen och investeringarna tar fart. Den offentliga skuldkvoten är hög och minskar bara långsamt, främst till följd av stark tillväxt. Arbetslösheten sjunker snabbt, men är ändå mycket hög, särskilt bland unga och långtidsarbetslösa. Bland de nya jobben märks en hög andel tillfälliga kontrakt.

Diagram A8: Nettoutlandsställning och bytesbalansen



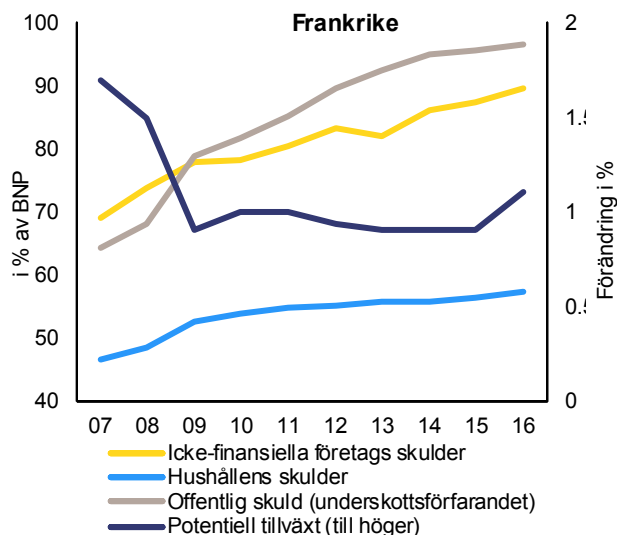
Källa: Kommissionen.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med den externa hållbarheten, den privata och den offentliga sektorns skuldsättning och anpassningen på arbetsmarknaden mot bakgrund av svag produktivitetsutveckling. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att obalanser konstaterades i februari och deras relevans för andra länder, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Frankrike: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Frankrike hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, främst på grund av hög offentlig skuldsättning och svag konkurrenskraft mot bakgrund av svag produktivitet utveckling. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen den offentliga och den privata sektorns skuldsättning och arbetslösheten.

Det måttliga underskottet i bytesbalansen är kvar och väntas vara stabilt. Exportmarknadsandelen har stabiliserats på senare tid. Konkurrenskraften har förbättrats i och med att den nominella enhetsarbetskostnaden inte ökar lika mycket längre tack vare en måttlig löneutveckling och åtgärder för att minska arbetskraftskostnaden. Den fortsatta utvecklingen för arbetsproduktiviteten hindrar dock en snabbare återhämtning av den kostnadsrelaterade konkurrenskraften. Skuldsättningen i den privata sektorn överskrider tröskelvärdet. Företagens skuldsättning ökar och bostadspriserna ligger kvar på en relativt hög nivå jämfört med den disponibla inkomsten. Statsskulden har visserligen stabiliserats på en hög nivå men fortsätter att vara en stor källa till sårbarhet och minskar det statsfinansiella manöverutrymmet för att stå emot framtida chocker. Arbetslösheten minskar sedan toppnoteringen 2015, medan långtidsarbetslösheten har stabiliserats.

Diagram A9: Skulder och potentiell BNP-tillväxt

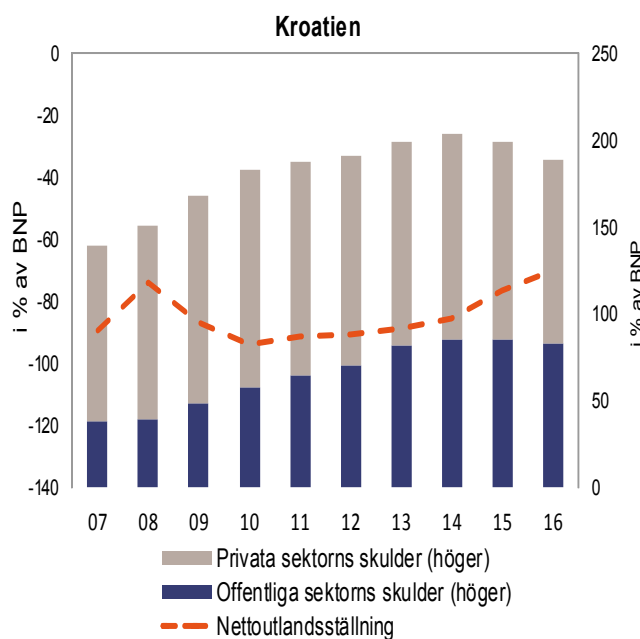


Källa: Eurostat och ECB.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med hög offentlig skuldsättning och svag konkurrenskraft mot bakgrund av svag produktivitet utveckling. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en alltför stor obalans konstaterades i februari, att ytterligare granska den fortsatta förekomsten av makroekonomiska risker och övervaka utvecklingen när det gäller att korrigera alltför stora obalanser.

Kroatien: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Kroatien hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, framför allt på grund av risker som härrör från höga skulder i den offentliga sektorn och företagssektorn och höga utlandsskulder, som alla främst är tecknade i utländsk valuta, mot bakgrund av en låg potentiell tillväxt. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, statsskulden och arbetslösheten.

Diagram A10: Nettoutlandsställning och privata och offentliga skulder



Källa: Eurostat.

Nettoutlandsställningen har förbättrats men är fortsatt kraftigt negativ och valutariskerna håller i sig. Bytesbalansen uppvisar ett stort överskott och har varit positiv sedan

2013. Överskottet orsakades från början av en sjunkande inhemsk efterfrågan men bygger nu i allt högre grad på en stor exportökning som stärks av den förbättrade kostnadsrelaterade konkurrenskraften. Vinsterna i exportmarknadsandelen ökade 2016. Den privata sektorns skuldsättning minskade ytterligare till följd av svaga kreditflöden men nivån är fortfarande hög. En fortsatt stark ekonomisk tillväxt väntas stödja skuldsaneringen och minska trycket på kredittillväxten framöver. Andelen nödlidande lån till icke-finansiella företag minskar visserligen men är fortfarande hög. Den offentliga skuldkvoten minskade ytterligare 2016 och spås fortsätta att minska, också på grund av tyglade underskott. Arbetslösheten sjunker men detta beror främst på att arbetskraften krymper i snabb takt. De ekonomiska riskerna inför framtiden är kopplade till hur det går för omstruktureringen av det stora konglomeratet Agrokor.

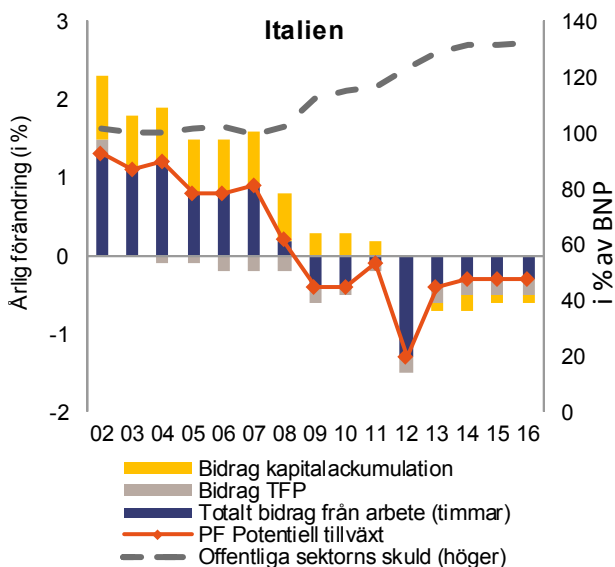
Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med hög skuldsättning, valutaexponering i alla sektorer och arbetsmarknaden. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en alltför stor obalans konstaterades i februari, att ytterligare granska den fortsatta förekomsten av makroekonomiska risker och övervaka utvecklingen när det gäller att korrigera alltför stora obalanser.

Italien: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Italien hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, främst på grund av risker som härrör från hög offentlig skuldsättning och långvarig svag produktivitetsutveckling mot bakgrund av den stora andelen nödlidande lån och den höga arbetslösheten. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen den offentliga sektorns skuldsättning och arbetslösheten.

Överskottet i bytesbalansen fortsatte att växa 2016, bland annat tack vare exporten där måttliga vinster i exportmarknadsandelen har fått indikatorn att hamna under det vägledande tröskelvärde. Men överskottet speglar också en fortsatt svag inhemsk efterfrågan, vilket framgår av de fasta investeringarnas historiskt låga andel av BNP. Den kostnadsrelaterade konkurrenskraften fortsätter dock att hämmas av den svaga utvecklingen av arbetsproduktiviteten, trots återhållsamma löneökningar, medan exportresultaten också tyngs av icke-kostnadsrelaterade faktorer som innovation och företagsstorlek. Långsam ekonomisk återhämtning, låg inflation och en i stort sett expansiv finanspolitik de senaste åren fördröjer minskningen av den mycket höga offentliga skuldkvoten. De potentiella tillväxtutsikterna är dämpade, främst mot bakgrund av en negativ demografisk utveckling, svag produktivtetsutveckling, en långvarig felallokering av kapital till följd av den stora mängden nödlidande lån och en låg investeringsnivå. Trots att staten har gått in för att hjälpa de svagaste bankerna håller den dåliga lönsamheten i sig och den stora mängden nödlidande lån att göra banksystemet sårbart för chocker och hämmar bankernas förmåga att skaffa fram nytt kapital och stödja den ekonomiska återhämtningen. Förhållandena på arbetsmarknaden förbättras gradvis, men arbetslösheten är fortfarande hög, långt över nivåerna före krisen, särskilt när det gäller ungdoms- och långtidsarbetslösheten. Det samlade arbetskraftsdeltagandet ökar men ligger kvar under genomsnittet i euroområdet.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med hög offentlig skuldsättning och hög arbetslöshet mot bakgrund av en svag produktivtetsökning och ett fortsatt sårbart banksystem. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att alltför stora obalanser konstaterades i februari, att ytterligare granska den fortsatta förekomsten av makroekonomiska risker och övervaka utvecklingen när det gäller att avveckla de alltför stora obalanserna.

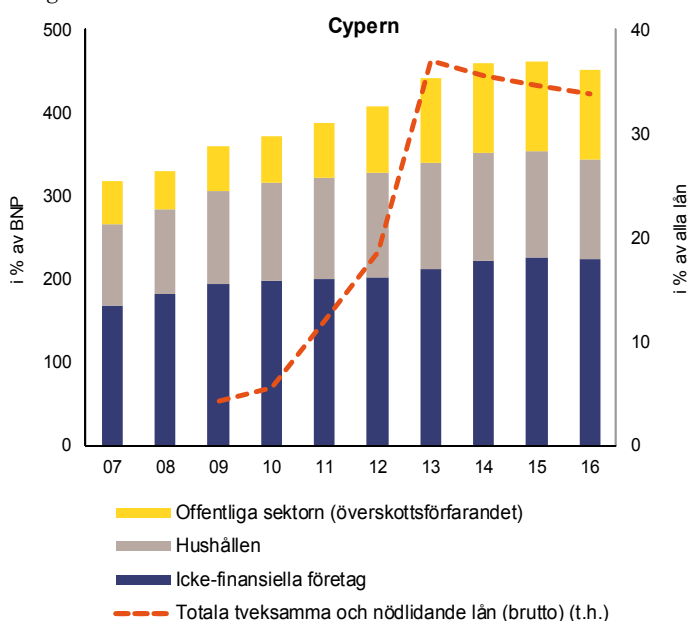
Diagram A11: Potentiell tillväxt och offentlig skuld



Källa: Kommissionen.

Cypern: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Cypern hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, främst på grund av den höga skuldsättningen i den privata och den offentliga sektorn, den höga utlandsskulden och den höga andelen nödlidande lån i banksystemet. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer fortfarande över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, den reala effektiva växelkursen, den privata skuldsättningen, den offentliga skuldsättningen, arbetslösheten och förändringen av arbetskraftsdeltagandet.

Diagram A12: Skulder och nödlidande lån



Källa: Eurostat och ECB.

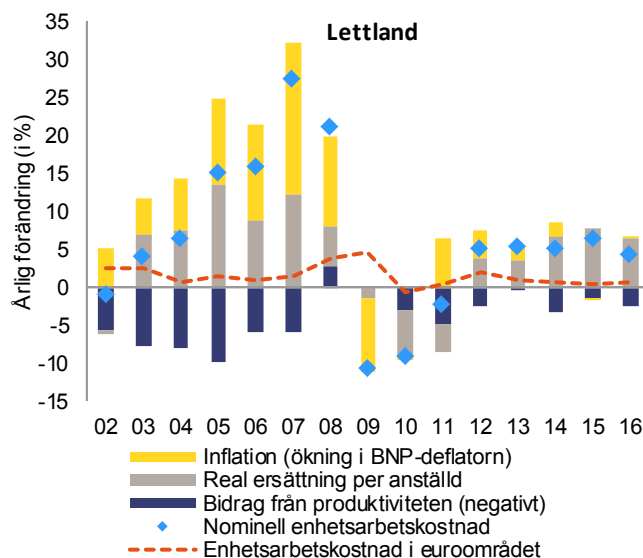
Underskottet i bytesbalansen ökade kraftigt 2016 och den negativa nettoutlandsställningen är fortsatt betydande. Vinsterna 2016 har avsevärt minskat de samlade förlusterna i exportmarknadsandelen. Den kostnadsrelaterade konkurrenskraften har förbättrats på grund av den stora deprecieringen av den reala effektiva växelkursen, som främst beror på den negativa inflationen sedan 2016, och återhållsamma löneökningar som kompenserar för den svaga produktivitetsutvecklingen. I och med att dessa effekter avtar kan det bli en utmaning att göra fler vinster framöver. Den privata skuldsättningen är bland de högsta i EU, både för hushållen och företagen, samtidigt som skuldsaneringen går långsamt. Hushållens sparande är negativt. Deflationen fram till slutet av 2016 dämpade den passiva skuldsaneringen, men den här utvecklingen kommer att vända nu när inflationen väntas ta fart igen. De reala bostadspriserna är stabila och kan ha nått botten. Den mycket höga andelen nödlidande lån hindrar ekonomin från att åter få de sunda kreditflöden som behövs för att stödja tillväxten på medellång sikt. Den mycket höga offentliga skuldkvoten spås ha nått sin kulmen 2016. Arbetslösheten sjunker men är fortfarande hög, särskilt bland unga och långtidsarbetslösa.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med den externa hållbarheten, den offentliga och den privata sektorns skuldsättning, sårbarheter i den finansiella sektorn och anpassningen på arbetsmarknaden. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en alltför stor obalans konstaterades i februari, att ytterligare granska den fortsatta förekomsten av makroekonomiska risker och övervaka utvecklingen när det gäller att korrigera alltför stora obalanser.

Lettland: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Lettland. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, enhetsarbetskostnaden, de reala bostadspriserna och arbetslösheten.

Bytesbalansen övergick i överskott 2016 men väntas återgå till ett underskott framöver. Nettoutlandsställningen är fortsatt mycket negativ, främst till följd av offentlig skuldsättning och utländska direktinvesteringar, men fortsätter att successivt förbättras. Exportmarknadsandelen har stabiliserats på senare tid. Men indikatorn för den kostnadsrelaterade konkurrenskraften tyder på en fortsatt försvagning. Den reala effektiva växelkursen har apprecierats. Enhetsarbetskostnaderna växer snabbt, främst på grund av stadiga löneökningar som väntas fortsätta framöver mot bakgrund av en krympande arbetskraft och arbetskraftsbrist, även om arbetsproduktiviteten väntas öka något. De reala bostadspriserna ökade kraftigt 2016 och kräver övervakning. Skuldsaneringen i den privata sektorn fortsätter och kredittillväxten är fortfarande låg. Den offentliga skuldsättningen är fortsatt låg och stabil. Arbetslösheten fortsätter att sjunka.

Diagram A13: Uppdelning av enhetsarbetskostnaden



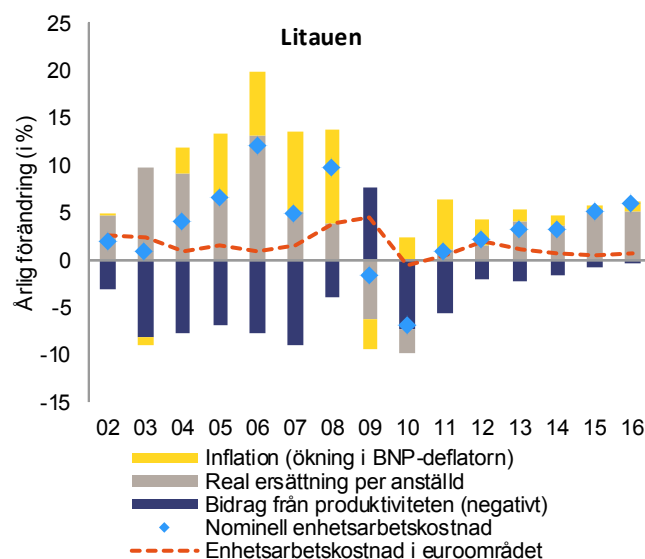
Källa: Kommissionen.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med den kostnadsrelaterade konkurrenskraften och trycket från den inhemska efterfrågan, men riskerna verkar vara begränsade. Sammantaget kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Litauen: I de föregående omgångarna av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Litauen. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, enhetsarbetskostnaden och den reala effektiva växelkursen.

Bytesbalansen krympte 2015–2016, vilket gör att indikatorn närmar sig jämvikt. Nettoutlandsställningen, som främst återspeglar offentlig skuldsättning och utländska direktinvesteringar, håller på att förbättras. Exportmarknadsandelen uppvisade vinster 2016 medan den kostnadsrelaterade konkurrenskraften försämrades. Den reala effektiva växelkursen har apprecierats på senare år och enhetsarbetskostnaden har ökat kraftigt, en

Diagram A14: Uppdelning av enhetsarbetskostnden



Källa: Kommissionen.

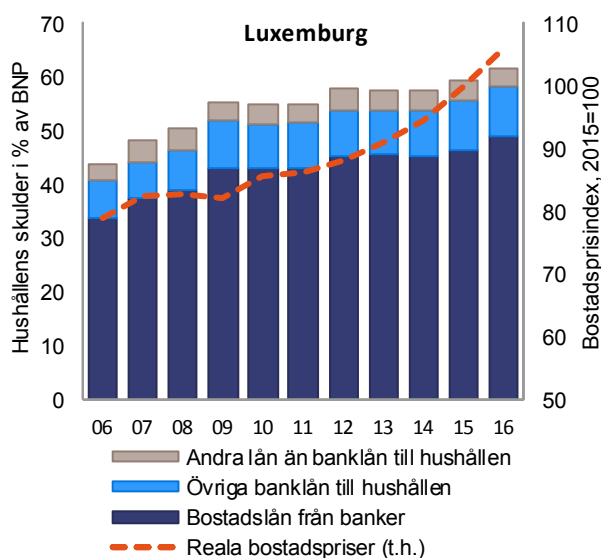
utveckling som väntas avta under kommande år eftersom produktiviteten spås öka. De offentliga och privata skuldkvoterna fortsätter att vara relativt låga och stabila. De reala bostadspriserna ökar, men från en låg nivå. Arbetslösheten sjunker och ligger nu under tröskelvärdet.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med den kostnadsrelaterade konkurrenskraften men riskerna verkar vara begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Luxemburg: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Luxemburg. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen skuldsättningen i den privata sektorn och ökningen av ungdomsarbetslösheten.

Utlandsställningen fortsätter att uppvisa ett i stort sett stabilt överskott i bytesbalansen och en positiv nettoutlandsställning. Ändringarna beror snarare på landets ställning som internationellt finanscentrum än på verksamheten i den inhemska ekonomin. Exportmarknadsandelen uppvisar stora samlade vinster och gynnas av att den kostnadsrelaterade konkurrenskraften har varit stabil på senare tid till följd av enhetsarbetskostnadens dämpade utveckling. De reala bostadspriserna har nu i flera år ökat i relativt snabbt takt och kräver övervakning. De stigande bostadspriserna drivs på av en dynamisk arbetsmarknad, stor invandring och gynnsamma finansieringsvillkor, samtidigt som utbudet på bostäder är tämligen begränsat. Tillgången på bostäder till rimliga priser

Diagram A15: Hushållens skulder och bostadsprisindex



Källa: Eurostat och ECB.

försämras stadigt till följd av de ständigt stigande bostadspriserna. Företagens skuldsättning beror främst på företagsinterna lån över gränserna. Nivån på hushållens skulder, som mest består av bolån, har ökat stadigt till följd av de stigande bostadspriserna. Riskerna för landets finansiella stabilitet mildras dock av att banksektorn är stabil. Den offentliga skuldsättningen ligger kvar på en mycket låg nivå. Tillväxtförhållandena är goda, arbetslösheten sjunker och arbetsmarknaden blir allt mer överhettad.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen främst på ett fåtal begränsade risker förknippade med ständigt ökande bostadspriser och hushållens skulder. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

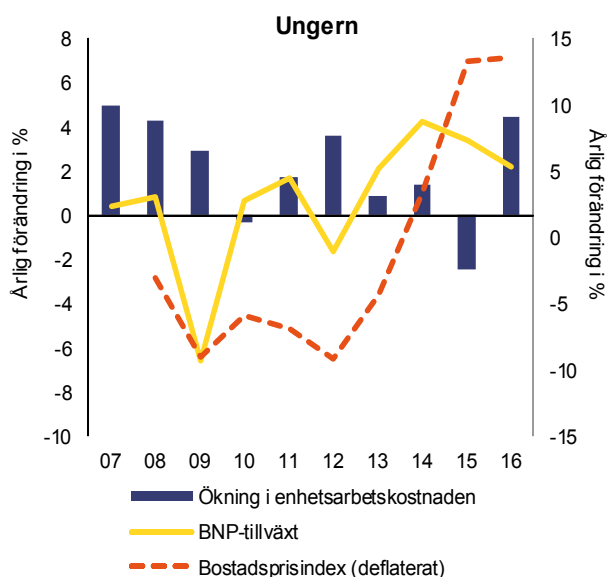
Ungern: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Ungern. I den uppdaterade resultattavlan

ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, statsskulden, de reala bostadspriserna och årets förändring av den finansiella sektorns totala skulder.

Bytesbalansöverskottet finns kvar och innebär att den negativa nettoutlandsställningen snabbt har förbättrats på ett varaktigt sätt. Exportmarknadsandelen ökade 2016 med stöd av en växande bilindustri. Men den kostnadsrelaterade konkurrenskraften har försämrats, vilket återspeglas av enhetsarbetskostnadens dynamiska ökning. Den privata skuldsättningen fortsätter att sjunka. I företagssektorn har skuldsaneringstakten avtagit i och med att den ekonomiska tillväxten ökar och utlåningen till företagen har börjat återhämta sig. Det finns tecken som tyder på kapacitetsbrist och pristryck i ekonomin, vilket kräver övervakning. Framför allt fortsätter de reala bostadspriserna att öka snabbt, dock från undervärderade nivåer. Men den fortsatt höga andelen nödlidande lån kan komma att gynnas av bostadsmarknadens återhämtning eftersom de blir lättare att avyttra. Statsskulden minskar bara långsamt. Banksektorn har stärkt sin lönsamhet och chockabsorberande förmåga. Att den finansiella sektorns skulder har ökat beror på en stor engångstransaktion som genomförts av ett särskilt organ och som inte påverkar den inhemska utlåningen. Arbetslösheten sjönk ytterligare 2016 och arbetsmarknaden blir allt mer överhettad.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med bostads- och arbetsmarknaderna, men riskerna verkar vara begränsade. Kommissionen kommer inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Diagram A16: BNP, enhetsarbetskostnad och bostadspriser.

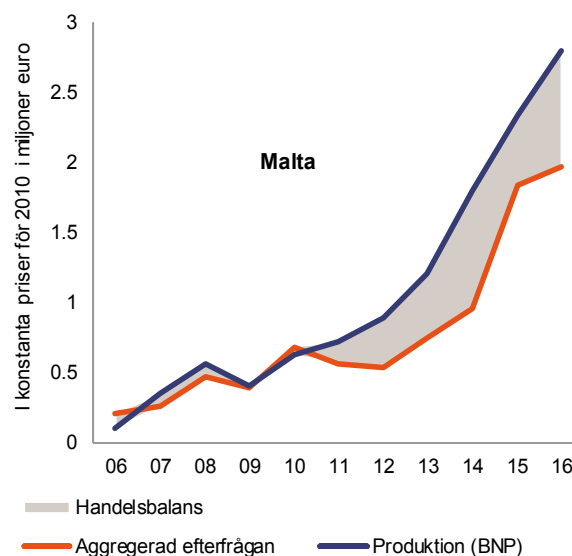


Källa: Kommissionen.

Diagr. A17: Efterfrågan, produktion och handelsbalans

Malta: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Malta. I den uppdaterade resultattavlan ligger bytesbalansen över det vägledande tröskelvärdet.

Trots en snabbt växande inhemska efterfrågan ökade det stora bytesbalansöverskottet ytterligare 2016 och indikatorn ligger nu över tröskelvärdet. Nettoutlandsställningen är mycket positiv. Den kostnadsrelaterade konkurrenskraften har haft en gynnsam utveckling. Enhetsarbetskostnadens ökning har varit begränsad till följd av måttfulla



Källa: Kommissionen.

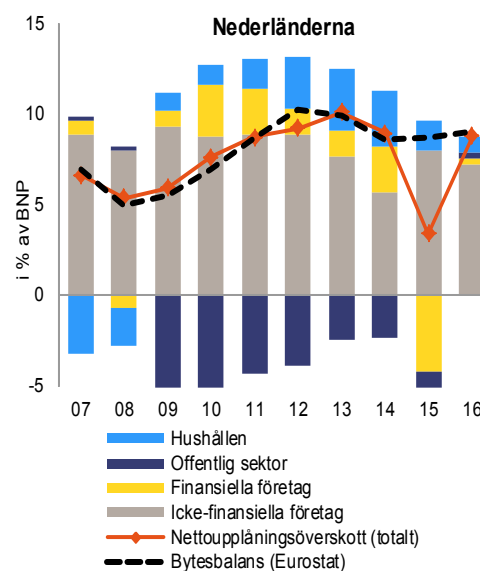
löneökningar och en relativt hög arbetsproduktivitetsökning. Den reala effektiva växelkursen har haft en stabil utveckling. Skuldkvoten i den privata sektorn var stabil 2016 men en ytterligare passiv skuldsanering får stöd av en stark tillväxt. Företagssektorns skuldsättning ligger dock kvar på en hög nivå. Utlåningen till hushållen hade en mer eller mindre stabil tillväxttakt. Den offentliga skuldkvoten har gått stadigt nedåt och ligger nu under tröskelvärde. Den livliga ekonomiska utvecklingen och en del flaskhalsar för att slussa inhemskt sparande vidare till investeringar har bidragit till att återuppliva bostadsmarknaden. Bostadspriserna har ökat stadigt och kräver övervakning. Kvaliteten på den inhemska banksektorns tillgångar håller på att förbättras och de befintliga kapitalbuffertarna verkar vara tillräckliga för att absorbera omedelbara risker som kan komma att uppstå på bostadsmarknaden. Den starka sysselsättningsökningen fortsatte och åtföljdes av sjunkande arbetslöshet.

Sammantaget tyder den ekonomiska tolkningen på en stark utveckling av bytesbalansen och bostadsmarknaden mot bakgrund av en stark tillväxt, men riskerna verkar vara begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Nederländerna: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Nederländerna hade *makroekonomiska obalanser*, främst på grund av hushållens mycket stora skuldsättning och det stora och varaktiga bytesbalansöverskottet. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen bytesbalansen, den privata sektorns skuldsättning och statsskulden.

Bytesbalansöverskottet ligger kvar långt över det vägledande tröskelvärde. Överskottet speglar de icke-finansiella företags alltför höga sparande, vilket särskilt gäller de multinationella företagen, mot bakgrund av låga investeringar och företagens begränsade vinstutdelningar. Den samlade effekten från andra sektorer är fortsatt begränsad. Hushållens förbättrade investeringar kompenserar mer eller mindre för bytesbalanseffekten från den senare tidens förändringar i de offentliga finanserna. Nettoutlandsställningen är positiv och ökar ytterligare. Indikatorn för den kostnadsrelaterade konkurrenskraften har varit gynnsam, bland annat till följd av den dämpade löneutvecklingen. Den privata skuldsättningen är hög, främst på grund av hushållens mycket stora skuldsättning i förhållande till den disponibla inkomsten. Hushållens skuldsättning fortsätter att underblåsas av låga bolåneräntor och en gynnsam skattebehandling av (skuldfinansierat) bostadsägande. Hushållens skuldsanering har pågått i flera år, även om den mest är passiv till följd av den senare tidens aktivitet på

A18: Utlåning/upplåning, netto/sector och bytesbalansen



Källa: Eurostat.

bostadsmarknaden och ökande bostadspriser som driver på de nominella skuldnivåerna. Den offentliga skuldkvoten sjunker och kommer att hamna under tröskelvärde på 60 procent.

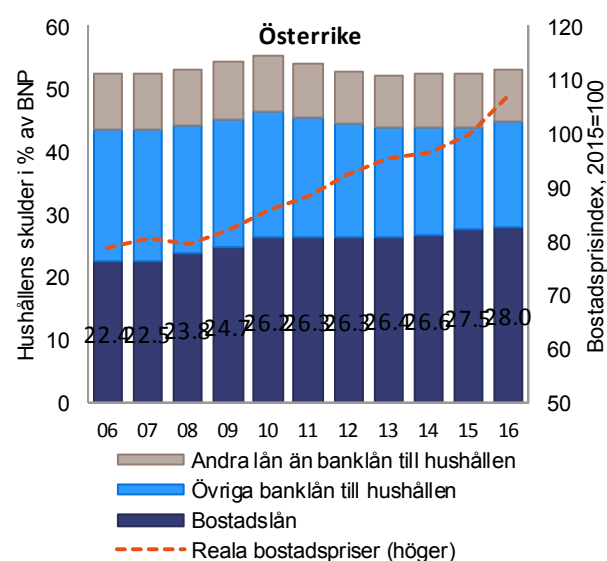
Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med varaktiga obalanser i fråga om nettosparandet och investeringarna och en hög skuldsättning i den privata sektorn. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i mars, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller håller på att avvecklas.

Österrike: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Österrike. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen de reala bostadspriserna, statsskulden och ändringen i långtidsarbetslöshet.

Bytesbalansöverskottet stabiliserades 2016 på en måttlig nivå, medan nettoutlandsställningen fortsatte att vara nästan i jämvikt. Även exportmarknadsandelen har stabiliserats på senare tid med stöd av den kostnadsrelaterade konkurrenskraften, eftersom den reala effektiva växelkursen i stort sett låg kvar på samma nivå och enhetsarbetskostnaden inte ökar lika mycket längre tack vare en blygsam löneutveckling. De reala bostadspriserna, som har gått upp sedan 2009, ökade avsevärt 2016 men ökar inte längre lika snabbt. Prisökningen verkar inte drivas på av utlåningen men kräver ändå noggrann övervakning. Den privata sektorns skuldsättning ligger nära men under tröskelvärde och ändrades inte mycket i förhållande till BNP. Statsskulden verkar sjunka, bland annat till följd av att förstatligade finansinstituts problemtillgångar har avyttrats. Läget i banksektorn förbättrades märkbart 2016, eftersom beståndet av nödlidande lån minskade ytterligare och kapitaltäckningskvoterna långsamt börjar närma sig nivåerna i jämförbara EU-länder. Arbetslösheten nådde antagligen sin topp 2016 och väntas långsamt sjunka tack vare den starka sysselsättningsökningen. Långtids- och ungdomsarbetslösheten har ökat något men ligger kvar på relativt låga nivåer.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med bostadsmarknaden och banksektorn, men riskerna verkar vara begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Diagr. A19: Hushållens skulder och bostadsprisindex



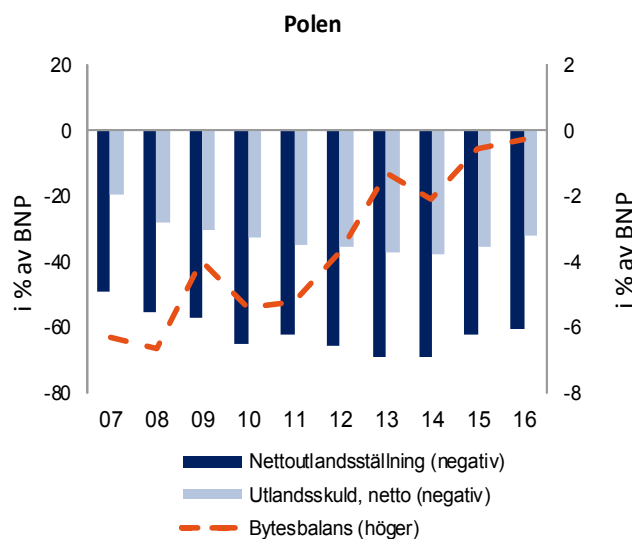
Källa: Eurostat och ECB.

Polen: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Polen. I den uppdaterade resultattavlan ligger nettoutlandsställningen över det vägledande tröskelvärdet.

Bytesbalansunderskottet fortsätter att sjunka och är nu nära jämvikt. Nettoutlandsställningen är fortfarande mycket negativ men förbättrades en aning 2016. De externa sårbarheterna är begränsade, eftersom utländska direktinvesteringar står för en stor del av utlandsskulden, samtidigt som nettoutlandsskulden fortsätter att minska gradvis. Under 2016 ökade vinsterna i exportmarknadsandelen samtidigt som indikatorn för den kostnadsrelaterade konkurrenskraften förbättrades. Både den privata och den offentliga skuldsättningen ökade 2016 men ligger kvar på en relativt låg nivå. Polens banksektor är relativt välkapitaliserad, likvid och lönsam, även om den stora stocken lån i utländsk valuta ökar sårbarheten. Arbetsmarknaden är fortfarande stark och förbättrades i och med att arbetslösheten sjönk och de därmed sammanhängande fattigdomsindikatorerna sjönk.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med utlandsställningen, men de totala riskerna är fortfarande begränsade. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Diagram A20: Nettoutlandsställning och bytesbalans

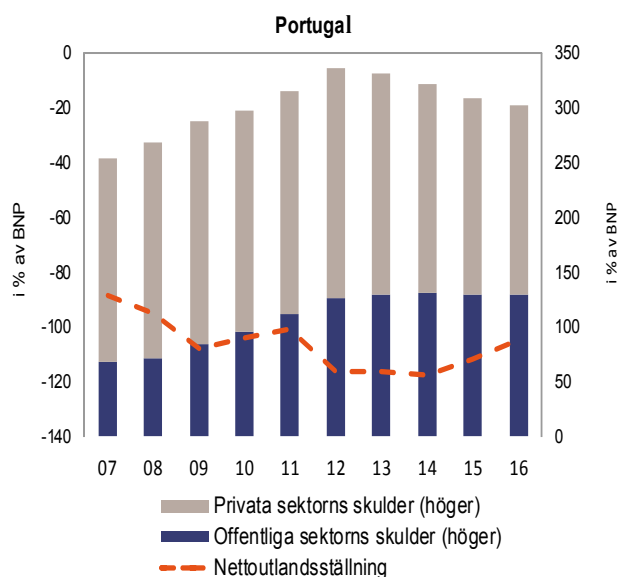


Källa: Kommissionen.

Portugal: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Portugal hade *alltför stora makroekonomiska obalanser*, främst på grund av den stora stocken av nettoutlandsskulder, skuldsättningen i den privata och den offentliga sektorn, sårbarheter i banksektorn och anpassningen på arbetsmarknaden mot bakgrund av svag produktivitetsökning. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, den offentliga och den privata sektorns skuldsättning, arbetslösheten och de reala bostadspriserna.

Bytesbalansen har de senaste åren uppvisat ett litet överskott och bidragit

Diagram A21: Nettoutlandsställning och privata och offentliga skulder



Källa: Eurostat.

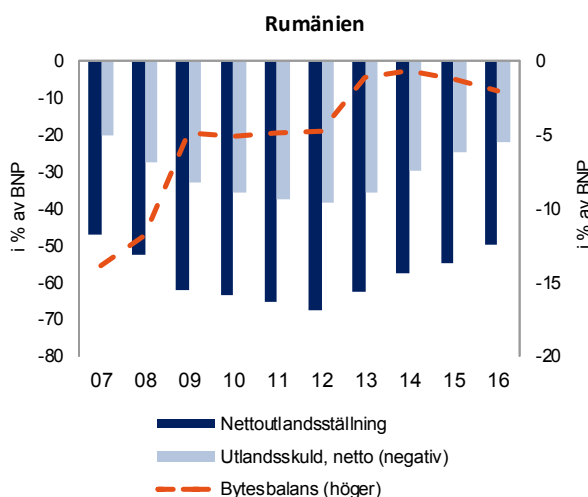
till att gradvis minska den negativa nettoutlandsställningen. Anpassningstakten är dock fortfarande otillräcklig för att leda till en mer hållbar utlandsställning. Efter de senaste årens förbättring försämrades priskonkurrenskraften måttligt 2016 men exportresultaten är fortfarande goda. Skuldsättningen i både den offentliga och den privata sektorn är fortsatt mycket hög, vilket leder till en hög räntebörda samtidigt som ekonomins investeringsandel är mycket liten. Den privata sektorns skuldsättning minskar i relativt snabb takt medan den offentliga skuldkvoten har varit ganska stabil de senaste åren men väntas gradvis sjunka framöver. Den höga, om än krympande, andelen nödlidande lån, den dåliga lönsamheten och de låga kapitaltäckningskvoterna pekar på sårbarheter i banksektorn. Arbetsmarknaden genomgår en omfattande förbättring men står fortfarande inför utmaningar när det gäller kompetens och segmentering. Dessutom begränsar den svaga produktivitetstillväxten landets tillväxtpotential.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med obalanser i skuldsättningen och anpassningstakt, särskilt när det gäller utlandsskulder och den offentliga och den privata sektorns skuldsättning, sårbarhet i banksektorn, svag produktivitetstillväxt och bristande flexibilitet på arbetsmarknaden. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en alltför stor obalans konstaterades i februari, att ytterligare granska den fortsatta förekomsten av makroekonomiska risker och övervaka utvecklingen när det gäller att korrigera alltför stora obalanser.

Rumänien: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Rumänien. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen och de reala bostadspriserna.

Till följd av den starka privata konsumtionen fortsatte bytesbalansunderskottet att öka 2016, men en stark BNP-tillväxt kunde ändå förbättra den negativa nettoutlandsställningen, främst genom att minska nettoutlandsskulden. Nettoutlandsställningen beror främst på nettoutlandsskulder med koppling till utländska direktinvesteringar, vilket avspeglar upphämtningen och minskar de externa riskerna. Exportmarknadsandelens ökning är fortsatt stark med betydande vinster 2016 trots den försämrade kostnadsrelaterade konkurrenskraften. Löneökningarna väntas vara fortsatt betydande på medellång sikt, vilket kan komma att ytterligare pressa den kostnadsrelaterade konkurrenskraften. Skuldsättningen i den privata sektorn är måttlig och sjunker. Korrigeringen av de reala bostadspriserna vände 2015 och priserna ökade ytterligare 2016. Banksektorn är fortsatt välkapitaliserad och likvid. De nödlidande lånen verkar minska stadigt och inte längre utgöra någon risk för den finansiella stabiliteten, trots att de ligger kvar på relativt höga nivåer. Den offentliga skuldsättningen minskade något 2016 och är fortsatt relativt låg. Men budgetunderskottet väntas ligga kvar på en hög nivå på medellång sikt,

Diagram A22: Nettoutlandsställning och bytesbalansen



Källa: Kommissionen.

vilket kommer att inverka negativt på utvecklingen av den offentliga skuldsättningen. Arbetslösheten minskade 2016 till följd av en allt mer överhettad arbetsmarknad, samtidigt som arbetskraftsdeltagandet sjönk något trots den starka ekonomiska tillväxten.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med utlandsställningen och de offentliga finansernas hållbarhet, men de makroekonomiska riskerna verkar vara begränsade. Kommissionen kommer inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

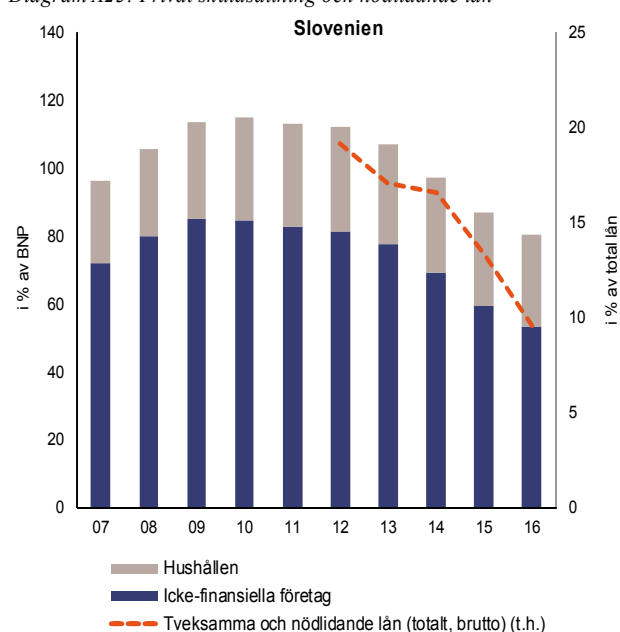
Slovenien: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Slovenien hade *makroekonomiska obalanser*, främst med avseende på risker med de offentliga finanserna och sårbarheter som härrör från banksektorn och företagens skuldsättning. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen och den offentliga sektorns skuldsättning.

Det stora bytesbalansöverskottet fortsatte att växa 2016 eftersom investeringarna var fortsatt svaga. Den negativa nettoutlandsställningen förbättrades därför avsevärt och ligger nu mycket nära tröskelvärdet. Exportmarknadsandelen ökade 2016 med stöd av en ytterst liten ökning av enhetsarbetskostnaden och en mycket måttlig appreciering av den reala effektiva växelkursen. Den privata sektorns skuldsättning minskade ytterligare, särskilt i företagssektorn, medan skuldsaneringsstrycket börjar försvinna. Investeringarna är dock fortsatt låga. Banksektorn har stabiliserats och bankernas lönsamhet återhämtar sig, medan andelen nödlidande lån har sjunkit och väntas minska ytterligare. Skuldsättningen i den offentliga sektorn är fortsatt hög men minskade 2016. De förväntade kostnaderna för den åldrande befolkningen fortsätter att medföra risker för de offentliga finansernas hållbarhet på medellång och lång sikt. Läget på arbetsmarknaden har förbättrats ytterligare på grund av fortsatt BNP- och exporttillväxt. Men arbetsproduktiviteten ligger kvar på en låg nivå.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med banksektorns resultat och de offentliga finansernas hållbarhet på lång sikt. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i februari 2017, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Slovakien: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Slovakien. I den uppdaterade resultattavlan

Diagram A23: Privat skuldsättning och nödlidande lån

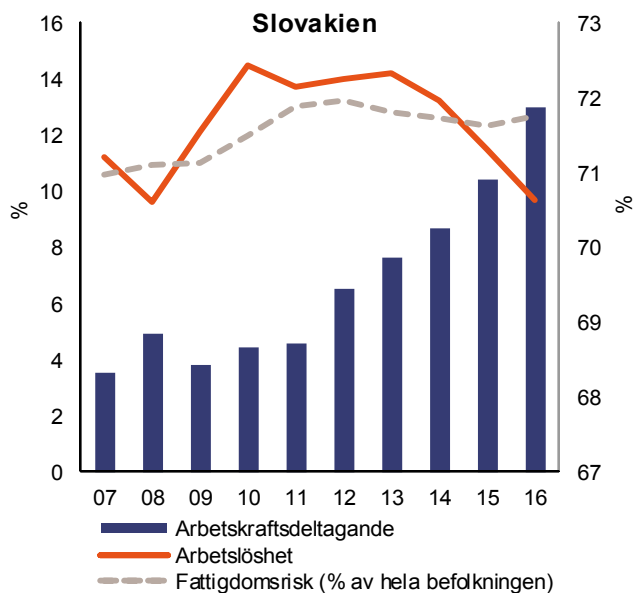


Källa: Eurostat och ECB.

ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen nettoutlandsställningen, de reala bostadspriserna och arbetslösheten.

Bytesbalansen övergick i ett litet underskott 2016 efter att ha förbättrats i flera år. Nettoutlandsställningen är fortsatt mycket negativ och ligger långt över det vägledande tröskelvärdet. De därmed förbundna riskerna är dock fortfarande begränsade, eftersom utlandsskulden till stor del består av utländska direktinvesteringar, främst i den växande bilindustrin, medan nettoutlandsskulden ligger kvar på en relativt låg nivå. Den nominella enhetsarbetskostnaden fortsatte att öka i måttlig takt, vilket har stärkt konkurrenskraften och gett stöd till en tydligt ökad exportmarknadsandel. Efter flera års återhållsam utveckling började bostadspriserna stiga snabbare 2016, vilket underblåstes av en stark ökning av bostadslånen som också har bidragit till att skuldkvoten i den privata sektorn pekar uppåt. Den offentliga skuldkvoten fortsatte 2016 att sjunka från en redan måttlig nivå. Den till största delen utlandsägda banksektorn är fortsatt motståndskraftig och välkapitaliserad. Arbetslösheten har minskat ytterligare och arbetskraftsdeltagandet har ökat i och med att tidigare inaktiva personer lättare får jobb. Arbetslösheten bland unga och missgynnade grupper minskar visserligen men är fortfarande ett problem.

A24: Arbetsmarknaden och sociala indikatorer



Källa: Eurostat.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med utvecklingen på bostadsmarknaden, men med begränsade risker, samtidigt som den strukturella arbetslösheten fortfarande är ett problem. Därför kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

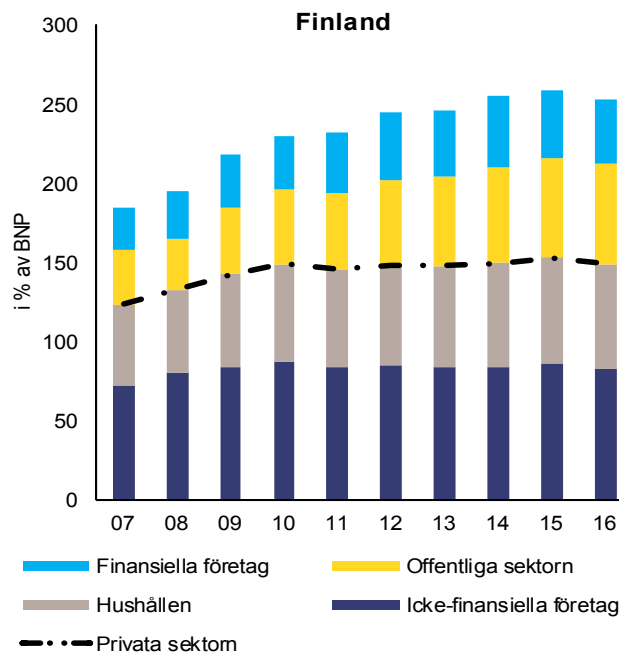
Finland: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Finland *inte längre hade några makroekonomiska obalanser*. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen exportmarknadsandelen, den privata och den offentliga skuldsättningen samt den ökande långtidsarbetslösheten.

Till följd av ökad inhemsk efterfrågan försämrades bytesbalansunderskottet något 2016 men väntas förbättras under kommande år. Efter några års försämring till följd av värderingseffekter förbättrades nettoutlandsställningen 2016. De samlade förlusterna i exportmarknadsandelen minskade 2016 med stöd av den senaste tidens gradvisa förbättring av indikatorerna för den kostnadsrelaterade konkurrenskraften: Den nominella enhetsarbetskostnaden minskade något till

följd av en förbättrad produktivitet utveckling Den icke-kostnadsrelaterade konkurrenskraften är dock fortfarande ett stort problem. Den privata sektorns skuldkvot sjönk något 2016 men är fortfarande hög. Kreditillväxten i den privata sektorn har avtagit på sistone, men gynnsamma kreditvillkor, låga räntor och förbättrade ekonomiska utsikter kan komma att öka tillväxttakten framöver och begränsa skuldsaneringen. Den finansiella sektorn är fortsatt välkapitaliserad vilket begränsar riskerna för den finansiella stabiliteten, och indikatorerna för bolånen och bostadsmarknaden tyder på minskade risker för hushållens skuldsättning. Landets finanspolitik och de förbättrade ekonomiska utsikterna torde bidra till att minska den offentliga skuldkvoten, som stabiliserades 2016. Sysselsättningen ökade gradvis och arbetslösheten sjönk 2016 till följd av ökad ekonomisk aktivitet. Ungdomsarbetslösheten har börjat sjunka på sistone och långtidsarbetslösheten stabiliserades 2016.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med konkurrenskraften och den privata skuldsättningen, men utvecklingen går åt rätt håll och riskerna är begränsade. Sammantaget kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Diagram A25: Skulder i ekonomins sektorer



Källa: Eurostat.

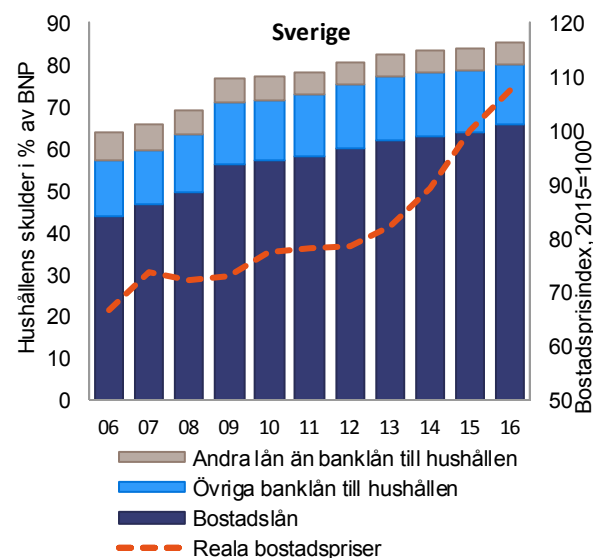
Sverige: I februari 2017 drog kommissionen slutsatsen att Sverige hade *makroekonomiska obalanser*, främst med avseende på de konstanta bostadsprisökningarna från redan övervärderade nivåer i kombination med en fortsatt ökning av hushållens skuldsättning. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen exportmarknadsandelen, den privata sektorns skulder och de ökande bostadspriserna.

Bytesbalansöverskottet är fortsatt stort, men ligger något under tröskelvärdet och är främst resultatet av ett högt privat sparande. Nettoutlandsställningen har fortsatt att gradvis förbättras och är nu tydligt positiv. De samlade förlusterna i exportmarknadsandelen ligger kvar ovanför tröskelvärdet men utvecklingen på medellång sikt tyder på en gradvis förbättring i ljuset av en svagare världshandel. Förlusterna

beror på en svag extern efterfrågan snarare än konkurrenskraftsproblem, eftersom tillväxten i enhetsarbetskostnaden fortsätter att vara begränsad. Skuldsättningen i den privata sektorn är i stort sett stabil på en hög nivå, och riskerna gäller främst hushållens skulder. Hushållens skulder ökar kontinuerligt och innebär risker för den makroekonomiska stabiliteten mot bakgrund av ökande bostadspriser. Bostadspriserna och hushållens skuldsättning har fått skjuts av den gynnsamma skattebehandlingen av (skuldfinansierat) bostadsägande, låga bolåneräntor och den svenska bolånemarknadens särdrag. På utbudssidan är restriktioner för nybyggnation ett problem, även om bostadsinvesteringarna fortsätter att öka snabbt. Trots exponeringen för hushållens skuldsättning verkar riskerna för bankerna vara begränsade eftersom tillgångskvaliteten och lönsamheten är fortsatt hög. Arbetslösheten fortsätter att sjunka i långsam takt tack vare förbättringar i tillväxtförhållandena.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på fortsatta problem med den höga privata skuldsättningen och utvecklingen i bostadssektorn. Därför anser kommissionen att det är lämpligt, också med hänsyn till att en obalans konstaterades i februari, att fortsätta granskningen av huruvida obalanser kvarstår eller har korrigerats.

Diagram A26: Hushållens skulder och bostadsprisindex



Källa: Eurostat och ECB.

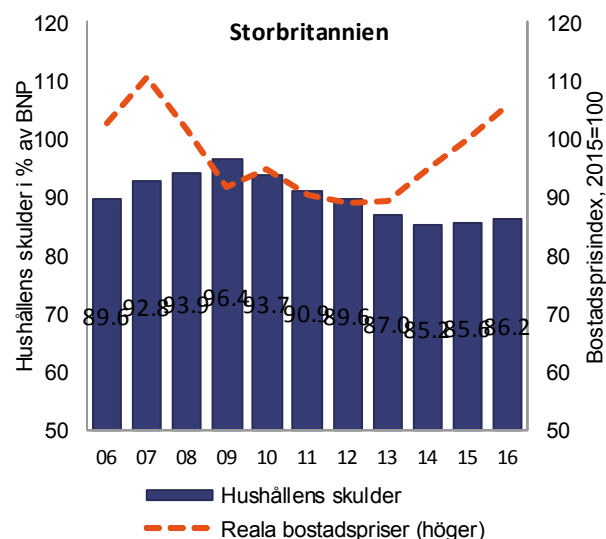
Storbritannien: I den föregående omgången av förfarandet vid makroekonomiska obalanser konstaterades *inga makroekonomiska obalanser* i Storbritannien. I den uppdaterade resultattavlan ligger några indikatorer över de vägledande tröskelvärdena, nämligen bytesbalansunderskottet, den privata sektorns skuldsättning och statsskulden.

Deprecieringen av det brittiska pundet 2016 har avsevärt förbättrat landets nettoutlandsställning, som nu är nära jämvikt. Men trots att priskonkurrenskraften, mätt enligt den reala effektiva växelkursen, har ökat betydligt har nettohandelsns reaktion på det svagare pundet hittills varit en

besvikelse. Det stora underskottet i bytesbalansen kvarstod 2016 och exponerar landet för stora externa finansieringsbehov. Efter att gradvis ha minskat i flera år har den privata sektorns skuldkvot ökat igen och ligger kvar på en hög nivå. Särskilt hushållens skuldsättning kräver fortsatt noggrann övervakning. De reala bostadspriserna har fortsatt att öka från redan höga nivåer, men ökningen väntas bli mer måttlig framöver. Statsskulden var nära nog stabil under 2016, men den höga offentliga skuldkvoten är fortfarande oroväckande. Den starka sysselsättningsökningen fortsatte och åtföljdes av sjunkande arbetslöshet. Arbetsproduktiviteten är dock fortsatt svag.

Sammantaget pekar den ekonomiska tolkningen på problem med den privata skuldsättningen, bostadsmarknaden och ekonomins externa sida, även om riskerna för stabiliteten verkar vara begränsade på kort sikt. Sammantaget kommer kommissionen inte i detta skede att göra någon ytterligare fördjupad granskning inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser.

Diagr. A27: Hushållens skulder och bostadsprisindex



Källa: Eurostat.

Tabell 1.1: Resultattavla

År 2016	Externa obalanser och konkurrenskraft					Inhemska obalanser						Sysselsättningsindikatorer		
	Bytesbalans i % av BNP (3-årigt genomsnitt)	Nettoutlands-ställning (% av BNP)	Real effektiv växelkurs - 42 handelspartner, HIKP-deflator (3-årig förändring i %)	Exportmarknadsandel i % av världshandeln (5-årig förändring i %)	Index över nominell enhetsarbetskostnad (2010=100) (3-årig förändring i %)	Bostadsprisindex (2015=100), deflaterat (1-årig förändring i %)	Privata sektorns kreditflöden, konsoliderat (% av BNP)	Privata sektorns skuld, konsoliderat (% av BNP)	Offentliga sektorns skuld, brutto (% av BNP)	Arbetslöshet (3-årigt genomsnitt)	Finansiella sektorns totala skulder, okonsoliderat (1-årig förändring i %)	Arbetskrafts-deltagande i % av befolkningen i åldern 15-64 (3-årig förändring i procentenheter)	Långtidsarbetslöshet i % av den aktiva befolkningen i åldern 15-74 (3-årig förändring i procentenheter)	Ungdomsarbetslöshet i % av den aktiva befolkningen i åldern 15-24 (3-årig förändring i procentenheter)
Tröskel	-4/6%	-35%	±5% (euroområdet) ±11% (övriga EU)	-6%	9% (euroområdet) 12% (övriga EU)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	-0.3	51.2	-0.4	-2.3	-0.6	1.0p	13.3	190.1	105.7	8.3	1.2	0.1	0.1	-3.6
BG	1.8	-47.0	-4.7	8.2	9.5p	7.1p	4.0	104.9	29.0	9.4	11.1	0.3	-2.9	-11.2
CZ	0.5	-24.6	-3.7	2.9	2.9	6.7p	4.4	68.7	36.8	5.1	14.5	2.1	-1.3	-8.4
DK	8.4	54.8	-1.5	-4.2	3.4	4.2	-10.4	210.7	37.7	6.3	3.3	1.9b	-0.4b	-1.0
DE	8.1	54.4	-2.6	2.8	5.2	5.4	3.8	99.3	68.1	4.6	5.2	0.3	-0.6	-0.7
EE	1.4	-37.1	4.5	-0.7	13.4	3.8	5.9	115.4	9.4	6.8	7.2	2.4	-1.7	-5.3
IE	5.5	-176.2	-6.6	59.8	-20.5	6.6p	-19.0	278.1	72.8	9.5	2.5	0.7	-3.6	-9.6
EL	-1.0	-139.4	-3.9	-19.0	-3.3p	-2.0e	-1.7p	124.7p	180.8	25.0	-16.6	0.7	-1.5	-11.0
ES	1.4	-83.9	-4.3	2.2	0.4p	4.7	-1.0p	146.7p	99.0	22.1	0.9	-0.1	-3.5	-11.1
FR	-0.7	-15.7	-3.1	-2.4	1.4p	1.0	6.2p	146.9p	96.5	10.3	4.3	0.7	0.2	-0.3
HR	2.9	-70.1	0.1	8.1	-5.9d	2.1	-0.1e	106.1e	82.9	15.6	2.5	1.9	-4.4	-18.1
IT	2.1	-9.8	-3.4	-2.8	1.9	-0.8p	0.6	113.6	132.0	12.1	3.2	1.5	-0.2	-2.2
CY	-3.6	-127.8	-6.5	-3.0	-6.2p	1.6	10.2p	344.6p	107.1	14.7	0.7	-0.2	-0.3	-9.8
LV	-0.3	-58.9	4.9	9.3	16.5	7.4	0.3	88.3	40.6	10.1	5.8	2.3	-1.7	-5.9
LT	-0.3	-43.2	5.4	5.4	14.7	4.5	4.3	56.2	40.1	9.2	16.3	3.1	-2.1	-7.4
LU	5.0	34.7	-1.5	26.2	2.5	5.9	1.5	343.6	20.8	6.3	7.5	0.1	0.4	2.2
HU	3.6	-65.0	-5.0	-0.4	3.3	13.6	-3.6	77.0	73.9	6.5	19.5	5.4	-2.5	-13.7
MT	6.7	47.6	-2.5	8.7	-0.1	4.8p	11.1	128.4	57.6	5.3	1.7	4.1	-1.0	-2.0
NL	8.8	69.1	-2.3	0.1	-1.1p	4.4	1.5p	221.5p	61.8	6.8	5.3p	0.3	0.0	-2.4
AT	2.2	5.6	1.0	-4.0	5.8	7.2	3.2	124.0	83.6	5.8	-2.4	0.7	0.6	1.5
PL	-1.0	-60.7	-5.0	18.1	2.1p	2.5	4.7	81.6	54.1	7.6	8.9	1.8	-2.2	-9.6
PT	0.3	-104.7	-1.9	5.8	0.9p	6.1	-2.2p	171.4p	130.1	12.6	-0.2	0.7	-3.1	-9.9
RO	-1.3	-49.9	-2.5	23.6	6.0p	6.5	0.6p	55.8p	37.6	6.5	7.6	0.7	-0.2	-3.1
SI	5.1	-36.9	-0.5	4.0	0.7	3.6	-0.8	80.5	78.5	8.9	3.2	1.1	-0.9	-6.4
SK	-0.7	-62.4	-1.6	7.3	3.5	7.0	9.2	94.7	51.8	11.5	8.5	2.0	-4.2	-11.5
FI	-1.2	-2.3	0.5	-14.1	2.1	-0.3	2.2	149.3	63.1	9.0	4.5	0.7	0.6	0.2
SE	4.6	11.2	-9.2	-7.9	2.0	7.6	7.6	188.5	42.2	7.4	9.0	1.0	-0.1	-4.7
UK	-5.5	-1.1	0.2	-0.1	3.1	5.5	8.2	168.1	88.3	5.4	11.6	0.9	-1.4	-7.7

Flaggor: b: Avbrott i serien. e: Skattat. p: Preliminärt.

1) För sysselsättningsindikatorerna, se s. 2 i rapporten (2016:2) Bostadsprisindex e = källa NCB för EL. 3) För HR, d: sysselsättningsdata använder nationellt begrepp istället för inhemskt begrepp. 4) Privata sektorns skuld, privata sektorns kreditflöden: nedgången för IE gällande 2015 speglar främst omstrukturering och hemflytt för större multinationella företag.

□ Källa: Europeiska kommissionen, Eurostat och generaldirektoratet för ekonomi och finans (för real effektiv växelkurs), och Internationella valutafonden och WEO (för världsexportserier).

Tabell 2.1: Hjälpindikatorer, 2016

Ar 2016	BNP (1-årig förändring i %)	Fasta bruttoinvesteringar (% av BNP)	Inhemska utgifter för FoU, brutto (% av BNP)	Bytes- och kapitalbalansen (utlåning/upplåning, netto)	Utländsskuld, netto (% av BNP)	Utländska direktinvesteringar i den rapporterande ekonomin - flöden	Utländska direktinvesteringar i den rapporterande ekonomin - stockar	Handelbalans, netto, i energiprodukter (% av BNP)	Real effektiv växelkurs - handelspartner i euroområdet (3-årig förändring i %)	Export performance against advanced economies (5 year % change)	Bytesförhållande (5-årig förändring i %)	Exportmarknadsandel i volym (1-årig förändring i %)	Arbetsproduktivet (1-årig förändring i %)	Index över nominell enhetsarbetskostnad (2010=100) (10-årig förändring i %)	Utfall för enhetsarbetskostnad jämfört med euroomr. (10-årig förändring i %)	Bostadsprisindex (2015=100) - nominellt (3-årig förändring i %)	Bostadsbyggande (% av BNP)	Privata sektorns skuld, okonsiderat (% av BNP)	Skuldfinansiering i den privata sektorn, okonsiderat (% skuld i förhållande till eget kapital)
BE	1.5	23.4	2.5p	0.2	-26.6	8.0	214.5	-2.2	2.1	-5.0	2.0	5.2	0.2	17.6	1.5	3.8p	5.9	225.5	192.6
BG	3.9	18.6	0.8p	7.5	-9.5	2.2	88.3	-2.4	-4.6	5.1	3.0	5.8	3.4p	77.5p	52.1	11.6p	2.7	117.0	475.6
CZ	2.6	25.0	1.7p	2.2	-13.5	3.3	75.0	-2.1	-3.6	-0.0	3.6	2.2	1.3	17.0	-0.9	14.2p	3.7	77.5	530.0
DK	1.7	20.1	2.9e	7.3	-7.3	2.1	52.5	0.0	-0.2	-6.9	2.6	0.2	0.0	20.9	4.4	16.2	4.4	221.3	158.9
DE	1.9	20.0	2.9e	8.4	-14.6	1.5	41.7	-1.5	0.4	-0.1	6.6	0.3	0.6	19.0	3.2	14.5	5.9	105.9	367.2
EE	2.1	22.3	na	3.0	-11.7	3.2	99.8	-1.0	0.4	-3.5	3.0	1.8	1.8	64.4	38.6	27.3	4.8	126.6	359.1
IE	5.1	31.8	1.2e	2.3	-368.6	25.8	503.3	-1.1	-0.9	55.3	0.4	2.3	2.3	-23.6	-28.8	39.6p	2.1	300.2	72.3
EL	-0.2p	11.7p	1.0p	-0.5	137.5	1.6	16.0	-1.7p	-3.2	-21.2	6.1p	-4.1p	-0.7p	1.9p	-11.5	-14.2e	0.6p	124.7p	1354.2
ES	3.3p	20.0p	na	2.2	88.8	2.6	59.7	-1.5p	-2.2	-0.7	0.0p	2.5p	0.7p	5.9p	-8.4	8.7	4.6p	165.8p	452.0
FR	1.2p	22.0p	na	-0.9	37.5	1.7	44.8	-1.4p	0.1	-5.1	6.0p	-0.5p	0.5p	15.9p	-0.1	-2.0	6.0p	188.7p	347.5
HR	3.0e	19.9e	0.9p	3.5	40.9	3.7	57.7	-2.7e	-1.0	5.1	1.7e	3.3e	2.7d	4.3d	-5.1	-3.6	na	130.6e	375.9
IT	0.9	17.1	na	2.6	55.1	1.0	25.9	-1.6	-0.7	-5.5	7.5	0.1	-0.3	16.4	0.6	-7.6p	4.4	116.5	751.4
CY	3.0p	17.5p	na	-4.7	152.0	13.0	1061.6	-3.4p	-3.3	-5.7	0.0p	1.6p	-0.1p	3.0p	-7.9	-2.9p	4.6p	345.6p	76.3
LV	2.1	18.2	0.4p	2.4	28.8	0.9	58.1	-2.3	-0.1	6.2	-0.1	1.8	2.4	56.6	27.2	11.1	2.0	96.9	643.0
LT	2.3	18.9	0.7p	0.4	24.7	2.3	41.3	-2.6	-0.7	2.4	5.6	1.2	0.4	28.0	5.3	16.3	3.0	63.3	547.5
LU	3.1	17.2	na	4.4	-1875.5	23.2	8938.5	-2.5	-0.2	22.7	-1.0	0.4	0.0	28.4	7.8	16.6	3.2	410.1	54.0
HU	2.2	19.2	1.2	6.2	9.5	55.6	260.8	-3.2	-5.1	-3.2	2.6	1.1	-0.4	23.2	9.1	33.6	2.4	92.5	75.8
MT	5.5	23.8	0.6p	7.4	-222.0	22.3	1736.5	-9.0	2.1	5.6	1.4	1.2	1.8	22.1	6.9	14.6p	3.9	194.8	35.4
NL	2.2p	19.9p	na	8.8	43.7	19.6	598.9	-0.7p	-0.4	-2.7	1.8p	2.0p	1.1p	14.7p	1.7	9.9	4.0p	231.3p	119.8p
AT	1.5	23.1	3.1p	2.0	19.5	-7.8	66.6	-1.9	2.4	-6.7	2.1	-0.4	0.2	24.1	4.8	17.8	4.2	142.2	191.0
PL	2.9	18.1	na	0.8	32.1	3.6	50.2	-1.4	-5.5	14.8	4.9	6.5	2.3p	21.1p	2.3	4.4	3.0	86.4	321.0
PT	1.5p	15.3p	1.3p	1.7	94.5	4.5	76.1	-1.6p	0.5	2.8	7.8p	1.8p	-0.1p	2.6p	-11.2	15.1	2.5p	185.0p	394.9
RO	4.6p	22.7p	na	0.4	22.5	3.3	44.8	-0.9p	-2.6	20.1	4.8p	6.0p	5.5p	44.0p	20.3	6.7	2.5p	57.2p	406.7
SI	3.1	17.6	na	4.5	29.0	3.2	37.1	-2.1	-1.6	1.1	3.0	4.1	1.2	20.6	1.7	-2.8	2.1	88.1	399.3
SK	3.3	21.2	0.8	0.5	28.4	4.0	65.6	-2.6	-2.0	4.3	-2.2	3.9	0.9	16.1	-1.7	14.0	2.4	92.6	571.6e
FI	1.9	21.5	2.8	-1.3	51.8	-1.8	49.9	-1.4	0.5	-16.5	5.4	-1.0	1.4	26.4	8.1	0.3	6.1	176.4	293.1
SE	3.3	24.0	3.3p	4.4	45.6	2.9	80.3	-0.8	-7.7	-10.5	1.8	1.0	1.6	25.0	8.4	34.4	5.1	231.6	185.3
UK	1.8	16.4	na	-6.0	na	11.2	74.5	-0.5	5.1	-2.9	7.3	-1.2	0.4	20.4	2.9	22.4	3.6	168.2	686.6

Flaggor: Skattat. p: Preliminärt.

1) Bostadsprisindex e = källa NCB för EL. 2) Officiell inlämningsdag för uppgifter för 2016 om inhemska utgifter för FoU, brutto är den 31 oktober 2017 medan uppgifterna extraherades den 24 oktober 2017. 3) Nominell enhetsarbetskostnader och arbetsproduktivet för HR d: sysselsättningsdata använder nationell begrepp istället för inhemskt begrepp. 4) Privata sektorns skuld, privata sektorns kreditflöden: nedgången för IE gällande 2015 speglar främst omstrukturering och hemflytt för större multinationella företag.

□ Källa: Eurostat, generaldirektoratet för ekonomi och finans (för real effektiv växelkurs) och Internationella valutafondens uppgifter och WEO (för världsexportserier).

Tabell 2.1 (fortsättning): Hjälpindikatorer, 2016

År 2016	Sysselsättningsgrad (1-årig förändring i %)	Arbetskrafts- deltagande i % av hela befolkningen i åldern 15-64 (%)	Långtidsarbets- löshet i % av den aktiva befolkningen i åldern 15-74 (%)	Ungdoms- arbetslöshet i % av den aktiva befolkningen i åldern 15-24 (%)	Ungdomar som varken arbetar eller studerar i % av totala åldersgruppen 15-24		Personer som riskerar fattigdom eller social utestängning i % av hela befolkningen		Personer som riskerar fattigdom efter sociala transfereringar i % av hela befolkningen		Personer som lider av allvarlig materiell nöd i % av hela befolkningen		Personer som bor i hushåll med mycket låg arbetsintensitet i % av hela befolkningen i åldern 0-59	
					%	3-årig förändring i procentenhet	%	3-årig förändring i procentenhet	%	3-årig förändring i procentenhet	%	3-årig förändring i procentenhet	%	3-årig förändring i procentenhet
BE	1.3	67.6	4.0	20.1	9.9	-2.8	20.7	-0.1	15.5	0.4	5.5	0.4	14.6	0.6
BG	0.5p	68.7	4.5	17.2	18.2	-3.4	40.4b	-7.6b	22.9b	1.9b	31.9b	-11.1b	11.9b	-1.1b
CZ	1.3	75.0	1.7	10.5	7.0	-2.1	13.3	-1.3	9.7	1.1	4.8	-1.8	6.7	-0.2
DK	1.7	80.0b	1.4b	12.0	5.8b	-0.2b	16.7	-1.6	11.9	0.0	2.6	-1.0	10.6	-1.3
DE	1.3	77.9	1.7	7.1	6.7	0.4	19.7	-0.6	16.5	0.4	3.7	-1.7	9.6	-0.3
EE	0.3	77.5	2.1	13.4	9.1	-2.2	24.4	0.9	21.7	3.1	4.7	-2.9	5.8	-2.6
IE	2.8	70.5	4.2	17.2	13.0	-3.1	na	na	na	na	7.5e	-2.4e	na	na
EL	0.5p	68.2	17.0	47.3	15.8	-4.6	35.6	-0.1	21.2	-1.9	22.4	2.1	17.2	-1.0
ES	2.5p	74.2	9.5	44.4	14.6	-4.0	27.9	0.6	22.3	1.9	5.8	-0.4	14.9	-0.8
FR	0.6p	71.4	4.6	24.6	11.9	0.7	18.2	0.1	13.6	-0.1	4.4	-0.5	8.4	0.3
HR	0.3d	65.6	6.6	31.8	16.9	-2.7	27.9	-2.0	19.5	0.0	12.5	-2.2	13.0	-1.8
IT	1.3	64.9	6.7	37.8	19.9	-2.3	na	na	na	na	11.9p	-0.4p	na	na
CY	3.1p	73.4	5.8	29.1	16.0	-2.7	27.7	-0.1	16.1	0.8	13.6	-2.5	10.6	2.7
LV	-0.3	76.3	4.0	17.3	11.2	-1.8	28.5	-6.6	21.8	2.4	12.8	-11.2	7.2	-2.8
LT	2.0	75.5	3.0	14.5	9.4	-1.7	30.1	-0.7	21.9	1.3	13.5	-2.5	10.2	-0.8
LU	3.0	70.0	2.2	19.1	5.4	0.4	19.7bp	0.7bp	16.5bp	0.6bp	1.6bp	-0.2bp	6.6bp	0.0bp
HU	2.6	70.1	2.4	12.9	11.0	-4.5	26.3	-8.5	14.5	-0.5	16.2	-11.6	8.2	-5.4
MT	3.7	69.1	1.9	11.0	8.5	-1.4	20.1	-3.9	16.5	0.8	4.4	-5.1	7.3	-1.7
NL	1.1p	79.7	2.5	10.8	4.6	-1.0	16.7b	0.8b	12.7b	2.3b	2.6b	0.1b	9.7b	0.4b
AT	1.2	76.2	1.9	11.2	7.7	0.4	18.0	-0.8	14.1	-0.3	3.0	-1.2	8.1	0.3
PL	0.6p	68.8	2.2	17.7	10.5	-1.7	21.9	-3.9	17.3	0.0	6.7	-5.2	6.4	-0.8
PT	1.6p	73.7	6.2	28.2	10.6	-3.5	25.1	-2.4	19.0	0.3	8.4	-2.5	9.1	-3.1
RO	-0.9p	65.6	3.0	20.6	17.4	0.4	38.8p	-3.1p	25.3p	2.3p	23.8	-6.0	8.2	0.6
SI	1.9	71.6	4.3	15.2	8.0	-1.2	18.4	-2.0	13.9	-0.6	5.4	-1.3	7.4	-0.6
SK	2.4	71.9	5.8	22.2	12.3	-1.4	18.1	-1.7	12.7	-0.1	8.2	-2.0	6.5	-1.1
FI	0.5	75.9	2.3	20.1	9.9	0.6	16.6	0.6	11.6	-0.2	2.2	-0.3	11.4	2.4
SE	1.7	82.1	1.3	18.9	6.5	-1.0	18.3	1.9	16.2	1.4	0.8	-0.6	8.5	1.4
UK	1.4	77.3	1.3	13.0	10.9	-2.3	22.2	-2.6	15.9	0.0	5.2	-3.1	11.3	-1.9

Flaggor: b: Avbrott i serien. e: Skattat. p: Preliminärt.

1) Unga som varken arbetar eller studerar: för ES ändring i klassificering av icke-formellt lärande, för FR påverkas uppgifterna av ändringar i enkäten som infördes 2013 och inkludering av de franska utomeuropeiska departementen. 2) Officiell sista inlämningsdag för uppgifter för 2016 om personer som riskerar fattigdom eller social utestängning är den 30 november 2017 medan uppgifterna extraherades den 24 oktober 2017. 3) Sysselsättningsgrad för HR d: sysselsättningsdata använder nationellt begrepp istället för inhemskt begrepp.

Källa: Europeiska kommissionen och Eurostat.