



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 14.2.2012
COM(2012) 68 final

BERETNING FRA KOMMISSIONEN

Rapport om varslingsmekanismen

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

1. INDLEDNING

En ny start, der udvider og uddyber den økonomiske styring i ØMU

I de seneste ti år er der akkumuleret store og vedvarende makroøkonomiske ubalancer – som afspejles i store og vedvarende eksterne underskud og overskud, vedvarende tab af konkurrenceevne, opbygning af gæld og bobler på boligmarkedet – og disse var en del af de grundlæggende årsager til den nuværende økonomiske krise. De skabte ikke blot makroøkonomiske vanskeligheder for de pågældende medlemsstater, men også alvorlige følgevirkninger, der bidrager til de trusler, som euroområdet står overfor.

Denne rapport om varslingsmekanismen markerer det første skridt i implementeringen af den nye overvågningsprocedure for forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer (i det følgende benævnt proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer – PMU). Denne rapport indeholder også den endelige udformning af resultattavlen med indikatorer (præsenteres i tabel 1 og afsnit 2). Overvågning for at forebygge og korrigere makroøkonomiske ubalancer under PMU er et nyt instrument i den økonomiske styring i EU. Det blev vedtaget som led i den såkaldte 'six-pack'-styringspakke, der bl.a. også omhandler en væsentlig styrkelse af overvågningen af finanspolitikkerne. Overvågning af makroøkonomiske ubalancer under PMU indgår i det "europæiske semester", hvor de økonomisk-politiske udfordringer, som EU står overfor med hensyn til at sikre finanspolitisk holdbarhed, stabilitet på de finansielle markeder og økonomisk vækst, underkastes en samlet og fremadrettet analyse.

Betydningen og rækkevidden af rapporten om varslingsmekanismen

Varslingsmekanismens rolle er at fungere som et første screeninginstrument, hvormed Kommissionen identificerer de medlemsstater, hvor udviklingen efter dens mening kræver en yderligere dybtgående analyse for at fastslå, om der eksisterer eller risikerer at opstå ubalancer¹. Det skal understreges, at det er i de efterfølgende dybtgående undersøgelser, at drivkræfterne bag den konstaterede udvikling analyseres i detaljer med henblik på at fastslå ubalancernes karakter. Kun på grundlag af en sådan dybtgående analyse vil Kommissionen om nødvendigt foreslå politiske henstillinger, enten under den forebyggende eller den korrigerende del af proceduren. De dybtgående undersøgelser og forslagene til henstillinger vil være et led i det europæiske semester.

Behovet for en yderligere analyse er baseret på en vurdering af en resultattavle med indikatorer udarbejdet af Kommissionen efter samråd med Rådet, Europa-Parlamentet og Det Europæiske Råd for Systemiske Risici (se afsnit 2 og tabel 1 og 2 nedenfor)². Det skal påpeges, at resultattavlens indikatorer ikke fortolkes mekanisk. Landene vurderes ved at se på udviklingen i indikatorerne over tid samt under hensyntagen til de seneste udviklinger og udsigter. Ved vurderingen tages der desuden hensyn til en kombination af supplerende relevante oplysninger. Kommissionen er også særlig opmærksom på en bredere vifte af indikatorer (se afsnit 2, tabel 3), som af Rådet og Europa-Parlamentet blev fremhævet som værende af særlig relevans i en økonomisk aflæsning af resultattavlen.

¹ Definitionen af ubalancer findes i artikel 2 i forordningen om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer.

² Rådet godkendte resultattavlen i konklusionerne fra Økofin-Rådets møde den 7. november 2011. Europa-Parlamentet vedtog en beslutning den 15. december 2011. ESRB svarede ved brev af 9. december 2011.

I afsnit 2 præsenteres udformningen af varslingsmekanismens resultattavle. I afsnit 3 foretages en horisontal og tematisk aflæsning af situationen baseret på en aflæsning af resultattavlen. I afsnit 4 foretages en analyse af resultattavlen pr. land. Afsnit 5 indeholder de vigtigste resultater og konklusioner.

Tabel 1. Resultattavlens indikatorer og vejledende grænseværdier (*)

	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer				
Indikator	3-årigt gennemsnit for betalingsbalancens løbende poster i % af BNP	International netto-investeringsposition i % af BNP	Procentvis ændring (3 år) i real effektiv valutakurs, HICP-deflatorer for 35 industrilande (a)	Procentvis ændring (5 år) i Eksportmarkedets andele	Procentvis ændring (3 år) i nominelle enhedsløn-omkostninger (b)	Procentvis ændring på årsbasis i deflaterede boligpriser (c)	Kreditstrøm i den private sektor i % af BNP (d), (e)	Gæld i den private sektor i % af BNP (d), (e)	Offentlig gæld i % af BNP (f)	Arbejdsløshed, 3-årigt gennemsnit
Datakilde	Betalingsbalance statistikker, EUROSTAT	Betalingsbalancestatistikker, EUROSTAT	GD ECFIN's indikatordatabase for pris- og omkostningskonkurrenceevne	Betalingsbalance statistikker, EUROSTAT	EUROSTAT	Harmoniseret boligprisindeks fra EUROSTAT, suppleret med data fra ECB, OECD og BIS	EUROSTAT for årlige data og kvartalsektorregnskaber og ECB for kvartalsdata	EUROSTAT for årlige data og kvartalsektorregnskaber og ECB for kvartalsdata	EUROSTAT (proceduren ved uforholdsmæssigt store underskud – definitionen i traktaten)	EUROSTAT
Vejledende grænseværdier	+6/-4 %	-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 procentpoint	+6 % Øvre kvartil	+15 % Øvre kvartil	160 % Øvre kvartil	+60 %	+10 %
Beregningsperiode for grænseværdier	1970-2007	Første tilgængelige år (midten af 1990'erne)-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007	1994-2007	1994-2007	1994-2007
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	Eksportmarkedet baseret på varemængder; arbejdsproduktivet; TFP-væksttendens	Nominelle enhedsløn-omkostninger (ændringer over 1, 5, 10 år); effektive enhedsløn-omkostninger i forhold til resten af euroområdet; andre produktivetsforanstaltninger	Realboligpriser (ændringer over 3 år); nominelle boligpriser (ændringer over 1 og 3 år); boligbyggeri	Indikator for ændringer i finansielle passiver i den ikke-konsoliderede finansielle sektor og gældsrate	Den private sektors gæld baseret på konsoliderede data		

Noter: (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 realt 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 financers 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. (*) Det planlægges at udvikle en bredere indikator for bank-/finanssektoren inden udgangen af 2012.

Table 2: PMU-resultattavle for 2010

År 2010	Eksterne ubalancer og konkurrenceevne					Interne ubalancer				
	3-årigt gennemsnit for betalingsbalancens løbende poster i % af BNP	International nettoinvesteringsposition i % af BNP	Procentvis ændring (3 år) i real effektiv valutakurs med HICP-deflaterer	Procentvis ændring (5 år) i eksportmarkedsandele	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
Grænseværdier	-4/+6 %	-35 %	±5 % & ±11 %	-6 %	+9 % & +12 %	+6 %	15 %	160 %	60 %	10 %
BE	-0,6	77,8	1,3	-15,4	8,5	0,4	13,1	233	96	7,7
BG	-11,1	-97,7	10,4	15,8	27,8	-11,1	-0,2	169	16	7,5
CZ	-2,5	-49,0	12,7	12,3	5,1	-3,4	1,7	77	38	6,1
DK	3,9	10,3	0,9	-15,3	11,0	0,5	5,8	244	43	5,6
DE	5,9	38,4	-2,9	-8,3	6,6	-1,0	3,1	128	83	7,5
EE	-0,8	-72,8	5,9	-0,9	9,3	-2,1	-8,6	176	7	12,0
IE	-2,7	-90,9	-5,0	-12,8	-2,3	-10,5	-4,5	341	93	10,6
EL	-12,1	-92,5	3,9	-20,0	12,8	-6,8	-0,7	124	145	9,9
ES	-6,5	-89,5	0,6	-11,6	3,3	-3,8	1,4	227	61	16,5
FR	-1,7	-10,0	-1,4	-19,4	7,2	5,1	2,4	160	82	9,0
IT	-2,8	-23,9	-1,0	-19,0	7,8	-1,4	3,6	126	118	7,6
CY	-12,1	-43,4	0,8	-19,4	7,2	-6,6	30,5	289	62	5,1
LV	-0,5	-80,2	8,5	14,0	-0,1	-3,9	-8,8	141	45	14,3
LT	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8	-8,7	-5,3	81	38	12,5
LU	6,4	96,5	1,9	3,2	17,3	3,0	-41,8	254	19	4,9
HU	-2,1	-112,5	-0,5	1,4	3,9	-6,7	-18,7	155	81	9,7
MT	-5,4	9,2	-0,6	6,9	7,7	-1,6	6,9	212	69	6,6
NL	5,0	28,0	-1,0	-8,1	7,4	-3,0	-0,7	223	63	3,8
AT	3,5	-9,8	-1,3	-14,8	8,9	-1,5	6,4	166	72	4,3
PL	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,3	-6,1	3,8	74	55	8,3
PT	-11,2	-107,5	-2,4	-8,6	5,1	0,1	3,3	249	93	10,4
RO	-6,6	-64,2	-10,4	21,4	22,1	-12,1	1,7	78	31	6,6

SI	-3,0	-35,7	2,3	-5,9	15,7	0,7	1,8	129	39	5,9
SK	-4,1	-66,2	12,1	32,6	10,1	-4,9	3,3	69	41	12,0
FI	2,1	9,9	0,3	-18,7	12,3	6,8	6,8	178	48	7,7
SE	7,5	-6,7	-2,5	-11,1	6,0	6,3	2,6	237	40	7,6
UK	-2,1	-23,8	-19,7	-24,3	11,3	3,4	3,3	212	80	7,0

Note: (1) Skæringsdato for dataudtrækning: 30. januar 2012; * Programlande (IE, EL, PT, RO). LV sluttede sit betalingsbalancebistandsprogram den 19. januar 2012, men er fortsat under efterfølgende programovervågning.

Tabel 3: Yderligere indikatorer, der er brugt til den økonomiske aflæsning af PMU-resultattavlen

År 2010	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	Nettolångivning/låntagning over for resten af verden i % af BNP, betalingsbalancedata	Ekstern gæld 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	Arbejdsproduktivet, vækst i % på årsbasis	Beskæftigelse, vækst i % på årsbasis	Procentvis ændring i nominelle enhedslønomkostninger (10 år)	Procentvis ændring i effektive enhedslønomkostninger 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	Finansielle passiver i den finansielle sektor, ikke-konsolideret vækst på årsbasis
BE	2,3	20,2	2,0	1,5	1,3	-121,8	5,7	-	1,9	-5,6	1,4	0,8	22,5	4,0	6,3	-	130,6	-2,1
BG	0,2	23,5	0,6	-1,3	-0,5	43,6	4,9	-5,9	:	3,9	6,4	-5,9	72,9	:	-11,8	4,3	151,2	-2,2
CZ	2,7	24,4	1,6	-3,1	-2,2	0,5	3,4	-3,5	:	3,0	4,5	-0,9	27,1	:	4,0	4,4	71,6	2,5
DK	1,3	17,2	3,1	5,5	5,6	25,4	-2,4	1,1	:	-10,4	3,6	-2,0	34,5	:	-14,1	4,2	244,1	7,8
DE	3,7	17,5	2,8	5,7	5,7	-5,8	1,4	-2,9	-1,4	-0,7	3,2	0,5	4,3	-16,7	3,6	5,3	111,8	0,0
EE	2,3	18,8	1,6	3,6	7,2	24,1	8,1	-1,5	8,0	7,7	7,4	-4,1	73,8	42,4	-44,5	3,3	-	-10,1
IE	-0,4	11,5	1,8	0,5	0,1	-295,9	12,7	-	-5,2	-12,4	4,0	-4,2	28,7	9,4	-33,8	3,0	292,8	5,9
EL	-3,5	16,6	-	-10,1	-9,2	97,4	0,1	-4,2	5,1	-11,7	-1,7	-1,9	36,6	13,7	2,8	4,8	124,1	8,5
ES	-0,1	22,9	1,4	-4,6	-4,0	91,7	1,8	-3,0	1,0	-6,8	2,6	-2,3	29,2	8,5	-9,9	7,5	213,9	-1,8
FR	1,5	19,3	2,3	-1,7	-1,7	23,5	1,3	-2,4	-0,1	-6,0	1,4	0,2	22,6	3,7	0,0	6,1	137,4	2,9
IT	1,5	19,7	1,3	-3,5	-3,5	51,3	0,4	-3,4	0,8	-4,7	2,3	-0,7	30,5	11,5	2,3	5,3	125,4	1,4
CY	1,1	18,6	0,5	-9,9	-9,7	18,4	3,3	-	0,6	-5,8	1,1	0,0	32,8	9,2	-6,5	6,0	289,0	-7,6
LV	-0,3	19,5	0,6	3,0	4,9	53,5	1,6	-4,8	:	2,9	4,7	-3,7	86,0	:	-46,8	2,0	135,8	-0,1
LT	1,4	16,3	0,8	1,5	4,2	39,4	2,1	-7,2	:	2,5	6,9	-5,2	28,6	:	-32,9	1,9	76,7	0,0
LU	2,7	18,4	1,6	7,7	7,1	-3312,0	386,0	-	1,8	-18,8	0,8	1,7	37,5	16,6	5,0	3,4	201,6	10,0
HU	1,3	18,0	1,2	1,1	2,9	60,3	1,4	-5,0	:	-2,9	0,9	0,0	53,7	:	1,4	2,5	134,8	3,2
MT	2,9	17,7	0,6	-3,9	-2,2	-176,2	12,8	-	3,6	-2,0	0,6	2,2	32,9	11,2	7,4	2,8	164,7	18,5
NL	1,7	18,2	1,8	6,6	5,8	30,7	-1,7	-2,9	-0,9	-4,6	2,2	-0,3	24,2	6,8	-3,8	5,0	222,0	7,0
AT	2,3	20,5	2,8	3,0	3,1	30,2	1,0	-3,0	0,2	-1,2	1,7	0,9	13,2	-2,8	5,6	4,2	149,7	-1,5
PL	3,9	19,9	0,7	-4,6	-2,8	33,5	1,9	-	:	-3,8	3,5	0,6	12,8	:	-	2,6	71,1	13,5
PT	1,4	19,8	1,6	-10,0	-8,9	84,4	0,6	-	-2,1	-8,8	3,0	-1,5	24,9	4,8	6,3	3,8	224,4	10,2
RO	-1,6	24,0	0,5	-4,0	-3,7	38,3	1,8	-2,2	:	2,4	0,2	-1,8	225,5	:	-	-	76,7	4,5
SI	1,4	21,6	2,1	-0,8	-0,8	31,7	0,8	-5,1	3,3	-2,3	4,0	-1,7	52,2	30,4	-2,6	3,2	118,4	-3,4
SK	4,2	22,2	0,6	-3,5	-1,9	23,9	0,6	-	12,8	2,4	5,7	-2,0	33,9	15,7	-1,2	2,7	69,0	1,6
FI	3,6	18,8	3,9	1,8	1,9	28,5	2,9	-2,9	2,1	-8,0	5,1	-1,5	21,8	3,2	8,9	6,5	155,0	19,0
SE	5,6	17,8	3,4	6,7	6,5	62,3	-0,3	-1,7	:	-0,7	4,4	1,1	15,6	:	13,3	3,2	221,0	2,1
UK	2,1	14,9	1,8	-3,3	-3,1	46,3	2,2	-	:	-5,7	1,9	0,3	30,0	:	-2,1	3,1	-	8,0

Note: (1) "-" angiver, at der i øjeblikket ikke foreligger data. (2) Skæringsdatoen er den 30. januar 2012 * Programlande (IE, EL, PT, RO). LV sluttede sit betalingsbalancebistandsprogram den 19. januar 2012.

2. UDFORMNINGEN AF RESULTATTAVLEN

Resultattavlen er udarbejdet af Kommissionen i overensstemmelse med artikel 4 i forordningen³ og efter hensyntagen til bemærkninger⁴ fra Europa-Parlamentet⁵, Rådet⁶ samt Det Europæiske Råd for Systemiske Risici (ESRB) for så vidt angår spørgsmål vedrørende stabiliteten på de finansielle markeder⁷. Resultattavlens indikatorer (se tabel 1) er offentligt tilgængelige⁸.

Ved udvælgelsen af indikatorerne og grænseværdierne for denne første udgave af resultattavlen har Kommissionen fulgt de vejledende principper i lovgivningen. Resultattavlen indeholder et lille antal relevante, praktiske, enkle, målelige og tilgængelige indikatorer. Der anvendes EUROSTAT-kilder, hvis de foreligger, og ellers er der valgt en datakilde af højeste kvalitet (f.eks. ECB). Udvalget af indikatorer skal give mulighed for tidligt at identificere ubalancer, der opstår på kort sigt, samt ubalancer, der opstår som følge af strukturelle og langsigtede tendenser. Til det formål fokuserer valget af indikatorer på de mest relevante dimensioner af makroøkonomiske ubalancer og tab af konkurrenceevne med særlig vægt på et velfungerende euroområde. Det bør understreges, at overvågningen af den offentlige gæld er begrænset til dens bidrag til makroøkonomiske ubalancer, idet de offentlige finansers holdbarhed allerede er omfattet af stabilitets- og vækstpagten⁹.

De vejledende grænseværdier er fastsat på et forsigtigt niveau for at undgå et alt for stort antal "falske alarmer", men ikke så strengt, at de først identificerer problemerne, når de har bidt sig fast. Værdierne af resultattavlens indikatorer er angivet i tabel 2. De er baseret på data frem til 2010, som er det sidste hele år, for hvilket der foreligger data. De skraverede områder markerer, hvor indikatorværdien overstiger de identificerede vejledende grænseværdier. Disse grænseværdier er de samme for alle lande (undtagen indikatorerne for reale effektive valutakurser og enhedslønsmkostninger, hvor der er sondret mellem lande i og uden for euroområdet). Vurderingen tager også hensyn til de seneste data samt de økonomiske udsigter i Kommissionens efterårsprognose, der blev offentliggjort den 10. november 2011. Værdierne af indikatorerne for de foregående år og den seneste periode er angivet i det ledsagende statistiske bilag¹⁰.

Vurderingen af ubalancer stammer ikke fra en mekanisk anvendelse af resultattavlens indikatorer og de tilhørende grænseværdier. Den er resultatet af en økonomisk aflæsning af resultattavlen suppleret med yderligere oplysninger og indikatorer, der tager hensyn til landespecifikke omstændigheder og institutioner. I sin beslutning¹¹ fremhævede Europa-

³ Forordning (EU) nr. 1176/2011 om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer.

⁴ Kommissionens arbejdsdokument indeholdende forslaget til den planlagte resultattavle, som høringsen drejede sig om, kan ses på: WEBLINK. Kommissionen vil endvidere offentliggøre et baggrundsdokument med yderligere dokumentation om grundlaget for og egenskaberne ved de valgte indikatorer.

⁵ Europa-Parlamentets beslutning vedtaget den 15. december 2011: http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁶ Konklusionerne fra Økofin-Rådets møde den 8. november 2011; http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/125976.pdf

⁷ ESRB's synspunkter om de planlagte resultattavleindikatorer, som er af relevans for stabiliteten på det finansielle marked: http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁸ http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

⁹ Indikatoren for udviklingen i arbejdsløsheden læses endvidere sammen med andre, mere fremadskuende, resultattavleindikatorer og anvendes til bedre at forstå den potentielle alvor af makroøkonomiske ubalancer med hensyn til deres sandsynlige vedholdenhed og økonomiens evne til at tilpasse sig.

¹⁰ http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm

¹¹ Se fodnote 7.

Parlamentet behovet for at vedtage en bred tilgang, der afspejler drivkræfterne bag produktiviteten og udviklingen i arbejdsløsheden. Europa-Parlamentet anbefalede også, at der tages fuldt hensyn til afsmittende virkninger ved analysen af resultattavlen. Til det formål og i overensstemmelse med forordningen tages der hensyn til supplerende indikatorer, som er præsenteret i tabel 3. Det drejer sig bl.a. om yderligere aspekter af den generelle makroøkonomiske situation (herunder vækstbetingelser og investeringer), nominel og reel konvergens inden og uden for euroområdet, herunder yderligere aspekter af handelsresultaterne, og særlige forhold i hurtigt voksende økonomier (herunder indikatorerne for de direkte udenlandske investeringer og nettoudlandsgælden). De afspejler også potentialet for udvikling af ubalancer samt en økonomis tilpasningsevne, f.eks produktiviteten. Som anbefalet af Rådet, Europa-Parlamentet og ESRB i deres bemærkninger til Kommissionens forslag i forbindelse med resultattavlen omfatter de også situationen på de finansielle markeder, som har spillet en vigtig rolle under den aktuelle krise¹². Dette sæt af supplerende indikatorer er en integrerende del af den økonomiske aflæsning af resultattavlen og den tilhørende udvælgelse af medlemsstater, hvor det synes berettiget at foretage yderligere dybtgående vurderinger.

3. EN TEMATISK AFLÆSNING AF RESULTATTAVLEN

Forskellene på de løbende poster er indsnævret, men ikke forsvundet med kriserne...

Den store nedgang i den økonomiske aktivitet under krisen resulterede i en betydelig reduktion i de eksterne ubalancer. Især medlemsstater, der trådte ind i recessionen med store underskud på de løbende poster, har oplevet markante korrektioner på baggrund af et stærkere fald i efterspørgslen i den private sektor og et tilsvarende fald i importen. Samtidig har adskillige medlemsstater med store overskud på de løbende poster for nylig oplevet en forholdsvis mere fleksibel, om end ikke særlig dynamisk, efterspørgsel i den private sektor, og/eller deres eksport er blevet dæmpet af det stærke fald i den globale efterspørgsel, hvilket har bidraget til visse reduktioner i overskuddene på de løbende poster.

Store underskud og overskud på de løbende poster er imidlertid ikke forsvundet fuldstændig. Resultattavlens indikator for saldoen på de løbende poster (3-årigt gennemsnit af betalingsbalancens løbende poster i % af BNP) viser fortsat underskud, der overskrider den vejledende grænseværdi på 4 % i Bulgarien, Spanien, Cypern, Malta, Polen og Slovakiet, selv om underskuddet på de løbende poster i nogle af disse medlemsstater har været fortsat faldende i den seneste tid.

De potentielle sårbarhed som følge af eksterne underskud kan reduceres, hvis disse finansieres gennem forholdsvis sikre midler, såsom direkte udenlandske investeringer eller kapitaloverførsler. Tilstrømningen af direkte udenlandske investeringer var høj før krisen i mange af de hurtigt voksende medlemsstater: I de seneste fem år har direkte udenlandske investeringer f.eks. dækket mere end halvdelen af underskuddene på de løbende poster i Bulgarien, Tjekkiet, Estland, Malta og Slovakiet. På samme måde har den positive saldo på kapitalposterne, hvor kapitaloverførslerne fra udlandet typisk registreres, været ikke ubetydelig i et flertal af de hurtigt voksende medlemsstater¹³.

¹² Det skal bemærkes, at nogle af resultattavlens indikatorer, navnlig for kreditudvikling og boligpriser, også afspejler dette aspekt. Det påtænkes at udvikle en indikator for bank-/finanssektoren inden udgangen af 2012, som i rette tid skal medtages i resultattavlen for det efterfølgende europæiske semester.

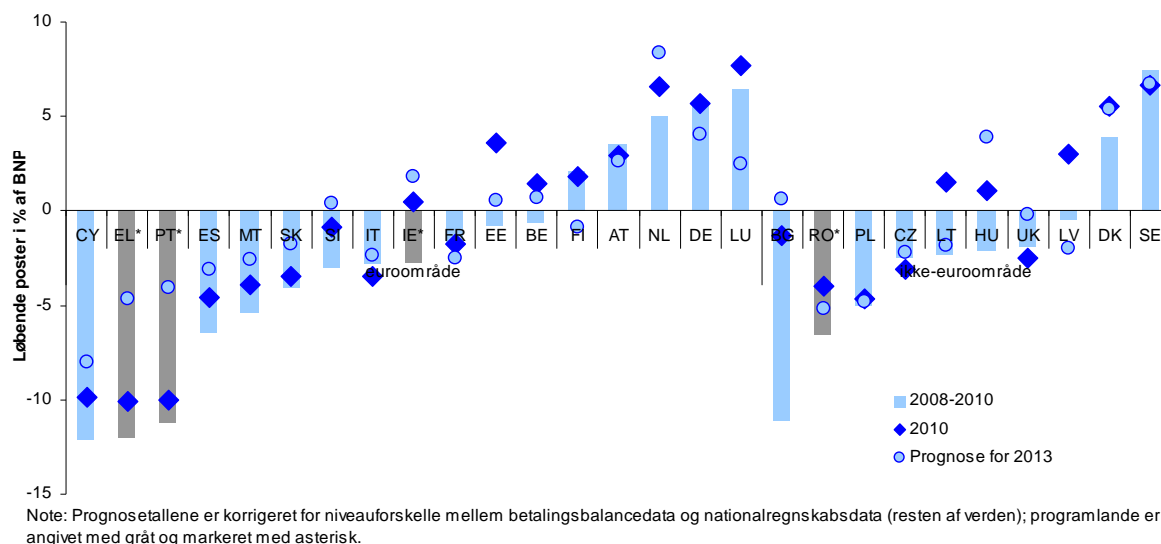
¹³ Disse overførsler omfatter også kapitaltilstrømninger fra EU's strukturfonde. I Slovakiets og Polens tilfælde ville en medtagelse af saldoen på kapitalposterne rent faktisk bringe indikatorens værdi inden for grænserne

På den anden side registrerer nogle medlemsstater fortsat vedvarende overskud på de løbende poster: Luxembourg og Sverige ligger over den vejledende grænseværdi på 6 %, mens Tyskland og Nederlandene ligger lige under den.

Kommissionens prognose fra efteråret 2011 tyder på en vis yderligere indsnævring af de løbende poster i de næste to år, selv om reduktionerne i underskuddene sandsynligvis vil være begrænsede i de fleste tilfælde, mens overskuddene i f.eks. Nederlandene vil stige (se figur 1).

Når man ser fremad, er et af de centrale spørgsmål, om ubalancerne på de løbende poster vil forblive moderate eller øges igen, når markedsvilkårene forbedres. Nogle af de tidligere ubalancer skyldtes en uforholdsmæssig stor vækst i efterspørgselen drevet af overoptimistiske forventninger om den fremtidige vækst i indtægterne i nogle medlemsstater. I det omfang, hvor de seneste korrektioner afspejler en revurdering af sådanne forventninger snarere end rent cykliske fald i output, kunne de vise sig at være holdbare. På den anden side har tilpasningerne i de relative priser været begrænsede i de fleste tilfælde, hvilket i sidste ende sætter spørgsmålstejn ved den strukturelle karakter af disse justeringer og deres holdbarhed.

Figur 1: Betalingsbalancens løbende poster i % af BNP



Kilde: Europa-Kommissionen.

...og den eksterne nettogæld er fortsat betydelig i mange tilfælde.

Den internationale nettoinvesteringsposition (NIIP)¹⁴ som andel af BNP er forblevet på høje negative niveauer i mange lande med underskud på de løbende poster. Dette skyldes vedvarende, om end lavere, underskud på de løbende poster og også en svag vækstdynamik. I øjeblikket overstiger NIIP-positionerne den vejledende grænseværdi på -35 % i en række medlemsstater: Bulgarien, Tjekkiet, Estland, Spanien, Ungarn, Letland, Litauen, Slovakiet, Polen og - med en lille margen – Slovenien. Sårbarheden er lavere, hvis andelen af forpligtelser, hvor der skal betales hovedstol eller renter, såsom lån eller porteføljegæld, er

for de vejledende tærskelværdier. Også Grækenland, Spanien og Portugal har nydt godt af massive tilstrømninger fra EU's strukturfonde.

¹⁴ Statistikkerne for den internationale nettoinvesteringsstilling registrerer den finansielle nettostilling (forpligtelser minus aktiver) i et land over for resten af verden. Data dækker beholdninger af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer, finansielle derivater og andre investeringer og reserveaktiver.

lav. En indikator for den eksterne nettogæld¹⁵ (se tabel 3) viser, at sådanne forpligtelser er forholdsvis lave i mange hurtigt voksende medlemsstater, hovedsagelig som følge af de mange direkte udenlandske investeringer. På den anden side er de forholdsvis høje i Spanien, Ungarn, Litauen og Letland.

Udviklingen i de eksterne positioner forud for krisen faldt sammen med forskelle i priskonkurrenceevnen ...

Medlemsstater med store og vedvarende underskud på de løbende poster akkumulerede tab med hensyn til pris- og omkostningskonkurrenceevne i årene forud for krisen. I mange EU-lande steg lønnen hurtigere end produktiviteten, hvilket førte til stigninger i enhedslønomkostningerne (ULC). Samtidig tegnede udviklingen i de reale effektive valutakurser (REER), som viser priskonkurrenceevnen i forhold til de vigtigste handelspartnere, et billede af stigende forskelle. Dette kan være et tegn på overophedning, potentielle strukturelle stivheder på produkt- og arbejdsmarkedene og/eller u hensigtsmæssige lønmæssige reaktioner på landespecifikke rystelser, men kunne også afspejle en indhentningsproces i nogle medlemsstater. I en række medlemsstater med høje eksterne underskud var stigningerne i arbejdsomkostningerne koncentreret, men ikke udelukkende, i de ikke-konkurrenceudsatte sektorer. Dette medførte til gengæld en omfordeling af ressourcer til disse sektorer, hvilket lagde yderligere pres på de eksterne positioner.

Krisen har afbrudt denne udvikling og sat gang i en tilpasning¹⁶. Resultattavlens indikator (3-årig ændring i ULC-indekset) viser ikke desto mindre, at en række medlemsstater stadig overskred de vejledende grænseværdier i årene 2008-2010 (9 % for euroområdet og 12 % for medlemsstater uden for euroområdet)¹⁷, nemlig Bulgarien, Luxembourg, Polen, Slovenien, Slovakiet og Finland. Indikatoren for udviklingen i REER (der er baseret på HICP-deflatorer og viser 3-årig procentvis ændring) viser også afbrydelser eller omslag i tendensen før krisen. I medlemsstater, der overskrider de vejledende grænseværdier, var udviklingen hovedsagelig drevet af ændringer i de nominelle valutakurser. Dette gælder for Slovakiet (før dets indtræden i euroområdet) og Tjekkiet, som oplevede store opskrivninger af deres valutaer. Det Forenede Kongerige oplevede en betydelig nedskrivning. I modsætning hertil var Estlands opskrivning af landets REER i høj grad drevet af en højere inflation i forhold til dets handelspartnere, hovedsagelig på grund af den indenlandske inflations store reaktion på stigninger i de globale råvarepriser samt højere stigninger i de administrerede priser. Uanset de ofte store omslag er de langsigtede tab af priskonkurrenceevne ikke blevet fuldt korrigeret i de fleste medlemsstater. Yderligere justeringer i de relative priser og forbedringer i konkurrenceevnen vil lette den nødvendige sektorspecifikke omfordeling og bidrage til holdbarheden af den eksterne tilpasning.

¹⁵ Den eksterne nettogæld viser nettopositionen for et land i forhold til resten af verden med hensyn til passiver, som kræver betaling af hovedstol og/eller renter fra debitors side på et tidspunkt i fremtiden. Den eksterne nettogæld kan udledes af NIIP ved at udelukke ikke-gældsrelaterede eksterne forpligtelser (f.eks. egenkapital).

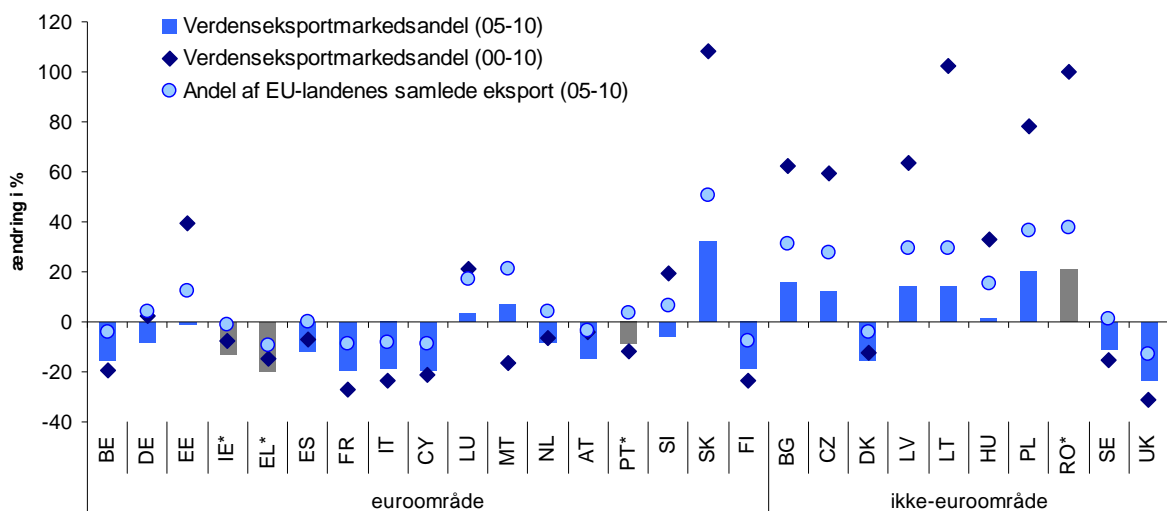
¹⁶ I 2009 accelererede væksten i enhedslønomkostningerne, fordi de store fald i produktivitet - som følge af outputtab og uudnyttet arbejdskraft - oversteg de ofte betydelige lønkorrektioner. Den gennemsnitlige vækst i enhedslønomkostningerne gik dog væsentligt langsommere i 2010 og har været beskeden i 2011.

¹⁷ At der i resultattavlens vejledende grænseværdier differentieres mellem medlemsstater i og uden for euroområdet er økonomisk begrundet. Hvad angår enhedslønomkostningerne er begrundelsen for denne differentiering, at flertallet af medlemsstater uden for euroområdet, dvs. dem, der tiltrådte i 2004 og senere, har oplevet handelsliberaliseringer siden begyndelsen af 1990'erne, hvilket har medført en naturlig proces med faktorpriskonvergens, som indebærer en relativt stærkere vækst i arbejdsomkostningerne.

...mens EU som helhed har mistet globale eksportmarkedsandele, har nogle medlemsstater mistet flere end andre.

Ændringer i de globale eksportmarkedsandele for varer og tjenesteydelser (procentvis ændring over fem år) tyder på potentielt store strukturelle tab i den samlede konkurrenceevne i den globale økonomi i en række medlemsstater. Belgien, Danmark, Tyskland, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Nederlandene, Østrig, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige har lidt et tab af markedsandele, som overstiger den vejledende grænseværdi på 6 %. I en række af disse lande er tabet af eksportmarkedsandele endnu mere udtalt, hvis en længere periode tages i betragtning (se figur 2). Foruden tab i pris-/omkostningskonkurrenceevne kan dette også afspejle langsomme forbedringer i ikke-prisbaseret konkurrenceevne, ringe evne til at udnytte nye salgsmuligheder eller omdirigering af ressourcer til den ikke-konkurrenceudsatte sektor under indenlandske "absorption booms". I mange tilfælde skyldes disse reduktioner i globale eksportmarkedsandele i høj grad det forhold, at eksporten i disse medlemsstater voksede langsommere end verdenshandelen – EU's eksportandel er som helhed faldet. Eksportresultaterne i Belgien, Danmark, Frankrig, Italien, Cypern, Østrig, Finland og Det Forenede Kongerige har imidlertid også været mindre dynamiske i forhold til andre EU-lande, som det fremgår af de faldende andele af deres eksport i den samlede eksport for alle EU-medlemsstater (se figur 2).¹⁸

Figur 2: Procentvise ændringer i eksportmarkedsandele



Note: Programlande er angivet med gråt og markeret med asterisk.

Kilde: Europa-Kommissionen.

Gælden tynger husholdningerne og virksomhederne

Den lange periode med kreditudvidelse inden krisen betyder, at de økonomiske aktører i mange medlemsstater nu har store niveauer af akkumuleret gæld (se figur 3). Denne proces afspejlede delvis en forstærket integration og uddybning af det finansielle marked, sammen med konvergens i de nominelle rentesatser. Den hurtige kreditvækst blev endvidere styrket af andre faktorer, såsom skævheder i aktivpriserne, forværret af en gunstig aktivbeskatning og kreditgivning, således som det bekræftes af en generel stigning i andelen af lån til boligkøb i

¹⁸ Disse konklusioner synes stort set at holde også når man ser på ændringen i eksportmarkedsandele baseret på mængden af varehandelen.

forhold til de samlede lån i perioden før krisen. Gælden i den private sektor som helhed overstiger den vejledende grænseværdi på 160 % i mere end en halv snes medlemsstater: Belgien, Bulgarien, Danmark, Estland, Spanien, Cypern, Luxembourg, Malta, Nederlandene, Østrig, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige. Et højt niveau for den private sektors gæld øger den private sektors eksponering over for ændringer i konjunkturudviklingen, inflationen og rentesatserne. Endvidere bringer afviklingen af overdrevent gearede positioner væksten og den finansielle stabilitet i fare. Opdelt på sektorer var ikke-finansielle virksomheder de vigtigste drivkræfter bag gældsakkumuleringen i Belgien, Spanien, Cypern, Slovenien og Sverige. Mens virksomhedernes evne til at tilbagebetale deres gæld (gæld i forhold til BNP eller merværdi) kan tjene som et udgangspunkt for analysen af virksomhedernes gældsætning, vil et nærmere kig på andelen af aktiver, der finansieres ved gæld, og deres forfaldsstruktur afgøre det faktiske behov for og hastigheden i en nedgearing. Endvidere havde husholdningssektoren en stor del af ansvaret for stigningen i gearingen i Danmark, Nederlandene og Det Forenede Kongerige, idet husholdningernes gælds niveau overstiger deres BNP-niveauer. Denne udvikling gik hånd i hånd med kumulerede stigninger i boligpriserne på over 150 % i den sidste økonomiske cyklus (modsvares kun af boligprisstigninger i Spanien og Irland).

Prisstigningerne på boligmarkederne nåede hidtil ukendte højder

Husholdningernes gældsætning er nært forbundet med udviklingen på boligmarkedet: væksten i långivningen til husholdningerne og boligprisstigningerne gik hånd i hånd i tiåret forud for krisen. Boligpriscyklen i EU var særlig udtalt med en gennemsnitlig kumuleret vækst i priserne på over 40 %. For eksempel er boligpriserne mere end fordoblet under opsvinget i halvdelen af medlemsstaterne. I omkring to tredjedele af medlemsstaterne steg de reelle boligpriser endvidere i gennemsnit med mere end 6 % om året, og i nogle tilfælde lå den årlige vækst helt oppe på 20 til 35 %. Mens varigheden og hastigheden i denne ekspansion var meget forskellig fra det ene land til det andet, toppede boligpriserne i langt de fleste medlemsstater i 2007/2008. Forventningerne om fortsatte boligprisstigninger fremmede også en udvidelse af byggesektoren. Store boliginvesteringer gik nemlig hånd i hånd med stigningen i boligpriserne i mange medlemsstater, såsom Danmark, Spanien, Litauen, Malta, Sverige og Det Forenede Kongerige.

... men der er en tilpasning i gang, selv om det ikke er klart, hvor langt den vil gå, og hvor længe den vil fortsætte.

En korrektion er nu i gang: de reale boligprisstigninger lå under den vejledende grænseværdi på 6 % i alle medlemsstater undtagen Finland og Sverige i 2010. De seneste tilpasninger har været ret betydelige, og lande, der oplevede de største og hurtigste stigninger i priserne før krisen, har haft en tendens til, om end ikke i alle tilfælde, at udvise de mest udtalte korrektioner, hvilket er et tegn på, at der var tale om overvurdering før krisen. For eksempel var Bulgarien, Danmark, Estland, Spanien, Litauen, Letland og Slovakiet igennem en betydelig tilpasning i kølvandet på store akkumulerede reale boligprisstigninger. Uanset disse korrektioner kan der stadig være plads til yderligere nedskæringer i flere lande, som også oplevede store og hurtige boligprisstigninger, såsom Belgien, Frankrig, Luxembourg, Malta, Slovenien, Sverige og Det Forenede Kongerige, da der typisk er en direkte forbindelse mellem korrektionsfasens styrke og omfanget af boligpriscyklens boomfase. Desuden vil en forværring af kreditvilkårene og en svag vækst i BNP sandsynligvis trykke udviklingen i boligpriserne i den nærmeste fremtid. Udbudsforholdene vil ligeledes være en vigtig faktor.

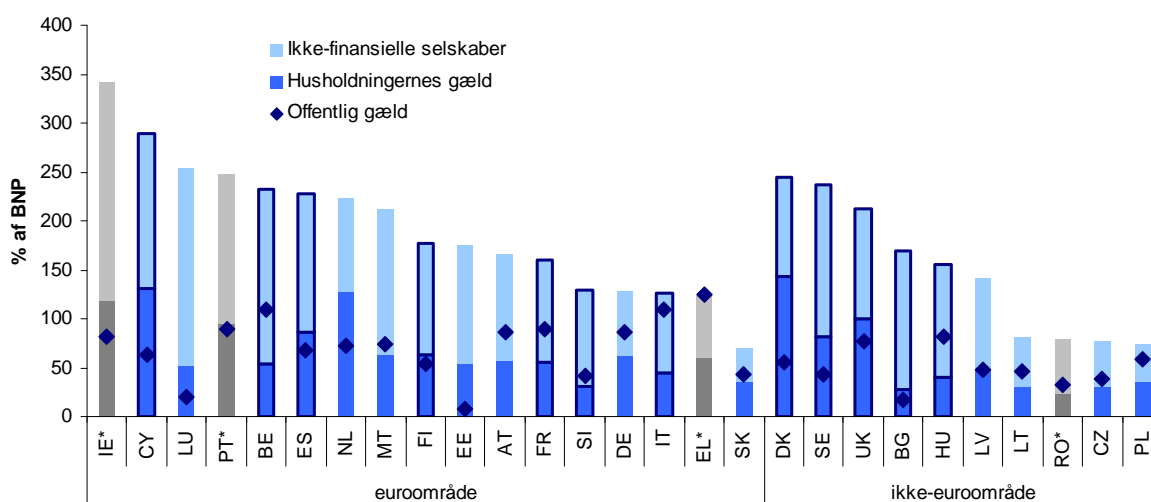
Nedgearingen er startet ...

Mere generelt er långivningen til den private sektor faldet markant i nogle medlemsstater, og nedgearingsprocessen er begyndt. Data om private kreditstrømme viser, at tilpasningen startede i 2009 efter en stigende kreditudvidelse i 2008. I 2010 oversteg kreditvæksten kun den vejledende grænseværdi på 15 % i Cypern. En langsom kreditvækst kombineret med øgede nettobesparelser kan have en negativ feedback-virkning på BNP-væksten gennem en begrænset intern efterspørgsel. Empiriske data viser, at krisebetingede balancetilpasninger i den private sektor i gennemsnit varer mere end fem år, og endog længere i den ikke-finansielle virksomhedssektor. I den sammenhæng er nettoeksporten og produktivitetsudviklingen af stor betydning som væsentlige drivkræfter for økonomisk vækst.

... hvorved EU's økonomier bliver mere sårbare.

Under den finansielle krise er det blevet tydeligt, at en medlemsstats samlede gældsætning er af afgørende betydning, og at der er en nær forbindelse mellem den private sektors gæld og den offentlige gæld¹⁹. Derfor skal den private sektors gæld behandles sammen den offentlige gæld, fordi virkningen af nedgearingen i den private sektor kunne forstærkes af den igangværende statsgældskrise, som lægger pres på stærkt forgældede offentlige sektorer. Dette kunne især være tilfældet for medlemsstater, der er karakteriseret ved stærkt forgældede offentlige og private sektorer, f.eks. Belgien²⁰ eller Det Forenede Kongerige (se figur 3). Mens gælden i den offentlige sektor ikke er uforholdsmæssigt høj i Italien, kunne den store offentlige gæld og behovet for at konsolidere de offentlige finanser udøve pres på den private sektors balancer. Store gældsbeløb i hænderne på valutaudlændinge kan vise sig at være et yderligere problem i en situation med stor usikkerhed på de internationale finansielle markeder, fordi de øger et lands sårbarhed over for kapitalknaphed eller pludselige stop i kapitaltilstrømninger. Hvad angår udlandsgælden har især Spanien og Ungarn en kombination af høj privat gæld og høj nettoudlandsgæld. Når gælden er denomineret i en fremmed valuta, kan den desuden give anledning til yderligere sårbarhedsproblemer som følge af kurssvingninger.

Figur 3: Den akkumulerede gælds størrelse pr. sektor i % af BNP (2010)



Note: Programlande er angivet med gråt og markeret med asterisk.

Anm.: Den private gæld er baseret på ikke-konsoliderede data.

Kilde: Europa-Kommissionen.

¹⁹ Regeringerne har påtaget sig store eventualforpligtelser fra den private sektor, som, selv om de ikke straks har indflydelse på gælds niveauet, kan påvirke deres formodede kreditværdighed. Der er også feedbackvirkninger fra den private sektor på den offentlige sektor, idet aktører i den private sektor (ikke kun finansielle institutioner) kan blive store kreditorer til staten, hvilket gør dem sårbare over for finanspolitiske problemer.

²⁰ Selv om den private sektors gæld baseret på konsoliderede tal er lavere i Belgien som følge af en høj andel af virksomhedsinterne lån.

Tilpasningen i realøkonomien er i gang

Tilpasningen af de eksterne ubalancer og genopretningen af husholdningernes og virksomhedernes balancer har været ret smertefuld, navnlig i medlemsstater, som oplevede store ubalancer før krisen. Denne tilpasning har i høj grad været drevet af udviklingen i den indenlandske efterspørgsel, og har ofte været forbundet med en betydelig stigning i arbejdsløshedstallene. Dette kan afspejle en begrænset pris-/løntilpasning, men kunne også afspejle den igangværende omfordeling mellem sektorerne. Tilpasningen til makroøkonomiske ubalancer kræver ofte overførsel af arbejdskraft og kapital på tværs af forskellige sektorer i økonomien, navnlig fra kunstigt oppustede ejendomssektorer til konkurrenceudsatte sektorer. Denne proces er som regel gradvis (som følge af de forskellige kvalifikationskrav i de pågældende sektorer) og er langt fra afsluttet.

Arbejdsløsheden har været høj i de seneste år, og resultattavlens indikator (3-årigt gennemsnit for arbejdsløshedsprocenten) ligger over den vejledende grænseværdi på 10 % i Estland, Spanien, Letland, Litauen og Slovakiet. I mange andre medlemsstater viste denne indikator forholdsvis høje arbejdsløshedstal, som desuden stort set har fulgt en opadgående tendens. Den strukturelle ledighed er blevet stærkt påvirket af den seneste recession. Omfordelingen af arbejdskraft på tværs af sektorerne i økonomien er foregået trægt i de fleste medlemsstater, og de deraf følgende høje arbejdsløshedstal medfører potentielt store tab i menneskelig kapital og samlet effektivitet. Endvidere vil udsigterne for arbejdsløsheden sandsynligvis blive påvirket af den nuværende usikkerhed og det svækkede vækstmomentum, mulighederne for en sektormæssig omfordeling i økonomien og den igangværende udvikling mod lavere gearing i mange medlemsstater.

Tilpasningen vil blive mere udfordrende i miljøer med lav produktivitetsvækst. Den faldende tendens i produktiviteten medvirkede til akkumuleringen af makroøkonomiske ubalancer og tab af konkurrenceevne i perioden før krisen i en række medlemsstater. Samtidig er det lettere at opnå den nødvendige tilpasning i arbejdsomkostninger og relative priser, når produktiviteten stiger i et støt tempo, da dette reducerer presset på ændringer i nominelle lønninger og priser.

4. LANDESPECIFIKKE KOMMENTARER TIL AFLÆSNINGEN AF RESULTATTAVLEN

Nedenstående kommentarer dækker ikke medlemsstater, der er underlagt overvågning som led i programmerne. Det drejer sig om Grækenland, Irland og Portugal inden for euroområdet og Rumænien uden for euroområdet.

Belgien: værdien af resultattavlens indikatorer for ændringen i eksportmarkedsandele, den private sektors bruttogæld og den offentlige sektors gæld ligger over de vejledende grænseværdier. Med hensyn til den eksterne konkurrenceevne har der været et tab af eksportmarkedsandele, som går hånd i hånd med en forværring af de løbende poster, selv om niveauet stadig ligger under den vejledende grænseværdi, og den forværrede varebalance opvejes delvis af tjenestebalancens gode resultater. Denne tendens kan forklares ved en faldende omkostningskonkurrenceevne, som bl.a. skyldes stigninger i enhedslønomkostningerne, der ligger over stigningerne i euroområdet, men kan også tilskrives den ikke-omkostningsrelaterede konkurrenceevne. Internt ligger indikatoren for den private sektors gæld et godt stykke over den relevante grænseværdi. Der skal tages hensyn til en række forbehold, herunder koncerninterne låns indvirkning på ikke-finansielle virksomheders gæld og det forhold, at husholdningernes gæld hovedsagelig er relateret til

gæld i fast ejendom, mens husholdningernes opsparingskvote fortsat er høj. Uanset dette skal bruttogælds niveauet i den private sektor ses i forbindelse med høje offentlige gælds niveauer.

Bulgarien: forud for krisen havde Bulgarien store underskud på de løbende poster, hvilket har ført til en NIIP i underskud som følge af kapitalindstrømninger (hovedsagelig i form af direkte udenlandske investeringer) og vækst i den private kredit. Krisen medførte en kraftig korrektion af underskuddet på de løbende poster, som nu forventes at blive vendt til et mindre overskud i 2011 og de efterfølgende år. Forbedringen kom ikke kun fra en reduceret import, men også fra gode eksportresultater i en indhentningssammenhæng. Bulgarien udviser en af de største stigninger i enhedslønoms kostningerne i EU, selv om lønstigningerne - fra meget lave basisniveauer - er et led i den igangværende konvergensproces, men kunne sinke indhentningsprocessen på mellemlang og længere sigt. Den private sektors gæld er steget hurtigt til niveauer over den vejledende grænseværdi, hvilket hovedsagelig skyldes stigninger i virksomhedernes gæld, mens husholdningernes gæld fortsat er begrænset i lighed med gælden i den offentlige sektor.

Tjekkiet: der er i de sidste ti år registreret underskud på de løbende poster, omend under grænseværdien, selv om der i de seneste år kan iagttages en vis indsnævring, som i høj grad er drevet af en forbedret handelsbalance. Som følge heraf overskred NIIP den vejledende grænseværdi, selv om det må anerkendes, at der har været ugunstige værdifastsættelsesvirkninger for beholdningerne af aktiver og passiver. På grund af den fremherskende finansiering ved direkte udenlandske investeringer og en forholdsvis begrænset gæld i den private og offentlige sektor er nettoudlandsgælden forblevet tæt på nul. På trods af tab i priskonkurrenceevne gennem en stærk opskrivning af REER og vækst i enhedslønoms kostningerne er der vundet eksportmarkedsandele.

Danmark: de løbende poster udviser vedvarende overskud hovedsagelig takket være en stor eksport af tjenester, indtægter fra olie- og gaseksport samt indtjening på udenlandske investeringer. Der har imidlertid været en tilbagegang i eksportresultaterne gennem de seneste år, således som det fremgår af indikatoren for eksportmarkedsandele, der ligger over grænseværdien. Danmarks priskonkurrenceevne er endvidere svækket en del som følge af aftaler om høje nominelle lønninger i en periode med overophedning og svag produktivitetsvækst. Det danske boligboom, som begyndte at blive korrigeret i 2007, var forbundet med en hurtig kreditvækst og en voldsom stigning i den private sektors gæld, især i husholdningssektoren. Mens priserne på lån og boliger delvis er justeret i de seneste år, er den private sektors gæld fortsat meget høj og over den vejledende grænseværdi, selv om dette for husholdningernes vedkommende delvis afspejler høje bidrag til private pensionsopsparingsordninger og et generøst sikkerhedsnet.

Tyskland: i de sidste ti år har Tyskland haft vedvarende overskud på de løbende poster. Dette afspejler til dels et eksportresultat, som falder sammen med en genvundet priskonkurrenceevne, og til dels afdæmpede indenlandske investeringer og forholdsvis høje opsparingskvoter i husholdningerne. I de seneste år er den indenlandske efterspørgsel imidlertid blevet styrket, hvilket støtter en gradvis indsnævring af overskuddet på de løbende poster, og kan ses som led i en afbalancering. Selv om der er registreret et tab af eksportmarkedsandele for varer, er denne udvikling endvidere mindre markant end for gennemsnittet i euroområdet. Internt er den private sektors gældsætning forholdsvis begrænset, mens indikatoren for den offentlige gæld overstiger den vejledende grænseværdi, men den forventes at falde i 2011, og indfasningen af den forfatningsmæssige gældsbremse burde understøtte en faldende tendens.

Estland: i de sidste ti år har Estland konsekvent registreret underskud på de løbende poster, indtil der skete en markant korrektion under krisen; i samme periode opnåede landet store gevinster i eksportmarkedsandele til trods for tab i priskonkurrenceevne (fra et lavt udgangsprisniveau). I de seneste år er der sket en løn- og omkostningstilpasning. Som helhed er der også sket en gradvis opbygning af en negativ NIIP, og den er fortsat over den vejledende grænseværdi: dette afspejler imidlertid også i stor udstrækning de direkte udenlandske investeringer, hvilket betyder, at den eksterne nettogæld er væsentligt lavere. Den private sektors gæld ligger over den vejledende grænseværdi, selv om nedgearingsprocessen er stærk. I kombination med en høj BNP-vækst forventes den private sektors gældskvote at falde. Arbejdsløsheden er høj, men tilpasser sig hurtigt i nedadgående retning, hvilket afspejler den store fleksibilitet på arbejdsmarkedet.

Spanien: økonomien gennemlever i øjeblikket en tilpasningsperiode efter opbygningen af store eksterne og interne ubalancer under det langvarige bolig- og kreditboom i årene forud for krisen. De løbende poster har udvist betydelige underskud, som på det seneste er begyndt at falde i forbindelse med den alvorlige økonomiske afmatning og på baggrund af bedre eksportresultater, men ligger fortsat over den vejledende grænseværdi. Siden 2008 er tabene i pris- og omkostningskonkurrenceevne delvis blevet vendt. Mens tilpasningen af ubalancerne er i gang, vil absorberingen af de store interne og eksterne gældsposter og omfordelingen af de frigivne ressourcer fra byggesektoren kræve tid, før der kan genskabes mere afbalancerede forhold. Faldet i beskæftigelsen i tilknytning til nedskæringerne i byggesektoren og den økonomiske recession er blevet forværret af en langsom tilpasning af lønningerne, hvilket har medført en stigning i arbejdsløsheden.

Frankrig: en økonomisk aflæsning af resultattavlen peger på problemer på både den eksterne og den interne side. Nedgangen i Frankrigs markedsandel i verdenseksporten er over den vejledende grænseværdi, og dette fald er et af de største i EU. Der er sket en gradvis forringelse af handelsbalancen, og dette afspejles i en forværring af saldoen på betalingsbalancens løbende poster, selv om den stadig er lavere end den vejledende grænseværdi. Bekymringerne over den eksterne stilling i den franske økonomi forstærkes også af visse tab i både pris- og ikke-prismæssig konkurrenceevne. I den forbindelse er nedgangen i de franske virksomheders rentabilitet og konsekvenserne for investeringerne relevante faktorer, der fortjener en yderligere analyse. Den private sektors gældsætning er øget gradvist og har nået niveauet for den vejledende grænseværdi, og dette er sket ssideløbende med højere niveauer i den offentlige sektors gæld.

Italien: resultattavlens værdier ligger højere end de vejledende grænseværdier på områderne konkurrenceevne og offentlig gæld. Italien har oplevet en betydelig forværring af konkurrenceevnen siden midten af 1990'erne, som også ses gennem de vedvarende tab af markedsandele. Disse tab afspejles kun delvis i den stadige forværring af Italiens eksterne stilling som følge af den forholdsvis afdæmpede vækst i den indenlandske efterspørgsel. En svag produktivitetsudvikling er den vigtigste forklarende faktor. Mens den private sektors gældsbyrde er forholdsvis begrænset i Italien, hovedsagelig takket være husholdningernes finansielle stilling, giver størrelsen af den offentlige gæld anledning til bekymring, især på baggrund af de svage vækstresultater og strukturelle svagheder. Dette kan til gengæld potentielt lægge pres på balancen i den private sektor.

Cypern: da værdierne for mange indikatorer ligger over de vejledende grænseværdier, peger en økonomisk læsning af resultattavlen på vidtrækkende udfordringer med hensyn til såvel den eksterne som den interne side. Den cypriotiske økonomi har været præget af vedvarende underskud på de løbende poster i det sidste årti, primært drevet af en stærkt stigende

indenlandsk efterspørgsel. Udviklingen i de cypriotiske løbende poster viser store forskelle i handelen med varer og tjenesteydelser, hvilket afspejler et skift i den cypriotiske økonomi over mod tertiærsektoren. Den negative handelsbalance for varer opvejes kun delvis af overskuddet i handelen med tjenesteydelser. Cypern oplevede tab af priskonkurrenceevne i årene forud for krisen, men denne tendens har været mere begrænset i de senere år. Den stærkt gearede private sektor er fortsat med at afvikle sin store udestående gæld, som ikke desto mindre består sammen med betydelige aktiver. Forværringen af de økonomiske udsigter og den finanspolitiske situation samt konsekvenserne af banksektorens eksponering mod Grækenland øger betænelighederne med hensyn til de udfordringer, der er forbundet med en tilpasning til ubalancer i andre sektorer i økonomien.

Letland: indtil 2008 havde Letland store og vedvarende underskud på de løbende poster sammen med en hastig vækst i en negativ NIIP, selv om den eksterne nettogæld er lavere, når de direkte udenlandske investeringer tages i betragtning. Krisen medførte en markant hård landing med en umiddelbar og pludselig korrektion af underskuddet på de løbende poster, der krævede et stærkt justeringsprogram understøttet af betalingsbalancestøtte, som er ved at udløbe i januar 2012. Den tidligere tendens med vedvarende tab af priskonkurrenceevne er blevet udlignet af en intern tilpasning, herunder løn- og jobnedskæringer. Boomårene var også kendetegnet ved en stærk kreditvækst, kraftigt stigende boligpriser og et voldsomt opsving i byggeriet. Dette indebærer en hurtig opbygning af den private sektors gæld, der førte til en nedgearingsproces og en betydelig tilpasning af boligpriserne i kriseperioden. Mens arbejdsløsheden stadig er høj, faldt den hurtigt fra sit toppunkt i slutningen af 2009.

Litauen: indtil 2008 havde Litauen store underskud på de løbende poster samt tab af priskonkurrenceevne, hvilket afspejler et indenlandsk boom. Som følge af en markant og betydelig tilpasningsproces i kriseårene, er de løbende poster nu på niveauer, der ligger tættere på balance. REER er nedskrevet, hovedsagelig som følge af fald i de nominelle lønninger. Selv før 2008 var Litauen i stand til at vinde eksportmarkedsandele fra et lavt niveau. Mens NIIP fortsat er negativ og ligger på høje niveauer over den vejledende grænseværdi, er den eksterne nettogæld meget lavere under hensyntagen til finansiering gennem direkte udenlandske investeringer. Finanskrisen bragte udvidelsen af banksektoren og den stærke løndynamik til ophør, den private sektor begyndte at nedgeare, kreditstrømmene i procent af BNP blev negative, og boligpriserne er i betydelig grad blevet korrigeret. Mens arbejdsløsheden stadig er høj, er den faldende fra sit toppunkt i 2010.

Luxembourg: værdien af resultattavlens indikator for de løbende poster ligger over grænseværdien som følge af handelsoverskud, der afspejler landets store specialisering i finansielle tjenester. Dette er imidlertid ikke forbundet med en dæmpet indenlandsk efterspørgsel, men en koncentration af økonomiske aktiviteter og arbejdspladser i landet. Luxembourg har mistet priskonkurrenceevne som følge af høje lønstigninger og en lav vækst i produktiviteten, men det bør bemærkes, at Luxembourg samtidig vinder eksportmarkedsandele i servicesektoren. Gælden i den private sektor ligger over den vejledende grænseværdi, kombineret med store og flygtige kreditstrømme. Dette skyldes hovedsagelig store udlåns- og lånetransaktioner inden for internationale ikke-finansielle selskaber, snarere end en overdreven gældsætning i den private sektor. Husholdningernes gæld er forholdsvis begrænset. De reelle huspriser har oplevet en stor kumuleret vækst i det sidste årti, og korrektionen har hidtil været begrænset.

Ungarn: værdierne af resultattavlens indikatorer for den offentlige gældskvote og NIIP ligger langt over de vejledende grænseværdier. Sidstnævnte er resultatet af det vedvarende store underskud på de løbende poster, der blev registreret i årene før krisen. Sammen med krisen er

der sket en voldsom justering, efterhånden som den indenlandske efterspørgsel er faldet, men NIIP-underskuddet er stadig stort, selv om en betydelig del finansieres ved direkte udenlandske investeringer. I perioden før krisen var der også en meget stærk kreditvækst, som især for husholdningernes vedkommende i vid udstrækning er blevet finansieret i udenlandsk valuta. Akkumuleringen af eksterne finansielle engagementer i den private sektor har fundet sted i en situation med høje og stigende offentlige gælds niveauer, som også er finansieret i udenlandsk valuta. I november 2011 anmodede regeringen formelt om præventiv finansiell bistand fra EU og IMF²¹.

Malta: økonomien har oplevet vedvarende underskud på de løbende poster i de sidste ti år, men de er blevet indsnævret i de seneste år, og Malta har en positiv NIIP. Det er uvist, om indsnævringen af det eksterne underskud er af strukturel karakter eller ej. Tidligere tab af eksportmarkedsandele har afspejlet nedgangen i de traditionelle fremstillingsaktiviteter, men er ved at blive vendt af servicesektoren. På hjemmemarkedssiden er boligpriserne steget markant, men synes nu at være på en nedadgående kurs.

Nederlandene: i årene op til krisen havde Nederlandene vedvarende store overskud på de løbende poster, som i hovedsagen var drevet af handelsbalancen, herunder indvirkningen fra den positive nettoeksport af gas. Niveauerne er imidlertid for tiden under grænseværdien, selv om de vil stige i de kommende år ifølge Kommissionens prognose. Trods en vis stigning i de nominelle enhedslønomkostninger har tabene af eksportmarkedsandele været beherskede. Overskuddene afspejler også store besparelser i erhvervslivet kombineret med dæmpede investeringer. De interne risici for økonomien i Nederlandene vedrører hovedsagelig den private sektors relativt høje gæld og ejendomsmarkederne. I årene forud for krisen steg husholdningernes gæld i forhold til udviklingen i den disponible indkomst og boligpriserne, dels som følge af skattemæssige incitamentter for husholdningerne til at optage store realkreditlån. Samtidig er husholdningernes finansielle nettoaktivstilling positiv.

Østrig: hvad angår de eksterne resultater har Østrig registreret vedvarende overskud på de løbende poster. Samtidig tyder indikatoren for eksportmarkedsandele på tab, selv om væksten i enhedslønomkostningerne har været dæmpet. Gælds niveauerne i den private sektor har været gradvis stigende og ligger i øjeblikket noget over den vejledende grænseværdi, hvilket også gælder for gælden i den private sektor. Østrig oplevede imidlertid ikke, i relative termer, et indenlandsk bolig-, aktiv- eller kreditboom i slutningen af 00'erne, og stigningen i gælden har primært været drevet af virksomhederne. Den seneste udvikling i 2011 tyder på, at stigningen i den private gæld er bragt til ophør, og at den private sektor, herunder ikke-finansielle virksomheder, vil befinde sig i en nettolångivningsstilling.

Polen: selv om værdierne af resultattavlens indikatorer for de løbende poster og NIIP ligger over de vejledende grænseværdier, skal disse ses i sammenhæng med en indhentningsproces, og de blev hovedsagelig finansieret gennem forholdsvis stabile direkte udenlandske investeringer og tilstrømninger af EU-midler. Der har været begrænsede tab i priskonkurrenceevnen i 2006-2008 drevet af en opskrivning af den nominelle valutakurs, men siden 2009 er tendensen vendt. Trods disse tab har Polen oplevet store gevinster af eksportmarkedsandele og begrænsede stigninger i de nominelle enhedslønomkostninger. Der har været en forholdsvis stærk kreditvækst og opbygning af gæld i den private sektor, om end fra et lavt niveau, men delvist finansieret i udenlandsk valuta.

²¹ Formelle forhandlinger er endnu ikke påbegyndt.

Slovenien: to indikatorer på resultattavlen overstiger grænseværdien i 2010. I årene forud for krisen oplevede Slovenien en kraftig vækst og en stærk indenlandsk efterspørgsel, kombineret med visse tab i priskonkurrenceevne og en gradvis forøgelse af underskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Der er tegn på, at der skete en overophedning, navnlig hvad angår kreditvæksten i den private sektor, værditilvæksten i byggeriet og ejendomspriserne. Den slovenske økonomi blev ramt hårdt af den globale krise. Dette har medført en vis – måske midlertidig – tilpasning i den eksterne balance, men dette er stadig på et tidligt stadium. Den store gældsætning i ikke-finansielle virksomheder, herunder i byggesektoren, afspejles i virksomhedskonkurser, gearingsgrader og lånerestancer.

Slovakiet: de løbende poster i Slovakiet udviste store og vedvarende underskud i det sidste årti, delvist finansieret gennem kapitaloverførsler fra udlandet. Indikatoren for de løbende poster forbliver ikke desto mindre over den vejledende grænseværdi, omend marginalt. Direkte udenlandske investeringer, som i vid udstrækning var rettet mod produktive eksportorienterede industrier, udgjorde en dominerende andel af den gradvist forværrede internationale nettoinvesteringsstilling. Tab af priskonkurrenceevne, som afspejles i en værdi for REER-indikatoren, der ligger over den vejledende grænseværdi, skyldes hovedsagelig en stærk nominal opskrivning og optrådte sammen med en stærk vækst i produktivitet, eksport og andele af verdenshandelen. Som helhed er såvel den offentlige som den private sektors gældsætning fortsat lav.

Finland: flere resultattavleindikatorer vedrørende eksterne positioner, som f.eks. tab af eksportmarkedsandele, ligger over de vejledende grænseværdier. De løbende poster har udvist overskud, om end faldende, i det sidste årti, hvilket afspejler den globale afmatning, men også strukturelle ændringer i eksportsektorerne. Mens tabene i priskonkurrenceevne var forholdsvis begrænsede i størstedelen af de seneste ti år, har der i de seneste år endvidere været nogle mere markante tab som følge af en langsom tilpasning af lønningerne i en kontekst med faldende produktivitet. Resultattavlen tyder også på en støt forøgelse af den private sektors gæld i løbet af det sidste årti, som nu ligger over den vejledende grænseværdi og i vid udstrækning er drevet af øgede realkreditlån. Boligpriserne er steget i det seneste årti til trods for en moderat korrektion i perioden 2008-2009. I 2010 begyndte priserne at stige igen og med en fart, der ligger over den vejledende grænseværdi, om end priserne er dæmpet siden andet halvår 2011.

Sverige: der er registreret konstant store overskud på de løbende poster, som ligger over den vejledende grænseværdi. Dette afspejler positive opsparingsstillinger i den private og den offentlige sektor på den ene side, men også i en vis grad de afdæmpede indenlandske investeringer, især i byggesektoren. Indikatorerne for udviklingen i omkostningerne, såsom enhedslønomkostningerne og de reale effektive valutakurser, tyder ikke på et tab i priskonkurrenceevne. På den interne side udviser Sverige en meget høj grad af gæld i den private sektor langt over den vejledende grænseværdi. Der har været en stigende gældsætning i husholdningerne, som nu er på et højt niveau på trods af den seneste langsommere kreditvækst. Dette afspejler en meget kraftig stigning i boligpriserne i løbet af de sidste femten år, som først for nylig er begyndt at stabilisere sig.

Det Forenede Kongerige: Det Forenede Kongerige har mistet eksportmarkedsandele i det seneste årti, og indikatoren ligger over grænseværdien, selv om der i de seneste år kan noteres en vis stabilisering. Dette tab af markedsandele er sket til trods for en betydelig nedskrivning af REER i de seneste år. Samtidig registrerede Det Forenede Kongerige underskud på de løbende poster, men under den vejledende grænseværdi. Det høje niveau i den private gæld er også et problem i en kontekst, hvor de offentlige finanser befinder sig i en svag situation med

en høj og stigende offentlig gæld. Husholdningernes gæld afspejler i høj grad realkreditlån i en kontekst med høje akkumulerede stigninger i boligpriserne. Selv om både omfanget af husholdningernes gæld og de reelle boligpriser er blevet reduceret, er de stadig høje, hvilket tyder på, at afviklingen af disse ubalancer skal gå videre, og at hastigheden i tilpasningen er et betydningsfuldt aspekt.

5. VIGTIGSTE RESULTATER OG KONKLUSIONER

Denne første implementering af proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer sker på baggrund af et problematisk økonomisk miljø, der domineres af bekymringer med hensyn til statsgælden. Alle medlemsstater er i færd med at tilpasse sig til konsekvenserne af krisen, om end de individuelle udfordringer varierer for så vidt angår omfang og alvor. Som forklaret i Kommissionens seneste årlige vækstundersøgelse²² er EU og medlemsstaterne - foruden korrektionen af store ubalancer, der er opbygget i de foregående år - også berørt af de indbyrdes forbundne udfordringer med at tackle lav vækst og høj arbejdsløshed, sikre holdbare offentlige finanser og genoprette stabiliteten i det finansielle system. Målsætningen om at reducere ubalancer anerkendes også i G20-sammenhæng, hvor der er indført en overvågningsprocedure for at fremme en ordnet afbalancering af de globale vækstbetingelser.

En tilpasning af de makroøkonomiske ubalancer er i gang i mange medlemsstater, især dem, der har/havde 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 de økonomiske aktiviteter på kort sigt. Som påpeget i den årlige vækstundersøgelse vil reformer, der fremmer produktivitetsvæksten, være særlig relevante for medlemsstater, der lider af makroøkonomiske ubalancer, som følge af deres positive indvirkning på det potentielle output og tilpasningskapaciteten²³. I den nuværende situation er der stort set en lav risiko for, at der opstår nye efterspørgselsstyrede ubalancer, om end der igen kunne opstå et pres på aktivmarkederne, når væksten tager til igen.

Eftersom programlande allerede er under forstærket økonomisk overvågning af deres økonomiske situation og politikker, undersøges de ikke under proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer. Det drejer sig om **Grækenland, Irland, Portugal og Rumænien**²⁴. Letland er under overvågning efter programmets gennemførelse, fordi programmet for betalingsbalancestøtte udløb den 19. januar 2012 og derfor undersøges i denne rapport.

På grundlag af den økonomiske aflæsning af resultattavlen mener Kommissionen, at det er berettiget at foretage en dybtgående analyse af en række spørgsmål i flere medlemsstater. Den brede tilgang afspejler, at dette er den første anvendelse af overvågning under denne procedure, og at den derfor også skal dække tilpasningen til tidligere akkumulerede ubalancer. Det drejer sig om følgende medlemsstater: **Belgien, Bulgarien, Danmark, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Ungarn, Slovenien, Finland, Sverige og Det Forenede Kongerige.**

²² http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/AGS_en.pdf

²³ Se også de makroøkonomiske bilag til den årlige vækstundersøgelse: http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/annex_2_en.pdf

²⁴ Dette er også i overensstemmelse med den fremgangsmåde, der blev benyttet i Kommissionens forslag af 23. november 2011 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.

De identificerede medlemsstater har forskellige udfordringer og potentielle risici, herunder afsmittende virkninger. Nogle medlemsstater skal korrigere akkumulerede ubalancer både på den interne og den eksterne side. De bliver nødt til at reducere de høje samlede gælds niveauer og genvinde konkurrenceevnen, således at de kan forbedre deres vækstudsigter og eksportresultater. En dybtgående 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. Nogle lande oplever en hurtig tilpasning delvis som følge af indhentningsvirkninger, og denne udvikling kan kræve en nærmere undersøgelse. Til trods for generelt gode makroøkonomiske resultater udviser nogle lande en udvikling på aktivmarkederne, herunder især boligmarkedet, og en vedvarende opbygning af gæld i den private sektor, som også kræver en yderligere analyse.

Endelig tyder den økonomiske aflæsning af resultattavlens indikatorer på, at der er behov for en yderligere horisontal analyse vedrørende drivkræfterne bag og de politiske konsekvenser af **store og vedvarende overskud på betalingsbalancens løbende poster**, navnlig i nogle medlemsstater i euroområdet. I de kommende måneder vil Kommissionen foretage en yderligere vurdering af forskellene i de økonomiske resultater mellem medlemsstaterne, herunder se nærmere på de handelsmæssige og finansielle indbyrdes sammenhænge mellem underskuds- og overskudslande og undersøge behovet for yderligere at genskabe balancen i euroområdet og i den globale kontekst. Den vil også vurdere, hvilken rolle de strukturelle faktorer, herunder tjenestemarkedernes funktion - gennem deres indvirkning på det indenlandske forbrug og de indenlandske investeringer - spiller som drivkraft bag vedvarende overskud, og dermed udlede de nødvendige politiske retningslinjer. I den forbindelse vil Kommissionen også se nærmere på, hvilken rolle indhentningsprocessens virkninger spiller.

Inden for rammerne af den multilaterale overvågning og i overensstemmelse med artikel 3, stk. 4, 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 dybtgående undersøgelser vedrørende de relevante medlemsstater.