



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 5.3.2014
COM(2014) 150 final

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN

TILL EUROPAPARLAMENTET, RÅDET OCH EUROGRUPPEN

**Resultaten av de fördjupade granskningarna enligt förordning (EU) nr 1176/2011 om
förebyggande och korrigerande av makroekonomiska obalanser**

I detta meddelande sammanfattas resultaten av de fördjupade granskningarna som har till syfte att bedöma huruvida det föreligger obalanser och alltför stora obalanser i ett antal EU-medlemsstater. (*) Det behandlar även de makroekonomiska obalansernas betydelse på euroområdesnivå och diskuterar hur många politiska utmaningar måste hanteras i ett sammanhang som inbegriper hela euroområdet. Som ett bidrag till en integrerad övervakning omfattar meddelandet även en diskussion om den finanspolitiska utvecklingen: för de länder som berörs uppdaterar kommissionen den bedömning den gjorde i november 2013 när den diskuterade förslagen till budgetplaner. (**)

De fördjupade granskningarna diskuterar de viktigaste inslagen i medlemsstaternas ekonomier, särskilt utvecklingen i bytesbalansen, besparingar och investeringar, effektiva växelkurser, exportmarknadsandelar, kostnadsrelaterad och icke-kostnadsrelaterad konkurrenskraft, produktivitet, privata och offentliga skulder, bostadspriser, kreditflöden, finansiella system, arbetslöshet och andra variabler. Bedömningen av obalanser eller alltför stora obalanser tar hänsyn till situationen i varje ekonomi vid en given tidpunkt, dynamiken för vart och ett av dessa problem samt vid behov aktuella politiska åtgärder.

De fördjupade granskningarna visar att de utmaningar som EU:s ekonomier står inför har förändrats. När förfarandet vid makroekonomiska obalanser (MIP) infördes och under de tidigare genomförandeomgångarna var de centrala utmaningarna kopplade till ohållbara underskott i bytesbalansen, minskad konkurrenskraft till följd av tidigare mycket dynamiska arbetskraftskostnader, privata skulder och höga bostadspriser. Nu rör de stora gränsöverskridande frågorna också den inverkan som den minskade skuldsättningen i många länder har på tillväxten på medellång sikt, de privata och offentliga skuldernas och utlandsskuldens hållbarhet i ett sammanhang med mycket låg inflation, behovet av att garantera ett tillräckligt kreditflöde till lönsamma verksamheter – särskilt inom icke-handelsvarusektorn – i de sårbara ekonomierna i ett fragmenterat finansiellt system. samt de mycket höga arbetslöshetsnivåerna i många ekonomier.

På grundval av de fördjupade granskningarna har kommissionen konstaterat obalanser i **Belgien, Bulgarien, Tyskland, Irland, Spanien, Frankrike, Ungern, Nederländerna, Slovenien, Finland, Sverige och Förenade kungariket**. Bland dessa medlemsstater har alltför stora obalanser konstaterats i **Kroatien, Italien och Slovenien**. När det gäller **Spanien** anser kommissionen att en betydande anpassning har skett under det gångna året, och om den nuvarande trenden fortsätter kommer obalanserna att fortsätta att minska över tiden. Samtidigt som detta ligger till grund för slutsatsen att obalanserna inte längre är alltför stora i den mening som avses i förfarandet vid makroekonomiska obalanser, betonar kommissionen att betydande risker kvarstår.

Orsakerna till obalanserna och de risker de ger upphov till skiljer sig från en ekonomi till en annan. Politiken bör anpassas till utmaningarna i varje enskild ekonomi, och lämplig övervakning är nödvändig. I linje med rådets rekommendation till euroområdet har kommissionen för avsikt att sätta igång en särskild övervakning av de policylösningar som rekommenderas av rådet till medlemsstater med alltför stora obalanser (**Kroatien, Italien och Slovenien**) samt de länder vars obalanser kräver policyåtgärder (**Irland, Spanien och Frankrike**). (***) När det gäller **Irland** och **Spanien** kommer denna övervakning att baseras på fortsatt övervakning efter avslutat program.

För **Danmark** och **Malta** anser kommissionen att riskerna ha minskat eller kontrolleras bättre jämfört med förra året. Obalanser i den mening som avses enligt förfarandet vid makroekonomiska obalanser är inte längre aktuella i dessa länder. Även om ett antal inslag i **Luxemburgs** ekonomi, bland annat landets stora finansiella sektor, kräver uppmärksamhet utgör de inte obalanser i den mening som avses enligt förfarandet vid makroekonomiska obalanser. (****)

En starkt återhämtning och ett kraftfullt genomförande av politiken bör göra det lättare att avhjälpa obalanser och alltför stora obalanser i andra ekonomier under de kommande åren. Detta till trots har obalanserna blivit varaktiga fenomen och det kan ta tid innan en ändamålsenlig politik resulterar i en avgörande minskning av de makroekonomiska risker som övervakas enligt förfarandet vid makroekonomiska obalanser. Att obalanser eller alltför stora obalanser konstateras i en ekonomi under flera år innebär alltså inte någon dom över den politik som förs, utan är snarare en signal om att riskerna består och att en kraftfull övervakning av obalanserna och ett relevant genomförande av

politiken är nödvändig. Det bör dock noteras att i vissa länder kan ihållande obalanser vara knutna till ett långsamt genomförande av de landsspecifika rekommendationerna inom ramen för den europeiska planeringsterminen.

När det gäller den finanspolitiska utvecklingen har situationen fortsatt att förbättras både i EU och euroområdet tack vare fortsatta konsolideringsansträngningar. De senaste prognoserna visar dock att det för **Frankrike** och **Slovenien** finns en risk för att konsolideringsinsatserna kanske inte är tillräckligt kraftfulla för att garantera att korrigeringen av det alltför stora underskottet fortfarande är på rätt spår. Därför riktar kommissionen rekommendationer enligt artikel 11 förordning (EU) nr 473/2013 till dessa medlemsstater.

Kommissionen förväntar sig att medlemsstaterna beaktar resultaten från de fördjupade granskningarna och de finanspolitiska prognoserna i sina nationella reformprogram och i stabilitets- och konvergensprogrammen. Medlemsstater med alltför stora obalanser bör framför allt fastställa heltäckande och detaljerade politiska åtgärder i sina kommande nationella reformprogram och stabilitets- och konvergensprogram. För att utforma de åtgärder som behövs är kommissionen beredd att bedriva ett nära samarbete med dessa medlemsstater, med full hänsyn tagen till nationella förfaranden. De två medlemsstater till vilken meddelandet riktar en rekommendation för att garantera att korrigeringen av det alltför stora underskottet fortfarande är på rätt spår väntas rapportera om åtgärder föranledda av en sådan rekommendation i ett särskilt avsnitt i sina stabilitetsprogram. Samtliga medlemsstaters nationella reformprogram och stabilitets- och konvergensprogram kommer att bedömas inom ramen för det europeiska terminen för samordningen av den ekonomiska politiken för att avgöra om de är tillräckliga med hänsyn till utmaningarna. För de medlemsstater som har alltför stora obalanser (Italien, Kroatien, Slovenien) skulle kommissionen, om den anser att de politiska åtgärder som föreslås är otillräckliga med tanke på svårigheterna, föreslå för rådet att den berörda medlemsstaten vidtar korrigerande åtgärder inom ramen för den korrigerande delen av förfarandet vid makroekonomiska obalanser. Om nödvändigt kommer också åtgärder enligt förfarandet vid alltför stora underskott att vidtas i början av juni.

(*) Genom detta meddelande fullgörs kraven i artiklarna 6.1 och 7.1 i förordning (EU) nr 1176/2011, enligt vilka kommissionen ska informera Europaparlamentet, rådet och Eurogruppen om resultatet av de fördjupade granskningarna. De fördjupade granskningarna för 17 medlemsstater offentliggörs samtidigt med detta meddelande (se *European Economy-Occasional Papers*). Enligt förfarandet vid makroekonomiska obalanser avses med obalanser sådana trender som ger upphov till en utveckling som negativt påverkar funktionen hos en medlemsstats ekonomi eller den monetära unionen eller unionen som helhet; med alltför stora obalanser avses allvarliga obalanser, inbegripet obalanser som skulle kunna äventyra den ekonomiska och monetära unionens korrekta funktion.

(**) COM(2013) 900, 15.11.2013.

(***) Se rekommendation nr 5 i rådets rekommendation (2013/C 217/24) av den 9 juli 2013 (EUT C 217, 23.7.2013, s. 97).

(****) I rapporten om förvarningsmekanismen i november 2013 bedömde kommissionen att ingen särskild åtgärd inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser krävdes för Tjeckien, Estland, Lettland, Litauen, Österrike, Polen och Slovakien. Den makroekonomiska övervakningen av alla dessa medlemsstater kommer att fortsätta inom ramen för den europeiska planeringsterminen. Vidare kommer förfarandet vid makroekonomiska obalanser inte att tillämpas för de medlemsstater som genomför makroekonomiska anpassningsprogram som får finansiellt stöd: Grekland, Cypern, Portugal och Rumänien. En skärpt övervakning av deras obalanser och policy kommer att fortsätta inom ramen för deras program.

ÖVERSIKTSTABELL
INTEGRERAD ÖVERVAKNING AV MAKROEKONOMISKA OCH FINANSPOLITISKA OBALANSER
(Medlemsstater för vilka en fördjupad granskning har utarbetats)

	Förfarande vid makroekonomiska obalanser (MIP)		Stabilitets- och tillväxtpakten (SGP)
	Konstaterande	Uppföljning	
BE	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2013
BG	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor	Ännu ej vid målet på medellång sikt
DE	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor	Överträffar målet på medellång sikt
DK	Ingen obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2013
IE	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor. Särskild övervakning: övervakning efter avslutat program	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2015
ES	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor. Särskild övervakning: övervakning efter avslutat program	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2016
FR	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor. Särskild övervakning att sätta igång	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2015 Kommissionen antar idag en rekommendation (*)
HR	Alltför stora obalanser	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor. Beslut i juni om nästa steg inom ramen för MIP. Särskild övervakning att sätta igång	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2016
IT	Alltför stora obalanser	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor. Beslut i juni om nästa steg inom ramen för MIP. Särskild övervakning att sätta igång	Ännu ej vid målet på medellång sikt
LU	Ingen obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen	Överträffar målet på medellång sikt
HU	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor	Ännu ej vid målet på medellång sikt
MT	Ingen obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2014
NL	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2014
SI	Alltför stora obalanser	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor. Beslut i juni om nästa steg inom ramen för MIP. Särskild övervakning att sätta igång	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2015 Kommissionen antar idag en rekommendation (*)
SE	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor	Överträffar målet på medellång sikt

FI	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor	Ännu ej vid målet på medellång sikt
UK	Obalans	Rekommendationer som ska antas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, bland annat om MIP-relaterade frågor	Alltför stort underskott, tidsfrist för korrigering: 2014-5

(*) Rekommendationerna in ramen för paketet med två lagstiftningsakter (förordning nr 473/2013) om de åtgärder som bör vidtas för att säkerställa en snabb korrigering av det alltför stora offentliga underskottet avser endast medlemsstaterna i euroområdet.

Målet på medellång sikt: Mål för de offentliga finanserna på medellång sikt.

De medlemsstater i euroområdet som omfattas av en fördjupad granskning är skuggade.

1. INLEDNING OCH VIKTIGASTE RESULTAT

Under de senaste åren har EU:s ekonomiska styrning förstärkts betydligt. Den omfattar nu en sammanhängande årlig cykel för samordning av den ekonomiska politiken i Europa, med mer integrerade åtgärder för euroområdet. Den europeiska planeringsterminen har blivit avgörande för genomförandet av reformer och garanterar att medlemsstaterna samordnar sin ekonomiska politik och sina insatser för att främja tillväxt och sysselsättning¹.

Förfarandet vid makroekonomiska obalanser (MIP) utgör – tillsammans med den förstärkta stabilitets- och tillväxtpakten med fokus på hållbara offentliga finanser – kärnan i EU:s förstärkta ram för ekonomisk styrning. Förfarandet vid makroekonomiska balanser (MIP) är utformat för att hjälpa till att upptäcka, förebygga och åtgärda problem i ett tidigt skede. Vid ingången av det fjärde europeiska planeringsterminen i november 2013 granskade kommissionen i sin rapport om förvarningsmekanismen samtliga EU:s medlemsstater för eventuella makroekonomiska obalanser på grundval av en ”resultattavla” för olika indikatorer och identifierade 16 fall där en fördjupad granskning var motiverad. Efter det framgångsrika genomförandet av sitt makroekonomiska saneringsprogram är också Irland inbjudet till Ekofin-rådets möte i februari 2014. På grundval av dessa fördjupade granskningar drog kommissionen slutsatser om förekomsten av obalanser och om obalansernas art.

Generellt visar analysen att makroekonomiska obalanser, som byggts upp under många år, är gradvis avtagande. Obalanserna anses inte längre vara alltför stora i ett land, medan obalanser inte längre anses föreligga i två andra. I vissa fall har dock nya problem uppstått som kräver större uppmärksamhet. Kommissionen förväntar sig att dessa tre medlemsstater, för vilkas del det har konstaterats att obalanserna är alltför stora, kommer att agera snabbt och beslutsamt och inkludera genomgripande och detaljerade politiska åtgärder i sina kommande nationella reformprogram och stabilitets- och konvergensprogram. Medlemsstater för vilka kommissionen har konstaterat att det förekommer obalanser uppmanas att beakta resultaten av de fördjupade granskningarna i sina nationella reformprogram och stabilitets- och konvergensprogram. Utifrån detta underlag kommer kommissionen i juni att lägga fram politiska rekommendationer för korrigerande av befintliga obalanser och förhindrande av nya, som ett led i den europeiska planeringsterminen.

Som en del av den löpande övervakningen av skyldigheter enligt förfarandet vid alltför stora underskott använder sig kommissionen i dag också av ett nytt instrument inom ramen för den förstärkta stabilitets- och tillväxtpakten och gör två medlemsstater i euroområdet uppmärksamma på risken för bristande efterlevnad av det rekommenderade målet för de offentliga finanserna för detta år. Inom ramen för den europeiska planeringsterminen i juni kommer kommissionen att göra en ny bedömning av situationen som helhet vad gäller kraven i stabilitets- och tillväxtpakten och vid behov föreslå lämpliga åtgärder för rådet.

¹ Kommissionens meddelande ”Europa 2020 — En strategi för smart och hållbar tillväxt för alla”, COM(2014) 130, 5.3.2014.

2. EKONOMISK ÅTERHÄMTNING, MEN FORTSATT BEHOV AV REFORMER

Den ekonomiska återhämtningen vinner terräng. Enligt den senaste prognosen² kommer euroområdet att ha en tillväxt på 1,5 procent under 2014 och 2,0 procent 2015. För första gången på flera år har tillväxtprognoserna justerats uppåt för flera länder. Ett antal finanspolitiska data som har samband med obalanser, t.ex. bytesbalans och offentliga finanser, indikatorer för konkurrenskraft och handel och total skuldsättning, håller på att förbättras. I många länder har bostadspriscyklerna planat ut och vänt uppåt i måttlig grad. Arbetslösheten har stabiliserats och långsamt börjat minska i flera ekonomier, även om arbetslöshet och andra indikatorer på socialt tryck förblir alltför höga i många länder. Korrigeringen av obalanser, som är resultatet av politiskt komplexa åtgärder och socialt smärtsamma anpassningsåtgärder som vidtas av ekonomiska aktörer, har bidragit till att förbättra de grundläggande villkoren och stöttat en gradvis återhämtning, som i sin tur bidrar till att minska de makroekonomiska riskerna. Återhämtningen är emellertid fortfarande skör och ojämn. Det är först under 2014 och 2015 som EU och euroområdet kommer att vara tillbaka på de reella aktivitetsnivåer som noterades 2007, och för vissa medlemsstater kommer det att ta längre tid.

De fördjupade granskningarna visar att de utmaningar som de granskade ekonomierna står inför har förändrats. När MIP-förordningen (förordningen om förfarandet vid makroekonomiska obalanser) lades fram av kommissionen och senare antogs, och under de första två genomförandeomgångarna, var de centrala utmaningarna knutna till ohållbara underskott i bytesbalansen, minskad konkurrenskraft kopplad till tidigare mycket dynamiska arbetskraftskostnader, privata skulder och höga bostadspriser. Många "flödesobalanser", t.ex. bytesbalansunderskotten, har övervunnits men detta är ännu inte fallet med "materiella" obalanser, t.ex. skulderna mot utlandet. Nu består de stora gränsöverskridande frågorna i den kvardröjande inverkan som trycket att minska skuldsättningen i många länder har på tillväxten på medellång sikt, de privata skuldernas och utlandsskuldens hållbarhet i ett sammanhang med mycket låg inflation och långsam tillväxt, konsekvenserna av euroområdets övergång till ett relativt stort överskott i de offentliga finanserna, och nödvändigheten av att tillhandahålla krediter till lönsamma investeringar i utsatta ekonomier som påverkas av ett fragmenterat finansiellt system. Den mycket höga arbetslösheten i många ekonomier innebär en stor politisk och social utmaning.

De politiska reaktionerna på dessa föränderliga utmaningar bör också ta hänsyn till obalansernas euroområdesdimension Makroekonomiska obalanser är först och främst skadliga för de berörda medlemsstaternas ekonomier. Dessa har därför intresse av att minska de relaterade riskerna. Riskerna berör de offentliga finansernas (både gentemot omvärlden och ur ett inhemskt perspektiv) och privatekonomins hållbarhet, förmågan att konkurrera på världsmarknaderna och i slutändan även kapaciteten att generera stark tillväxt på medellång sikt och att skapa arbetstillfällen. Det ömsesidiga beroendet mellan ekonomierna innebär dock att obalanser får spridningseffekter mellan länder, och effektivitetsförluster i en medlemsstat kan leda till förlorad välfärd även i partnerländerna. Det finns flera kanaler genom vilka den makroekonomiska situationen och den politiska inriktningen i en medlemsstat påverkar dess partnerländer: handel, finansiella och monetära förbindelser, strukturreformer samt förtroende och osäkerhet.³

² Se kommissionens vinterprognos av den 25 februari 2014 i *European Economy*, 2/2014.

³ Se *Cross-Border Spillovers in Confidence, Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), s. 26-30, och *Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment, Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), 7-16, och 'The Economic Effects of Policy Uncertainty, ' box I.1 i *European Economy*, 2014 (2); s. 28-30.

Med tanke på det ömsesidiga beroendet mellan ekonomierna måste, inom ramen för förfarandet vid makroekonomiska obalanser, en rad utmaningar ses i ett sammanhang som inbegriper hela euroområdet:

- **Strategier för tillväxt.** Efter flera år av recession eller långsam tillväxt har euroområdet nu gått in i en bräcklig återhämtningsfas. Med tanke på den nära kopplingen medlemsstaterna emellan och de åtstramningar många av dem ställts inför, väntas en skjuts åt den ekonomiska aktiviteten liksom utvecklingen på medellång sikt komma från fortsatta strukturreformer i syfte att öka konkurrenskraften och främja anpassningen i de sårbara ekonomierna och, i de större och mindre skuldtyngda medlemsstaterna, från en politik inriktad på att öka den inhemska efterfrågan och den potentiella tillväxten. Åtgärder som bidrar till ökade investeringar är av avgörande betydelse eftersom de stärker efterfrågan på kort sikt och ökar den potentiella tillväxten i framtiden.⁴
- **Finansiell fragmentering** består i skillnader i funktion och effektivitet hos de finansiella marknaderna i olika jurisdiktioner. Det leder till olika räntesatser och kreditvillkor för företag och hushåll beroende på etablerings- eller bosättningsland, vilka går utöver vad som motiveras av ekonomiska fundamenta. Att se till att det finansiella systemet tillhandahåller finansiering till ekonomiskt hållbara investeringsprojekt är nödvändigt för omfördelningen av resurser mellan olika sektorer bland de mest utsatta medlemsstaterna och för att återställa smidiga finansiella flöden "utför" till euroområdets periferi.⁵
- **Skuldsättning och mycket låg inflation.** Prisstabilitet, som ECB fastställer som en inflationstakt på under men nära 2 % på medellång sikt, är viktig för tillväxten på medellång sikt. I kommissionens vinterprognos påpekas risken för en utdragen period av låg inflation, vilket kan få negativa effekter för den ekonomiska aktiviteten och skuldnivåerna. Dessutom innebär en mycket låg inflation en tillräcklig grad av nominell flexibilitet att åstadkomma en anpassning av reallönerna, vilket i vissa fall kan vara nödvändigt för att minska arbetslösheten.
- **Återbalansering i en svår ekonomisk situation.** Euroområdet genomgår en återbalanseringsprocess som har kommit långt på väg, men ännu inte nått ända fram. För några medlemsstater innebär detta att konkurrenskraften återfås genom intern devalvering, dvs. en återhållsam lönepolitik, produktivitetsvinster och minskning av andra produktionskostnader i förhållande till deras handelspartner. Detta tillsammans med en ambitiös bredare reformagenda är nödvändigt för att återfå konkurrenskraften både inom den monetära unionen och i hela världen, men till stora sociala kostnader. Vid en jämförelse med den ekonomiska anpassningen i vissa ekonomier efter inrättandet av den monetära unionen kan man säga att svårigheterna att återfå konkurrenskraften har förstärkts genom den låga ekonomiska aktiviteten i hela EU och globalt. De nödvändiga anpassningarna av arbetskraftskostnaderna beror inte enbart på den specifika situationen i varje medlemsstat, utan också på hur konkurrenternas arbetskraftskostnader inom och utanför euroområdet och eurons nominella växelkurs utvecklas. Eurons växelkurs utgör inte ett politiskt mål. Trycket uppåt på växelkursen skulle kunna vara resultatet av en intern utveckling eller av den externa utvecklingen. Det finns en risk för att den ökade konkurrenskraft som uppnåtts genom en mycket svår anpassning av politiken kan

⁴ Se 'The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade' och 'The Growth Impact of Structural Reforms,' *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), 7–16 och 17–27, och 'Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU,' box I.2 i *European Economy*, 2014 (2); s. 31–4.

⁵ Se *Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States*, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), s. 19–25, och *Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions*, ruta I.2, *European Economy*, 2013 (7); s. 20–3

omintetgöras av en uppskrivning av eurons nominella växelkurs. Samtidigt som den totala efterfrågan i euroområdet fortfarande är svag förväntas enligt kommissionens vinterprognos återhämtningen i allt större utsträckning drivas på av inhemsk efterfrågan och att sprida sig mellan medlemsstater, vilket kan bidra till att minska trycket uppåt.

Åtgärder för att hantera makroekonomiska obalanser och skillnader i konkurrenskraft krävs i alla medlemsstater, särskilt i euroområdet. Enligt de särskilda rekommendationerna för medlemsstaterna inom euroområdet⁶ bör dessa vidta åtgärder individuellt och kollektivt inom ramen för eurogruppen och ta ansvar för en samstämmig kollektiv politik inom euroområdet i syfte att garantera ett väl fungerande euroområde och ökad tillväxt och sysselsättning. Samordningen bör bidra till att säkerställa att den finanspolitiska konsolideringstakten differentieras i förhållande till den finanspolitiska och makroekonomiska situationen i medlemsstaterna. De finanspolitiska och produktivitetshöjande åtgärderna bör leda till ytterligare återbalansering i euroområdet och motverka snedvridning i spar- och investeringsbeteendet i medlemsstaterna. För att hantera krisens sociala konsekvenser och de stigande arbetslöshetsnivåerna krävs ytterligare reformer (t.ex. för att underlätta tillgången till sysselsättning, förhindra tidigt utträde från arbetsmarknaden, sänka arbetskraftskostnaderna och bekämpa segmenteringen av arbetsmarknaden).

Fullbordandet av bankunionen förblir en hörnsten för att återställa förtroendet för den finansiella sektorn och minska marknadsfragmenteringen. Detta kommer i sin tur att främja kreditflödet till den reala ekonomin, särskilt till små och medelstora företag, som traditionellt är mer beroende av bankfinansiering. De kommande definitionerna avseende likviditetsregler för banker i de delegerade akterna i kapitalkravslagstiftningen bör också underlätta tillgången till finansiering för den reala ekonomin. Därför måste ytterligare sanering av balansräkningar och konsolidering av banksystemet främjas. ECB:s föreståndande övergripande bedömning av bankernas balansräkningar kommer att vara av avgörande betydelse i detta avseende.

Stora medlemsstaters bidrag till tillväxten är viktig. I de största medlemsstaterna i euroområdet bör de politiska prioriteringarna ligga på följande: att stärka den inhemska efterfrågan och tillväxten på medellång sikt i *Tyskland*, att ta itu med flaskhalsar i tillväxten på medellång sikt och arbeta i riktning mot strukturreformer och finanspolitisk konsolidering i *Frankrike* och *Italien* samt att fortsätta med en ordnad minskning av utlåningsgraden och en strukturomvandling av ekonomin för hållbar tillväxt och att angripa sociala sociala problem i *Spanien*.

⁶ Rådets rekommendation (2013/C 217/24) av den 9 juli 2013 (EUT C 217, 23.7.2013, s. 97).

3. DE VIKTIGASTE RESULTATEN FÖR OLIKA LÄNDER

De fördjupade granskningarna ger en bättre insikt i utvecklingen över gränserna i ett antal fall, som redan diskuterats i rapporten om förvarningsmekanismen.⁷ Flera obalanser och risker förblir ett distinkt inslag i flera medlemsstater. De fördjupade granskningarna visar framför allt följande:

- **Stora utlandsskulder är fortfarande en sårbarhet.** Under de senaste kvartalen har underskottet i bytesbalansen minskats ytterligare i länder som drabbades av stora underskott under perioden före krisen. I vissa länder, som t.ex. *Bulgarien, Spanien, Kroatien* och *Ungern* har bytesbalansen svängt till ett överskott, och i *Irland* och *Slovenien* till mycket stora överskott. Den förbättrade bytesbalansen i dessa medlemsstater har uppnåtts tack vare ökad konkurrenskraft, som främjats av att arbetskraftskostnaderna anpassats, men också tack vare att den inhemska efterfrågan krympt i dessa länder. Vad gäller aktier förblir nettoutlandsskulden fortfarande mycket hög i en del av de länder som är föremål för granskning. Detta gäller särskilt *Irland, Spanien, Kroatien* och *Ungern*, där den negativa finansiella utlandsnettoställningen (NIIP) ligger nära eller högre än årlig BNP, men den negativa finansiella utlandsnettoställningen är också mycket hög i *Bulgarien*. Oron över hållbarheten i betalningsbalansen varierar mellan olika länder och beror också på vilken typ av brutto- och nettoskulder de har. Den höga andelen utländska direktinvesteringar reducerar till exempel riskerna i *Bulgarien, Irland* och *Ungern*⁸. En stor del av förbättringen i bytesbalansen har inte varit cyklisk och väntas därför inte försvinna i och med återhämtningen.⁹ För att säkerställa hållbarhet i betalningsbalansen i de mest skuldsatta ekonomierna måste justeringen av bytesbalansen fortsätta, vilket innebär att överskott eller små underskott kommer att kvarstå under en längre tidsperiod. Den strukturella minskningen i efterfrågan i de mest utsatta länderna illustrerar behovet av produktivitetsökningar stödda av tillväxtfrämjande reformer – annars kommer den ekonomiska aktiviteten att förbli svag under lång tid, särskilt i de mest skuldsatta ekonomierna.
- **Under de senaste åren har det skett betydande försämringar av externa flöden i några länder.** Detta gäller Frankrike och Förenade kungariket: det senare landet har för närvarande det största underskottet i bytesbalansen i EU. Även om dessa ekonomier har en relativt låg nettoutlandsskuld och deras externa hållbarhet inte är hotad, kan ökande skillnader medföra särskilda risker för dem om deras bytesbalansunderskott fortsätter att öka.
- **Ihållande mycket stora överskott i bytesbalansen speglar ofta en dämpad dynamik vad gäller inhemsk efterfrågan.** Ett land med ett överskott i bytesbalansen överför konsumtion från i dag till i morgon genom att investera i utlandet. Ett land med ett underskott i bytesbalansen kan i sin tur öka sina investeringar eller sin konsumtion i dag, men måste föra över framtida inkomster till utlandet för att lösa in sin utlandsskuld.¹⁰ Överskotten är mycket höga i *Tyskland, Luxemburg, Nederländerna* och *Sverige*, och överskottet i Danmark är också högt. Deras överskott är förknippade med stark exportutveckling jämfört med importen, och den måttligare importökningen är i linje med den inhemska efterfrågan. Ackumuleringen av måttliga överskott är en välkommen

⁷ COM(2013) 790 final, 13.11.2013.

⁸ Se *The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area, Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), s. 17-25.

⁹ Se 'The Cyclical Component of Current Account Balances,' box I.3 i *European Economy*, 2014 (2); s. 35-8.

¹⁰ Se *Current Account Surpluses in the EU, European Economy*, 2012 (9).

utveckling med hänsyn till behovet att spara en del av statsbudgetens inkomster för att hantera utmaningar i samband med den demografiska utvecklingen¹¹ och för att förfoga över besparingar att investera utomlands. I den mån de stora överskotten är en följd av stora inhemska investeringsgap dämpar de också de ekonomiska utsikterna på medellång och lång sikt. Överskottens utseende och art är inte identiska i alla dessa länder. I *Danmark, Nederländerna* och *Sverige*, där hushåll och icke-finansiella företag registrerar en hög skuldsättningsgrad, är överskotten knutna till minskad skuldsättning medan detta i mycket mindre utsträckning gäller *Tyskland*. Tysklands handelsöverskott gentemot resten av världen har ökat, medan det har minskat gentemot övriga länder i euroområdet. Det senare är en positiv utveckling, men måste ses i sitt sammanhang: förändringen i förhållande till euroområdet beror mer på en minskning av importen till euroområdets periferi än på en ökning av den *tyska* importen. Dessutom beror en del av minskningen av överskottet inom euroområdet på andra "överskottsländer". En ökning av den inhemska efterfrågan genom ökade investeringar skulle minska överskottet, ge fart åt den potentiella tillväxten och kunna bidra till återhämtningen och den pågående anpassningen i euroområdet.

- **Den kostnadsrelaterade konkurrenskraften förblir en viktig fråga.** Detta gäller särskilt de länder som tidigare hade det största underskottet i bytesbalansen och måste skydda betalningsbalansens hållbarhet, t.ex. *Bulgarien, Spanien* och *Ungern*, eller som har haft stora förluster av marknadsandelar under de senaste åren, t.ex. *Kroatien, Italien* och *Finland*. Konkurrenskraft och exportresultat är av särskild relevans för de ekonomiska utsikterna i flera ekonomier eftersom nettoexport eller exportinriktade investeringar, mot bakgrund av behovet av att minska skuldsättningen i den privata sektorn och att konsolidera de offentliga finanserna, sannolikt kommer att vara de viktiga efterfrågekomponenter som kan stödja tillväxten på medellång sikt. Enhetsarbetskostnaderna (ULC) fortsätter att anpassas i flera medlemsstater som påverkas mest av konkurrenskraft och arbetslöshet. Bland de medlemsstater som är föremål för granskning har den största anpassningen under de senaste åren ägt rum i *Irland* och *Spanien*. Anpassningen av enhetsarbetskostnaderna har drivits på av ett intensivt marknads- och konkurrenstryck som lett till sänkta nominella löner inom flera sektorer, förluster av arbetstillfällen men även produktivitetsförbättringar. Anpassningen har relativt sett varit mycket mindre omfattande i *Frankrike, Italien* och *Slovenien*. I flera länder har enhetsarbetskostnaderna sjunkit med mer än export- och BNP-deflatorerna. Detta kan vara förenligt med återbalanseringen under förutsättning att ökade prishöjningar stimulerar de sektorer som är exponerade för internationell handel att växa.¹² Trots den pågående anpassningen av reallönerna har anpassningen av arbetsmarknaden hittills skett främst i termer av förlorade arbetstillfällen och kraftigt reducerade möjligheter att hitta arbete. Detta resulterade i kraftiga öknings av arbetslösheten och en övergripande ökning av arbetslöshetsperiodernas längd¹³ med sociala konsekvenser och konsekvenser för den potentiella tillväxten som måste beaktas i de politiska åtgärderna.
- **De fördjupade granskningarna betonar även den icke kostnadsrelaterade konkurrenskraftens roll.** För de flesta medlemsstater förefaller den icke kostnadsrelaterade konkurrenskraften vara lika viktig för att förklara handelsresultaten som den kostnadsrelaterade. I de icke kostnadsrelaterade faktorerna ingår exportens sammansättning och tekniska innehåll, geografisk diversifiering av exporten, företagens

¹¹ Se *Ageing Report, European Economy*, 2012(2) och *Fiscal Sustainability, European Economy*, 2012(8).

¹² Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), s. 19–25.

¹³ Se *Labour market developments in Europe, European Economy*, 2013 (6).

struktur, företagsklimat och innovation. I de fördjupade granskningarna diskuteras hur medlemsstater som *Belgien, Danmark, Italien, Frankrike, Kroatien, Ungern, Finland* och *Förenade kungariket* klarar utmaningen att förbättra sina exportresultat och återställa den icke kostnadsrelaterade konkurrenskraften. Exporten av tjänster kompenserar ofta sämre resultat inom exporten av varor för flera av länderna som omfattats av fördjupad granskning, t.ex. *Belgien, Danmark, Kroatien, Luxemburg, Sverige, Slovenien* och *Förenade kungariket*. Stagnerande produktivitetstillväxt har identifierats som ett utdraget problem i *Belgien* och *Italien*, vilket förvärrar de risker som är förenade med yttre eller inre obalanser. Det är avgörande med förbättringar både i den kostnadsrelaterade och den icke kostnadsrelaterade konkurrenskraften, mot bakgrund av den nedåtgående trenden i världsexportmarknadsandelar bland de utvecklade ekonomierna.

- **Minskad skuldsättning inom den privata sektorn är på gång, men skuldsättningen är fortsatt hög i flera ekonomier.** Hushållens och de icke-finansiella företagens, men även de finansiella bolagens, behov att minska sina balansräkningar och få ned sina skulder har haft en negativ inverkan på den privata konsumtionen och privatinvesteringarna. Kreditflödet till den privata sektorn har drabbats av ogynnsamma villkor vad gäller tillgång och efterfrågan.¹⁴ De senare omfattar minskad skuldsättning inom själva finanssektorn, en fragmenterad finansiell sektor och kvardröjande politisk osäkerhet, vilket påverkat investeringsbesluten. Den låga nivån när det gäller företagsinvesteringar hindrar överföringen av resurser till de mest produktiva sektorerna och exportindustrin, och hämmar tillväxten på medellång sikt.¹⁵ Samtidigt har minskningen av hushållens och de icke-finansiella och finansiella bolagens skuldsättning bidragit till att minska underskottet i bytesbalansen i flera medlemsstater under granskning, t.ex. *Spanien* och *Slovenien*, och bidragit till de stora överskotten i *Danmark, Nederländerna* och *Sverige*. Vidare kan den låga inflationstakt som för flera medlemsstater är ett viktigt inslag i strategin för att återfå konkurrenskraften gå stick i stäv med ansträngningen att minska skuldsättningen inom den privata sektorns i vissa länder.
- **Anpassningen på bostadsmarknaden förefaller att ha planat ut i ett antal länder.** De flesta av EU:s bostadsmarknader har befunnit sig i anpassningsfas efter en särskilt långdragen hausse i bostadssektorn. I vissa länder, särskilt *Danmark, Irland, Spanien* och *Nederländerna*, har den kumulerade minskningen i realpriset för bostadstillgångar varit betydande. I *Spanien* och *Irland* har anpassningen av bostadspriserna gått hand i hand med nedskärningarna i byggsektorn, vilket förvärrat arbetslösheten. Detta bidrog till en ökning av nödlidande lån och en försämring av bankernas balansräkning, vilket kräver skärpta bestämmelser och överföring av problematiska tillgångar till särskilda kapitalförvaltningsföretag. Medan ytterligare justeringar nedåt inte kan uteslutas för vissa länder under granskning, tyder de uppgifter som finns tillgängliga på att cykeln nu nått botten för de flesta länder och att det även skett en måttlig tillväxt, som i *Luxemburg, Malta, Sverige* och *Förenade kungariket*.

¹⁴ Se *Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States, Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), s. 19-25, och *Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics, Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), s. 26-32.

¹⁵ Se *Product Market Review: Financing the Real Economy, European Economy*, 2013 (8), *Financial Dependence and Growth, Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), s. 7-18, och *Firms' Investment Decisions in Vulnerable Member States, Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), s. 29-35.

- **Arbetslösheten och andra indikatorer på social stress är fortfarande mycket höga¹⁶.** Arbetslösheten ökade kraftigt, i synnerhet i länder som berörs av försämringar i bytesbalansen, och skillnaderna mellan medlemsstaterna är också mycket stora. Framför allt ungdomsarbetslösheten och långtidsarbetslösheten är ett problem, men den bristande överensstämmelsen mellan utbud och efterfrågan på arbetskraft måste också tacklas. Sedan mitten av 2013 har det emellertid synts vissa tecken på stabilisering och försiktiga minskningar i arbetslöshetsnivån i vissa medlemsstater, t.ex. *Bulgarien, Irland, Ungern* och *Förenade kungariket*. I den mån försämringar av bytesbalansen leder till en fortsatt nedgång i investeringar och produktivitet kan en minskning av arbetslösheten kräva att löneutvecklingen är i linje med produktiviteten, till stöd för såväl konkurrenskraft som samlad efterfrågan.

De senaste prognoserna visar att den finanspolitiska anpassningen beräknas börja gå långsammare i EU och euroområdet. Detta är möjligt tack vare de stora konsolideringsinsatserna de senaste två åren. I de flesta medlemsstaterna finns det dock fortfarande ett behov av att intensifiera konsolideringen av de offentliga finanserna.

- **Den finanspolitiska konsolideringen har saktat ned medan den offentliga skuldkvoten når sin topp år 2014.** Under 2013 har de offentliga finanserna fortsatt att förbättras både i EU och euroområdet tack vare fortsatta konsolideringsansträngningar. Under 2014 väntas anpassningstakten minska. Den pågående konsolideringen och den ekonomiska återhämtningen bör emellertid göra det möjligt att ytterligare minska de totala underskotten. När det gäller de strukturella anpassningarna var ansträngningarna i de flesta medlemsstater tillfredsställande under 2013. Både i EU och i euroområdet beräknas skuldkvoten i förhållande till BNP öka ytterligare under 2013 och i en något lägre takt under 2014, då den förväntas nå sin topp.
- **Det är tvivelaktigt om konsolideringen är stark nog i vissa medlemsstater för att garantera att korrigeringen av det alltför stora underskottet fortfarande är på rätt spår.** Det är särskilt fallet när det gäller *Frankrike* och *Slovenien*. För dessa länder antar kommissionen rekommendationer där regeringarna uppmanas att ta itu med situationen i ett tidigt skede. När det gäller *Italien*, som inte uppvisar ett alltför stort underskott, pekar prognoserna på ett behov av ytterligare konsolideringsinsatser för att säkerställa den nödvändiga skuldminskningen. När det gäller länder utanför euroområdet riskerar *Kroatien* att missa målen både avseende det totala underskottet och strukturanpassningen om den nuvarande trenden fortgår och om inga ytterligare åtgärder vidtas. I *Ungern* som inte har något alltför stort underskott, är det strukturella saldot på väg att bli mer expansivt, vilket kan äventyra skuldminskningen.

4. SLUTSATSER OM DE ENSKILDA MEDLEMSSTATERNA

De obalanser som fjorton medlemsstater erfar är inte av samma slag. På grundval av den analys som redovisas i detalj i de fördjupade granskningarna anser kommissionen att det finns obalanser i *Belgien, Bulgarien, Tyskland, Irland, Spanien, Frankrike, Kroatien, Italien, Ungern, Nederländerna, Slovenien, Finland, Sverige* och *Förenade kungariket*. Bland dessa medlemsstater har alltför stora obalanser konstaterats i *Kroatien, Italien* och *Slovenien*. När det gäller *Spanien* anser kommissionen att en betydande anpassning har skett under det

¹⁶

Se även kommissionens meddelande "Stärka den sociala dimensionen av den ekonomiska och monetära unionen," COM(2013) 690, 2.10.2013 och "Utkast till gemensam rapport om sysselsättningen 2014," COM(2013) 801 final, 13.11.2013.

gångna året, och om den nuvarande trenden fortsätter kommer obalanserna att fortsätta att minska över tiden. Samtidigt som detta kan ligga till grund för slutsatsen att obalanserna i *Spanien* inte längre är alltför stora i den mening som avses i förfarandet vid makroekonomiska obalanser, betonar kommissionen att risker kvarstår. Det faktum att obalanserna och de alltför stora obalanserna är av olika art i olika medlemsstater (även i fråga om finanspolitiskt utrymme och stadium i övervakningsprocessen) betyder att de strategiska åtgärder som ska utarbetas av medlemsstaterna i samarbete med kommissionen bör anpassas till varje lands specifika behov.

- **Belgien** fortsätter att ha *makroekonomiska obalanser, som kräver övervakning och politiska åtgärder*. Särskilt kräver utvecklingen på området extern konkurrenskraft för varor fortsatt uppmärksamhet, eftersom en bestående försämring kan komma att hota den makroekonomiska stabiliteten.

Mer specifikt kan en fortsatt försämring av konkurrenskraften, inklusive dess icke kostnadsrelaterade dimension, framkalla negativa konsekvenser för ekonomin. Förmågan att tillverka för att konkurrera internationellt har försämrats, vilket återspeglas i urholkade marginaler för producenterna och förlorade arbetstillfällen. Om det ska gå att förena höga arbetskraftskostnader med skapandet av nya hållbara arbetstillfällen och en hög levnadsstandard krävs en satsning på produkter högre upp i de globala värdekedjorna. Samtidigt måste ytterligare frikoppling mellan en snabb löne- och en långsam produktivitetstillväxt förebyggas. I detta avseende har Belgien vidtagit åtgärder som förväntas ge effekter under de kommande åren. Vill man behålla tillverkningsbasen krävs det emellertid mer ambitiösa insatser, särskilt mot bakgrund av de reformer som pågår i konkurrentländerna. Det handlar om beskattningen av arbete och att göra lönebildningen mer lyhörd för ekonomiska och sektorspecifika realiteter och att lösa de ihållande problemen med att skapa en fungerande arbetsmarknad. Belgiens höga offentliga skuld fortsätter att väcka farhågor kring de offentliga finansernas hållbarhet. På den positiva sidan kan dock nämnas att Belgien har lyckats stabilisera det offentliga underskottet, beräknas ha uppfyllt de rekommenderade underskottsmålen för 2013 och förväntas hålla underskottet under 3 procent av BNP. Vidare gör de långa genomsnittliga löptiderna, de relativt obetydliga kopplingarna till den inhemska finansiella sektorn och en relativt sund privat sektor att risken minskar för ekonomin i stort.

- **Bulgarien** fortsätter att ha *makroekonomiska obalanser, som kräver övervakning och politiska åtgärder*. Särskilt den långdragna anpassningen av arbetsmarknaden kräver politiska åtgärder, medan korrigeringen av utlandsställningen och minskningen av företagets skuldsättning framskrider väl.

Bulgarien har haft en period då landet mycket snabbt ackumulerade allt större obalanser under de goda år som sammanföll med anslutningen till EU. Det stora inflödet av utländskt kapital bidrog till en överhettning av ekonomin och en ihållande ökning av priserna på anläggningstillgångar. Bytesbalansen har vänt sedan 2009, men den ackumulerade skuldsättningen gentemot utlandet förblir hög, även om en stor andel består i utländska direktinvesteringar. Korrigeringen verkar snarast vara konjunkturoberoende, men en ytterligare minskning i utrikesskulden är beroende av att den externa konkurrenskraften upprätthålls och av en stark exportutveckling. Den pågående minskningen av de icke-finansiella företagens skuldsättning kan leda till att investeringar och tillväxt begränsas inom vissa sektorer på kort och medellång sikt. Också den svaga arbetsmarknaden som inte står öppen för alla begränsar ekonomins anpassningsförmåga och är ett av skälen till att den potentiella tillväxten hämmas. Arbetslösheten har ökat kraftigt, då nedgången inom sysselsättningen under krisen har blivit mer uttalad än vad som framgår av

produktionsminskningen. Lågutbildade och unga arbetstagare har drabbats hårdast av förlusterna av arbetstillfällen. Trots relativt låga lönekostnader, efter en kraftig ökning de senaste åren, riskerar minimigränser för länderna att leda till att de mest utsatta hamnar utanför arbetsmarknaden. Samtidigt har arbetsmarknadspolitiken hittills inte varit tillräckligt aktiv och utbildningssystemet inte varit tillräckligt effektivt för att kunna underlätta anpassningsprocessen, och hämmar en uppbyggnad av humankapitalet på bred bas.

- **Tyskland** har *makroekonomiska obalanser som kräver övervakning och politiska åtgärder*. Framför allt har bytesbalansen ihållande uppvisat ett mycket stort överskott, vilket återspeglar en hög konkurrenskraft, samtidigt som stora besparingsbelopp investerats i utlandet. Det är också ett tecken på att den inhemska tillväxten har förblivit dämpad och att ekonomiska resurser kanske inte fördelats på ett effektivt sätt. Även om överskott i bytesbalansen inte kan jämföras med riskerna med stora underskott, förtjänar överskottets storlek och varaktighet i Tyskland noggrann uppmärksamhet. Med tanke på den tyska ekonomins storlek är det särskilt viktigt att agera för att minska risken för negativa effekter på den inhemska ekonomins och euroområdet funktion.

Mer specifikt har relativt låga privata och offentliga investeringar tillsammans med dämpad privat konsumtion under en längre period bidragit till anspråkslös tillväxt, en fallande trend för tillväxten, ekonomins ökande beroende av extern efterfrågan och uppbyggnaden av ett överskott i bytesbalansen. Utmaningen är därför att identifiera och genomföra åtgärder som bidrar till att stärka den inhemska efterfrågan och tillväxtpotentialen i ekonomin. Ökade investeringar i humankapital och främjande av effektivitetsvinster inom alla sektorer av ekonomin, bland annat genom att frigöra tillväxtpotentialen inom tjänstesektorn, som också skulle bidra till att ytterligare öka utbudet på arbetskraft, är centrala politiska utmaningar.

- **Irland:** Det nyligen avslutade makroekonomiska anpassningsprogrammet var avgörande för att hantera de ekonomiska riskerna och minska obalanserna. De återstående makroekonomiska *obalanserna kräver dock särskild övervakning och beslutsamma politiska åtgärder*. Särskilt utvecklingen inom den finansiella sektorn, den privata och offentliga sektorers skuldsättning och, kopplat till detta, de höga brutto- och nettoskuldena till utlandet innebär tillsammans med situationen på arbetsmarknaden att risker kvarstår. Kommissionen kommer att inleda en särskild övervakning av genomförandet av politiken, och kommer att rapportera regelbundet till rådet och Eurogruppen. Denna övervakning kommer att bygga på fortsatt övervakning efter avslutat program.

Mer specifikt erfor Irland en kollaps på fastighetsmarknaden med början 2007, och åtgärder för att hantera förluster i banker och en nedgång i statsinkomsterna gav upphov till allvarliga problem för de offentliga finanserna. Till följd av en förlust av marknadstillträde sökte Irland internationellt finansiellt stöd i slutet av 2010. Irland har hela tiden uppvisat goda resultat när det gäller att genomföra programmet, som slutfördes 2013. De finanspolitiska konsolideringsmålen inom ramen för programmet har uppnåtts och Irland har förbättrat sina inhemska finanspolitiska regler och institutioner. Vidare beräknas det totala underskottet uppnå målen för 2013 och 2014. Skuldminskningarna för bankerna har uppnåtts och kapitaltäckningskvoten har förbättrats. Den finansiella tillsynen och regleringen har stärkts. Hushållen har ökat sitt sparande i syfte att minska skuldsättningen. Arbetsmarknadsreformerna har bidragit till en minskning av arbetslösheten. Bostadspriserna har också stabiliserats och har visat tecken på återhämtning. Ändå behövs ytterligare framsteg eftersom statsskulden liksom utlandsskulden förblir mycket hög, den

finansiella sektorn är sårbar med en hög andel nödlidande lån och både långtids- och ungdomsarbetslösheten förblir höga.

- **Spanien** har *makroekonomiska obalanser som kräver särskild övervakning och kraftfulla politiska åtgärder*. Tydliga framsteg har gjorts på flera områden med anpassningen av de obalanser som förra året konstaterades vara alltför stora, och hoten mot en återgång till positiv tillväxt har minskat. Obalansernas omfattning och den nära kopplingen dem emellan, särskilt vad gäller den inhemska och externa skuldsättningen, innebär att risker fortfarande kvarstår. Kommissionen kommer att fortsätta den särskilda övervakningen av genomförandet de politiska åtgärderna i rådets rekommendation till Spanien inom ramen för den europeiska planeringsterminen, och kommer att regelbundet rapportera till rådet och Eurogruppen. Denna övervakning kommer att bygga på fortsatt övervakning efter avslutat program.

Mer specifikt har anpassningen stöttats av kraftfulla politiska åtgärder på EU-nivå och från Spaniens sida. Särskilt rekapitaliseringen och omstruktureringen av svagare banker har skingrat farhågorna kring den finansiella sektorn systemiska funktion och möjliggjort ett smidigt avslutande av programmet för finansiellt stöd i början av 2014. Underskottet i bytesbalansen har omvandlats till ett överskott som ett resultat av en kombination av minskad import och stark export, stöttat av vinster i fråga om konkurrenskraft. Bostadsmarknaden har närmat sig stabilisering. De grava förlusterna inom sysselsättningen förefaller nu upphöra. På det politiska planet har de omfattande strukturreformer som anges i 2013 års nationella reformprogram till största del slutfört ur rättslig synpunkt och uppmärksamheten riktas nu mot den stora utmaning som består i genomförandet. Denna positiva utveckling har lett till ett starkt återvändande förtroende som visar sig i sänkningen av riskpremierna, de återvändande av inflödena av utländskt kapital och det ökande förtroendet från företagets och konsumenternas sida.

Anpassningen är dock ännu långt ifrån avslutad och svagheter kvarstår. Mer specifikt fortsätter mycket höga privata och offentliga skulder, både inhemska och gentemot utlandet, att medföra risker för tillväxten och den finansiella stabiliteten. Trots den senaste tidens nedgång ligger arbetslösheten kvar på alarmerande nivåer. Omorienteringen av produktionssystemet till exportsektorerna och den återvunna internationella konkurrenskraften måste upprätthållas för att minska den mycket stora ackumulerade skuldsättningen gentemot utlandet och den börda som den medför i form av negativa inkomstflöden ut till resten av världen. Balansräkningsjusteringarna i den privata sektorn fortskrider, men en hög arbetslöshet och fallande inkomster har begränsat skuldminskningstakten för hushållen. De icke-finansiella företagen har minskat sin skuldsättning i en något mer jämn takt. Framöver är utmaningen att garantera att minskningen av skuldsättningen går hand i hand med positiva kreditflöden till finansiellt sunda låntagare. Hindren för väl fungerande produkt- och finansmarknader måste undanröjas då detta tillsammans med effektiva insolvensförfaranden skulle kunna minska den bromseffekt som låneminskningarna har på tillväxten. På arbetsmarknaden skulle ytterligare reformer kunna vidtas som bygger på de positiva effekterna av de nyligen genomförda reformerna rörande intern flexibilitet och lönesättning. Slutligen har omfattande inkomstbortfall, ökade sociala utgifter samt kostnader för rekapitaliseringen av banker lett till en betydande påfrestning i form av underskott i de offentliga finanserna och en offentlig skuld som snabbt ökar till höga nivåer. Underskottsmålet för 2013 års offentliga finanser kan ha missats, även om de förbättrade makroekonomiska utsikterna bör göra det möjligt för Spanien att uppfylla målet för 2014. För att säkerställa en minskning

av statsskulden på medellång sikt kommer det att krävas långtgående finanspolitiska ansträngningar.

- **Frankrike** fortsätter att ha *makroekonomiska obalanser som kräver särskild övervakning och politiska åtgärder*. Särskilt försämringen i handelsbalansen och av konkurrenskraften samt följderna av den offentliga sektorns höga skuldsättningsnivå förtjänar ständig politisk uppmärksamhet. Med tanke på storleken på Frankrikes ekonomi och risken för spridningseffekter på euroområdet funktion är det särskilt viktigt att agera beslutsamt för att minska risken för negativa effekter på den franska ekonomins och euroområdets funktion. Med tanke på att politiska åtgärder krävdes redan i 2013 års fördjupade granskning, kommer kommissionen att inleda en särskild övervakning av genomförandet av de politiska åtgärder som rådet rekommenderade för Frankrike inom ramen för den europeiska planeringsterminen, och kommer att regelbundet rapportera till rådet och Eurogruppen.

Mer specifikt kan det ökande underskottet i handelsbalansen sägas återspegla en långsiktig nedåtgående trend i exportmarknadsandelar, vilken i sin tur är kopplad till de successiva försämringarna av konkurrenskraften, både i fråga om kostnads- och icke-kostnadsfaktorer. Trots de åtgärder som vidtagits för att främja konkurrenskraften, finns det än så länge bara begränsade bevis på återbalansering. Lönerna har utvecklats i linje med produktiviteten, men arbetskostnaden förblir hög och försämrar företagens vinstmarginaler. Den låga och sjunkande lönsamheten inom de privata företagen, särskilt inom tillverkningsindustrin, kan ha hämmat deras förmåga att växa och förbättra exportresultaten. Det ogynnsamma företagsklimatet och särskilt den låga konkurrensnivån inom tjänstesektorn förvärrar ytterligare problemet med konkurrenskraften. Dessutom gör de rigida ramarna för lönesättningen det svårt för företagen att anpassa lönerna till produktiviteten. Trots de åtgärder som vidtagits för att minska det offentliga underskottet sedan 2010 har den offentliga skulden fortsatt att öka, vilket kräver fortsatt finanspolitisk konsolidering och, mot bakgrund av den höga nivån på de offentliga utgifterna, särskild inriktning på utgiftsminskningar, särskilt genom att söka efter effektivitetsvinster. Frankrike förväntas missa målen både vad gäller det totala underskottet och strukturanpassningen för hela prognosperioden.

- **Kroatien** har *makroekonomiska obalanser som kräver särskild övervakning och kraftfulla politiska åtgärder*. Politiska åtgärder krävs framför allt med tanke på den sårbarhet som uppstår till följd av betydande skulder till utlandet, försämrat exportresultat, högt skuldsatta företag och en snabbt ökande offentlig skuld, allt i en situation med låg tillväxt och svag förmåga till anpassning. Kommissionen kommer att inleda en särskild övervakning av genomförande av politiken, och kommer att rapportera regelbundet till rådet.

Efter en expansiv fas under vilken obalanser ackumulerades är Kroatien nu inne i ett långvarig nedgångsperiod och en rad externa och interna risker har hamnat i fokus. Den externa återbalanseringen är omgärdad av betydande risker i väntan på att landets utlandsskuld ska minska till säkrare nivåer och villkoras av förbättrad konkurrenskraft och en breddad export då turismen inte ensam kan stötta tillväxten. Minskningen av de icke-finansiella företagens skuldsättning är fortfarande i ett tidigt skede och utvecklingen vad gäller nödlidande lån inom detta segment behöver övervakas. De statsägda företagen, som i vissa sektorer fortfarande spelar en dominerande roll och som sällan har omstrukturerats, är generellt sett kraftigt skuldyngda och har svag lönsamhet. Kroatien har den lägsta aktivitets- och sysselsättningsnivån i EU, vilket delvis beror på de underliggande institutionella och politiska ramarna. En bättre fungerande arbetsmarknad kommer att vara

avgörande för att stödja tillväxten och den anpassning som krävs för att komma till rätta med externa och interna svagheter. Enligt nästan hela raden av standardindikatorer rankas Kroatiens företagsklimat betydligt lägre än genomsnittet för de central- och östeuropeiska medlemsstaterna. Tillsammans leder dessa faktorer till en lägre potentiell tillväxt som gör det svårt att reparera balansräkningarna inom den privata sektorn och gör att det krävs en större finanspolitisk konsolideringsansträngning. Det behövs betydande ytterligare finanspolitiska konsolideringsåtgärder för att minska underskottet och förhindra att skulden ökar på ett ohållbart sätt. Kroatien omfattas av förfarandet vid alltför stora underskott och måste vidta effektiva åtgärder för att komma till rätta med det alltför stora underskottet senast den 30 april 2014. Om den nuvarande trenden håller i sig och om inga ytterligare åtgärder vidtas riskerar Kroatien att missa sina mål med bred marginal under 2014.

- **Italien** har *makroekonomiska obalanser som kräver särskild övervakning och kraftfulla politiska åtgärder*. Framför allt följderna av den mycket höga offentliga skuldnivån och den svaga konkurrenskraften gentemot utlandet, vilka båda ytterst beror på en utdraget låg produktivitetstillväxt, kräver omedelbar politisk uppmärksamhet. Med tanke på den italienska ekonomins storlek är det särskilt viktigt att agera beslutsamt för att minska risken för negativa effekter på den italienska ekonomins och euroområdets funktion. Kommissionen har för avsikt att sätta igång den särskilda övervakningen av genomförandet av de politiska åtgärderna i rådets rekommendation till Frankrike inom ramen för den europeiska planeringsterminen, och kommer att regelbundet rapportera till rådet och Eurogruppen.

Mer specifikt innebär den höga offentliga skulden en stor börda för ekonomin, särskilt med tanke på den kroniskt svaga tillväxten och en dämpad inflation. Att uppnå och bibehålla mycket höga primära överskott — över det historiska genomsnittet — och en stabil BNP-tillväxt under en längre tid, vilka bägge delar är nödvändiga för att få skuldkvoten i förhållande till BNP att gå stadigt nedåt, kommer att bli en stor utmaning. Under 2013 har Italien gjort framsteg mot sitt medelfristiga mål. Det finns dock en risk för att anpassningen av det strukturella saldoto för 2014 är otillräcklig med tanke på behovet av att minska den mycket stora offentliga skuldkvoten tillräckligt snabbt. Krisen har undergrävt den italienska banksektorns ursprungliga motståndskraft och försvagar dess förmåga att stödja ekonomins återhämtning. Den minskade konkurrenskraften har sitt upphov i en fortsatt obalans mellan löner och produktivitet, en hög skattekil, en ogynnsam produktstruktur på exportsidan och en stor andel små och medelstora företag som har svårt att konkurrera internationellt. De rigida ramarna för lönesättningen hindrar en tillräcklig lönespridning i linje med produktivitetsutvecklingen och lokala villkor på arbetsmarknaden. En långvarig ineffektivitet i den offentliga förvaltningen och rättsväsendet, en svag företagsstyrning och höga nivåer av korruption och skatteflykt undergräver en effektiv resursfördelning i ekonomin och hindrar fördelarna med de genomförda reformerna från att förverkligas. Stora luckor vad gäller humankapitalet — som återspeglar en låg avkastning på utbildning för de yngre generationerna, landets satsning på tekniksektorer med låg till medelhög specialisering och strukturella svagheter i utbildningssystemet — förvärrar produktivetsproblemen.

- **Ungern** fortsätter att ha *makroekonomiska obalanser som kräver särskild övervakning och politiska åtgärder*. Man bör i synnerhet fortsätta att mycket noga bevaka den kontinuerliga justeringen av den ansenligt negativa finansiella nettoställningen mot omvärlden och de höga offentliga och privata skulderna mot bakgrund av en svag finansiell sektor och försämrade exportresultat, så att man kan minska de stora riskerna för negativa effekter på ekonomins funktion.

Trots svaga exportresultat har dock den finansiella nettoställningen förbättrats, vilket främst beror på en minskad skuldsättning inom den privata sektorn. Även om det syns vissa uppmuntrande tecken inom tillverkningsindustrin den senaste tiden, räcker de inte till för att markant vända exportresultaten. Medan skuldnivån har minskat kvarstår obalansen och riskerna i samband med privata skulder, eftersom skuldminskningen har hindrats av en hög andel låntagare med problem, låg efterfrågan på bostadsmarknaden, en svag finansiell sektor, en betydande andel lån i utländsk valuta tillsammans med en bestående osäkerhet inom näringslivet. För att komma tillbaka till en normal och hållbar utlåning till realekonomin krävs en förbättring av verksamhetsklimatet för bankerna. En hög offentlig skuld är en annan viktig källa till oro. Trots betydande förbättringar av det strukturella saldoot, har en försvagad växelkurs, en svag tillväxtpotential och höga finansieringskostnader hindrat skulden från att minska. Ungern förväntas inte uppfylla sitt medelfristiga mål och det strukturella saldoot väntas försämrats under 2014.

- **Nederländerna** fortsätter att ha *makroekonomiska obalanser, som kräver övervakning och politiska åtgärder*. Det är särskilt viktigt att uppmärksamma den makroekonomiska utvecklingen i fråga om privat skuldsättning och den pågående skuldminskningen, särskilt i kombination med de återstående ineffektiva inslagen på bostadsmarknaden. Även om det stora överskottet i bytesbalansen inte kan jämföras med riskerna med stora underskott, och även om det delvis är kopplat till behovet av att minska skuldsättningen, kommer kommissionen att följa utvecklingen av bytesbalansen i Nederländerna inom ramen för den europeiska planeringsterminen.

Stelheter och snedvridna incitament har under årtionden kommit att påverka bostadsfinansieringen och mönstren för sparande i de olika sektorerna. Bostadslån blivit en mycket tung post på finansinstituten balansräkningar, allt eftersom hushållen ökat sin belåning i takt med att de stigande bostadpriserna gjort det möjligt att låna mer. Parallellt med detta har företag utanför finanssektorn alltsedan mitten av 1990-talet haft överskott i sitt strukturella sparande. Detta har lett till ett kraftigt och varaktigt överskott i bytesbalansen, samtidigt som både hushållens nettotillgångar och bruttoupplåning legat på en hög nivå. Under de senaste åren har den dämpade inhemska efterfrågan som följt på den globala krisen fått handelsöverskottet att öka ytterligare. Det har även skett förbättringar i detta avseende till följd av den politik som förts för att stävja hypoteksfinansieringen. Åtgärderna för att minska skuldsättningen kommer hämma den ekonomiska aktiviteten, men en stabiliserande bostadsmarknad och en märkbart positiv ställning vad gäller hushållens nettotillgångar kommer att begränsa riskerna. När det gäller den offentliga sektorns finanser förväntas Nederländerna missa sitt överordnade mål för underskottet 2014, det år då det alltför stora underskottet bör korrigeras, även om landet förväntas ha antagit strukturåtgärderna av rekommenderad storlek under perioden 2013–2014.

- **Slovenien** har *makroekonomiska obalanser som kräver särskild övervakning och fortsatta kraftfulla politiska åtgärder*. Obalanserna har minskat det senaste året tack vare makroekonomiska anpassningar och beslutsamma politiska åtgärder från Sloveniens sida. Den nödvändiga korrigeringsens omfattning innebär dock att betydande risker kvarstår. Kommissionen kommer att fortsätta den särskilda övervakningen av genomförandet av de politiska åtgärderna i rådets rekommendation till Slovenien inom ramen för den europeiska planeringsterminen, och kommer att regelbundet rapportera till rådet och Eurogruppen.

Mer specifikt krävs mycket noggrann bevakning av den risk som följer av en ekonomisk struktur som kännetecknas av svagt företagsstyre, hög grad av statlig inblandning i ekonomin, förlust av kostnadsrelaterad konkurrenskraft, hög skuldsättningsgrad inom företagssektorn och ökande offentlig skuld. Även om betydande framsteg har gjorts för att

reparera bankernas balansräkningar, krävs det fortfarande beslutsamma åtgärder avseende ett fullständigt genomförande av en övergripande strategi för banksektorn, däribland omstrukturering, privatisering och utökad tillsyn.

Slovenien fortsätter att kämpa med sviterna av landets tidigare konjunkturuppgång, med företag som förblir skuldsatta på ett ohållbart sätt. Överföringen av andelen nödlidande lån till kapitalförvaltningsbolag har förbättrat bankernas balansräkning men andelen nödlidande lån förblir hög i förhållande till nivåerna före krisen och behöver fortfarande omstruktureras på ett hållbart sätt, baserat på den nyligen ändrade insolvenslagstiftningen. Medan den inhemska efterfrågan, och särskilt investeringarna, minskade avsevärt har bytesbalansen korrigerats kraftigt och övergått i ett stort överskott, men trenden med sjunkande kostnadskonkurrenskraft har inte kunnat vändas och reformerna har hittills inte helt kunnat lösa problemet med hur flexibiliteten på arbetsmarknaden och konkurrenskraften ska kunna ökas. Den svaga företagsledningen framförallt (men inte enbart) inom statsägda företag, minskar ekonomins övergripande effektivitet genom en potentiellt ineffektiv resursfördelning. Om staten i betydande utsträckning drar sig ur företags- och finanssektorn skulle det, i kombination med en övergripande strategi för förvaltningen av kärntillgångar och avyttring av tillgångar som inte tillhör kärnverksamheten, kunna förbättra ekonomins anpassningsförmåga. Slutligen har de senaste årens kraftiga ökning av den offentliga skulden, om än från en relativt låg nivå, skapat nya utmaningar. Det totala offentliga underskottet förväntas ligga över målen på grund av de betydande utgifterna för rekapitaliseringen av bankerna under 2013 och 2014 – underskottet väntas dessutom överstiga målet under 2015 i ett scenario med en oförändrad politik. Den strukturella anpassningen har också varit något mindre omfattande än vad som skulle behövas. Tillsammans hämmar dessa brister och problem det makroekonomiska resultatet på kort sikt. Den senaste tidens nedgång i räntorna på statsobligationer lättar visserligen på trycket i viss mån, men genomförandet av programmet för strukturreformer måste ske snabbare.

- **Finland** har fortsatt *makroekonomiska obalanser som kräver övervakning och politiska åtgärder*. Det är särskilt viktigt att man fortsätter att uppmärksamma de senaste årens svaga exportresultat, till följd av industriella omstruktureringar samt kostnadsfaktorer och andra faktorer som styr konkurrenskraften.

Mer specifikt kan urholkningen av bytesbalansen förklaras av en kraftig importtillväxt före krisen och dämpad export därefter. Bytesbalansen har dock stabiliserats den senaste tiden och hållbarheten i betalningsbalansen ger inte anledning till oro. Landet har fortsatt att förlora marknadsandelar i snabb takt, trots återhämtningen i världshandeln. Finlands integrering i de globala värdekedjorna har haft betydelse för de försämrade exportresultaten, och den industriella omstruktureringen har ännu inte kunnat kompensera för de stora nedskärningarna inom elektroniksektorn och skogsindustrin. Ekonomins anpassningskapacitet begränsas i sin tur av låg produktivitet och lågt konkurrenstryck inom tjänstesektorn samt ökade kostnader på grund av en dynamisk lönetillväxt och hög energiintensitet. Exportörerna har alltså främst kunnat upprätthålla priskonkurrenskraften genom att komprimera vinstmarginalerna, vilket har begränsat deras förmåga att omvandla den höga innovationspotentialen till nya produkter. De icke kostnadsrelaterade faktorerna tycks förklara huvuddelen av den försämrade konkurrenskraften: ett begränsat antal stora exportföretag som säljer ett smalt produktutbud, en minskad exportbenägenhet hos småföretag samt mindre effektiva FoU-utgifter. Svaga investeringar, en krympande befolkning i arbetsför ålder och en betydande minskning av produktiviteten har i sin tur en negativ inverkan på den potentiella tillväxten. När det gäller de offentliga finanserna

väntas det strukturella underskottet 2014 hamna något över målet på medellång sikt, medan den offentliga skulden väntas öka till över 60 procent av BNP, delvis beroende på ogynnsam tillväxtdynamik.

- **Sverige** har fortsatta *makroekonomiska obalanser som kräver övervakning och politiska åtgärder*. Det är särskilt utvecklingen när det gäller hushållens skuldsättning som tillsammans med ineffektiva inslag på bostadsmarknaden kräver fortsatt uppmärksamhet. Även om det stora överskottet i bytesbalansen inte ger upphov till samma risker som stora underskott, och delvis är kopplat till behovet att minska skuldsättningen, kommer kommissionen att följa bytesbalansens utveckling i Sverige inom ramen för den europeiska planeringsterminen.

Mer specifikt ökar hushållens skuldsättning igen, efter en period av stabilisering, eftersom de främsta bidragande faktorerna kvarstår, nämligen låga bolåneräntor, skatteregler som gynnar lånefinansiering, långsam amortering av bolån och ett begränsat utbud av bostäder. Ett antal indikatorer på kreditutbudet och efterfrågeförhållandena tyder dock inte på något omedelbart skuldsaneringsstryck. Efter de senaste årens stabilisering ökade bostadspriserna igen under 2013, beroende på gynnsamma efterfrågeförhållanden och ineffektivitet på utbudssidan. Ineffektiva inslag på hyresmarknaden, omständliga planeringsprocesser och begränsad konkurrens inom byggsektorn har också bidragit till dynamiken i fråga om bostadspriser. Stabilare bostadspriser krävs för att begränsa den privata skuldsättningen och minska de makroekonomiska riskerna när lånekostnaderna ökar. Den senaste tidens makroprudentiella åtgärder är avgörande, men sannolikt inte tillräckliga, för att minska de makroekonomiska riskerna. Starka skattemässiga incitament för skuldfinansiering anses vara en viktig faktor som driver upp bostadspriserna. Ökade investeringar i bostäder skulle förbättra balansen mellan sparande -och investeringar. När det gäller skuldsättningen inom den icke-finansiella företagssektorn visar analysen att den inte ger upphov till några makroekonomiska risker. De reformer av bolagsbeskattningen som genomförts nyligen förutses dessutom minska företagens skuldsättning ytterligare genom att begränsa multinationella företags långtgående skatteplanering.

- **Förenade kungariket** har fortsatta *makroekonomiska obalanser som kräver övervakning och politiska åtgärder*. Fortsatt uppmärksamhet krävs när det gäller utvecklingen av hushållens skuldsättning, som är kopplad till den stora volymen hypotekslån och bostadsmarknadens strukturella drag, samt exportmarknadsandelarnas ogynnsamma utveckling.

Den senaste tidens ökade ekonomiska aktivitet är välkommen, men den drivs huvudsakligen av hushållens konsumtion och åtföljs av ett underskott i bytesbalansen. Företagens investeringar och nettoexporten ligger fortfarande kvar på samma låga nivå. Om man kan hålla tillbaka den höga skuldsättningen, särskilt för hushållen, och samtidigt minimera effekterna på investeringar och tillväxt, kan det bidra till att begränsa riskerna på medellång sikt och sårbarheten för ökade lånekostnader. Ökningstakten för bolån har varit blygsam, men utgår från redan höga nivåer när det gäller hushållens skuldsättning. Riskerna i bostadssektorn hör samman med ett fortsatt strukturellt underutbud av bostäder. Utbudets relativt långsamma anpassning till efterfrågeökningar leder till höga bostadspriser, särskilt i London och sydöstra England, och till bolåneskuldsättning hos hushållen. De minskande exportmarknadsandelarna kommer sannolikt inte att medföra några kortsiktiga risker, men tillsammans med underskottet i bytesbalansen tyder de på strukturella problem. Dessa hör samman med kompetensunderskott och en låg nivå av infrastrukturutbyggnad. När det gäller de offentliga finanserna tycks Förenade kungariket

fortfarande missa det totala underskottsmålet och strukturanpassningsmålet med bred marginal.

För tre länder under granskning har inga makroekonomiska obalanser identifierats. De fördjupade granskningarna visar att de makroekonomiska riskerna i *Danmark* och *Malta* har minskat och kontrolleras bättre. Inte heller i *Luxemburg* finns det något som tyder på obalanser i den mening som avses enligt förfarandet vid makroekonomiska obalanser. Noggrann övervakning och politisk samordning krävs dock hela tiden för alla medlemsstater så att man kan identifiera nya risker och lägga fram de åtgärder som bidrar till tillväxt och sysselsättning. Denna övervakning kommer att fortsätta inom ramen för den europeiska planeringsterminen.

- De makroekonomiska utmaningarna i **Danmark** *utgör inte längre några betydande makroekonomiska risker och identifieras inte längre som obalanser i den mening som avses i förfarandet vid makroekonomiska obalanser.* Anpassningen på bostadsmarknaden och de konsekvenser som en hög skuldsättning i den privata sektorn har på den reala ekonomin och finanssektorns stabilitet tycks ha begränsats. Denna utveckling och faktorerna bakom den externa konkurrenskraften förtjänar dock en kontinuerlig övervakning.

Mer specifikt tycks de makrofinansiella riskerna till följd av den höga privata skuldsättningen vara begränsade, även vid risk för extrema utfall (*tail risks*) som kombinerade negativa räntechocker och ogynnsam utveckling på arbetsmarknaden. Hushållens höga skuldsättning motsvaras av hushållens stora tillgångar, som beror på stora besparingar i pensionsfonder och fastigheter. Hushållen har hittills haft ekonomiska förutsättningar att hantera bostadsprisjusteringen sedan 2007, eftersom antalet obetalda förfallna skulder fortfarande är på en mycket låg nivå. Flera stresstester och undersökningar har också visat att hushållen skulle vara stabila i händelse av negativa ekonomiska chocker. Finanssektorn tycks vara stabil och de återstående problemen åtgärdas genom stärkta reglerings- och tillsynsåtgärder. När det gäller konkurrenskraften har Danmark förlorat exportmarknadsandelar. Detta beror på stora löneökningar och svag produktivitetstillväxt. Obalansen mellan produktivitet och löner verkar dock vara ett konjunkturmässigt fenomen. Med tanke på det stora överskottet i bytesbalansen tyder inte den nedåtgående trenden i exportmarknadsandelar på några risker på kort sikt. När det gäller de offentliga finanserna förväntas Danmark ha uppnått en bestående korrigerings av sitt alltför stora underskott 2013.

- De makroekonomiska utmaningarna i **Luxemburg** *har inte identifierats som obalanser i den mening som avses i förfarandet vid makroekonomiska obalanser.* De härrör från en tillväxtmodell som bygger på en effektiv finansiell sektor som har klarat krisen väl. Den minskade konkurrenskraften inom tillverkningsindustrin, bostadsmarknadens utveckling och den höga skuldsättningen i den privata sektorn förtjänar dock fortsatt övervakning.

Mer specifikt visar en analys av det nuvarande överskottet i bytesbalansen att det inte beror på en svag inhemsk efterfrågan, utan är resultatet av den speciella tillväxtmodellen i Luxemburg, som är starkt baserad på finansiella tjänster. Detta skymmer dock ett stort och stadigt ökande underskott i varuhandeln, som i huvudsak beror på nedslående exportresultat. Förlusten av exportmarknadsandelar beror främst på att enhetsarbetskostnaderna ökar betydligt snabbare än hos landets handelspartner, vilket i viss mån beror på lönesättningsmekanismen. I det hänseendet är det en utmaning att hitta en strukturell lösning på den tillfälliga moduleringen av den automatiska löneindexeringen. Förekomsten av en alltför stor finanssektor medför risker för den inhemska finansiella stabiliteten, men dessa är relativt begränsade eftersom sektorn är både diversifierad och

specialiserad. Dessutom har de inhemska bankerna sunda kapital- och likviditetskvoter. Den höga skuldsättningen i den privata sektorn, och särskilt hos icke-finansiella företag, beror huvudsakligen på att ett stort antal multinationella företag använder sig av sina filialer eller dotterbolag i Luxemburg för koncerninterna finansieringstransaktioner. Bostadsprisernas dynamik utgör en allt större källa till oro. Slutligen är de nuvarande gynnsamma offentliga finanserna i hög grad beroende av en hållbar tillväxtmodell baserad på en stark finanssektor och utgör en hög risk för hållbarheten på lång sikt. Den nyligen genomförda pensionsreformen räcker inte för att lösa detta problem. Det strukturella saldot ligger dock över målet på medellång sikt.

- De makroekonomiska utmaningarna i **Malta** *utgör inte längre några betydande makroekonomiska risker och identifieras inte längre som obalanser i den mening som avses i förfarandet vid makroekonomiska obalanser*. Även om skuldsättningen är fortsatt hög tycks riskerna med avseende på hållbarheten i den privata och offentliga sektorns skuldsättning och finanssektorns stabilitet ha begränsats, men det krävs ändå en fortsatt övervakning.

Den fördjupade granskningen visar att indikatorerna på finansiell stabilitet är fortsatt sunda. Med tanke på att riskerna i sektorn är strukturella är det avgörande att man fortsätter med nuvarande praxis av försiktighet i övervakning och risktagande. Bostadsmarknaden har stabiliserats och därmed är riskerna förbundna med en överexponering i fastighetssektorn begränsade. Den privata skuldsättningen minskar. Minskningen av företagens skuldsättning sker under ordnade former och kreditmarknadens tryck är begränsat. När det gäller de offentliga finanserna väntas Malta uppnå sina nominella underskottsmål för 2013 och 2014. När det gäller hållbarheten i betalningsbalansen har handelsresultaten varit positiva, tack vare produktmässig och geografisk marknadsorientering och andra konkurrensfaktorer än kostnadsfaktorer, och det finns ett överskott i bytesbalansen. Den externa konkurrenskraften skulle dock gynnas av aktiva politiska åtgärder vid kostnadsjusteringar i konkurrerande länder.