



EUROPA-  
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 28.11.2012  
COM(2012) 751 final

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

**om rapporten om varslingsmekanismen for 2013**

**udarbejdet i overensstemmelse med artikel 3 og 4 i forordningen om forebyggelse og  
korrektion af makroøkonomiske ubalancer**

{SWD(2012) 420 final}

{SWD(2012) 421 final}

## 1. INDLEDNING

En af de grundlæggende årsager til den økonomiske krise har været vedvarende makroøkonomiske ubalancer, der afspejles i store og vedvarende eksterne underskud og overskud, vedvarende tab af konkurrenceevne og ophobning af gæld, og den nuværende afvikling og tilpasning af disse ubalancer former det økonomiske landskab. De danner fortsat ramme om de makroøkonomiske udfordringer i de pågældende medlemsstater og indebærer følgevirkninger, der bidrager til de trusler, som euroområdet står over for. I december 2011 trådte den såkaldte "sixpack" derfor i kraft, herunder de to forordninger, hvorved proceduren for makroøkonomiske ubalancer etableres<sup>1</sup>. Overvågning af ubalancer under proceduren for makroøkonomiske ubalancer indgår i det "europæiske semester", som er en integreret og fremadrettet tilgang til makroøkonomisk overvågning. Proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev for første gang gennemført fuldt ud i 2012. Den 14. februar 2012 blev det første skridt i proceduren for makroøkonomiske ubalancer taget, da Kommissionen offentliggjorde den første rapport om varslingsmekanismen<sup>2</sup>. Den 30. maj 2012 blev der offentliggjort dybdegående undersøgelser for 12 medlemsstater<sup>3</sup>, hvori det blev konkluderet, at der bestod makroøkonomiske ubalancer i de 12 medlemsstater, der var blevet analyseret. De henstillinger, som Rådet vedtog i juli i forbindelse med det europæiske semester, omfattede hensigtsmæssige politiske løsninger på de konstaterede ubalancer<sup>4</sup>.

Dette er den anden rapport om varslingsmekanismen, som indleder proceduren for makroøkonomiske ubalancer for det europæiske semester for 2013.

Rapporten om varslingsmekanismen er det første screeninginstrument, hvormed Kommissionen udpeger de medlemsstater, hvor udviklingen efter dens mening kræver en yderligere dybdegående analyse for at fastslå, om der er eller risikerer at opstå ubalancer. Det bør understreges, at det ikke er i rapporten om varslingsmekanismen, men i de efterfølgende dybdegående undersøgelser, at drivkræfterne bag de konstaterede udviklinger analyseres i detaljer<sup>5</sup>. På baggrund af de dybdegående undersøgelser vil Kommissionen afgøre, om der består ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer, og foreslå politiske henstillinger. Konklusionerne fra den første runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer vil blive integreret i denne runde, samtidig med at der tages hensyn til, at de generelle økonomiske forhold ikke er blevet forbedret. De dybdegående undersøgelser forventes at blive offentliggjort i foråret forud for den europæiske semester-pakke i maj.

Rapporten om varslingsmekanismen tager udgangspunkt i en resultattavle med indikatorer. Vurderingen af den potentielle forekomst af eller risikoen for ubalancer i medlemsstaterne foretages ikke på basis af en rent mekanisk anvendelse af resultattavlens indikatorer. Resultattavlen suppleres af yderligere oplysninger og indikatorer, der tager behørigt hensyn til landespecifikke forhold og institutioner samt til konklusionerne i de dybdegående

---

<sup>1</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1176/2011 og (EU) nr. 1174/2011 (EUT L 306 af 23.11.2011, henholdsvis s. 25 og 8).

<sup>2</sup> COM(2012) 68 final af 14.2.2012.

<sup>3</sup> Disse medlemsstater var Belgien, Bulgarien, Danmark, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Ungarn, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige (se *European Economy-Occasional Papers*, s. 99 til 110, og Kommissionens meddelelse "For stabilitet, vækst og beskæftigelse," COM (2012) 299 final af 30.5.2012).

<sup>4</sup> Rådets henstillinger af 10. juli 2012 (2012/C 219/01 til 27) (EUT C 219 af 24.7.2012).

<sup>5</sup> Medlemsstaterne og Kommissionen arbejder på at styrke de analytiske rammer og redskaber til analyse af ubalancer inden for rammerne af Udvalget for Økonomisk Politik. Dette omfatter f.eks. spørgsmål i tilknytning til bolig, gæld og vurdering af de eksterne positioner.

undersøgelser fra maj 2012. Hvad angår resultattavlens design, er der til de oprindelige ti indikatorer tilføjet en indikator for den finansielle sektor for at imødekomme Rådets og Europa-Parlamentets opfordringer til at tage mere højde for den finansielle sektor. Bilag 1 indeholder yderligere forklaringer og baggrund for dette års resultattavle.

I afsnit 2 gøres der rede for visse horisontale og tematiske konstateringer, der kan udledes af resultattavlen. I afsnit 3 foretages en analyse af resultattavlen pr. land. Afsnit 4 indeholder en konklusion.

## **2. FREMSKRIDT MED GENOPRETTELSEN AF BALANCE OG KORREKTIONEN AF UBALANCER**

EU's økonomier står fortsat over for store udfordringer for at rette op de eksterne og interne ubalancer, der blev akkumuleret i perioden før krisen. Adskillige medlemsstater er konfronteret med et nedgearingspres i den private og offentlige sektor. Dette pres afspejler den gradvise afvikling af akkumulerede finansielle ubalancer, som skyldes tidligere uholdbare udgifts- og gælds niveauer. Den simultane nedgearing tynger væksten, fordi udgifterne reduceres, og indtægterne anvendes til at tilbagebetale gælden, mens korrektionen af de eksterne underskud for at være komplet og holdbar kræver, at den relative konkurrenceevne forbedres yderligere, bl.a. gennem mindselse af omkostningerne og øget produktivitet. Denne tilpasning af akkumulerede interne og eksterne ubalancer forventes at være en langvarig proces, som vil forme det økonomiske landskab i flere år fremover og danne rammerne for overvågningen under proceduren for makroøkonomiske ubalancer. De aktuelle vækstbetingelser, herunder udsigterne for næste år, er betydeligt dårligere end forventet på tidspunktet for den foregående rapport om varslingsmekanismen tidligere på året, men fremskridtene med at genoprette balancen vil bane vej for vækst og konvergens.

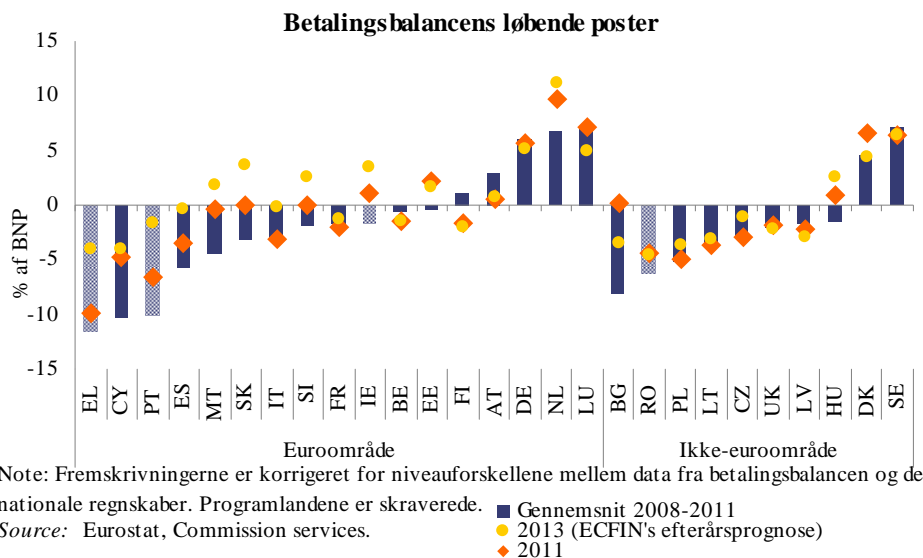
Der er positive tegn på, at der gøres fremskridt med genoprettelsen af balancen i EU's økonomier, hvilket fremgår af Kommissionens seneste prognoser. Reformindsatsen synes at bære frugt, ikke blot i programlandene. Underskuddene på betalingsbalancens løbende poster er faldende i de lande, der havde de største eksterne ubalancer, støttet af en forbedret konkurrenceevne. Imidlertid er der stadig et stort behov for tilpasning i visse lande med store underskud på de løbende poster, hvilket skal understøttes af gennemførelsen af de produktivitetsfremmende strukturreformer, der blev vedtaget inden for rammerne af de økonomiske tilpasningsprogrammer og i de landespecifikke henstillinger. En dynamisk indenlandsk efterspørgsel og lønudvikling i landene med overskud vil også bidrage til yderligere genoprettelse af balancen i euroområdet (og i EU).

For så vidt angår de forskellige områder, der er omfattet af anvendelsesområdet for resultattavlen, kan der gøres følgende mere specifikke observationer:

- ***Genoprettelsen af balancen af de løbende poster i euroområdet (og EU) fortsætter.*** Dette har hidtil mest været resultatet af tilpasningerne i de sårbare økonomier, selv om udviklingen i medlemsstater med store overskud på de løbende poster også bidrager til at genoprette balancen i euroområdet (og EU). Underskudslande har oplevet en øget eksport takket være en forbedret konkurrenceevne og en omfordeling af ressourcer til eksportorienterede industrier, men også en stærk afmatning af den indenlandske efterspørgsel og import. Selv om denne udvikling omfatter både konjunkturmæssige og strukturelle elementer, synes der at foregå en overvejende strukturel korrektion i de fleste lande. Sideløbende med tilpasningerne i medlemsstater med store underskud på de løbende poster er de eksterne balancer i flere medlemsstater med overskud blevet forringet, om end i et langsommere tempo. Den indenlandske efterspørgsels voksende

betydning for den økonomiske aktivitet i overskudslandene og de forholdsvis dynamiske lønstigninger tyder på, at overskudslandene vil bidrage mere og mere til at genoprette balancen i de kommende år.

- **Alligevel er den eksterne tilpasning af underskuddene på de løbende poster endnu ikke tilstrækkelig til at sikre holdbare og sunde gældspositioner.** Et flertal af medlemsstaterne har (negative) internationale nettoinvesteringspositioner, der overskrider den vejledende grænseværdi. Det er dog forskelligt fra land til land, hvor meget de internationale nettoinvesteringspositioner overskrider grænseværdien, lige fra en moderat afvigelse (CZ, EE, LT, PL, SI og SK, og RO) til en betydelig afvigelse (BG, ES, CY, LV og HU, samt IE, EL og PT). I hurtigt voksende økonomier er nettoudlandsgælden generelt lavere end den internationale nettoinvesteringsposition, hvilket afspejler betydningen af direkte udenlandske investeringer (BG, CZ, SK, LT og LV). I mange tilfælde er de negative positioner fortsat vokset, og i tilfælde hvor de er faldet, er det primært sket som følge af værdiansættelseeffekter (ES, CY, EL og PT), særlig på grund af den tabte markedsværdi på indenlandske værdipapirer, som ejes af udlændinge.

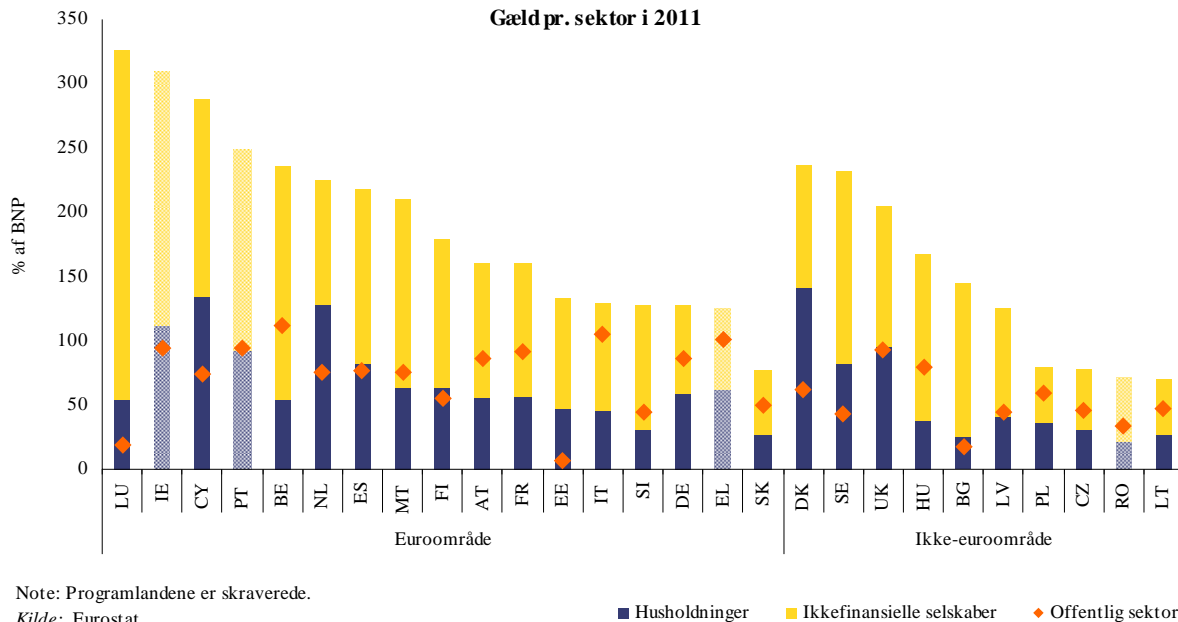


- **Eksportresultaterne er en smule forbedrede i en situation med svagere global efterspørgsel.** Med undtagelse de medlemsstater, der arbejder på at indhente de andre (EE, MT, SK, BG, LV, LT, PL og RO), har de fleste medlemsstater i de seneste fem år tabt eksportmarkedsandele på et niveau, der er langt over den vejledende grænseværdi. Over en længere periode afspejler disse tab delvist en samlet EU-tendens sammenlignet med resten af verden og skal ses på baggrund af en udvidet verdenshandel. Ikke desto mindre er tabet af markedsandele ofte sket langsommere end sidste år.
- **Udviklingen i den prisbaserede og den ikke-prisbaserede konkurrenceevne har bidraget positivt til afviklingen af de eksterne ubalancer.** Det er afgørende for tilpasningsprocessen i økonomier med store underskud på de løbende poster, at de genopretter den prisbaserede og ikke-prisbaserede konkurrenceevne. Der er allerede vedtaget mange strukturreformer. Selv om reformernes fulde virkning på de vigtigste makroøkonomiske variabler typisk først konstateres efter en vis tid, er de omfattende arbejdsmarkedsreformer allerede begyndt at give betydelige konkurrencemæssige fordele i adskillige medlemsstater. Ændringer i de relative enhedslønomkostninger og

de reale effektive valutakursers udvikling peger allerede på bedre konkurrenceevne i de fleste medlemsstater. I resultattavlen overskrider indikatoren for enhedslønomkostninger (nominel ændring i 2009-2011) kun grænseværdien i fire medlemsstater (BG, LU, RO, FI) sammenlignet med det dobbelte i den tidligere rapport, hvilket afspejler presset for at nedbringe lønstigninger over de sidste par år.

- ***Indtil videre er det mest medlemsstater med store ubalancer, der har oplevet en forbedret priskonkurrenceevne, hvilket er udløst af det store markedspress.*** Siden 2010 har stigningen i de nominelle enhedslønomkostninger i euroområdet periferi været lavere end i de centrale overskudsøkonomier. Reduktionen af enhedslønomkostninger i de sårbare lande sammenlignet med det centrale euroområde skyldes produktivitetsstigninger og konkurrencepres, jobnedlæggelser, som nu opvejer de seneste års overbeskæftigelse, samt reduktioner af den nominelle løn i flere sektorer.
- ***I mange medlemsstater er der fortsat et nedgearingspres i den private sektor.*** Afviklingen af overdrevent gearede positioner i den private sektor, herunder virksomheder og husholdninger, startede i kølvandet på den finansielle krise. I de fleste medlemsstater (AT, BE, CY, DK, FI, FR, HU, LU, MT, NL, ES, SE og UK, samt IE og PT) overstiger gælden i den private sektor den vejledende grænseværdi (160 % af BNP). På sektorplan er virksomhedernes gældsbyrde særligt tung i nogle lande (over 120 % af BNP i BE, BG, CY, MT, ES og SE samt IE og PT). I andre tilfælde, f.eks. SI og ES, tegner bygge- og anlægsvirksomheder sig for størstedelen af gælden for ikke-finansielle selskaber, og en yderligere korrektion af boligmarkedet kan føre til en stigning i dårlige lån og værdiforringede aktiver i erhvervslivet. Hvis man ser på husholdningerne, er nedgearingspresset synligt i et antal medlemsstater (CY, DK, NL, ES, SE, UK, IE og PT), og er især forbundet med opsvinget på boligmarkedet før krisen. Hvis der forekommer yderligere korrektioner på boligmarkedet, vil det medføre risici for dårligere husholdningsbudgetter og lavere forbrug.
- ***Långivningen til den private sektor stadig svag, og de private kreditstrømme er begrænsede.*** I 2011 var kreditvæksten generelt under grænseværdien, hvilket skyldtes faktorer i tilknytning til kreditudbud og -efterspørgsel. På den ene side skar bankerne i deres budgetter og øgede deres hensættelser. Der blev da også kun konstateret en moderat stigning i den finansielle sektors passiver i 2011. De eksisterende strukturelle udfordringer og likviditetsspørgsmål i den finansielle sektor påvirkede også kreditudbuddet. På den anden side har de forværrede vækstudsigter sammen med den store usikkerhed bremset efterspørgslen, navnlig i de lande, hvor behovet for tilpasning er størst.
- ***Det komplekse sektormæssige samspil mellem den offentlige sektor, banksektoren og den private sektor bidrager ofte til de underliggende ubalancer.*** Den stærke landespecifikke sammenknytning mellem den finansielle sektor og indenlandske statsobligationer gør, at bankerne er meget udsatte over for statsgælden på grund af deres beholdninger af statsobligationer. Endvidere kan høje afkast på statsobligationer via bankerne også påvirke virksomhederne og deres finansieringsbetingelser negativt. På den baggrund er finansieringsomkostningerne for både den offentlige og private sektor blevet mere og mere forskellige i medlemsstaterne, hvilket har ført til finansiell fragmentering på tværs af de nationale grænser. Statsgældskrisen har ført til udtræk af indlån i visse sårbare lande og har lagt et yderligere finansierings- og likviditetspres på disse landes private

sektor. Små og mellemstore virksomheder risikerer i den henseende at blive endnu hårdere ramt, eftersom de er stærkt afhængige af banklån. I den forbindelse er nedgearingspresset i den private sektor endnu mere bekymrende, når det foregår parallelt med den igangværende og nødvendige nedgearing i den offentlige sektor (BE, ES, HU, IT, IE, EL og PT).



- Der foregår stadig en korrektion af boligmarkederne, hvilket har forskellige konsekvenser afhængigt af dynamikken i bygge- og anlægssektoren.** Næsten alle medlemsstaterne oplevede negativ vækst i de reale boligpriser i 2011, dog med den markante undtagelse af de baltiske stater, der er i bedring efter tidligere op- og nedture på boligmarkedet. Væksten i boligpriser overstiger derfor ikke den vejledende grænseværdi i nogen land. Denne korrektion foregår hurtigere i visse lande, som allerede har oplevet væsentlige kumulerede fald i boligpriserne (CY, ES og IE) på baggrund af en kraftig forværring af de økonomiske forhold. I nogle tilfælde har det ført til nødvendige nedskæringer i bygge- og anlægssektoren, men også til højere arbejdsløshed og forringelse af bankernes balance (SI, ES og IE). Det kan ikke udelukkes, at der skal foretages yderligere nedjusteringer (DK, NL, UK) i lyset af de skærpede kreditvilkår og den økonomiske usikkerhed.
- Den igangværende tilpasning til ubalancer er nødvendig, men den er dyr på kort sigt og har betydet højere arbejdsløshed.** Tilpasningen er i gang, men vejen til en fuldstændig og holdbar genoprettelse af balancen er stadig lang. Reformerne af lønfastsættelsesmekanismerne er begyndt at få positive virkninger for omkostningskonkurrenceevnen. Den høje eller stigende arbejdsløshed i en række medlemsstater sammen med den afdæmpede samlede efterspørgsel tyder på, at tilpasningsprocessen på arbejdsmarkedet endnu ikke er ført til ende. Den svage økonomiske aktivitet og i visse tilfælde nedskæringerne i betydningsfulde sektorer såsom bygge- og anlægssektoren (SI, ES og IE) er en del af tilpasningsprocessen, som medfører, at ressourcerne fra den sektoren for ikke-handelsbare varer flyttes til sektoren for handelsbare varer, og at udgifterne i stedet går til indenlandsk-producerede varer. Tilrettelæggelsen af en omlægning af udgifterne, så de sætter gang i væksten, jobskabelsen og den eksterne tilpasning, afhænger i høj grad af en vedvarende indsats for at gennemføre strukturreformer på både arbejds- og

produktmarkederne, samt af en øget indsats for at gennemføre finansiel regulering. Dette er endnu vigtigere i forbindelse med det store interne nedgearingspres.

### 3. LANDESPECIFIKKE BEMÆRKNINGER I FORBINDELSE MED FORTOLKNINGEN AF RESULTATTAVLEN

Nedenstående bemærkninger omfatter ikke de medlemsstater, der overvåges under økonomiske tilpasningsprogrammer med officiel økonomisk støtte. I euroområdet drejer det sig om Grækenland, Irland og Portugal og uden for euroområdet om Rumænien<sup>6</sup>.

**Belgien:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Belgien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i den eksterne konkurrenceevne og gældsætningen. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle overskrider de vejledende grænseværdier, nemlig ændringen i eksportmarksandele, gælden i den private sektor og den offentlige gæld. På det eksterne område har Belgien fortsat tabt eksportmarksandele, men i et langsommere tempo. Det fortsatte tab af eksportmarksandele skyldes forringelsen af varebalancen siden 2003, som delvist er blevet opvejet af en støt stigning af tjenestebalancen. Stillingen på de løbende poster forventes at forblive tæt på balance i de kommende år. En vigtig forklaring på tabet af eksportmarksandele er den faldende omkostningskonkurrenceevne, som bl.a. skyldes større stigninger i de akkumulerede enhedslønomkostninger sammenlignet med gennemsnittet i euroområdet. Denne tendens forventes at fortsætte. For så vidt angår de interne ubalancer, er indikatoren for gælden i den private sektor langt over grænseværdien, hvilket dog i vid udstrækning skyldes virksomhedsinterne lån. Kreditmængden steg relativt kraftigt i 2011, men er på det seneste faldet både på grund af en faldende efterspørgsel og skærpede kreditvilkår for virksomhederne. Den offentlige gæld er høj og stiger stadig som følge af akkumuleringen af store underskud i de seneste år og interventioner i finanssektoren. Boligpriserne steg hastigt forud for krisen, og det bør undersøges nærmere, om der er behov for korrektioner, herunder hvilke konsekvenser en sådan korrektion kan have for bæredygtigheden af husholdningernes gæld i forbindelse med realkreditlån. I 2011 steg gældsætningsgraden i den finansielle sektor grundet tab i sektoren. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller skal afvikles ubalancer.*

**Bulgarien:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Bulgarien befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i udlandsgæld, nedgearingen i erhvervslivet og tilpasningsprocessen på arbejdsmarkedet. Visse indikatorer i den opdaterede resultattavle overskrider de vejledende grænseværdier, nemlig den internationale nettoinvesteringsposition og enhedslønomkostningerne, mens indikatoren for den private sektors gæld nu er under grænseværdien. På det eksterne område er den løbende

---

<sup>6</sup> Denne fremgangsmåde, hvorved man undgår overlapning af procedurer og rapporteringsforpligtelser, er i overensstemmelse med Kommissionens forslag til en forordning om skærpelse af den økonomiske og budgetmæssige overvågning af medlemsstater, der har eller er truet af alvorlige vanskeligheder med hensyn til deres finansielle stabilitet i euroområdet, KOM (2011) 819 endelig af 23.11.2011, som er en del af den såkaldte "2-pack". I de seneste rapporter om overholdelse findes en grundig redegørelse for den økonomiske situation og fremskridt med afviklingen af makroøkonomiske ubalancer: *European Economy – Occasional Papers*, 94 (Grækenland), 115 (Irland), 116 (Rumænien) og 117 (Portugal). Spanien er behandlet i denne rapport, selv om landet modtager officiel finansiering til rekapitalisering af bankerne; se "The Financial Sector Adjustment Programme for Spain," *European Economy—Occasional Papers*, 118. Ungarn og Cypern gennemgås også. I november 2011 anmodede Ungarn formelt om forhandlinger med henblik på en forebyggende finansiell bistand. Der er dog ikke sket væsentlige fremskridt i disse forhandlinger. Den 25. juni 2012 anmodede Cypern om officiel finansiering, og der føres nu forhandlingerne et program.

betalingsbalance hurtigt blevet forbedret: den nåede i balance i 2011 og forventes at forblive under grænseværdien i prognoseperioden. På trods af forbedringer, der afspejler kraftige korrektioner på betalingsbalancens løbende poster, forventes den internationale nettoinvesteringsposition at ligge betydeligt over den vejledende grænseværdi og dermed fortsat at være en sårbarhedsfaktor i den nærmeste fremtid. Denne indikator skal dog sammenholdes med den meget høje beholdning af direkte udenlandske investeringer, som medfører, at nettoudlandsgælden er væsentligt lavere. For det første var tilstrømningen af direkte udenlandske investeringer fortsat afdæmpet i 2011, og selv om beholdningen af direkte udenlandske investeringer er høj, forventes de seneste stigninger fortsat at være moderate. For det andet har Bulgarien registreret en stigning i eksportmarkedsandele på baggrund af en øget produktivitet og depreciering af den reale effektive valutakurs. Der er også sket moderate stigninger i enhedslønomkostningerne, selv om indikatoren fortsat er over grænseværdien, og væksten i lønninger og enhedslønomkostninger forventes at være relativt kraftig i fremtiden. Nedjusteringen på boligmarkedet fortsætter efter de tidligere kraftige fald i boligpriserne. Kreditvilkårene er stadig stabile, hvilket giver mulighed for at øge långivningen, selv om det høje antal misligholdte lån hurtigt kan blive en hæmsko for långivningen. Selv om der er sket en hurtig nedgearing i den private sektor (2011-dataene tyder på et kraftigt fald i kortfristede lån til ikke-finansielle selskaber), er den stadig forholdsvis gældstynget for en økonomi, der befinder sig i en indhentningsproces, hvilket overvejende skyldes virksomhedsinterne lån til ikke-finansielle selskaber på tværs af grænserne. Eftersom tilpasningen af de eksterne ubalancer delvist er frembragt ved en afmatning af den indenlandske efterspørgsel, herunder investeringer, er der risiko for, at økonomien bliver fastlåst til en lav vækst, hvorved det bliver en større udfordring at nedbringe gælden, herunder den internationale nettoinvesteringsposition. Der hersker bekymring for landets vækstpotentiale på lang sigt, bl.a. på grund af svaghederne på arbejdsmarkedet, som afspejles i svage arbejdsmarkedsresultater med negativ vækst, stigende arbejdsløshed og høj strukturel arbejdsløshed. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller skal afvikles ubalancer.*

**Tjekkiet:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Tjekkiet. Den internationale nettoinvesteringsposition ligger over den vejledende grænseværdi i den opdaterede resultattavle. Den forværrede internationale nettoinvesteringsposition skyldes vedholdende om end moderate underskud på betalingsbalancens løbende poster på omkring 3 % af BNP i løbet af de sidste tre år: disse skyldes hovedsageligt udstrømningen af udbytte fra den høje beholdning af direkte udenlandske investeringer. Overordnet set er risikoen for ekstern sårbarhed begrænset grundet den forholdsvis lave bruttoudlandsgæld. Der blev registreret et solidt overskud på handelsbalancen i 2011, men stigningerne i eksportmarkedsandele stilner gradvist af, hvilket afspejler, at andelen af direkte udenlandske investeringer til nye projekter er faldende. Samtidig forventes importvæksten også at tage af. Da den indenlandske efterspørgsel fortsat er svag, skønnes underskuddet på de løbende poster fortsat at blive bedre over de kommende år, og dette forventes at bidrage til en stabilisering af den internationale nettoinvesteringsposition på det aktuelle niveau. Den reale effektive valutakurs har været forholdsvis stabil siden 2009 i forhold til den stigende tendens, som blev konstateret før den globale finanskrisen. Kapitaltilstrømningen til Tjekkiet gik hånd i hånd med en betydelig lønvækst i alle sektorer af økonomien, selv om produktivitetstigningerne overvejende var begrænsede til sektoren for handelsbare varer. Mens den samlede nominelle vækst i enhedslønomkostningerne er faldet til ca. 3 % over de seneste tre år og forventes fortsat at være afdæmpet i den nærmeste fremtid, kan det kumulerede produktivitetsefterslæb i sektoren

for ikke-handelsbare varer komme til at veje tungt på konkurrenceevnen: for det første fordi sektoren for ikke-handelsbare varer yder input til andre sektorer og derved påvirker disse sektors konkurrenceevne, og for det andet fordi den højere lønvækst i sektoren for ikke-handelsbare varer kan være til hinder for, at arbejdskraften går til mere eksportorienterede erhverv, hvor der er større mulighed for produktivitetsvækst. Der foregår en tilpasning ledsaget af faldende reale boligpriser i både bygge- og anlægssektoren og i ejendomssektoren, som inden krisen var blevet pustet op af de relativt lempelige lånevilkår: i perioden 2005-2008 blev banklånenes andel af værditilvæksten i disse sektorer fordoblet. Banksektoren i Tjekkiet, som i vid udstrækning er udenlandsk ejet, har været robust, og det moderate gælds niveau i den private og offentlige sektor har forhindret negative feedbacksløjfer. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående analyse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

**Danmark:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Danmark befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i den eksterne konkurrenceevne og husholdningernes gældsætning. Visse indikatorer befinder sig over den vejledende grænseværdi i den opdaterede resultattavle, nemlig ændringen af eksportmarkedsandele og den private sektors gæld. Tabet af eksportmarkedsandele ligger fortsat et godt stykke over grænseværdien og var i 2011 af samme størrelsesorden som i 2010. I den dybdegående undersøgelse fra maj 2012 blev det konkluderet, at Danmarks konkurrenceevne og svage resultater med eksport af varer skyldtes en stigning i enhedslønomkostningerne i forhold til landets vigtigste konkurrenter. Omkostningskonkurrenceevnen, som målt ved den procentvise ændring i de nominelle enhedslønomkostninger over tre år, er dog forbedret og befinder sig fortsat under grænseværdien. Enhedslønomkostningerne forventes fortsat at stige svagt i de kommende år. Den procentuelle ændring af den reale effektive valutakurs over tre år viser også, at der siden 2009 er sket en depreciering, der forventes at fortsætte i de kommende år. Trods den forbedrede omkostningskonkurrenceevne tyder det vedvarende tab af markedsandele på, at førstnævnte endnu ikke er tilstrækkelig til at genoprette det samlede tab af konkurrenceevne, der fandt sted i det foregående årti. Ikke desto mindre er overskuddene på de løbende poster fortsat steget, især som følge af vare- og tjenestehandelsbalancen - bl.a. takket være olie- og gaseksporten, som drager fordel af de stigende oliepriser - men også som følge af tilstrømningen af indtægter fra direkte udenlandske investeringer i udlandet. Da de løbende poster delvist afspejler store besparelser i den private sektor, forventes de dog at falde i de kommende år, efterhånden som den indenlandske efterspørgsel gradvis tager til. Gældskvoten i den private sektor ligger fortsat betydeligt over grænseværdien. Den er ganske vist nedbragt for andet år i træk, hvilket bl.a. afspejler et fald i husholdningernes gældskvotest, men er fortsat blandt de højeste. Udviklingen på boligmarkedet har været medvirkende til, at husholdningernes gæld overstiger et bæredygtigt niveau, hvilket potentielt udgør en større risiko for den finansielle og økonomiske stabilitet. Mens risikoen for den finansielle stabilitet muligvis er forholdsvis lav, synes risikoen for den økonomiske stabilitet at være mere udtalt. De store udsving i boligpriserne og husholdningernes høje gældsætning, som har resulteret i store udsving i det private forbrug, bremser nu den økonomiske genopretning, eftersom husholdningerne stadig har behov for at nedgearde i den kommende fremtid. Efter en stabilisering i 2010 faldt de reale boligpriser atter i 2011. Selv om de nu nærmer sig den langsigtede tendens, er markedet fortsat sårbart på grund af de skærpede kreditbetingelser og den lave lønvækst, hvilket medfører en risiko for kommende yderligere nedjusteringer i lyset af de økonomiske udsigter. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller skal afvikles ubalancer.*

**Tyskland:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Tyskland. Et par indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig ændringen af eksportmarkedsandele og den offentlige gældskvote. På det eksterne område befinder tabet af eksportmarkedsandele sig stadig over grænseværdien, hvilket afspejler de tab, der blev registreret i 2010, og som fortsatte i mindre omfang i 2011. Tabene synes overordnet set at være beskedne og er i overensstemmelse med den igangværende reduktion af overskuddet på de løbende poster. Ligesom i den foregående rapport om varslingsmekanismen befinder indikatoren for overskud på de løbende poster sig lige under grænseværdien i 2011. Nedbringelsen af overskuddet på betalingsbalancens løbende poster i de seneste år er en del af tilpasningsprocessen, og er hovedsageligt drevet af et faldende handelsoverskud over for resten af euroområdet. De seneste prognoser peger fremadrettet på, at det aktuelle overskud på de løbende poster vil falde i et moderat tempo i 2012-2014, efterhånden som det private forbrug og investeringerne begynder at stige. Enhedslønomkostningerne er steget i de senere år og forventes fortsat at stige mere end gennemsnittet i euroområdet i de kommende år som følge af et arbejdsmarked, der stadig er robust. På trods af stigende lønomkostninger falder den reale effektive valutakurs stadig på grund af virksomhedernes begrænsede mulighed for at vælte de højere lønomkostninger over på forbrugerne. På det interne område forventes den offentlige gæld at være nedadgående fra 2013, og Tyskland gør fremskridt hen imod overholdelse af gældsreduktionsmålet i stabilitets- og vækstpagten. Gældsætningen og låneaktiviteten i den private sektor er fortsat moderate. Boligpriserne er steget en anelse med større prisstigninger i visse byområder. Boliginvesteringerne forventes fremover at stige kraftigt. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående analyse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

**Estland:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Estland. I den opdaterede resultattavle ligger et par indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig den internationale nettoinvesteringsposition og arbejdsløsheden. En tredje indikator, den private sektors gæld, er nu pænt under grænseværdien (133 % af BNP i 2011). På det eksterne område er hovedparten af de kraftige tilpasninger af de store eksterne ubalancer, der havde ophobet sig i 2005-2007, fuldført. I 2011 var der fortsat et betragteligt overskud på den løbende betalingsbalance, og den forventes fortsat at ville ligge tæt på balance på mellemlang sigt støttet af stigninger i eksportmarkedsandele. Den negative internationale nettoinvesteringsposition er fortsat betydeligt over grænseværdien, men er under hastig forbedring, hvilket afspejler det vedvarende overskud på betalingsbalancens løbende poster og en denominatoreffekt, eftersom det nominelle BNP stiger støt. Dertil kommer, at halvdelen af de eksterne passiver består af direkte udenlandske investeringer, hvilket bidrager til at begrænse de eksterne likviditetsbaserede risici; nettoudlandsgælden er kun på 6 % af BNP. På baggrund af den vedvarende nedgearing og BNP-væksten er den private sektors gæld faldet væsentligt i 2010-2011, selv om den stadig er høj. På trods af at denne nedgearing sandsynligvis snart stopper, forventes gælden i den private sektor stadig at falde i 2012. Ikke desto mindre vil det forholdsvis høje private gælds niveau muligvis lægge en dæmper på væksten på mellemlang sigt. Arbejdsløsheden toppede med næsten 20 % i første kvartal af 2010, men faldt hurtigt til 10,2 % i andet kvartal af 2012. Det forventes, at den vil falde yderligere, dog i et lavere tempo, og afspejle, at der på ny er uoverensstemmelse mellem efterspurgte og udbudte kvalifikationer og en mere moderat outputvækst. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående analyse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

**Spanien:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Spanien var i en situation med meget alvorlige ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i den eksterne position, gældsniveauet i den private sektor og den finansielle sektor. Flere indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig underskuddet på de løbende poster, eksportmarkedsandele, den internationale nettoinvesteringsposition, den private sektors gæld, den offentlige gæld og arbejdsløsheden. På det eksterne område er underskuddet på de løbende poster forbedret på baggrund af bedre eksportresultater og en faldende indenlandsk efterspørgsel. Indikatoren er fortsat over grænseværdien, men de løbende poster forventes at bevæge sig i retning af balance i de kommende år. De faldende enhedslønomkostninger og en vis depreciering af den reale effektive valutakurs bidrager til at rette op på en del af tabet af den konkurrenceevne, der blev oparbejdet under højkonjunkturen. Det har medvirket til at mindske tabet af eksportmarkedsandele, selv om indikatoren stadig overskrider grænseværdien. Enhedslønomkostningerne forventes at blive reduceret yderligere i år og at stige mere afdæmpet i de kommende år. Der foregår en stockjustering, men beholdningen af forpligtelser over for udlandet er stadig betydelig, hvilket afspejles i den store negative internationale nettoinvesteringsposition og nettoudlandsgælden. Dette er særligt bekymrende, da den spanske økonomi er udsat for likvidetsrisici. Kombineret med en hastigt stigende offentlig gæld medfører den høje gæld i den private sektor et betydeligt nedgearingspres. Nedgearingen i den private sektor startede i 2011 og forventes at fortsætte, hvilket bremser det økonomiske opsving i kraft af den afdæmpede indenlandske efterspørgsel. Banksektoren er fortsat skrøbelig efter nedturen på boligmarkedet og i bygge- og anlægssektoren og de negative feedbackløjfer med de offentlige finanser. Der er ved at blive rettet op på banksektorens svagheder inden for rammerne af tilpasningsprogrammet for den finansielle sektor, hvorigennem der ydes officiel finansiering til omstrukturering og rekapitalisering af spanske banker. På trods af faldende enhedslønomkostninger er situationen på arbejdsmarkedet forværret med en rekordhøj og stigende arbejdsløshed, der langt overskrider grænseværdien, og fortsat nedlæggelse af arbejdspladser. Dette påvirker nedgearingen og udgør dermed en yderligere trussel mod den igangværende tilpasning, samtidig med at det har negative konsekvenser for budgetkonsolideringen. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en meget alvorlig ubalance i maj er hensigtsmæssigt, at der foretages en yderligere undersøgelse af risiciene og fremskridtene i forbindelse med afviklingen af ubalancer i en dybdegående analyse.*

**Frankrig:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Frankrig befandt sig i en situation med alvorlige ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i eksportresultaterne og konkurrenceevnen. En række indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig eksportmarkedsandelene, den offentlige gæld og i år også den private sektors gæld. På det eksterne område oplever Frankrig fortsat tab af eksportmarkedsandele, om end i et langsommere tempo, og indikatoren er langt over grænseværdien. Hvis der ikke gennemføres en afgørende politisk indsats, forventes disse tab at fortsætte i fremtiden. Tabene afspejles i den gradvise forringelse af handelsbalancen og betalingsbalancens løbende poster samt en negativ international nettoinvesteringsposition, selv om de to sidstnævnte stadig befinder sig under de respektive grænseværdier. Denne udvikling skyldes den vedvarende forringelse af både den prismæssige og den ikke-prismæssige konkurrenceevne. Indikatoren for enhedslønomkostninger befinder sig under grænseværdien, men trods de foranstaltninger, der er truffet for at reducere beskatningen af arbejdskraft, forventes stigningen i enhedslønomkostningerne fremover at ligge tæt på gennemsnittet i euroområdet på kort sigt, hvilket betyder, at der ikke vil blive opnået nogen relative fordele i den nærmeste fremtid. Faldet i de franske virksomheders

rentabilitet, som nåede et historisk lavt niveau i 2011, vejer tungt på deres investeringspotentiale og innovationsevne, hvilket skader deres ikke-prismæssige konkurrenceevne. Desuden begrænser virksomhedernes lave rentabilitet deres nedgearingskapacitet og bidrager dermed også til den høje gældsætning i den private sektor som helhed, således at gældsniveauet nu overskrider den vejledende grænseværdi. Arbejdsløsheden er steget og forventes at overskride grænseværdien i de kommende år. Husholdningernes gæld er stadig forholdsvis lav, men boligpriserne steg forud for krisen og også i 2011; muligheden for og virkningerne af en korrektion af boligmarkedet bør undersøges nærmere. Stigningen i det private gælds niveau er særligt bekymrende i en situation, hvor den offentlige gæld stadig stiger og nu befinder sig tæt på 90 % af BNP. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en alvorlig ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene og fremskridtene i forbindelse med afviklingen af ubalancer i en dybdegående analyse.*

**Italien:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Italien befandt sig i en situation med alvorlige ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i eksportresultaterne, konkurrenceevnen og virkningerne af den store offentlige gæld. Et par indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig tab af eksportmarkedsandele og den offentlige gæld. Efter indførelsen af euroen er der registreret en stadig større forringelse af den omkostningsrelaterede og ikke-omkostningsrelaterede konkurrenceevne, hvilket afspejles i betydelige tab af eksportmarkedsandele, som langt overskrider grænseværdien. Der er dog ved at blive rettet op på Italiens underskud på de løbende poster, og der forventes et overskud på handelsbalancen i 2012. Dette skyldes først og fremmest det kraftige fald i importen grundet den svage indenlandske efterspørgsel under den nuværende recession, men også de positive eksportresultater, navnlig i samhandelen med tredjelande. Den svage udvikling i produktiviteten er fortsat den største hindring for en varig forbedring af Italiens konkurrencemæssige stilling og økonomiske vækstudsigter. De nyligt vedtagne strukturreformer - som tager sigte på at fremme konkurrencen på markedet, tackle arbejdsmarkedssegmenteringen, gøre beskatningssystemet mere vækstfremmende og forbedre erhvervsmiljøet - skulle bidrage til at fremme produktivitetsvæksten på mellemlang sigt. I mellemtiden påvirker udviklingen i produktiviteten stadig ikke lønningerne i tilstrækkelig grad. De nominelle enhedslønomkostninger forventes i de kommende år at stige med et niveau, der ligger tæt på gennemsnittet i euroområdet. Den høje offentlige gæld udgør fortsat en stor byrde for den italienske økonomi, navnlig i lyset af de svage vækstudsigter. De lave vækstrater gør det vanskeligt at opnå og opretholde de store primære overskud, der er nødvendige for fremadrettet at bringe den offentlige gældskvotepå en støt nedadgående kurs, men den nuværende og forventede høje skattebyrde, der kræves for at tilbagebetale den høje gæld, dæmper den indenlandske efterspørgsel og den økonomiske aktivitet. Hertil kommer i forbindelse med et finansmarked, der er fragmenteret på tværs af grænserne, at de forholdsvis høje rentesatser i tilknytning til statens risikopræmie påvirker den private sektors finansieringsvilkår og forværrer den indenlandske banksektors finansieringsproblemer. På den positive side er den private sektors gældsætning i Italien fortsat forholdsvis behersket. Navnlig er de italienske husholdningers finansielle stilling forholdsvis stærk, selv om deres opsparingskvote har været nedadgående i mere end 20 år. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en alvorlig ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene og fremskridtene i forbindelse med afviklingen af ubalancer i en dybdegående analyse.*

**Cypern:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Cypern var i en situation med meget alvorlige ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i den eksterne position, de offentlige

finansier og den finansielle sektor. Flere indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig underskuddet på de løbende poster, den internationale nettoinvesteringsposition, eksportmarkedsandelene, kreditstrømmen i den private sektor, den private sektors gæld og den offentlige gæld. På det eksterne område befinder indikatoren for betalingsbalancens løbende poster sig over den negative grænseværdi trods den seneste kraftige nedgang i importen som følge af afmatningen af den indenlandske efterspørgsel. Fremover kan tabene af eksportmarkedsandele især forklares ved, at varebalancen fortsat har været nedadgående, mens Cypern fortsat kan notere et overskud på tjenestebalancen. Samlet set forventes underskuddet på betalingsbalancens løbende poster at falde i de kommende år. Tabene af den pris- og omkostningsmæssige konkurrenceevne er på det seneste stilnet af, og fastfrysninger af lønnen i den offentlige sektor har bidraget til løntilbageholdenhed i den private sektor og de eksportorienterede erhverv. Strukturreformerne, der skal bidrage til vedvarende forbedringer af konkurrenceevnen, er dog endnu ikke gennemført. Sideløbende hermed er den negative internationale nettoinvesteringsposition stærkt nedadgående, hvilket giver anledning til bekymringer med hensyn til bæredygtigheden af landets eksterne stilling. Den internationale nettoinvesteringsposition er blevet forringet som følge af underskuddene på de løbende poster, men også på grund af værdiansættelsestab på bankernes aktiver i udlandet. På det interne område har den stærkt gearede private sektor fortsat bestræbelserne for at nedbringe sin store udestående gæld. Dette fremgår også af, at indikatoren for kreditstrømmen i den private sektor er faldet væsentligt sammenlignet med forrige år. Det forhold, at kreditindikatoren fortsat befinder sig over grænseværdien, skyldes ikke i så høj grad nye udstedelser af lån, men snarere den igangværende låneomlægning, idet de omlagte lån håndteres som nye kreditstrømme. For husholdningernes vedkommende modsvares gældsniveauet af betydelige aktiver, men disse er blevet ramt af det vedvarende fald i de reale og nominelle boligpriser. Den offentlige gæld ligger også over den traktatbaserede grænseværdi og forventes at stige kraftigt. Samtidig er arbejdsløsheden i Cypern steget kraftigt på det seneste og forventes at stige yderligere fremover, hvilket tyder på, at landet står over for strukturelle udfordringer ud over de konjunkturmæssige faktorer. Hvis Cypern bliver yderligere påvirket af banksektorens eksponering i forhold til Grækenland, og der sker en yderligere forværring af den økonomiske aktivitet, vil risiciene blive større og gøre den strukturelle tilpasning endnu vanskeligere. Situationen forværres yderligere af negative feedbackløjfer mellem udviklingen i bolig- og finanssektoren og de offentlige finanser. Desuden er Cypers finanssektor blandt de mest gearede i hele EU. Efter at have anmodet om officiel finansiering den 25. juni 2012 er Cypern i færd med at føre forhandlinger om et program for økonomiske politikker, der skal tackle de finansielle, finanspolitiske og strukturelle udfordringer, landet står over for. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en meget alvorlig ubalance i maj er hensigtsmæssigt, at der foretages en yderligere undersøgelse af risiciene og fremskridtene i forbindelse med afviklingen af ubalancer i en dybdegående analyse.*

**Letland:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Letland. I den opdaterede resultattavle ligger nogle indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig den eksterne nettoinvesteringsposition og arbejdsløsheden. Efter en akkumulering af eksterne ubalancer og en hård landing i 2008-2009 blev den eksterne konkurrenceevne væsentligt forbedret gennem intern tilpasning, som omfattede løn- og jobnedskæringer, finanspolitisk konsolidering, nedgearing i den private sektor og en bred vifte af vækstfremmende strukturreformer. Efter igen at have opnået høje vækstrater i 2011-2012 vendte den løbende betalingsbalance tilbage til et moderat underskud, som forventes at vare ved i de kommende år. Landets nettopassiver, målt ved den internationale nettoinvesteringsposition, er fortsat faldende, om end fra et relativt højt niveau.

Den store negative internationale nettoinvesteringsposition kan i vid udstrækning forklares ved nettobeholdningen af direkte udenlandske investeringer (ca. halvdelen af den internationale nettoinvesteringsposition), mens udlandsgælds-komponenten er kraftigt faldende. Efter den vellykkede fuldførelse af programmet for betalingsbalancestøtte i begyndelsen af 2012 har forrentningen af statsgæld været støt faldende, hvilket bidrager til yderligere at reducere risiciene for landets eksterne stilling. Hvad angår de interne indikatorer, har den offentlige gæld stabiliseret sig på et niveau, der lå lidt over 40 % af BNP, mens boligpriserne og kreditvæksten langsomt er ved at blive genoprettet oven på den kraftige korrektion under krisen. Trods forbedringen ligger boligpriserne stadig langt under niveauet i 2005-2007 før krisen, og der kan kun konstateres et forholdsvis betydeligt genopsving i segmentet for nybyggeri. I den finansielle sektor er den kommercielle långivning i form af nyligt godkendte kreditter nu stabiliseret i husholdningssektoren og svagt stigende i erhvervssektoren. Andelen af privat gæld i forhold til BNP faldt fortsat til 125 % af BNP i 2011, men de private investeringer steg ikke desto mindre kraftigt som følge af bl.a. store virksomhedsoverskud. Arbejdsløsheden ligger fortsat et godt stykke over EU-gennemsnittet og den vejledende grænseværdi, men er nu gradvis ved at falde, og denne tendens forventes at fortsætte i de kommende år, bl.a. takket være genopretningen og aktive arbejdsmarkedspolitikker. Det lave antal ledige job tyder ikke på betydelige strukturelle problemer på arbejdsmarkedet, idet både beskæftigelsen og erhvervsfrekvensen er stigende. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående analyse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

**Litauen:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Litauen. I den opdaterede resultattavle ligger et par indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig den internationale nettoinvesteringsposition og arbejdsløsheden. Litauen har fortsat opnået større eksportmarkedsandele i takt med deprecieringen af den reale effektive valutakurs, samtidig med at lønomkostningerne er blevet betydeligt lavere. Enhedslønomkostningerne er faldet, men forventes at vokse langsomt i de kommende år. Indikatoren for de løbende poster er tæt på nul, men en kraftig indenlandsk efterspørgsel har stimuleret importen, og en negativ handelsbalance har skubbet betalingsbalancens løbende poster tilbage på et underskud på næsten 4 % af BNP i 2011, hvilket hovedsagelig blev dækket af EU-overførsler og direkte udenlandske investeringer. I mellemtiden viser dataene indtil september 2012, at underskuddet på de løbende poster ser ud til at blive reduceret og stabiliseret fremover. Kapitalbalancen over for udlandet er blevet forbedret, men er stadig negativ og overstiger den vejledende grænseværdi. Nettoudlandsgælden, hvori der tages hensyn til stabiliteten af finansiering gennem direkte udenlandske investeringer, er meget lavere. Desuden ligger den offentlige gæld fortsat på et moderat niveau, og den private sektor har fortsat sin nedgearing; den indenlandske kreditvækst har været negativ for husholdningerne, men lettere positiv for ikke-finansielle selskaber og den offentlige sektor. Efter en kraftig korrektion i de foregående år er boligpriserne stabile i reale termer. Arbejdsløsheden giver dog fortsat anledning til bekymring, og arbejdsløshedstallet forventes fortsat at være tocifret i de kommende år, selv om det har været faldende siden 2011 og forventes at blive reduceret yderligere. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående analyse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

**Luxembourg:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Luxembourg. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster, de nominelle enhedslønomkostninger, den private sektors gæld og denne gang også

indikatoren for eksportmarkedsandele. På det eksterne område forventes det vedvarende store overskud på de løbende poster, som ligger over den vejledende grænseværdi, at blive reduceret i de kommende år. Det synes ikke at være forbundet med en i for høj grad dæmpet indenlandsk efterspørgsel, men skyldes hovedsageligt den meget høje koncentration af økonomiske aktiviteter i Luxembourg, navnlig i den finansielle sektor, tiltrukket af generelt gunstige forhold (herunder skattesystemet). Overskuddet på de løbende poster udgør sandsynligvis ikke en skadelig ubalance for Luxembourg eller dets partnere, men det skjuler et konstant underskud på varehandelsbalancen, som afspejler tab af samlede eksportmarkedsandelene. Samtidig vokser Luxembourgs eksportmarkedsandele inden for tjenesteydelser. De dårlige resultater for varehandelen skyldes sandsynligvis udviklingen i de nominelle enhedslønomkostninger; indikatoren for de nominelle enhedslønomkostninger er således steget markant hurtigere end i euroområdet siden 2000 og over fem gange hurtigere end i Tyskland. Desuden forventes enhedslønomkostningerne at stige mere end gennemsnittet for euroområdet i de kommende år, til trods for de seneste lønmæssige foranstaltninger, der er truffet af regeringen. Den private sektors høje gældsætning skyldes primært store långivnings- og låntagningstransaktioner inden for internationale ikke-finansielle selskaber og ikke i så høj grad en overdreven gældsætning i den private sektor. Husholdningernes gælds niveau er relativt beskedent og er især forbundet med realkreditter. Vækstraten for boligpriser, hvor der blev registreret en kraftig kumuleret stigning i det forløbne tiår, er nu aftagende og afspejler især samspillet mellem stærk efterspørgsel og begrænset udbud. Selv om den finansielle sektor generelt set fortsat er sund, synes den finansielle krise dog at have svækket dens vækstpotentiale. I betragtning af sektorens store størrelse i forhold til den samlede økonomi er det et spørgsmål, hvilke virkninger en mindre dynamisk sektor kan få for beskæftigelsen og de offentlige finansers holdbarhed. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående analyse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

**Ungarn:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at der bestod alvorlige ubalancer i Ungarn, navnlig med hensyn til udviklingen i forbindelse med den internationale nettoinvesteringsposition og følgerne af den store offentlige gæld. I den opdaterede resultattavle ligger flere indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig i lighed med sidste år den internationale investeringsposition og den offentlige gæld, og i år ligger også indikatorerne for arbejdsløsheden og den private sektors gæld en smule over grænseværdierne. De eksterne ubalancer er blevet mindre, idet de løbende poster har udvist overskud for tredje år i træk, og den internationale nettoinvesteringsposition er støt blevet bedre, men ligger fortsat betydeligt over grænseværdien. Dette ventes også at være tilfældet i de kommende par år. Skiftet på de løbende poster skyldtes hovedsageligt et fald i den indenlandske efterspørgsel; konkurrenceevnen på eksportmarkederne har ikke ændret sig væsentligt. Efter et markant fald under recessionen i 2009 er underskuddet for faktorindkomsten på ny begyndt at stige igen, men er dog fortsat lavere end niveauet før krisen. Begge aspekter tyder på, at korrektionen af balancen over for udlandet til dels er konjunkturbetinget. Det er nødvendigt med en nedgearing i den private sektor for at korrigere ubalancer, navnlig i husholdningssektoren. Imens har det hurtige fald i virksomhedskreditgivning på baggrund af den politiske usikkerhed og de ekstra byrder for den finansielle sektor bidraget til historisk lave investeringskvoter, hvilket igen har svækket landets vækstpotentiale. Investeringerne forventes at falde yderligere i 2012 og forudses først at stabilisere sig i de kommende år. Den let faldende, men stadig betydelige offentlige gæld, sammenholdt med politikker, der har negativ indvirkning på erhvervsmiljøet, indebærer øget sårbarhed, hvilket også afspejles i relativt høje finansieringsomkostninger for både den offentlige og den private sektor. Stigningen i arbejdsløsheden kan blive mindre foruroligende

end dataene tyder på, idet den hovedsagelig afspejler en øget erhvervsfrekvens, efterhånden som beskæftigelsen er nået tilbage til niveauerne før krisen. I november 2011 anmodede regeringen formelt om forhandlinger med henblik på en forebyggende finansiel bistand. Der er dog ikke sket væsentlige fremskridt i disse forhandlinger. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en alvorlig ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene og fremskridtene i forbindelse med afviklingen af ubalancer i en dybdegående analyse.*

**Malta:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Malta. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig den private sektors gæld, betalingsbalancens løbende poster og den offentlige gæld. Den private sektors gældsætning overstiger 200 % af BNP, hvilket især afspejler en kraftig vækst i kreditgivningen til ikke-finansielle selskaber i opgangsårene. Men den private sektor synes ikke på nuværende tidspunkt at være overgearet, da husholdningerne og virksomhederne har betydelige finansielle aktiver, og forfaldsstrukturen for deres gæld er forholdsvis gunstig: omkring to tredjedele af den er langfristet. Betalingsbalancens løbende poster har i det seneste årti udvist betydelige underskud, men den seneste udvikling tyder på, at dette er ved at blive korrigeret, hvilket også afspejles i flere eksportmarkedsandele, takket være større opsparinger og mere moderate stigninger i enhedslønoms-kostningerne. I de kommende år forventes de løbende poster fortsat at udvise et mindre overskud, og enhedslønoms-kostningerne forventes at vokse med en procentsats, der ligger tæt på gennemsnittet i euroområdet. Desuden gavnes holdbarheden i Maltas eksterne position af landets eksterne nettokreditorposition og positive internationale nettoinvesteringsposition. Da beholdningerne er meget store, bør der dog føres nøje tilsyn med deres sårbarhed over for ugunstige udviklinger. Den finansielle sektor er meget stor i forhold til den indenlandske økonomi, med samlede passiver på ca. 900 % af BNP i 2011. Væksten i de samlede finansielle passiver har overskredet den vejledende grænseværdi flere gange i det seneste tiår, og som følge heraf er den kumulerede vækst i 2011 betydeligt højere end gennemsnittet for euroområdet. Der synes at være begrænsede risici for negative feedbacksløjfer, da en betydelig del af tilvæksten har fundet sted til internationalt orienterede banker med en meget begrænset eksponering for den indenlandske økonomi. Under de nuværende vanskelige økonomiske vilkår er det dog hensigtsmæssigt at foretage en nøje overvågning af det indenlandske banksystem, da det i høj grad er eksponeret for ejendomsmarkedet, som har oplevet en særdeles dynamisk prisvækst efterfulgt af en forholdsvis begrænset korrektion i løbet af det seneste tiår, og reguleringsniveauet for tab i forbindelse med værdiforringede lån er lavt. *Samlet set finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de pågældende risici i en dybdegående analyse med henblik på at vurdere, om der består en ubalance.*

**Nederlandene:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Nederlandene. Som anført i Kommissionens seneste prognoser er der i mellemtiden sket en forringelse af vækstudsigterne i tilknytning til den indenlandske efterspørgsel. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig betalingsbalancens løbende poster, eksportmarkedsandelene, den private sektors gæld og den offentlige gæld. På det eksterne område er de vedvarende store overskud på de løbende poster, som ligger et godt stykke over den vejledende grænseværdi, primært drevet af handelsbalancen, inkl. den positive nettoeksport af gas. Overskuddene kan også i stigende grad tilskrives et voksende overskud i handelen med tjenesteydelser og voksende indtægter fra udgående direkte investeringer, selv om Nederlandene har mistet markedsandele på eksportmarkedet i et omfang, der overskrider

den vejledende grænseværdi. Dette afspejler især den positive tendens i udbytter, der modtages fra udlandet, som øger de ikke-finansielle selskabers opsparring. På baggrund af disse tendenser er den nederlandske internationale nettoinvesteringsposition blevet mærkbart bedre i de seneste år. De foreliggende prognoser tyder på, at overskuddet på de løbende poster vil stige yderligere til næsten 10 % af BNP. De moderate tab i konkurrenceevnen for indenlandsk producerede varer og tjenesteydelser er generelt set blevet opvejet af den dynamiske udvikling i reeksporten. Det samlede tab af eksportmarkedsandele har været beskedent. Indikatoren for enhedslønomkostningerne ligger under grænseværdien, og enhedslønomkostningerne forventes på kort sigt at vokse i takt med gennemsnittet i euroområdet. De risici, som økonomien i Nederlandene hovedsagelig er konfronteret med, vedrører boligmarkedet og de private husholdningers høje gæld, og derfor ligger indikatoren for den private sektors gæld betydeligt over den vejledende grænseværdi. Selv om husholdningerne har en stærk finansiel aktivstilling, stiger gælden fortsat i forhold til aktiverne, og dette er en potentiel risiko for husholdningernes budgetter. De private husholdningers høje realkreditgæld i forhold til deres disponible indkomst skyldes i vid udstrækning skatteincitament, som i mange år har tilskyndet dem til at optage store realkreditlån, samt finansielle innovationer, der har givet dem lettere adgang til kredit. Dette har bidraget til stigningen i boligpriserne. Siden krisen indtraf, har boligpriserne dog været faldende. Prisfaldet er i løbet af det sidste år taget til og forventes at fortsætte i nogen tid. Selv om man i den nye regering er nået til enighed om reformforanstaltninger, forventes udsigterne på boligmarkedet fortsat at være ugunstige, så længe de økonomiske udsigter er usikre. Dette har via formuevirkninger og svigtende tillid indvirkning på realøkonomien og også indirekte på den finansielle sektor, hvilket betyder, at de pågældende risici bør overvåges nøje. *Samlet set finder Kommissionen det hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af de pågældende risici i en dybdegående analyse med henblik på at vurdere, om der består en ubalance.*

**Østrig:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Østrig. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig ændringen i eksportmarkedsandele, den private sektors gæld og den offentlige gæld. Østrigs samlede eksportmarkedsandele faldt med 11½ % i perioden 2006-2011, men tabet af markedsandele synes at være ophørt i 2011. Indikatorerne for de reale effektive valutakurser og enhedslønomkostningerne tyder ikke på problemer med pris- og omkostningskonkurrenceevne, og væksten i enhedslønomkostningerne forventes fortsat at ligge væsentligt under den vejledende grænseværdi for perioden 2012-2014. Østrig har opretholdt en stærk position med hensyn til absolut produktivitet (BNP på grundlag af købekraftstandard pr. beskæftiget person) samt eksport pr. beskæftiget person. Ikke desto mindre blev der for nylig registreret et lidt pludseligt fald i overskuddet på de løbende poster i 2010-11, idet eksporten fortsat lå under niveauet fra før krisen. Det betyder, at der ikke bør foretages en alt for gunstig vurdering af situationen, og det kan være et tegn på, at der er behov for at styrke den østrigske økonomis kapacitet til at innovere og diversificere. Overskuddet forventes fremover fortsat at være solidt, idet nettoeksporten gradvis genvinder sin styrke. Desuden er den offentlige gæld steget til 72,3 % af BNP. Selv om landet synes at være på rette kurs med hensyn til korrektionen af det uforholdsmæssigt store underskud, forventes gældskvoten ikke at falde før 2014 og kræver en vedholdende finanspolitisk indsats. Omstruktureringen af de nationaliserede banker dæmper risikoen for negative feedbacksløjfer mellem staten og den finansielle sektor, men der er stadig en vis risiko for at den vil blive forsinket. Den private sektors gældsætning kom i 2010 lidt over den vejledende grænseværdi, efter at virksomhedernes passiver stød var vokset i løbet af en række år. I 2011 steg de finansielle passiver for både husholdninger og

virksomheder langsommere end BNP. Kreditvæksten i den private sektor tog af i løbet af 2011 og yderligere i 2012, idet virksomhedernes og husholdningernes låntagning blev mere afdæmpet. På den ene side akkumulerede virksomhederne rigelig egenkapital; på den anden side aftog investeringerne og forbrugsefterspørgslen. Følgelig var gældsætningen i 2011 (160,7 % af BNP) kun marginalt over grænseværdien, og den vil sandsynligvis falde yderligere, i det omfang kreditefterspørgslen forbliver svag. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående analyse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

**Polen:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Polen. I den opdaterede resultattavle ligger et par indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig betalingsbalancens løbende poster og den internationale nettoinvesteringsposition. Underskuddet på de løbende poster, som ligger en smule over grænseværdien, er i vid udstrækning blevet finansieret gennem forholdsvis stabile direkte udenlandske investeringer og tilgang af EU-midler, som støtter udvidelsen af eksportorienteret produktion og udviklingen af et moderne transportinfrastrukturnet. Desuden ventes underskuddet på de løbende poster at falde gradvis i den nærmeste fremtid, idet den svage indenlandske efterspørgsel vil føre til faldende import og forbedret omkostningskonkurrenceevne. Den internationale nettoinvesteringsposition ligger over grænseværdien, men nettoudlandsgælden er mere moderat, selv om der kan være en vis risiko forbundet med, at staten bliver mere afhængig af udenlandske kreditorer. Tabene i den prisrelaterede konkurrenceevne i 2006-2008 har været begrænsede og skyldes primært en nominel appreciering af valutakursen, men tendensen er siden 2009 vendt noget, idet den øgede globale risikoaversion har forstærket volatiliteten og ført til deprecieringen af den nationale valuta. Trods disse tab har Polen registreret store, om end aftagende, stigninger i sine eksportmarkedsandele og dæmpede stigninger i de nominelle enhedslønomkostninger, som forventes at falde yderligere i takt med en forværring af situationen på arbejdsmarkedet. Desuden er andelen af privat gæld i BNP fortsat moderat trods en betydelig kreditvækst i 2006-2009. Tidligere blev en betydelig andel af nye lån, navnlig realkreditlån, indgået i udenlandsk valuta, hvilket øgede risiciene for banksektorens og husholdningernes stabilitet, især i de seneste år med øget volatilitet og valutadepreciering. Den samlede kreditvækst er dog aftaget betragteligt, og antallet af nye lån i udenlandsk valuta faldt kraftigt i 2010-2012. Boligpriserne er faldet uafbrudt siden 2008, men dog i et moderat tempo, og følgerne for den finansielle sektor har været overskuelige, idet de misligholdte lån i de fleste tilfælde var erhvervs- og forbrugslån. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående analyse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

**Slovenien:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Slovenien befandt sig i en situation med alvorlige makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i forbindelse med nedgearing i erhvervslivet, banksektorens stabilitet og til en vis grad også den eksterne konkurrenceevne. Slovenien har siden gjort visse fremskridt med rekapitalisering af banker og finanspolitisk konsolidering, men situation er stadig skrøbelig. I den opdaterede resultattavle ligger et par indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig den internationale nettoinvesteringsposition og i år også ændringerne i eksportmarkedsandele. På det eksterne område er den internationale nettoinvesteringsposition fortsat over den vejledende grænseværdi (men kun meget lidt). Hvis der ikke sker større revalueringer vil den forudsatte vækst i overskuddet på de løbende poster formodentlig mindske denne ubalance. Indikatoren for enhedslønomkostningerne er ikke længere over den vejledende grænseværdi takket være den fortsatte stabilitet i de nominelle lønninger kombineret med en fortsat vækst i

arbejdsproduktiviteten, og denne tendens forventes at fortsætte. Indikatoren for tab af eksportmarkedsandele er samtidig nået en anelse op over grænseværdien. Slovenien er mere sårbar, end disse indikatorer kan tyde på, som følge af de betydelige risici fra banksystemet og vanskelighederne med den igangværende nedgearing, som der ikke er taget fuldt ud højde for i den beskedne nedgang i den nye indikator for den finansielle sektors passiver. Bygge- og anlægssektoren er skrumpet ind til en brøkdel af den størrelse, den havde før krisen, men de høje boligpriser og de lave transaktionsmængder tyder på, at der endnu ikke er nået balance på boligmarkedet. Dette kan indebære potentielle yderligere tilpasninger, navnlig hvad angår værdiansættelser af sikkerhedsstillelse. De ikke-finansielle selskaber er stadig i for høj grad lånefinansieret, og banksektoren belastes fortsat af problematiske lån i disse segmenter. I en situation med øget pres på den statslige finansiering er vanskelighederne med reelt at gennemføre reformer desuden en konstant kilde til sårbarhed. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en alvorlig ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af risiciene og fremskridtene i forbindelse med afviklingen af ubalancer i en dybdegående analyse.*

**Slovakiet:** I den foregående runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer blev det ikke fundet, at der bestod ubalancer i Slovakiet. Et par indikatorer i den opdaterede resultattavle ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig den internationale nettoinvesteringsposition og arbejdsløsheden. I 2011 blev der for den internationale nettoinvesteringsstilling registreret en marginal forbedring, men de fleste eksterne passiver er ikke-gældsinstrumenter (navnlig direkte udenlandske investeringer, primært rettet mod eksportorienterede industrier). En forbedret stilling på vare- og tjenestebalancen og en voksende udførsel af indkomster har bidraget til en stabil løbende betalingsbalance siden 2009. Som følge af stærk vækst i eksporten af industrivarer forventes det, at handelsbalancen og de løbende poster vil blive forbedret fra og med 2012. Indikatorerne for den reale effektive valutakurs og de nominelle enhedslønomkostninger er nu under de respektive grænseværdier, idet virkningerne af den kraftige nominelle apreciering forud for indførelsen af euroen og faldet i produktiviteten som følge af recessionen i 2009 tager af. Arbejdsløsheden forventes at forblive et godt stykke over niveauet før krisen i de kommende år, og lønpresset forventes derfor at blive holdt under kontrol. Den fortsatte forholdsvis gunstige udvikling i indikatorerne for konkurrenceevne afspejles også i en vedvarende stigning i arbejdsproduktivitet og eksportmarkedsandele. Den overvejende udenlandsk ejede banksektor undgik en stærk vækst i långivningen, der hjalp Slovakiet med at undgå en overdreven kreditvækst og bidrog til at holde den offentlige og private gæld under relativ kontrol. Den offentlige gældskvote er dog steget betydeligt i de seneste år. Arbejdsløsheden – som ligger et godt stykke over grænseværdien – er fortsat et af de mest presserende strukturelle spørgsmål, der belaster den indenlandske økonomi. Den vedvarende høje arbejdsløshed afspejler, at der ikke er gennemført tilstrækkelige arbejdsmarkedsforbedringer siden krisens udbrud, og der stadig består store regionale forskelle i den økonomiske vækst og beskæftigelsen. *Samlet set vil Kommissionen på dette stadium ikke foretage en yderligere dybdegående analyse inden for rammerne af proceduren for makroøkonomiske ubalancer.*

**Finland:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Finland befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i forbindelse med konkurrenceevne. En række resultattavleindikatorer ligger over de vejledende grænseværdier, nemlig ændringerne i eksportmarkedsandele, de nominelle enhedslønomkostninger, den private sektors gæld og vækstraten for den finansielle sektors passiver. På det eksterne område er der fortsat en række konkurrencemæssige problemer, idet Finland fortsat oplever store tab af eksportmarkedsandele, dog i et lidt lavere tempo sammenlignet med de kraftige

fald i 2009-2010. Før 2009 kunne der registreres små årlige tab i Finlands eksportmarkedsandele, undertiden afbrudt af mindre stigninger. I 2009-2010 blev der imidlertid registreret store tab, og i 2011 fandt der yderligere tab sted, dog i et langsommere tempo. Nedgangen i Finlands eksportmarkedsandelene afspejler delvis de udfordringer, der er forbundet med ikke-prisbaserede konkurrenceevnefaktorer og den faldende eksport i elektroniksektoren. Denne udvikling har været ledsaget af voksende nominelle enhedslønomkostninger og en gradvis overgang fra overskud til et lille underskud på de løbende poster i 2011. Enhedslønomkostningerne forventes at fortsætte med at vokse hurtigere end gennemsnittet i euroområdet, og underskuddet på de løbende poster forventes at vare ved og vokse lidt. På det interne område synes økonomien at være mere afbalanceret end sidste år: den private sektors gæld (ikke-finansielle selskaber) er faldende, men ligger fortsat over grænseværdien. Sektoren for ikke-finansielle selskaber er begyndt at nedgeare, og husholdningerne forventes så småt at begynde på at geare ned i 2013. I mellemtiden er de reale boligpriser, der oversteg den vejledende grænseværdi i 2010, i stedet faldet lidt i 2011, hvilket støtter den foregående dybdegående undersøgelses vurdering af, at der var en begrænset risiko for overophedning på boligmarkedet. Den finansielle sektor er fortsat stærk med solid solvens, men likviditetssituationen kunne være bedre. Der har været en kraftig vækst i den finansielle sektors finansielle passiver, men en stor del af stigningen skyldes en finansiell institutions afgørelse om at centralisere sin derivater i det finske datterselskab. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller skal afvikles ubalancer.*

**Sverige:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Sverige befandt sig i en situation med makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i forbindelse med den private sektors gæld og boligmarkedet. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig overskuddet på de løbende poster, ændringerne i eksportmarkedsandelene og den private sektors gæld. Overskuddet på de løbende poster har siden 2007 været faldende og forventes at falde yderligere på mellemlang sigt. De store overskud afspejler i højere grad ambitiøse finanspolitiske regler og husholdningernes høje pensionsrelaterede opsparinger end politikker, som kunstigt ville dæmpe den indenlandske efterspørgsel. De betydelige tab af eksportmarkedsandele, der fandt sted i perioden 2005-2009, tog betydeligt af i 2010-2011. Disse tab ikke ser ud til at have deres rod i en ugunstig indenlandsk pris- og omkostningsudvikling, eftersom priserne og enhedslønomkostningerne er steget langsommere end hos landets vigtigste samhandelspartnere; ligesom i andre medlemsstater afspejler tabene snarere de hurtigt voksende økonomiers integration i den globale marked. Enhedslønomkostningerne forventes fremover at stige moderat. På det interne område bør der udvises opmærksomhed om det høje private gældsniveau, som ligger betydeligt over grænseværdien. Virksomhedernes gæld blev justeret en smule i perioden 2009-2011, men er fortsat høj, også når der ses bort fra koncerninterne lån. Husstandenes gældsniveau indebærer trods visse afdæmpende faktorer en forhøjet risiko for den makroøkonomiske stabilitet, i og med at husholdningernes budgetter dermed er mere følsomme over for negative chok. Selv om boligpriserne blev stabiliseret i 2011 og der i den dybdegående undersøgelse i 2012 ikke blev konstateret nogen betydelig skævhed i boligpriserne, er der i lyset af de tidligere boligprisstigninger grund til at udvise forsigtighed. Boligmarkedet er fortsat underlagt en skæv udvikling på grund af politikker, der har tendens til at skabe opadgående pres på priserne og bidrage til opbygning af husholdningernes gæld. På trods af den private gælds høje niveau begrænses risiciene for bankerne af disses store kapitalisering og likviditetsbuffer, virksomhedernes og husholdningernes gode gældsbetjeningsevne og en lang periode med meget lave

misligholdelsesrater. På den anden side gør det høje private gælds niveau de svenske banker mere sårbare over for en eventuelt svækkelse af investorenes tillid i tilfælde af et større fald i boligpriserne. På kort til mellemlang sigt vil den private gældskvote og de nominelle boligpriser sandsynligvis være nogenlunde stabile på grund af en mere afdæmpet långivning til husholdninger og virksomheder og nye politiske tiltag på boligmarkedet. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller skal afvikles ubalancer.*

**Det Forenede Kongerige:** I maj 2012 konkluderede Kommissionen, at Det Forenede Kongerige befandt sig i en situation med alvorlige makroøkonomiske ubalancer, navnlig med hensyn til udviklingen i forbindelse med husholdningernes gæld, boligmarkedet og til en vis grad også den eksterne konkurrenceevne. I den opdaterede resultattavle ligger en række indikatorer over de vejledende grænseværdier, nemlig ændringen i eksportmarksandele, den offentlige gæld og den private sektors gæld. På det eksterne område blev der registreret store tab af eksportmarksandele i 2007-2008, og indikatoren kom derfor et godt stykke over grænseværdien, men forblev i det store og hele stabil i 2011. Underskuddet på de løbende poster var på 1,9 % af BNP i 2011, hvilket bidrog til at holde indikatoren inden for grænseværdien. Underskuddet på de løbende poster vil sandsynligvis blive forværret i 2012, da nettohandelen i 2012 har udvist resultater, der var svagere end forventet, hvilket igen kan tilskrives den svage eksterne efterspørgsel og en overraskende kraftigt stigning i importen. I de kommende år forventes underskuddet dog at falde, efterhånden som der i økonomien langsomt genopnås en balance hen imod nettoeksport, dog med et betydeligt vedvarende underskud på handelen med varer. Det Forenede Kongerige står stadig over for store strukturelle udfordringer i bestræbelserne på at forbedre de handelsmæssige resultater. Der er bl.a. behov for at øge produktiviteten og varefremstillingssektorens ikke-prisrelaterede konkurrenceevne, opretholde den dynamik, der fandtes før krisen, inden for eksport af tjenesteydelser og fortsat omfokusere eksporten hen imod hurtigt voksende markeder. Det Forenede Kongeriges eksterne nettoposition er en smule negativ, men holdbar, og den internationale nettoinvesteringsposition er blevet forbedret i 2011. På det interne område er der sket en gradvis nedgearing i husholdningerne, idet aktiviteten på boligmarkedet og långivningen til den private sektor fortsat har været svag. Den private sektors gæld er dog stadig betragteligt over grænseværdiindikatoren. Nedgearingen kan miste sin kraft, hvis økonomien bedres, da det begrænsede boligudbud betyder, at boligpriserne sandsynligvis vil forblive på et højt niveau på mellemlang sigt, og realkreditgælden vil kunne vokse igen, når kreditvilkårene bliver bedre. Hvis boligpriser falder kraftigt, vil det på den anden side kunne ramme forbruget og skabe risici for långiverne. Den store og voksende offentlige gæld giver fortsat anledning til bekymring, og selv om det offentlige underskud stadig forventes at falde gradvis, er fremskridtene med den finanspolitiske konsolidering aftaget i en kontekst med svag økonomisk vækst. Endelig betyder den fortsatte sanering i den finansielle sektor – der er blandt de mest gearede i EU - at bankernes passiver ikke forventes at vokse hurtigt, selv om de svage kreditmuligheder til gengæld bremser den økonomiske vækst og dermed fremskridtene med den finanspolitiske konsolidering. *Samlet set finder Kommissionen, at det også under hensyntagen til konstateringen af en ubalance i maj er hensigtsmæssigt at foretage en yderligere undersøgelse af, om der består eller skal afvikles ubalancer.*

#### **4. KONKLUSIONER**

Makroøkonomiske ubalancer, f.eks. store og vedvarende eksterne underskud og overskud, tab af konkurrenceevne og ophobning af privat og offentlig gæld har bidraget til at forværre krisen. Gennemførelsen af anden runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer finder

sted på baggrund af fortsatte finansielle spændinger, usikkerhed og svage vækstudsigter. Afviklingen af ubalancer er med til at forme det økonomiske landskab. Medlemsstaterne er fortsat i gang med at tilpasse sig følgerne af krisen, selv om deres individuelle udfordringer og de afsmittende virkninger er forskellige både i omfang og styrke. Som forklaret i Kommissionens årlige vækstundersøgelse<sup>7</sup> er EU og medlemsstaterne – ud over at korrigere de store ubalancer, der har ophobet sig i de foregående år - også i gang med at håndtere de indbyrdes forbundne udfordringer med at tackle lav vækst og høj arbejdsløshed, sikre holdbare offentlige finanser og genoprette stabiliteten i det finansielle system. Et velfungerende indre marked bidrager også til at forbedre vækstpotentialet og afviklingen af ubalancer<sup>8</sup>.

Der foregår en tilpasning af de makroøkonomiske ubalancer i mange medlemsstater, især dem, der har haft store eksterne underskud og store ubalancer i husholdningernes og/eller virksomhedernes regnskaber og i deres offentlige sektorer. Denne proces er langt fra afsluttet og har i en række medlemsstater ført til en betydelig stigning i arbejdsløsheden og et fald i den økonomiske aktivitet på kort sigt.

I den foregående runde besluttede Kommissionen, at der skulle foretages dybdegående undersøgelser af tolv medlemsstater<sup>9</sup>, og i alle tilfælde blev det under den forebyggende del af proceduren for makroøkonomiske ubalancer bekræftet, at der bestod ubalancer. Den brede tilgang afspejlede den omstændighed, at det sidste år var første gang man gennemførte overvågning under denne procedure, og at der derfor skulle tages hensyn til tilpasningen af tidligere akkumulerede ubalancer. Nogle medlemsstater skal korrigere akkumulerede ubalancer både på det interne og det eksterne område. De bliver nødt til at reducere de høje samlede gælds niveauer og genvinde konkurrenceevnen, således at de kan forbedre deres vækstudsigter og eksportresultater. En dybdegående analyse vil bidrage til at vurdere drivkræfterne bag produktivitet, konkurrenceevne og udvikling i handelen samt konsekvenserne af det akkumulerede gælds niveau og omfanget af relaterede ubalancer i flere medlemsstater. Visse lande oplever en hurtig tilpasning, som delvis skyldes indhentningsvirkninger, og denne udvikling kræver ligeledes en nærmere undersøgelse.

I lyset af konklusionerne fra maj 2012 om tilstedeværelsen af makroøkonomiske ubalancer og den opdaterede resultattavle finder Kommissionen, at det er nødvendigt nærmere at foretage en yderligere undersøgelse af udviklingen i akkumuleringen og afviklingen af ubalancer og de dermed forbundne risici i 14 medlemsstater: **Belgien, Bulgarien, Danmark, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Ungarn, Malta, Nederlandene, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige**. De lande, der i øjeblikket er i gang med at gennemføre reformprogrammer, der er forhandlet med Kommissionen, og som støttes af ekstern finansiel bistand, er allerede underlagt skærpet økonomisk overvågning, hvorfor deres økonomiske situation og politikker ikke undersøges under proceduren for makroøkonomiske ubalancer. Dette vedrører Grækenland, Irland, Portugal og Rumænien.

De 14 medlemsstater, for hvilke Kommissionen agter at iværksætte dybdegående undersøgelser, står over for forskellige udfordringer og potentielle risici, herunder afsmittende

---

<sup>7</sup> [COM\(2012\) 750 af 28.11.2012](#).

<sup>8</sup> Dette kræver en hurtig gennemførelse af de vigtigste tiltag i akterne for det indre marked I og II samt øgede reformtiltag på landeplan, som anført i meddelelsen om den årlige rapport om integrationen på det indre marked - [COM\(2012\) 752 af 28.11.2012](#).

<sup>9</sup> Det drejede sig om Belgien, Bulgarien, Danmark, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Ungarn, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige.

virksomheder. De dybdegående undersøgelser vil bidrage til at vurdere de pågældende risici, hvorvidt der består ubalancer eller uforholdsmæssigt store ubalancer i medlemsstaterne og fremskridtene med afviklingen af ubalancer.

*Inden for rammerne af den multilaterale overvågning og i overensstemmelse med artikel 3, stk. 5, i forordningen opfordrer Kommissionen Rådet og Eurogruppen til at drøfte denne rapport. Kommissionen ser også frem til feedback fra Europa-Parlamentet og andre interesserede parter. Under hensyntagen til disse drøftelser vil Kommissionen begynde at udarbejde dybdegående undersøgelser vedrørende de relevante medlemsstater.*

## Bilag 1: Varslingsmekanismens resultattavle - definitioner og udvikling

I henhold til artikel 4 i forordning (EF) nr. 1176/2011 opstiller og offentliggør Kommissionen resultattavlen i forbindelse med proceduren for makroøkonomiske ubalancer. I rapporten om varslingsmekanismen fra februar 2012 omfattede resultattavlen ti indikatorer, der dækkede anvendelsesområdet for overvågning i henhold til artikel 4, stk. 3, i forordningen<sup>10</sup>. Som tidligere aftalt er der i dette års runde indført en elvte indikator for vækstraten for den finansielle sektors passiver i resultattavlen<sup>11</sup>. Definitionerne af de ti øvrige indikatorer er uændrede.

Selv om den første resultattavle i forbindelse med proceduren for makroøkonomiske ubalancer allerede fangede et antal finansielle problemstillinger (f.eks. kreditstrømmen i den private sektor, den private sektors gæld og offentlige gæld), støttede Europa-Parlamentet<sup>12</sup> og Rådet<sup>13</sup> Kommissionens intention om i god tid inden den anden runde af proceduren for makroøkonomiske ubalancer at indføje en ekstra indikator for bedre at indkredse forbindelserne mellem realøkonomien og den finansielle sektor<sup>14</sup>. Også Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici fremsatte bemærkninger og deres syn på den første udformning af resultattavlen samt om planerne for en yderligere indikator for den finansielle sektor<sup>15</sup>.

Formålet med resultattavlen er at identificere ubalancer på et tidligt tidspunkt. Med henblik herpå fokuserer de valgte indikatorer på de mest relevante aspekter af eksterne og interne ubalancer: resultattavlen omfatter navnlig data om betalingsbalancens løbende poster, den internationale nettoinvesteringsposition, reale effektive valutakurser, eksportmarkedsandele og priser på aktiver, herunder boliger, offentlig og privat gældsætning, kreditvækst og arbejdsløshed. De vejledende grænseværdier blev fastsat på et forsigtigt niveau for at undgå for mange "falske alarmer", men ikke så stringent, at problemerne først identificeres, når de har bidt sig fast<sup>16</sup>.

Definitionerne for resultattavlens indikatorer er vist i tabel A1. Tabel A2 viser værdierne for den opdaterede resultattavlens indikatorer og de respektive vejledende grænseværdier. Værdierne for tidligere års indikatorer er angivet i det ledsagende statistiske bilag<sup>17</sup>. De

<sup>10</sup> Se også "Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances," *European Economy – Occasional Papers*, 92.

<sup>11</sup> Se det ledsagende dokument om "Completing the Scoreboard for the MIP: Financial Sector Indicator", SWD (2012) 389.

<sup>12</sup> Punkt 9 i Europa-Parlamentets beslutning af 15.12.2011: "Europa-Parlamentet (...) noterer sig Kommissionens intention om at fastlægge et nyt sæt af indikatorer og tilhørende tærskelværdier for den finansielle sektor senest ved udgangen af 2012 og i god tid inden det næste europæiske semester".

<sup>13</sup> Punkt 9 i konklusioner fra Økofinrådet af 8.11.2011: "(...) Kommissionen anmodes desuden inden udgangen af 2012 og i overensstemmelse med forordningen at forelægge forslag til en indikator for den finansielle sektor med henblik på at medtage denne i forbindelse med det europæiske semester 2013".

<sup>14</sup> I artikel 4, stk. 3, litra a), i forordning (EU) nr. 1176/2011 fastsættes det, at resultattavlen bl.a. skal omfatte: "(...) interne ubalancer, herunder dem der opstår som følge af offentlig eller privat gældsætning, udviklingen på finans- og aktivmarkedet, herunder boligmarkedet (...)."

<sup>15</sup> "Views of the ESRB on the Envisaged Scoreboard Indicators Relevant for Financial Market Stability" findes på <http://www.esrb.europa.eu/pub/html/index.en.html>.

<sup>16</sup> Grænseværdierne i resultattavlen er på samme niveau som i den foregående rapport om varslingsmekanismen. Den nye indikators grænseværdi er defineret som tredje kvartil af den disponible distribution. Der anvendes samme statistiske tilgang for andre indikatorer (undtagen indikatoren for den offentlige gæld).

<sup>17</sup> Se det ledsagende dokument "Statistical Annex to the Alert Mechanism Report, SWD(2012) 421; se også *Eurostat News Release* af 28. november 2012.

skraverede områder markerer, hvor indikatorværdien overstiger de vejledende grænseværdier. Disse grænseværdier er de samme for alle lande (undtagen indikatorerne for reale effektive valutakurser og enhedslønomkostninger, hvor der er sondret mellem lande i og uden for euroområdet). Det skal bemærkes, at vurderingen også tager hensyn til de seneste data samt de økonomiske udsigter i Kommissionens efterårsprognose, der blev offentliggjort den 7. november 2012<sup>18</sup>.

Vurderingen af ubalancer – eller rettere vurderingen af, om forholdene i en given medlemsstat giver anledning til detaljeret analyse i en dybdegående undersøgelse – er ikke baseret på en rent mekanisk anvendelse af resultattavlens indikatorer og de tilhørende grænseværdier. En sådan vurdering fra Kommissionens side er resultatet af en økonomisk aflæsning af resultattavlen suppleret med yderligere oplysninger og indikatorer, der tager behørigt hensyn til landespecifikke omstændigheder og institutioner samt konklusionerne i de dybdegående undersøgelser fra maj 2012.

I overensstemmelse med forordningen tages der også andre indikatorer i betragtning - disse præsenteres i tabel A3. Disse supplerende indikatorer omfatter aspekter vedrørende den generelle makroøkonomiske situation (herunder økonomisk aktivitet og investeringer), den nominelle og reale konvergens i og uden for euroområdet (herunder yderligere aspekter af handelsresultaterne) samt mere detaljerede data om de eksterne forpligtelser (herunder direkte udenlandske investeringer og nettoudlandsgæld). De afspejler også potentialet for udvikling af ubalancer samt en økonomis tilpasningsevne, f.eks. produktiviteten. De supplerende indikatorer omfatter nu også en yderligere indikator for gearingen i den finansielle sektor, som skulle bidrage til at fortolke den nye indikator for vækstraten for den finansielle sektors passiver.

Resultattavlen er og bør fortsat være et enkelt og klart redskab, som skal fungere som et filter, der bidrager til at fokusere overvågningen under proceduren for makroøkonomiske ubalancer. I den forbindelse er stabilitet over tid meget vigtig. På nuværende tidspunkt forventer Kommissionen ikke at indføre nye indikatorer i resultattavlen. Når det er sagt, vil Kommissionen fortsat søge at forbedre resultattavlens kvalitet. Derfor vil Kommissionen fortsat samarbejde på teknisk plan med medlemsstaterne, ECB og ESRB om at sikre, at resultattavlens udformning til stadighed er opdateret. Dette kan medføre tekniske tilpasninger af definitionerne af variablerne i resultattavlen. Desuden er Kommissionen (Eurostat) forpligtet til at sikre en pålidelig og juridisk bindende kvalitetsprocedure for statistikkerne i resultattavlen og anden relevant data i forbindelse med proceduren for makroøkonomiske ubalancer<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> European Economy, 8/2012.

<sup>19</sup> I løbet af 2012 har Kommissionen (Eurostat) fortsat arbejdet med en række statistiske problemstillinger, der blev konstateret under den første runde af proceduren for makroøkonomiske underskud, navnlig statistikkerne for den private sektors gæld og kreditstrømmene. Eurostat foretog tjenesterejser i flere medlemsstater for at indsamle detaljerede data og oplysninger om de statistiske kilder og de anvendte metoder vedrørende virksomheder til specielle formål. I forbindelse med virksomhedsinterne lån blev der arbejdet inden for rammerne af ECB's undergruppe om privat gæld. De oplysninger, der er indsamlet i disse forbindelser, vil bidrage til arbejdet i de to arbejdsgrupper, der er blevet nedsat for at udvikle mere specifikke retningslinjer for holdingselskaber, hovedsæder og virksomheder til specielle formål, samt for konsoliderede og ikke-konsoliderede data. Vedrørende ejendomsprisindekser, fortsætter samarbejdet mellem Kommissionen (Eurostat), OECD, ECB og Den Internationale Betalingsbank for med tilbagevirkende kraft at udvide kvartalsserierne og forbedre metadataene. Selv om flere nøgleindikatorer er underlagt detaljerede rammer for kvalitetskontrol, kræver andre nøgleindikatorer og supplerende relevante indikatorer mere præcise rammer for kvalitetsovervågning tiltag til forbedring.



**Tabel A1. Resultattavlen indikatorer og vejledende grænseværdier**

	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer					
Indikator	3-årigt gennemsnit for betalingsbalancens løbende poster i % af BNP	International nettoint investeringsposition i % af BNP	Procentvis ændring (3 år) i real effektiv valutakurs, HICP-deflatorer for 35 industrilande (a)	Procentvis ændring (5 år) i eksportmarkeds-andele	Procentvis ændring (3 år) i nominelle enhedslønoms- ostninger (b)	Procentvis ændring på årsbasis i deflaterede boligpriser (c)	Kreditstrøm i den private sektor i % af BNP (d), (e)	Arbejdsløshed - 3-årigt gennemsnit	Gæld i den private sektor i % af BNP (d), (e)	Offentlig gæld i % af BNP (f)	Procentvis ændring på årsbasis i den finansielle sektors samlede passiver, ikke-konsoliderede data
Datakilde	EUROSTAT (Betalingsbalancestatistikker)	EUROSTAT (Betalingsbalancestatistikker)	GD ECFIN (Database for pris- og omkostningskonkurrenceevne)	EUROSTAT (Betalingsbalancestatistikker)	EUROSTAT (Nationalregnskaber)	EUROSTAT	EUROSTAT (Nationalregnskaber)	EUROSTAT (Arbejdskraftundersøgelse)	EUROSTAT (Nationalregnskaber)	EUROSTAT (proceduren ved uforholdsmæssigt store underskud – definitionen i traktaten).	EUROSTAT (Nationalregnskaber)
Vejledende grænseværdier	-4/+6 % Nedre kvartil (også brugt som reference for øvre grænseværdi)	-35 % Nedre kvartil	+/-5 % i euroområdet +/-11% uden for euroområdet Nedre og øvre kvartil i euroområdet -/+ standardafvigelse for euroområdet	-6 % Nedre kvartil	+9 % i euroområdet +12 % uden for euroområdet Øvre kvartil euroområdet + 3 %	+6 % Øvre kvartil	+15 % Øvre kvartil	+10 %	160 % Øvre kvartil	+60 %	16.5 %
Beregningsperiode for grænseværdier	1970-2007	First available year (mid-1990s)-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007	First year available-2007	1995-2007	1994-2007	1994-2007		1991-2007
Yderligere indikatorer til brug for den økonomiske aflæsning	Nettolångivning/låntagning over for resten af verden (kapitalposter og løbende poster i % af BNP)	Ekstern nettogæld i % af BNP	Real effektiv valutakurs i forhold til resten af euroområdet	Eksportmarked sandele baseret på varemængder; arbejdsproduktivitet; TFP-væksttendens	Nominelle enhedslønoms- ostninger (ændringer over 1, 5, 10 år); effektive enhedslønoms- kostninger i forhold til resten af euroområdet	Ændringer i realboligpriser (kumuleret over 3 år); nominelt husprisindeks; værditilvækst i boligbyggeri	Change in private debt		Private sector debt based on consolidated data		Debt over equity ratio

**Notes:** (a) For EU-handelspartnere bruges HICP; for andre handelspartnere baseres deflatoren på et forbrugerprisindeks, der metodemæssigt ligger tæt op ad HICP; (b) indeks for kvoten af nominelle samlede lønomkostninger pr. ansat i forhold til reall BNP pr ansat; (c) ændringer i boligpriser i forhold til Eurostats forbrugsdeflator; (d) den private sektor defineres som ikke-finansielle selskaber, husholdninger og non-profit institutioner rettet mod husholdninger; (e) summen af lån og andre værdipapirer end aktier; passiver, ikke-konsoliderede; (f) de offentlige finansiers holdbarhed vurderes ikke inden for rammerne af PMU, da dette spørgsmål allerede er omfattet af stabilitets- og vækstpagten. Denne indikator udgør dog en del af resultattavlen, da den offentlige gældsætning bidrager til landets samlede gæld og derfor til landets generelle sårbarhed.

**Table A2: PMU-resultattavle for 2011**

År 2011	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne						Interne ubalancer				
	3-årigt gennemsnit for betalingsbalancens løbende poster i % af BNP	International nettoinvesteringssposition i % af BNP	Procentvis ændring (3 år) i real effektiv valutakurs med HICP-deflatorer	Procentvis ændring (5 år) i eksportmarkeds-andele	Procentvis ændring (3 år) i nominelle enhedslønomkostninger	Procentvis ændring på årsbasis i deflaterede boligpriser	Kreditstrøm i den private sektor i % af BNP	Gæld i den private sektor i % af BNP	Gæld i den offentlige sektor i % af BNP	Arbejdsløshed, 3-årigt gennemsnit	Procentvis ændring på årsbasis i den finansielle sektors samlede passiver, ikke-konsoliderede data
<b>Grænseværdier</b>	<b>-4/+6%</b>	<b>-35%</b>	<b>±5% &amp; ±11%</b>	<b>-6%</b>	<b>+9% &amp; +12%</b>	<b>+6%</b>	<b>15%</b>	<b>160%</b>	<b>60%</b>	<b>10%</b>	<b>16.5%</b>
BE	-0,3	65,7	-0,5	-10,2	6,2	-0,1	11,6	236	98	7,8	4,7
BG	-3,4	-85,6	3,1	17,2	20,3	-9,0	-6,7	146	16	9,4	5,6
CZ	-3,0	-49,3	0,3	8,4	3,3	0,0	2,5	78	41	6,9	3,8
DK	5,0	24,5	-1,7	-16,9	4,7	-4,9	-2,2	238	47	7,0	4,7
DE	5,9	32,6	-3,9	-8,4	5,9	1,4	4,8	128	81	6,9	2,1
EE	2,8	-57,8	0,8	11,1	-6,2	3,3	6,8	133	6	14,4	-4,4
IE	0,0	-96,0	-9,1	-12,2	-12,8	-15,2	4,0	310	106	13,3	-0,6
EL	-10,4	-86,1	3,1	-18,7	4,1	-5,1	-5,5	125	171	13,2	-3,4
ES	-4,3	-91,7	-1,3	-7,6	-2,1	-10,0	-4,1	218	69	19,9	3,7
FR	-1,6	-15,9	-3,2	-11,2	6,0	3,8	4,0	160	86	9,6	7,3
IT	-2,9	-20,6	-2,1	-18,4	4,4	-2,0	2,6	129	121	8,2	3,8
CY	-8,4	-71,3	-0,9	-16,4	8,8	-8,5	16,1	288	71	6,6	-0,2
LV	3,1	-73,3	-0,6	23,6	-15,0	4,9	-2,5	125	42	18,1	-4,5
LT	0,0	-52,6	3,6	25,2	-8,4	2,4	-0,8	70	39	15,6	8,9
LU	7,5	107,8	0,8	-10,1	12,5	1,5	2,5	326	18	4,8	11,3
HU	0,6	-105,9	-3,3	-2,8	3,7	-4,1	6,4	167	81	10,7	-2,6
MT	-4,3	5,7	-3,0	11,7	5,8	-2,3	2,2	210	71	6,8	1,4
NL	7,5	35,5	-1,6	-8,2	5,8	-4,0	0,7	225	66	4,2	7,2
AT	2,2	-2,3	-1,0	-12,7	5,9	-8,0	4,1	161	72	4,4	-0,3
PL	-4,6	-63,5	-10,9	12,8	4,3	-5,7	7,1	80	56	9,2	4,4
PT	-9,1	-105,0	-1,9	-9,5	0,9	-3,6	-3,2	249	108	11,9	-0,7

RO	-4,3	-62,5	-2,4	22,8	12,9	-18,9	1,8	72	33	7,2	4,3
SI	-0,4	-41,2	-0,3	-6,1	8,3	1,0	1,9	128	47	7,1	-1,3
SK	-2,1	-64,4	4,3	20,9	4,4	-5,6	3,3	76	43	13,4	1,2
FI	0,6	13,1	-1,3	-22,9	9,1	-0,3	4,6	179	49	8,1	30,8
SE	6,6	-8,3	3,9	-11,6	1,2	1,0	6,3	232	38	8,1	3,6
UK	-2,2	-17,3	-7,1	-24,2	8,1	-5,4	1,0	205	85	7,8	8,5

Note: Skæringsdato: 1. november 2012.

**Tabel A3: Yderligere indikatorer, der er brugt til den økonomiske aflæsning af PMU-resultattavlen, 2011**

	Real BNP-vækst, % på årsbasis	Faste bruttoinvesteringer i % af BNP	Nationale bruttoudgifter til F&U i % af BNP	Betalingsbalancens løbende poster i % af BNP, betalingsbalancedata	Nettolån-givning/låntagning i % af BNP, betalingsbalancedata	Udlandsgæld netto i % af BNP	Udenlandske direkte investeringer i % af BNP	Nettohandelsbalance for energiprodukter i % af BNP	Procentvis ændring (3 år) i reale effektive valutakurser i forhold til euroområdet (17)	Procentvis ændring på årsbasis i eksportmarkedsandele, mængder	Arbejdsproduktivitet, vækst i % på årsbasis	Beskæftigelse, vækst i % på årsbasis	Procentvis ændring i nominelle enheds-lønnomkostninger (10 år)	Procentvis ændring i effektive enheds-lønnomkostninger forhold til euroområdet (17), (10 år)	Procentvis ændring i nominelle boligpriser, (3 år)	Boligbyggeri i % af BNP	Den private sektors gæld i % af BNP, konsoliderede data	Den finansielle sektors gearing (gæld i forhold til egenkapital)
År	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011
BE	1,8	20,7	2,0	-1,4	-1,7	-127,6	20,1	-3,7	1,4	-1,6	0,4	1,3	20,3	3,7	5,1	—	143	641
BG	1,7	20,9	0,6	0,3	1,6	33,9	4,5	-0,6		5,2	6,1	-4,2	69,5		-32,4	—	136	414
CZ	1,9	23,9	1,8	-2,8	-2,5	1,1	2,5	-1,4		5,2	1,6	0,6	23,2		-5,0	3,8	73	624
DK	0,8	17,2	3,1	5,6	5,9	18,0	3,8	0,7		1,2	1,2	-0,5	29,3		-11,9	4,7	238	377
DE	3,0	18,1	2,8	5,7	5,7	-2,9	1,1	-19,8	-0,9	2,5	1,6	1,4	5,5	-14,1	5,4	5,6	109	524
EE	8,3	21,7	2,4	2,1	6,3	6,5	1,2	—	3,2	25,7	1,2	6,7	64,4	44,8	-28,0	3,5	132	373
IE	1,4	10,1	1,7	1,1	1,0	-339,2	5,2	—	-6,5	-1,7	3,6	-2,1	15,4	0,1	-38,7	2,6	281	158
EL	-7,1	15,1	—	-9,9	-8,6	-98,0	0,4	-2,7	4,6	-6,0	-1,6	-5,6	31,1	11,5	-3,5	4,7	125	2728
ES	0,4	21,1	1,3	-3,5	-3,0	93,5	2,0	-8,5	0,4	3,2	2,2	-1,6	25,3	4,3	-15,3	6,4	204	941
FR	1,7	20,1	2,3	-2,0	-2,0	36,1	1,5	-12,7	-0,4	-0,8	1,2	0,5	22,3	5,1	3,5	6,1	139	461
IT	0,4	19,6	1,3	-3,1	-3,0	49,0	1,6	-13,9	0,9	-0,2	0,3	0,3	28,3	11,1	0,4	5,5	126	1172
CY	0,5	16,3	0,5	-4,7	-4,5	37,9	5,5	—	0,7	-2,3	0,0	0,4	34,6	12,4	-16,7	5,0	281	2539
LV	5,5	21,3	0,7	-2,2	0,0	46,4	5,1	-0,2		6,8	14,8	-8,4	94,4		-38,7	1,5	118	704
LT	5,9	17,8	0,9	-3,7	-1,3	32,3	3,4	-0,5		7,9	3,8	2,0	33,6		-30,8	1,8	67	633
LU	1,7	19,0	1,4	7,1	6,8	-3022,2	645,3	—	2,0	-2,2	-1,2	2,6	35,7	14,0	6,5	3,4	267	50
HU	1,6	17,9	1,2	0,9	3,3	52,6	3,7	-1,4		2,7	1,2	0,8	44,3		-8,5	1,8	147	562
MT	1,9	14,8	0,7	-0,3	0,7	-158,3	4,7	0,0	1,8	-4,8	-0,5	2,5	23,7	7,0	-4,6	2,5	169	362
NL	1,0	17,7	2,0	9,7	9,7	36,8	1,6	-4,6	0,0	-1,9	0,5	0,6	20,0	3,2	-7,5	4,9	224	231
AT	2,7	21,4	2,8	0,6	0,4	24,4	3,5	-2,8	1,2	0,9	1,3	1,7	13,2	-1,6	-2,9	4,4	146	378
PL	4,3	20,3	0,8	-4,9	-2,9	35,8	3,7	—		1,5	3,3	1,1	5,7		-7,6	2,6	77	377
PT	-1,7	18,1	—	-6,5	-5,3	83,4	4,4	—	-0,5	2,7	-0,1	-1,9	19,4	1,4	2,0	3,4	223	542
RO	2,5	24,6	0,5	-4,4	-3,9	38,0	1,3	-0,7		4,1	2,0	-1,3	154,9		-39,5	—	71	662
SI	0,6	18,5	2,5	0,0	-0,3	37,5	2,0	-0,5	0,4	1,0	2,2	-1,4	38,9	21,0	-6,8	3,0	116	639
SK	3,2	23,1	0,7	0,1	1,3	21,7	2,2	-1,0	5,0	5,0	1,4	1,5	28,8	12,6	-17,8	2,3	76	1079
FI	2,7	19,6	3,8	-1,6	-1,5	30,9	1,0	-1,4	2,2	-6,6	1,6	1,1	21,9	3,8	11,1	6,8	153	616
SE	3,9	18,4	3,4	6,4	6,3	62,4	2,7	-1,6		0,6	1,6	2,2	8,1		13,8	3,7	216	305
UK	0,9	14,2	1,8	-1,9	-1,7	45,2	2,3	-2,2		-1,2	0,4	0,5	26,2		-2,0	3,2	—	1187

**Note:** Skæringsdato: 1. november 2012. **Kilde:** EUROSTAT, undtagen for deflaterede boligpriser (Eurostat-data suppleret med ECB), eksportmarkedsandele (WEO IMF), reale effektive valutakurser med HICP-deflatorer (GD ECFIN), reale enhedslønomsninger i forhold til euroområdet (GD ECFIN).