



EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 5.3.2014
COM(2014) 150 final

A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE

AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, A TANÁCSNAK ÉS AZ EURÓCSOPORTNAK

**a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kijavításáról szóló 1176/2011/EU
rendelet szerinti részletes vizsgálatok megállapításai**

E közlemény összefoglalja az esetleges tagállami egyensúlyhiányokat és túlzott egyensúlyhiányokat feltáró részletes vizsgálatok eredményeit. (*) Foglalkozik a makrogazdasági egyensúlyhiányok euróövezeti dimenziójával is, és azzal, hogy hogyan kell különféle politikai kihívásokat kezelni az euróövezet tágabb összefüggésében. A integrált felügyelethez való hozzájárulás érdekében tárgyalja továbbá a költségvetési fejleményeket is. A Bizottság az érintett országok tekintetében a költségvetésterelv-javaslat vitája során frissítette 2013 novemberi értékelését. (**)

A részletes vizsgálatok a tagállami gazdaságok fontos jellemzőivel foglalkoznak, különösen a külső hiány, a megtakarítások és befektetések egyensúlya, az effektív árfolyamok, az exportpiaci részesedések, a költségalapú és a nem költségalapú versenyképesség, a termelékenység, a magán- és államadósság, a lakásárindexek, a hiteláramlás, a pénzügyi rendszerek, a munkanélküliség és más változók alakulásával. Az egyensúlyhiány és a túlzott egyensúlyhiány értékelésekor figyelembe veszik az egyes gazdaságok pillanatnyi helyzetét, a fenti kérdéskörök dinamikáját, valamint adott esetben a közelmúltbeli politikai lépéseket.

Megmutatják, hogy hogyan változnak azok a kihívások, melyekkel az uniós gazdaságoknak szembe kell nézniük. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás kialakításakor és a végrehajtás korábbi ciklusai során a fő kihívások a folyó fizetési mérleg hiányának fenntarthatatlanságához, a korábban rendkívül dinamikus munkaerőpiaci költségekkel összefüggésben a versenyképesség csökkenéséhez, a magánadósságokhoz és a magas lakásárindexekhez kapcsolódtak. Jelenleg a több országot érintő fő kihívások érintik a hitelállomány-leépítésnek számos országban a középtávú növekedésre gyakorolt hatását; a magánadósság, az államadósság és a külső kötelezettségek fenntarthatóságát a nagyon alacsony inflációval összefüggésben; a sebezhető gazdaságokban a töredezett pénzügyi rendszeren keresztül a megfelelő hitelnyújtást – különösen a nem kereskedelemképes szektorban – az arra érdemes tevékenységekhez; és sok gazdaságban a munkanélküliség nagyon magas szintjét is.

A részletes vizsgálatok alapján a Bizottság egyensúlyhiányt állapított meg **Belgium, Bulgária, Németország, Írország, Spanyolország, Franciaország, Horvátország, Olaszország, Magyarország, Hollandia, Szlovénia, Finnország, Svédország és az Egyesült Királyság** esetében. E tagállamok közül **Horvátország, Olaszország és Szlovénia** esetében áll fenn túlzott egyensúlyhiány. **Spanyolország** esetében a Bizottság úgy véli, hogy a tavalyi év során jelentős kiigazítás történt és a jelenlegi trendek alapján az egyensúlyhiány idővel mérséklődni fog; noha ennek alapján levonható az a következtetés, hogy az egyensúlyhiány már nem túlzott a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás értelmében, a Bizottság hangsúlyozza, hogy továbbra is jelentős a kockázat.

Az egyensúlyhiány okai és a belőlük fakadó kockázatok minden gazdaságban különbözőek. A szakpolitikákat hozzá kell idomítani az egyes gazdaságokat érintő kihívásokhoz, és célzott nyomon követést kell bevezetni. Az euróövezetre vonatkozó tanácsi ajánlásokkal összhangban a Bizottság azon szakpolitikák célzott nyomon követését tervezi, melyeket a Tanács ajánlott a túlzott egyensúlyhiánnyal küzdő tagállamok (**Horvátország, Olaszország és Szlovénia**) valamint azon tagállamok számára, ahol az egyensúlyhiány miatt határozott politikai lépésekre van szükség (**Írország, Spanyolország és Franciaország**). (***) **Írország és Spanyolország** esetében a célzott nyomon követés a programot követő utólagos felügyelet formájában fog megvalósulni.

Dánia és Málta esetében a Bizottság úgy véli, hogy a tavalyi évhez képest a kockázatok csökkentek, illetve javult az ellenőrzésük; ezért ezekben az országokban a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás értelmében már nincsenek egyensúlyhiányok. **Továbbá, noha a luxemburgi gazdaság bizonyos területei –ideértve kiterjedt pénzügyi ágazatát – esetében folyamatos figyelemre van szükség, a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás értelmében ezek nem minősülnek egyensúlyhiánynak.** (****)

A helyreállítás megszilárdítása és a határozott szakpolitikai intézkedések a többi gazdaságban a következő években remélhetőleg megkönnyítik az egyensúlyhiányok és a túlzott egyensúlyhiányok leküzdését. Mindazonáltal az egyensúlyhiányok hosszú távú jelenségek, és időbe telhet, amíg a vonatkozó szakpolitikák eléri a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet alatt álló makrogazdasági kockázatok megfelelő csökkenését. Ezért az egyensúlyhiányok

vagy túlzott egyensúlyhiányok több éven keresztül fennállásának megállapítása valamely gazdaság esetében nem jelenti az elfogadott szakpolitikák leminősítését, hanem ez egy jelzés arra, hogy a kockázat továbbra is fennáll, és szükség van az egyensúlyhiányok gondos felügyeletére és a határozott végrehajtásra. Egyes országok esetében azonban az egyensúlyhiány azért is húzódik el, mert lassú az európai szemeszter keretében született országspecifikus ajánlások végrehajtása.

A pénzügyi fejlemények tekintetében a folyamatos konszolidációs erőfeszítéseknek köszönhetően a helyzet tovább javult mind az EU-ban, mind az euróövezetben. A legutóbbi előrejelzések azonban **Franciaország** és **Szlovénia** esetében azt mutatják, hogy kétséges, hogy elégségesek-e a konszolidációs erőfeszítések a túlzott hiány kiigazítása folytatásának biztosításához. Ezért a Bizottság a 473/2013/EU rendelet 11. cikke alapján ajánlásokat fogalmaz meg ezen tagállamok számára.

A Bizottság arra számít, hogy a tagállamok figyelembe fogják venni a részletes vizsgálatok megállapításait és a pénzügyi előrejelzéseket a nemzeti reformprogramjaikban, továbbá stabilitási és konvergenciaprogramjaikban. Különösen a túlzott egyensúlyhiánnyal küzdő tagállamoknak kell jövőbeni nemzeti reformprogramjaikban, továbbá stabilitási és konvergenciaprogramjaikban átfogó és részletes politikai válaszleépéseket kidolgozniuk. A Bizottság készen áll a nemzeti folyamatok teljeskörű tiszteletben tartása mellett a válaszintézkedések kidolgozása során szorosan együttműködni ezekkel a tagállamokkal. Annak a két tagállamnak, melyek esetében a közlemény a túlzott egyensúlyhiány kiigazítása folytatásának érdekében ajánlásokat fogalmaz meg, a stabilitási programjaik e célra szolgáló részében be kell számolnia az ajánlásokra válaszul megfogalmazott intézkedéseikről. A Bizottság 2014 júniusában, a gazdaságpolitikai koordináció európai szemesztere részeként fogja értékelni a nemzeti reformprogramokat, továbbá a stabilitási és a konvergenciaprogramokat annak megállapítása céljából, hogy azok a kihívások fényében megfelelőek-e. Amennyiben a Bizottság úgy ítéli meg, hogy a túlzott egyensúlyhiányokkal küzdő tagállamok (Olaszország, Horvátország és Szlovénia) esetében a javasolt politikai válasz a kihívásokra tekintettel nem megfelelő, javasolni fogja a Tanácsnak, hogy az érintett tagállam nyújtson be tegyen korrekciós intézkedést a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás korrekciós ágában. Szükség esetén június elején fog sor kerülni a túlzotthiány-eljárás következő lépéseire is.

(*) E közlemény teljesíti az 1176/2011/EU rendelet 6. cikkének (1) bekezdésében és 7. cikkének (1) bekezdésében előírt követelményeket, miszerint a Bizottság tájékoztatja az Európai Parlamentet, a Tanácsot és az eurócsoportot a részletes vizsgálatok eredményeiről. E közleménnyel egyidőben tizenhét tagállam részletes vizsgálata is közzétételre kerül (lásd: *European Economy-Occasional Papers*). A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás értelmében az egyensúlyhiányok olyan fejleményekhez vezető trendek, melyek hátrányosan befolyásolják valamely tagállam gazdaságának, a monetáris uniónak vagy az Unió egészének működését; a túlzott egyensúlyhiányok pedig súlyos egyensúlyhiányok, beleértve azokat is, amelyek a gazdasági és monetáris unió megfelelő működését veszélyeztethetik.

(**) COM(2013) 900, 2013.11.15.

(***) Lásd a Tanács ajánlásának 5. országspecifikus ajánlását (2013/C 217/24) 2013. július 9. (HL C 217, 2013.7.30., 97. o.).

(****) A 2013 novemberi riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben a Bizottság úgy vélte, hogy makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében nincs szükség külön lépésekre a Cseh Köztársaság, Észtország, Lettország, Litvánia, Ausztria, Lengyelország és Szlovákia esetében. E tagállamok makrogazdasági felügyelete az európai szemeszter keretében folytatódik. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás továbbá nem terjed ki azokra a tagállamokra, melyek pénzügyi támogatással makrogazdasági kiigazítási programot hajtanak végre: ezek Görögország, Ciprus, Portugália és Románia; az esetükben fennálló egyensúlyhiányok és a szakpolitikák fokozott nyomon követése folytatódik a programjaikkal összefüggésben.

ÁTTEKINTŐ TÁBLÁZAT
A MAKROGAZDASÁGI ÉS KÖLTSÉGVETÉSI EGYENSÚLYHIÁNY INTEGRÁLT FELÜGYELETE
(Tagállamok, melyek esetében készült részletes felülvizsgálat)

	A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás		Stabilitási és Növekedési Paktum
	Megállapítás	Nyomon követés	
BE	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket.	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2013
BG	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket.	Még nem valósult meg a középtávú költségvetési cél.
DE	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket.	Túlteljesíti a középtávú költségvetési célt.
DK	Nem áll fenn egyensúlyhiány.	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni.	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2013
IE	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket. Célzott nyomon követést kell bevezetni programot követő utólagos felügyelet formájában.	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2015
ES	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket. Célzott nyomon követést kell bevezetni programot követő utólagos felügyelet formájában.	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2016
FR	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket. Célzott nyomon követést kell bevezetni.	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2015 A Bizottság ma elfogad egy ajánlást (*)
HR	Túlzott egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket. Júniusban határozni kell a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás következő lépéseiről. Célzott nyomon követést kell bevezetni.	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2016
IT	Túlzott egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket. Júniusban határozni kell a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás következő lépéseiről. Célzott nyomon követést kell bevezetni.	Még nem valósult meg a középtávú költségvetési cél.
LU	Nem áll fenn egyensúlyhiány.	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni.	Túlteljesíti a középtávú költségvetési célt.
HU	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket.	Még nem valósult meg a középtávú költségvetési cél.
MT	Nem áll fenn egyensúlyhiány.	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni.	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2014
NL	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket.	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2014
SI	Túlzott egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket. Júniusban határozni kell a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás következő	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2015 A Bizottság ma elfogad egy ajánlást. (*)

		lépéseiről. Célzott nyomon követést kell bevezetni.	
SE	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket.	Túlteljesíti a középtávú költségvetési célt.
FI	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket.	Még nem valósult meg a középtávú költségvetési cél.
UK	Egyensúlyhiány	Az európai szemeszter keretében ajánlásokat kell elfogadni, ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó kérdéseket.	Túlzott hiány, kiigazítási határidő: 2014-5

(*) A kettes csomagban (473/2013/EU rendelet) szereplő, a túlzott kormányzati hiány időben történő kiigazításának biztosításáról szóló intézkedésekre vonatkozó ajánlások kizárólag az euróövezeti tagállamokra vonatkoznak.

MTO: Középtávú költségvetési cél.

Azok az euróövezeti tagállamok nevei vannak besötétítve, melyek esetében készült részletes vizsgálat.

1. BEVEZETÉS ÉS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSOK

Az Európai Unió gazdasági kormányzása az elmúlt években jelentősen megerősödött. Jelenleg koherens éves ciklusokat ír elő a gazdaságpolitikai koordináció számára, egységesebb lépésekkel az euróövezetre vonatkozóan. Az európai szemeszter kulcsfontosságúvá vált a reformok terén, biztosítja, hogy a tagállamok összehangolják gazdaságpolitikájukat és erőfeszítéseiket a növekedés és a munkahelyteremtés elősegítése érdekében.¹

A megerősített Stabilitási és Növekedési Paktummal együtt, amely a fenntartható államháztartásra helyezi a hangsúlyt, a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás áll az EU megerősített gazdasági kormányzásának középpontjában. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárást úgy tervezték, hogy korai szakaszban segítsen felismerni, megelőzni és megoldani a problémákat. 2013 novemberében a negyedik európai szemeszter kezdetén a Bizottság a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésében a mutatók eredménytáblája alapján átvizsgált valamennyi uniós tagállamot az esetleges makrogazdasági egyensúlyhiány szempontjából és 16 esetben állapította meg, hogy a részletes vizsgálat indokolt. Makrogazdasági kiigazítási programjának sikeres befejezését követően Írország is meghívást kapott az Ecofin Tanács 2014 februári ülésére. Ezeknek a részletes elemzéseknek az alapján a Bizottság következtetéseket vont le az egyensúlyhiányok fennállásáról és jellegéről.

Összességében az elemzés azt mutatja, hogy a makrogazdasági egyensúlyhiányok, amelyek évek alatt alakultak ki, fokozatosan csökkennek. Az egyensúlyhiányt már nem minősítik túlzottnak az egyik országban, miközben két másik országban nem állapítanak meg egyensúlyhiányt. Egyes esetekben azonban új aggodalmak merültek fel, amelyek nagyobb figyelmet igényelnek. A Bizottság arra számít, hogy az a három tagállam, amelyek esetében túlzott hiányt állapított meg, gyorsan és határozottan fog cselekedni, valamint átfogó és részletes szakpolitikai intézkedéseket fog beépíteni az elkövetkező nemzeti reformprogramjába, valamint stabilitási és konvergencia programjába. Azon tagállamokat, amelyek esetében a Bizottság azt a következtetést vonta le, hogy egyensúlyhiány áll fenn, felkéri, hogy vegyék figyelembe a részletes vizsgálatok megállapításait nemzeti reformprogramjukban, valamint stabilitási és konvergencia programjukban. Az európai szemeszter alapján és azzal összefüggésben, a Bizottság júniusban szakpolitikai ajánlásokat tesz ezen egyensúlyhiányok korrekciója és újak kialakulásának megelőzése érdekében.

A túlzott hiány esetén követendő eljárás szerinti kötelezettségek folyamatos nyomon követésének részeként a Bizottság ma igénybe vesz egy, a megerősített Stabilitási és Növekedési Paktum szerinti új eszközt is, és felhívja két euróövezeti tagállam figyelmét az idei évre ajánlott költségvetési cél be nem tartásával járó kockázatokra. A Bizottság az európai szemeszter keretében júniusban újra értékelné fogja az általános helyzetet a Stabilitási és Növekedési Paktum szerinti kötelezettségeket tekintetében, és szükség esetén javaslatot tesz a megfelelő lépésekről a Tanácsnak.

¹ A Bizottság közleménye „Az Európa 2020 stratégia kiaknázása az intelligens, fenntartható és befogadó növekedés érdekében”, COM(2014) 130, 2014.3.5.

2. A GAZDASÁGI TALPRAÁLLÁS MELLETT TOVÁBBRA IS SZÜKSÉG VAN A REFORMRA

A gazdasági növekedés erősödik. A legutóbbi előrejelzések szerint² az európai gazdaság 2014-ben 1,5 %-al, 2015-ben pedig 2,0 %-al fog növekedni. A növekedési előrejelzéseket évek óta először több ország esetében felfelé kellett kiigazítani. Az egyensúlyhiányhoz kapcsolódó több fontos adat javul, például a külső hiány és a költségvetés, a versenyképesség és a kereskedelmi mutatók, és a teljes adósságállomány. A lakásárindexek számos országban elérték a mélypontot, és mérsékelt növekedésbe mentek át. A munkanélküliségi ráta több gazdaságban stabilizálódott és lassan csökkenni kezdett, noha számos országban a munkanélküliség és a társadalmi feszültségek egyéb mutatói túl magasak maradtak. Az egyensúlyhiányok kiigazítása, amely összetett szakpolitikai intézkedések és a gazdasági szereplők általi társadalmilag fájdalmas kiigazítás eredménye, hozzájárult az alapok javulásához és a fokozatos talpraálláshoz, ami aztán segítette a makrogazdasági kockázatok csökkentésében. A talpraállás ugyanakkor továbbra is törekény és egyenlőtlen. Az EU, illetve az euróövezet csak 2014-ben, illetve 2015-ben éri el a 2007-es reálgazdasági szintet, egyes tagállamok esetében ez még később fog bekövetkezni.

A részletes vizsgálatok megmutatják, hogy megváltoztak azok a kihívások, melyekkel a vizsgált gazdaságoknak szembe kell nézniük. Amikor a Bizottság betérjesztette a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló rendeletet, majd annak elfogadásakor illetve a végrehajtás első két ciklusa során a fő kihívások a folyó fizetési mérleg hiányának fenntarthatatlanságához, a korábban rendkívül dinamikus munkaerőpiaci költségekkel összefüggésben a versenyképesség csökkenéséhez, a magánadósságokhoz és a magas lakásárindexekhez kapcsolódtak. Noha sok „folyamat” mutató, mint például a folyó fizetési mérleg esetében sikerült leküzdeni az egyensúlyhiányokat, az „állomány” mutatók, mint például a külső kötelezettségek tekintetében továbbra is fennmaradtak az egyensúlyhiányok. Jelenleg a több országot érintő fő kihívások az elhúzódnó nyomás, amelyet számos országban a hitelállomány-leépítés gyakorol a középtávú növekedésre; a nagyon alacsony inflációval és lassú növekedéssel összefüggésben a magánadósság és a külső kötelezettségek fenntarthatósága; annak jelei, hogy az euróövezet egy relatíve magas folyó fizetési mérleg többlet felé tolódik el; és a sebezhető gazdaságokban a széttöredezett pénzügyi rendszeren keresztül a gazdaságilag életképes tevékenységekhez a hitelnyújtás szükségessége; Továbbá egyes gazdaságokban a munkanélküliség nagyon magas szintje jelent komoly szakpolitikai és társadalmi kihívást.

A váltakozó összetételű kihívásokra adott szakpolitikai válaszoknak figyelembe kell vennie az egyensúlyhiányok euróövezeti dimenzióját is. A makrogazdasági egyensúlyhiányok mindenekelőtt károsak az érintett tagállamok gazdaságaira, akik ezért érdekeltek a kapcsolódó kockázatok csökkentésében. Ezek a kockázatok a külső-, az állam- és a magánadósságokhoz, a fenntarthatósághoz, a világpiaci versenyképességhez és végső soron középtávon jelentős növekedés eléréséhez és munkahelyteremtéshez kapcsolódnak. A gazdaságok közötti kölcsönös függőség ugyanakkor azzal jár, hogy az egyensúlyhiányok hatása átnyúlik az országhatárokon, és valamely tagállam hatékonyságának csökkenése partnereinél is a jólét visszaesését eredményezi. Számos olyan csatorna létezik, melyeken keresztül valamely tagállam makrogazdasági helyzete és szakpolitikai intézkedései befolyásolják partnereit: kereskedelem, költségvetési és monetáris kapcsolatok, szerkezeti reformok, bizalom és bizonytalanság³.

² Lásd a Bizottság 2014. február 25-én kiadott téli előrejelzéseit, *European Economy*, 2 (2014).

³ Lásd „Cross-Border Spillovers in Confidence” (A bizalom hatása határokon át), *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), 26-30. o., valamint „Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and

A gazdaságok kölcsönös függésére tekintettel a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében számos kihívást az euróövezet szélesebb összefüggésében kell nézni:

- **Növekedési politikák.** Több évnnyi recesszió vagy lassú növekedés után az euróövezet egy törékeny növekedési szakaszba lépett. A tagállamok összefonódottságára, valamint azokra a kihívásokra tekintettel, melyekkel többüknek szembe kell nézniük, a gazdasági tevékenység és a középtávú kilátások a sebezhető gazdaságokban a versenyképesség növelésére és a kiigazításokra irányuló strukturális reformok folytatásától gyorsulhatnak fel, a nagyobb és kevésbé eladósodott tagállamokban pedig a belső kereslet és a potenciális növekedés fokozására irányuló szakpolitikáktól. Kulcsfontosságúak a beruházások növelésére irányuló szakpolitikák, mivel ezek rövid távon élénkítik a keresletet, és növelik a jövőbeni lehetséges növekedést.⁴
- **A pénzügyi töredezettség** a különböző joghatóságok alá tartozó pénzügyi piacok eltérő működéséből és teljesítményéből adódik. Ennek következtében a vállalkozások és a háztartások számára elérhető kamatlábak és a hitelfeltételek a tartózkodási országtól függően a gazdasági alapok által nem indokolt mértékben eltérnek egymástól. A legsebezhetőbb tagállamok körében a források szektorok közötti újraelosztásához⁵, valamint az euróövezet periferiájára tartó zökkenőmentes, „lefele irányuló” pénzügyi mozgás helyreállításához szükség van annak biztosítására, hogy a pénzügyi rendszer finanszírozza az életképes beruházási projekteket.
- **Eladósodottság és nagyon alacsony infláció** Az árstabilitás, amely az EKB meghatározása szerint középtávon 2 % alatti, de ahhoz közelítő inflációt jelent, fontos a középtávú növekedéshez; A Bizottság téli előrejelzése egy elhúzódó alacsony inflációs időszakot jelez, amely káros hatást gyakorolhatna a gazdasági tevékenység és az adósság szintjére. Továbbá a nagyon alacsony infláció mellett szükség van egy megfelelő mértékű nominális rugalmasságra a reálbér kiigazításhoz, amelyre bizonyos esetekben szükség lehet a munkanélküliség csökkentése érdekében.
- **Az egyensúly helyreállítása bonyolult gazdasági környezetben.** Az euróövezet jelenleg egy egyensúly helyreállító folyamaton megy keresztül, amely jól halad, ám még nem fejeződött be. Bizonyos tagállamok esetében ez a versenyképesség visszanyerését jelenti belső leértékelés, például a bérek mérséklése, a termelékenység növelése, és a kereskedelmi partnerekkel kapcsolatban jelentkező egyéb termelési költségek csökkentése révén. Erre egy ambíciózus szélesebb reformmenetrenddel együtt szükség van a versenyképesség visszanyeréséhez mind a monetáris unióban, mind világszerte, ám ez jelentős társadalmi költségekkel jár. Összehasonlítva a monetáris unió létrehozatala után egyes gazdaságokban végrehajtott gazdasági kiigazítással, a versenyképesség

Investment” (A bizonytalanság a fogyasztásra és a befektetésekre gyakorolt hatásának értékelése). *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), 7-16. o., továbbá „The Economic Effects of Policy Uncertainty” (A politikai bizonytalanság gazdasági hatásai), *European Economy* I.1. keretes írás, 2014 2); 28-30. o.

⁴ Lásd „The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade” (Az euróövezet növekedési kilátásai az elkövetkező évtizedben) és „The Growth Impact of Structural Reforms” (A strukturális reform hatása a növekedésre), *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013. (4), 7-16. és 17-27. o., valamint „Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU” (A válság utáni teljes tényezőtermelékenység az EU-ban), *European Economy* I.2. keretes írás, 2014 (2); 31-4. o.

⁵ Lásd „Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States” (Az eltérő finanszírozási feltételek mozgatórugói a tagállamokban), *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013. (1), 19-25. o. és „Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions” (Pénzügyi töredezettség és a kis- és középvállalkozások finanszírozási feltételei), I.2. keretes írás, *European Economy*, 2013. (7): 20-3. o.

visszanyerését, mint kihívást felnagyította a gazdasági tevékenység alacsony szintje az EU egészében, illetve a világon. A munkaerőköltség terén a szükséges kiigazítások nem pusztán az egyes tagállamok sajátos helyzetétől függenek, hanem az euróövezeten belüli és kívüli versenytársak munkaerőköltségeinek változásaitól és az euró nominális árfolyamától is. Az euró átváltási árfolyama nem szakpolitikai cél. Az átváltási árfolyamot felfelé nyomó tényezők felléphetnek belső vagy külső fejlemények következményeként. Fennáll annak a kockázata, hogy a nagyon nehéz belső politikai kiigazítások által elért versenyképesség növekedést az euró nominális átváltási árfolyamához kapcsolódó várakozások semlegesítik. Noha az euróövezetbeli összesített kereslet továbbra is csekély, a Bizottság téli előrejelzése szerint a talpraállást várhatóan egyre inkább a belső kereslet fogja mozgatni és terjeszteni a tagállamokban, ami segíthet a felfelé irányuló nyomás csökkentésében.

Minden tagállamban lépéseket kell tenni a makrogazdasági egyensúlyhiányok és a versenyképesség terén mutatkozó különbségek kezelése érdekében, különösen az euróövezetben. Amint az az euróövezet külön ajánlásaiban szerepel, a tagállamoknak⁶ egyénileg és az eurócsoport keretében csoportosan cselekedniük kell, és felelősséget kell vállalniuk az euróövezet együttes politikai irányvonalaért az euróövezet hatékony működése és a nagyobb növekedés és foglalkoztatás biztosítása érdekében. A koordinációnak hozzá kell járulnia ahhoz, hogy a pénzügyi konszolidáció üteme megfeleljen az egyes tagállamok költségvetési és makrogazdasági helyzetének. A költségvetési és a termelékenység növekedési intézkedéseknek hozzá kell járulnia az egyensúly további helyreállításához az euróövezetben, és orvosolnia kell a tagállamokban a megtakarítási és befektetési viselkedés torzulásait. A válság társadalmi következményei és az emelkedő munkanélküliség kezelése érdekében további reformokra (pl. a munkához jutás megkönnyítése, a munkaerőpiacról való korai kilépés megelőzése, a munkaerő költségének csökkentése és a munkaerőpiac szegmentációja elleni harc) van szükség.

Továbbra is a bankunió befejezése a pénzügyi szektorba vetett bizalom helyreállításának és a piaci töredezettség csökkentésének az alapköve. Ez elő fogja segíteni a hitel reálgazdaságba, főleg a kis- és középvállalkozásokhoz áramlását, mely vállalkozások hagyományosan jobban rászorulnak a banki finanszírozásra. A bankok likviditási szabályaira vonatkozó készülő meghatározások, melyeket a tőkekövetelményekre vonatkozó szabályozás részeként felhatalmazáson alapuló jogi aktusok fognak tartalmazni, várhatóan szintén segíteni fogják a reálgazdaság finanszírozáshoz jutását. Ezért támogatni kell a bankok mérlegeinek további javítását és a bankrendszer konszolidálását, e tekintetben a bankok mérlegeinek közelgő átfogó EKB értékelése lesz a kulcs.

Fontos a nagy tagállamok hozzájárulása a növekedéshez. A legnagyobb euróövezeti tagállamok körében *Németországban* a szakpolitikai célnak a belső kereslet megerősítésének és a középtávú növekedésnek, *Franciaországban* és *Olaszországban* a strukturális reformokkal és a költségvetési konszolidációval párhuzamosan a középtávú növekedés akadályai kezelésének, *Spanyolországban* pedig a költségvetési konszolidációval párhuzamosan a gazdaság hitelállománya szabályozott leépítésének és szerkezeti átalakításának – ami hozzá fog járulni a fenntartható növekedéshez és a társadalmi kérdések kezeléséhez – kell lennie.

⁶ A Tanács ajánlása (2013/C 217/24), 2013. július 9. (HL C 217., 2013.7.30., 97. o.).

3. A LEGFONTOSABB TÖBB ORSZÁGOT ÉRINTŐ MEGÁLLAPÍTÁSOK

A részletes vizsgálatok lehetővé teszik bizonyos több országot érintő fejlemények, melyekkel már a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés⁷ foglalkozott, jobb megértését. Több tagállamra továbbra is jellemző a különféle egyensúlyhiányok és kockázatok fennállása. A részletes vizsgálatok különösen azt mutatják meg, hogy:

- **A külső kötelezettségek magas szintje sebezhető pont marad.** Az utolsó negyedévekben a folyó fizetési mérlegek hiánya tovább csökkent azokban az országokban, melyekben a válság előtti időszakban magas volt a hiány. Bizonyos országokban, mint *Bulgária, Spanyolország, Horvátország és Magyarország* a folyó fizetési mérleg többletbe ment át, *Írország és Szlovénia* esetében pedig kifejezetten nagy többletbe. E tagállamokban a folyó fizetési mérleg javulása részben a munkaerőköltség kiigazítása által elért versenyképesség növekedés, ám részben a belső kereslet csökkenésének eredménye. Ugyanakkor bizonyos vizsgált országokban az állomány tekintetében a nettó külső kötelezettség továbbra is nagyon magas maradt. Ez különösen igaz *Írországra, Spanyolországra, Horvátországra és Magyarországra*, amely országokban a nettó nemzetközi befektetési pozíció közel van vagy meghaladja az éves GDP-t, ám az érték *Bulgáriában* is nagyon magas. A helyzet aggályossága országonként változik a külső fenntarthatóság tekintetében, és a bruttó és nettó adósság típusától is függ. A közvetlen külföldi befektetések magas aránya különösen *Bulgária, Írország és Magyarország* esetében csökkenti a kockázatot.⁸ A folyó fizetési mérlegben a javulás jelentős része nem ciklikus volt, és ezért várhatóan nem fog eltűnni a talpraállástól.⁹ Ugyanakkor a legeladósodottabb gazdaságok külső fenntarthatóságának biztosítása érdekében a többleten vagy alacsony hiány huzamosabb időn keresztül fennállása mellett folytatódnia kell a folyó fizetési mérleg kiigazításának. A legsebezhetőbb országokban a kereslet szerkezeti csökkenése rámutat a termelékenység-növelés szükségességére, amelyet a növekedést elősegítő reformoknak kell támogatnia; ennek hiányában a gazdasági tevékenység hosszabb ideig erőtlen marad, különösen a legeladósodottabb országokban.
- **Az utóbbi években egyes országokban jelentősen romlott a külső beáramlás.** Ez a helyzet *Franciaország és az Egyesült Királyság* esetében: jelenleg ez utóbbi esetében a legnagyobb az EU-ban a folyó fizetési mérleg hiánya. Noha ezekben a gazdaságokban viszonylag alacsony a nettó külső kötelezettségek szintje, és a külső fenntarthatóság nem forog veszélyben, a külső hiány további növekedése esetén a növekvő különbségek sajátos kockázatokhoz vezethetnek.
- **A folyó fizetési mérlegben hosszú ideig fennálló többlet mögött gyakran a belső kereslet dinamikájának elnyomása áll.** A folyó fizetési mérleg többlettel rendelkező ország külföldi befektetés révén a mai fogyasztást holnapra halasztja. Ezzel szemben egy folyó fizetési mérleg hiányos ország növelheti jelenlegi befektetéseit vagy fogyasztását, ám jövőbeli jövedelmét át kell utalnia külföldre a külső adósság kiegyenlítésére.¹⁰ A többlet nagyon magas *Németország, Luxemburg, Hollandia és Svédország* esetében, és

⁷ COM(2013) 790 final, 2013.11.13.

⁸ Lásd „The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area” (A közvetlen külföldi befektetés szerepe az egyensúlyhiányok megelőzésében az euróövezetben) *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), 17-25. o.

⁹ Lásd „The Cyclical Component of Current Account Balances” (A folyó fizetési mérlegek egyensúlyának ciklikus összetevője), *European Economy I.3. keretes írás*, 2014 (2); 35-8. o.

¹⁰ Lásd „A folyó fizetési mérlegek többlete az EU-ban” (Current Account Surpluses in the EU), *European Economy*, 2012 (9).

Dánia esetében is nagy a többlet. Esetükben a többlet azzal függ össze, hogy az importhoz képest magas az exportteljesítmény, az előbbi mérsékelt növekedése összhangban van a belső kereslet növekedésével. A mérsékelt többlet gyűjtése üdvözlendő fejlemény tekintettel arra, hogy a népesedési kilátások jelentette kihívás¹¹ miatt szükség van a jelenlegi jövedelmek egy részének megtakarítására, illetve a megtakarítások külföldi befektetésekhez is szükségesek. A nagy többletek ugyanolyan mértékben hátráltatják a közép- és hosszútávú gazdasági kilátásokat, mint amilyenben a belföldi beruházások nagymértékű hiányából származnak. A többletek fajtája nem azonos ezen országok mindegyikében; *Dániában, Hollandiában és Svédországban*, ahol a háztartásoknak és a nem pénzügyi szervezeteknek magas az adóssága, a hitelállomány-leépítéssel vannak összefüggésben, miközben ez sokkal kevésbé igaz *Németországra*. *Németországnak* a világgal szemben fennálló kereskedelmi többlete növekedett, ugyanakkor csökkent az euróövezet többi részével szemben. Ez utóbbi kedvező fejlemény, ám megfelelő összefüggésben kell nézni: az euróövezethez képest bekövetkezett változás inkább következik az import csökkenéséből az euróövezet perifériáján, mint a *német* import növekedéséből. Továbbá az euróövezeten belüli többlet csökkenése más „többlettel rendelkező országokkal” függ össze. A beruházások felgyorsulásán keresztül a belső kereslet növekedése csökkentené a többletet, növelné a potenciális növekedést, és hozzájárulhatna a talpraálláshoz és a folyamatban levő kiigazításhoz az euróövezetben.

- **A költségalapú-versenyképesség továbbra is kulcsfontosságú kérdés** Ez különösen vonatkozik azokra az országokra, amelyeknél a legnagyobb a folyó fizetési mérleg hiánya és amelyeknek biztosítaniuk kell külső fenntarthatóságukat, mint például *Bulgária, Spanyolország és Magyarország*, vagy amelyeknek az elmúlt években az exportpiaci részesedése nagymértékben csökkent, mint *Horvátország, Olaszország* vagy *Finnország*. A versenyképesség és az exportteljesítmény különösen lényeges több ország gazdasági kilátásai szempontjából, mivel a magánszektorban a hitelállomány-leépítés szükségessége, valamint a költségvetési konszolidációs igények miatt valószínűleg csak a nettó export és az export-orientált befektetések jelentik közép távon a gazdasági növekedést támogató fontos keresleti összetevőket. A fajlagos munkaköltségek (ULC) kiigazítása folytatódik a versenyképességi problémák és a munkanélküliség által legjobban érintett tagállamokban. A vizsgált tagállamok közül a legnagyobb kiigazítás az utóbbi években *Írországon* és *Spanyolországban* következett be. A fajlagos munkaköltségek kiigazításának mozgatórugóját a piac és a verseny által gyakorolt intenzív nyomás jelentette, amely számos szektorban a javadalmazások nominálértékének csökkenéséhez, elbocsátásokhoz, valamint a termelékenység javulásához vezetett. Összehasonlításban a kiigazítás jóval kisebb volt *Franciaországban, Olaszországban* és *Szlovéniában*. Több országban a fajlagos munkaköltségek nagyobb mértékben csökkentek, mint az export és a GDP-deflátor. Ez összeegyeztethető lehet a kiegyensúlyozással, amennyiben az emelt haszonkulcsok hozzájárulnak a kereskedelemképes szektor bővülésének ösztönzéséhez¹². A reálbérek folyamatban lévő kiigazítása ellenére a munkaerő-piaci kiigazításra eddig túlnyomórészt elbocsátások és a jóval alacsonyabb állásszerzési ráta formájában került sor. Ez a munkanélküliség erőteljes növekedését és a munkanélküli időszak általános meghosszabbodását eredményezte¹³ annak szociális következményeivel és a potenciális

¹¹ Lásd „Öregedési jelentés” (Ageing Report), *European Economy*, 2012 (2) és „Fiskális fenntarthatóság” (Fiscal Sustainability), *European Economy*, 2012 (8).

¹² „Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States (Munkaköltség-átadás, nyereség és egyensúlyteremtés a sebezhető tagállamokban)”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013., 3. szám, 19–25. o.

¹³ Vö. „Labour Market Developments in Europe (Munkaerő-piaci fejlemények Európában)”, *European Economy*, 2013., 6. szám.

növekedésre gyakorolt hatásaival, amelyeket figyelembe kell venni a szakpolitikai válaszokban.

- **A részletes vizsgálatok is hangsúlyozzák a nem költségalapú versenyképesség szerepét.** A legtöbb tagállamra vonatkozóan a nem költségalapú versenyképesség ugyanolyan fontosnak tűnik a kereskedelmi teljesítmény magyarázatában, mint a költségalapú versenyképesség. A nem költségalapú tényezők magukban foglalják az export összetételét és technológiai tartalmát, a kivitel földrajzi diverzifikációját, a vállalatok szerkezetét, az üzleti környezetet és az innovációt. A részletes vizsgálatok megvitatják, hogy az olyan tagállamok, mint *Belgium, Dánia, Olaszország, Franciaország, Horvátország, Magyarország, Finnország* és az *Egyesült Királyság* hogyan néznek szembe az az export teljesítmény javításának és a nem költségalapú versenyképesség helyreállításának kihívásával. A szolgáltatások exportja gyakran enyhíti az áruk exportjának gyengébb teljesítményét a részletes vizsgálatban részt vevő több ország, mint például *Belgium, Dánia, Horvátország, Luxemburg, Svédország, Szlovénia* és az *Egyesült Királyság* esetében. A termelékenységi növekedésének stagnálását elhúzódó problémaként azonosították *Belgiumban* és *Olaszországban*, amely súlyosbítja a külső és belső egyensúlyhiánnyal kapcsolatos kockázatokat. A javulás mind a költségalapú, valamint a nem költségalapú versenyképesség terén kulcsfontosságú, mivel csökkenő tendencia tapasztalható a fejlett gazdaságoknak a világ exportjából való piaci részesedésében.
- **Számos gazdaságban folyik a hitelállomány-leépítése a magánszektorban, ennek ellenére a magánszektor adósságállománya továbbra is magas.** Annak szükségessége, hogy a háztartások, a nem-pénzügyi vállalatok, valamint a pénzügyi vállalatok is lecsökkentsék mérlegeiket és leépítsék kötelezettségeiket, negatív hatást gyakorolt a magánfogyasztásra és befektetésre. A magánszektorba irányuló hiteláramlásra hatást gyakoroltak a kereslet és kínálat kedvezőtlen feltételei¹⁴. Ez utóbbi tartalmazza a hitelállomány-leépítést magában a pénzügyi szektorban, a pénzügyi szektor töredezettségét és a politikai bizonytalanság elhúzódását, amely hatást gyakorolt a befektetési döntésekre. A vállalati beruházások alacsony szintje akadályt jelent a forrásoknak a legtermelékenyebb ágazatok és exportorientált iparágak felé való átcsoportosítása előtt, és középtávon korlátozza a növekedést¹⁵. Ugyanakkor a háztartások, valamint a nem-pénzügyi és a pénzügyi vállalatok hitelállomány-leépítése hozzájárult több vizsgált tagállamban a folyó fizetési mérleg javulásához, mint például *Spanyolország* és *Szlovénia* esetében, valamint nagy többletek kialakulásához *Dániában, Hollandiában* és *Svédországban*. Ezenkívül az alacsony inflációs ráták, amelyek számos tagállamban a versenyképesség visszaszerzésére irányuló stratégia kulcsfontosságú komponensei, több országban megnehezíthetik a magánszektor hitelállomány-leépítésére irányuló erőfeszítéseket.
- **A lakáspiaci kiigazítás több országban a mélypontot követő kilábalás jeleit mutatja.** A legtöbb uniós lakáspiac korrekciós szakaszban van a különösen hosszú fellendülési

¹⁴ Lásd „Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States” (A tagállamok finanszírozási feltételei közötti eltérés okai) *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013., 1. szám, 19–25. o. és „Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics” (A magánszektorbeli hitelállomány-leépítés dinamikájának értékelése), *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013., 1. szám, 26–32. o.

¹⁵ Lásd: „Product Market Review: Financing the Real Economy” (Termékpiazi áttekintés: a reálgazdaság finanszírozása), *European Economy*, 2013., 8. szám, és „Financial Dependence and Growth” (Pénzügyi függőség és növekedés) *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013., 3.szám, 7–18.o., valamint „Firms’ Investment Decisions in Vulnerable Member States” (Vállalatok befektetési döntései a nehéz helyzetben lévő tagállamokban) *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013., 4. szám, 29–35.o.

ciklust követően. Egyes országokban, nevezetesen *Dániában, Írországbán, Spanyolországban*, valamint *Hollandiában* jelentős volt a halmozott csökkenés a lakossági eszközök reálértékében. *Spanyolországban* és *Írországbán* a lakásárak kiigazítása együtt járt az építési ágazat leépítésével, súlyosbítva a munkanélküliséget is. Hozzájárult a nemteljesítő hitelek növekedéséhez és a bankok mérlegének romlásához, amely megemelt céltartalékokat és a problémás eszközöknek az erre kijelölt vagyongazdálkodók cégeknek történő átadását igényelte. Miközben további lefelé történő kiigazításokat nem lehet kizárni néhány vizsgált tagállam esetében, a rendelkezésre álló adatok az sugallják, hogy a legtöbb országra vonatkozóan a ciklus már túl van a mélyponton, és mérsékelt növekedésre került sor például *Luxemburg, Málta, Svédország* és az *Egyesült Királyság* esetében.

- **A munkanélküliség és a társadalmi feszültség egyéb mutatói továbbra is nagyon magasak¹⁶.** A munkanélküliség különösen a folyó fizetési mérleg egyenlegében beállt fordulatot átélte országokban szárnyalt, és nagyon nagy eltérések mutatkoznak a tagállamok között is. Az ifjúsági és tartós munkanélküliség különös aggodalomra adnak okot, miközben a strukturális munkaerőhiányt is kezelni kell. 2013 közepe óta azonban volt a stabilizációra és a munkanélküliség visszafogott csökkenésére mutató néhány jel egyes tagállamokban, mint például *Bulgária, Írország, Magyarország* és az *Egyesült Királyság* esetében. Amennyiben a folyó fizetési mérleg egyenlegében beálló fordulat a beruházások és a termelékenység tartós csökkenéséhez vezet, a munkanélküliség csökkentése miatt szükség lehet arra, hogy a bérek alakulása összhangban legyen a termelékenységgel, ezáltal támogatva mind a versenyképességet, mind az aggregált keresletet.

A legutóbbi előrejelzések azt mutatják, hogy a költségvetési kiigazítás üteme lassul az EU-ban és az euróövezetben. Ez az elmúlt két év jelentős konszolidációs erőfeszítéseinek köszönhető. A legtöbb tagállamban azonban továbbra is szükség van a költségvetési konszolidáció fokozására.

- **A költségvetési konszolidáció lassul, miközben az államadósság szintje tetőzik 2014-ben.** 2013-ban az államháztartások tovább javultak mind az EU-ban, mind az euróövezetben a folytatódó konszolidációs erőfeszítéseknek köszönhetően. 2014-ben a kiigazítás üteme várhatóan lassul. A folyamatban lévő konszolidációnak és a gazdasági fellendülésnek azonban lehetővé kell tennie az államháztartási hiány további csökkentését. A strukturális kiigazításokra tekintettel a legtöbb tagállam erőfeszítései elégségesek voltak 2013-ban. Mind az EU-ban, mind az euróövezetben, a GDP-arányos államadósság az előrejelzések szerint tovább nő 2013-ban, és –ha alacsonyabb ütemben is – 2014-ben, amikor várhatóan tetőzni fog.
- **Kérdések merülnek fel azzal kapcsolatban, hogy egyes tagállamokban a konszolidáció elég határozott-e annak biztosításához, hogy a túlzott hiány korrekciója a megfelelő pályán maradjon.** Ez a helyzet különösen *Franciaország* és *Szlovénia* esetében. Ezen országokra vonatkozóan, a Bizottság ajánlásokat fogad el, amelyben felkéri a kormányokat a helyzet időben történő kezelésére. *Olaszország* esetében, amely nem rendelkezik túlzott hiánnyal, az előrejelzés rámutat, hogy további konszolidációs erőfeszítések kellenek a szükséges adósságcsökkentés biztosítása érdekében. Ami az euróövezeten kívüli tagállamokat illeti, *Horvátország* esetében felmerül annak kockázata,

¹⁶ Lásd még: A gazdasági és monetáris unió szociális dimenziójának megerősítése című bizottsági közleményt COM(2013) 690, 2013.10.2., valamint a Bizottság 2014. évre szóló növekedési jelentését kísérő közös foglalkoztatási jelentést COM(2013) 801 final, 2013.11.13.

hogy a jelenlegi tendenciák szerint és kiegészítő intézkedések hiányában nem éri el sem az államháztartási hiányra, sem a strukturális kiigazításra vonatkozó célokat. A túlzott hiánnyal nem rendelkező *Magyarországon*, lazul a strukturális egyenleg, ami veszélyezteti az adósságcsökkentést.

4. AZ EGYES TAGÁLLAMOKRA VONATKOZÓ MEGÁLLAPÍTÁSOK

A tizennégy tagállamban tapasztalt egyensúlyhiányok jellege különböző. A részletes vizsgálatban részletesen dokumentált elemzések alapján a Bizottság úgy ítéli meg, hogy *Belgiumban, Bulgáriában, Németországban, Írországon, Spanyolországban, Franciaországban, Horvátországban, Olaszországban, Magyarországon, Hollandiában, Szlovéniában, Finnországban, Svédországban*, és az *Egyesült Királyságban* tapasztalható egyensúlyhiány. E tagállamok közül, *Horvátországban, Olaszországban és Szlovéniában* tapasztalható túlzott egyensúlyhiány. *Spanyolország* esetében a Bizottság úgy véli, hogy az elmúlt évben jelentős kiigazításokra került sor, és a jelenlegi tendenciák szerint tovább csökken az egyensúlyhiány. Miközben ez alapján arra lehet következtetni, hogy a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás értelmében már nem áll fenn túlzott egyensúlyhiány *Spanyolországban*, a Bizottság hangsúlyozza, hogy még mindig fennáll annak veszélye. Az egyensúlyhiány és a túlzott egyensúlyhiány jellegében fennálló különbségek, beleértve a költségvetési mozgásteret és a felügyeleti eljárás szakaszát illetően, azt jelentik, hogy a tagállamok által a Bizottsággal együttműködésben kidolgozandó szakpolitikai válaszokat minden egyes ország szükségleteihez kell igazítani.

- **Belgium** esetében továbbra is makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely *nyomon követést és szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé*. Különösen az áruk külső versenyképességére vonatkozó fejlemények érdemelnek figyelmet, mivel a tartós romlás veszélyeztetheti a makrogazdasági stabilitást.

Pontosabban, a versenyképesség folytatódó romlása, beleértve annak nem költségalapú dimenzióját, negatív következményekkel járhat a gazdaság számára. A feldolgozóipar nemzetközi versenyképessége romlott, ami a haszonkulcsok csökkenésében és a munkahelyek leépítésében tükröződik. A magas munkaköltségek összeegyeztetése a fenntartható munkahelyteremtéssel és a magas életszínvonallal megköveteli, hogy a gazdaság elmozduljon a globális értékláncban magasabban elhelyezkedő termékek felé. Egyúttal meg kell előzni, hogy tovább az olló tovább nyíljon a gyors bérnövekedés és a termelékenység lassú növekedése között. Ebben a tekintetben Belgium tett már lépéseket, amelyek hatásai az elkövetkező években várhatóak. A termelési bázis megőrzése érdekében azonban további ambiciózus lépésekre van szükség, annál is inkább, mert a versenytárs országokban reformok vannak kibontakozóban. Ez kapcsolódik a munkát terhelő adókhoz és érzékenyebbé teszi a bérek alakulását a gazdasági és ágazati realitások iránt, és kezeli a munkaerőpiac működésével kapcsolatos tartós problémákat. Belgium magas államadóssága továbbra is aggodalomra ad okot az államháztartás fenntarthatóságára vonatkozóan. Kedvező azonban, hogy Belgiumnak sikerült stabilizálnia az államadósság GDP-hez viszonyított arányát; a becslések szerint teljesülnek az ajánlott hiánycélok 2013-ban, és az előrejelzések szerint a hiány a GDP 3 százaléka alatt marad. Ezenfelül a hosszú átlagos lejáratok, a viszonylag alacsony átfedések a hazai pénzügyi szektorral, és a viszonylag egészséges magánszektor mérsékli a szélesebb értelemben vett gazdaságra vonatkozó kockázatokat.

- **Bulgária** esetében továbbra is *makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely nyomon követést és szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé*. Különösen a munkaerőpiac elhúzódó kiigazítása indokolható határozott intézkedéseket, miközben a külső pozíció korrekciója és a vállalati hitelállomány-leépítés jól halad.

Konkrétabban, Bulgáriában az egyensúlyhiány nagyon gyorsan alakult ki a fellendülés időszakában, amely egybeesett az ország uniós csatlakozásával. A nagymértékű külföldi tőkebeáramlás hozzájárult a gazdaság túlhevüléséhez, valamint a befektetett eszközök árának tartós emelkedéséhez. A folyó fizetési mérleg egyenlegében fordulat állt be 2009 óta, azonban a külső kötelezettségállomány, bár ennek nagy része közvetlen külföldi befektetés, továbbra is magas. A kiigazítás úgy tűnik, hogy többnyire nem ciklikus, a külső kötelezettségek további csökkenése azonban a külső versenyképesség fenntartásától és az erős exportteljesítménytől függ. A nem pénzügyi vállalatok folyamatban lévő hitelállomány-leépítése rövid és közép távon korlátozhatja a befektetéseket és a növekedést néhány ágazatban. A gyenge, nem inkluzív munkaerőpiac is korlátozza a gazdaság alkalmazkodási képességét és a potenciális növekedés visszafogásának egyik okát jelenti. A munkanélküliség gyorsan növekedett, mivel a foglalkoztatás csökkenése a válság alatt hangsúlyosabbnak bizonyult, mint ahogyan azt a termelés csökkenése sugallta. Az alacsony képzettségű és fiatal munkavállalókat érintették legjobban az elbocsátások. Annak ellenére, hogy a bérköltség viszonylag alacsony, a minimálbér elmúlt évekből gyors növekedése azzal a veszéllyel járhat, hogy a legkiszolgáltatottabbak a drágulás miatt kiszorulhatnak a munkaerőpiacról. Ugyanakkor az aktív munkaerő-piaci szakpolitikák és az oktatási rendszer eddig nem voltak hatékonyak az alkalmazkodási folyamat elősegítésében, és akadályozzák a humántőke széles körű felhalmozását.

- **Németország** esetében *makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely nyomon követést és határozott szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé*. Különösen a folyó fizetési mérleg mutat tartósan nagyon magas többletet, amely erős versenyképességet tükröz, miközben a megtakarítások jelentős része külföldön került befektetésre. Ez annak is a jele, hogy a hazai növekedés továbbra is elnyomott maradt, és a gazdasági erőforrásokat esetleg nem hatékonyan osztották el. Bár a folyó fizetési mérleg többlete nem jelent a nagy mértékű hiányokhoz hasonló kockázatokat, a folyó fizetési mérleg többletének mértéke és elhúzódó volta Németországban szoros figyelemmel követést érdemel. Tekintettel a német gazdaság méretére, különösen fontosak a hazai gazdaság és az euróövezet működésére gyakorolt negatív hatások kockázatát csökkentő intézkedések.

Konkrétabban, a viszonylag alacsony magán- és állami szektorbeli befektetések a hosszabb időszakon keresztül visszafogott lakossági fogyasztással együttesen hozzájárultak a mérsékelt növekedéshez, a növekedési trend csökkenéséhez, a gazdaságnak a külső kereslettel való fokozott függéséhez, valamint a külső többlet kialakulásához. A kihívást ezért olyan intézkedések meghatározása és végrehajtása jelenti, amelyek segítenek erősíteni a belső keresletet és a gazdasági növekedés potenciálját. A központi szakpolitikai kihívások a fizikai és humán tőkébe történő nagyobb befektetések és a hatékonyság növelésének elősegítése a gazdaság valamennyi ágazatában, beleértve a szolgáltatási ágazat növekedési potenciáljának felszabadítását is, amely szintén hozzájárulna a munkaerő-kínálat további erősítéséhez.

- **Írország:** A nemrég befejezett makrogazdasági kiigazítási programnak nagy szerepe volt a gazdasági kockázatok kezelésében és az egyensúlyhiány csökkentésében. Azonban a fennmaradó makrogazdasági *egyensúlyhiány célzott nyomon követést és határozott szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé*. Különösen a pénzügyi szektor fejleményei, a magán és állami szektor eladósodottsága, és ehhez kapcsolódóan a magas bruttó és nettó

külső kötelezettségek és a munkaerőpiac helyzete azt jelentik, hogy a kockázatok még mindig fennállnak. A Bizottság megkezdi a szakpolitika végrehajtásának célzott nyomon követését és rendszeresen jelentést tesz a Tanácsnak és az eurócsoporthoz. A nyomon követés a pénzügyi támogatási programot követő utólagos felügyeletre fog támaszkodni.

Konkrétabban, 2007-től kezdődően Írország megtapasztalta az ingatlanpiac összeomlását, a bankveszteségek kezelésére tett intézkedések és az állami bevételek csökkenése pedig súlyos költségvetési problémákat okoztak. A piaci hozzáférés elvesztése miatt Írország nemzetközi pénzügyi segítséget kért 2010 végén. Írország jó eredményeket ért el a program végrehajtása során, amely 2013-ban fejeződött be. A program költségvetési konszolidációra vonatkozó céljai teljesültek, és Írország javította a hazai költségvetési szabályokat és intézményeket. Továbbá a tervek szerint teljesülnek az államháztartási hiánycélok 2013-ban és 2014-ben. A banki hitelállomány-leépítés céljai teljesültek, a tőkemegfelelési mutatók javultak. A pénzügyi felügyelet és szabályozás megerősödött. A háztartások növelték megtakarításaikat eladósodottságuk csökkentése érdekében. A munkaerő-piaci reformok hozzájárultak a munkanélküliség csökkenéséhez. A lakásárak is stabilizálódtak és a fellendülés jeleit mutatják. További előrelépésre van azonban szükség, mivel az államadósság, valamint a külső adósság továbbra is nagyon magas, a pénzügyi szektor sebezhető a nagy mennyiségű nemteljesítő hitel miatt, valamint a tartós és az ifjúsági munkanélküliség továbbra is magas.

- **Spanyolország** esetében *makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely célzott nyomon követést és határozott szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé.* Több tekintetben egyértelmű előrelépés történt a tavaly túlzottként azonosított egyensúlyhiány kiigazítása terén, és a beindult gazdasági növekedés csökkentette a kockázatokat. Az egyensúlyhiányok mértéke és egymással összefüggő természete, különösen a belső és külső adósság magas szintje azonban azt jelzi, hogy a kockázatok még fennállnak. A Bizottság folytatja a Tanács által az európai szemeszter keretében Spanyolországban ajánlott szakpolitikák célzott nyomon követését, és rendszeresen jelentést tesz a Tanácsnak és az eurócsoporthoz. A nyomon követés a pénzügyi támogatási programot követő utólagos felügyeletre fog támaszkodni.

Konkrétabban uniós szintű és Spanyolország által megtett határozott politikai fellépések támogatták a kiigazítást. Különösen a gyengébb bankok feltőkésítése és szerkezetátalakítása oszlatták el a rendszerszintű aggodalmakat a pénzügyi szektorról és tették lehetővé a pénzügyi támogatási program zökkenőmentes befejezését 2014 elején. A folyó fizetési mérleg egyenlege többetbe fordult az import szűkülése és az erős export kombinációjának eredményeként, amelyet a versenyképesség megerősödése támogatott. A lakáspiac kezd stabilizálódni. A foglalkoztatás szűkülése úgy tűnik, hogy a végéhez közeledik. Szakpolitikai fronton a strukturális reformok 2013-as nemzeti reformprogramban felvázolt átfogó ütemterve jogalkotási szempontból nagyrészt befejeződött, a figyelem a kihívást jelentő végrehajtási szakaszra helyeződik át. E pozitív fejlemények a bizalom határozott visszatéréséhez vezettek, amely a piaci kockázati felárak csökkenésében, a külföldi tőkebeáramlás visszatérésében, valamint az üzleti és fogyasztói bizalom növekedésében nyilvánul meg.

Ugyanakkor a kiigazítás még távolról sem fejeződött be és a kiszolgáltatottság továbbra is fennáll. Konkrétabban: a mind belső, mind külső magán- és állami adósság nagyon magas állománya továbbra is veszélyezteti a növekedést és pénzügyi stabilitást. A közelmúltbeli csökkenés ellenére a munkanélküliség továbbra is riasztó méreteket ölt. A termelési rendszer átirányítását az exportáló ágazatok felé és a nemzetközi versenyképesség helyreállítását fenn kell tartani a külső kötelezettségek nagy mennyiségű állományának,

valamint annak a tehernek a csökkentése érdekében, amelyet ez okoz a jövedelmeknek a világ többi részébe történő negatív áramlása tekintetében. A magánszektor mérlegének kiigazítása jól halad, azonban a magas munkanélküliség és a csökkenő jövedelmek korlátozták a háztartások hitelállomány-leépítésének ütemét. A nem pénzügyi vállalatok valamivel tartósabb ütemben csökkentették adósságaikat. A továbblépéshez a kihívást annak biztosítása jelenti, hogy hitelállomány-leépítés együtt haladjon a pénzügyileg rendezett hitelfelvevőkhöz irányuló pozitív hiteláramlással. A termék- és pénzügyi piacok működését terhelő akadályok eltávolítása és a hatékony fizetéseképtelenségi eljárások csökkenthetik a hitelállomány-leépítés növekedést fékező hatását. A közelmúltbeli reformoknak a belső rugalmasságra és a bérek megállapítására gyakorolt pozitív hatásaira építve további reformokat kellene előirányozni a munkaerőpiacon. Végezetül, jelentős bevételkiesések, magasabb szociális kiadások és a bankok feltőkésítésének költségei jelentős nyomást gyakoroltak az államháztartási hiányára, és az államadósság magas szintre történő meredek emelkedéséhez vezettek. A 2013-as költségvetési hiánycélokat lehet, hogy nem sikerült tartani, jóllehet a javuló makrogazdasági kilátásoknak lehetővé kell tenniük Spanyolország számára, hogy 2014-ben teljesítse az államháztartási hiánycélt. Az államadósság középtávú csökkentésének biztosításához tartós költségvetési erőfeszítésekre lesz szükség.

- **Franciaország** esetében továbbra is *makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely célzott post-prognyomon követést és határozott szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé.* Különösen a kereskedelmi mérleg és a versenyképesség romlása, valamint az állami szektor magas szintű eladósodottságának következményei érdemelnek folyamatos szakpolitikai figyelmet. Tekintettel a francia gazdaság méretére és az euróövezet működésére gyakorolt esetleges továbbgyűrűző hatásokra különösen fontosak a francia gazdaság és az euróövezet működésére gyakorolt negatív hatások kockázatát csökkentő határozott intézkedések. Tekintettel a 2013-as részletes vizsgálat által már kért szakpolitikai fellépés szükségességére, a Bizottság megkezdi a Tanács által az európai szemeszter keretében Franciaországnak ajánlott szakpolitikák célzott nyomon követését, és rendszeresen jelentést tesz a Tanácsnak és az eurócsoporthoz.

Konkrétabban: a növekvő kereskedelmi deficit az exportpiaci részesedések hosszú távú csökkenését tükrözi, ami viszont a költség-versenyképesség és a nem ár alapú versenyképesség tartós veszteségeihez kapcsolódik. A versenyképesség előmozdítására meghozott intézkedések ellenére eddig kevés jele mutatkozik az egyensúlyteremtésnek. Miközben a bérek a termelékenységgel összhangban alakultak, a munkaköltség továbbra is magas és a vállalatok haszonkulcsát terheli. A magánvállalatok alacsony és csökkenő nyereségessége, különösen a feldolgozóiparban, szerepet játszhatott a növekedésre és az exportteljesítményük javítására való képességük akadályozásában. A kedvezőtlen üzleti környezet és különösen a szolgáltatások terén tapasztalható alacsony szintű verseny tovább súlyosbítja a versenyképességgel kapcsolatos kihívásokat. Ezenkívül a bérmegállapítási rendszer merevségei nehézségeket eredményeznek a cégek számára abban, hogy a béreket a termelékenységhez igazítsák. Az államadósság továbbra is nő a 2010 óta az államháztartási hiány csökkentésére hozott intézkedések ellenére, ami szükségessé teszi a költségvetési konszolidáció folytatását és – tekintettel az állami kiadások magas szintjére – különös figyelmet fordítását a kiadások csökkentésére, különösen a hatékonyság növelésére törekvő útján. Franciaország várhatóan a teljes előrejelzett időszakban nem éri el sem az államháztartási hiánycélokat, sem a strukturális kiigazítás céljait.

- **Horvátország** esetében *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely célzott nyomon követést és határozott szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé.* Különösen

a következőkből fakadó sebezhetőség igényel politikai fellépést: a jelentős külső kötelezettségek, a romló exportteljesítmény, a magas hitelállománnyal rendelkező vállalkozások és az államháztartás gyors mértékben növekvő adóssága, és mindez alacsony növekedési és gyenge kiigazítási kapacitással párosul. A Bizottság meg fogja kezdeni a szakpolitikai végrehajtás célzott nyomon követését, és erről rendszeresen jelentést fog tenni a Tanácsnak.

Konkrétabban az a helyzet, hogy egy olyan növekedési szakaszt követően, melynek során felhalmozódtak az egyensúlytalanságok, Horvátországban most elhúzódó recesszió tapasztalható, melynek során számos külső és belső kockázat felszínre került. A külső egyensúly javítását olyan jelentős kockázatok befolyásolják, amelyek Horvátország külföldi pénznemben fennálló kötelezettségeinek biztonságosabb szintre csökkentésétől függenek, és amelyek feltétele a versenyképesség javítása és az export turizmuson túlmutató szélesítése a növekedés támogatása érdekében. A nem pénzügyi vállalkozások hitelállományának leépítése még mindig korai szakaszban tart, és e szegmens nemteljesítő hiteleinek alakulása nyomonkövetést igényel. A néhány ágazatban még mindig fontos szerepet játszó és gyakran szerkezeátalakításon át nem esett állami tulajdonú vállalkozások általában súlyosan eladósodottak és alig nyereségesek. Horvátországnak van a legalacsonyabb aktivitási és foglalkoztatási rátája az EU-ban, amely részben összefügg az intézményi és szakpolitikai szerkezettel. A munkaerőpiac működésének javítása elengedhetetlen lesz a külső és belső sebezhetőség miatt szükséges növekedés és kiigazítások támogatásához. Standard mutatók szinte teljes sorozata alapján Horvátország üzleti környezete a közép- és kelet-európai tagállamok átlagánál jelentősen alacsonyabb teljesítményt mutat. Ezek a tényezők összeadódva csökkentik a növekedési potenciált, ami akadályozza a magánszektor mérlegének kiigazítását, és megnövelt költségvetési konszolidációs erőfeszítéseket tesz szükségessé. Jelentős további költségvetési konszolidációs erőfeszítésekre van szükség a hiány csökkentése és az adósság nem fenntartható mértékű növekedésének megakadályozása érdekében. Horvátország túlzott hiány-eljárás alatt áll, és hatékony lépéseket kell tennie a túlzott hiány 2014. április 30-ig történő kezelése érdekében. A jelenlegi trend alapján további intézkedések meghozatala nélkül Horvátország azt kockáztatja, hogy nagy mértékben el fog maradni 2014. évi célkitűzésétől.

- **Olaszország** esetében *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely célzott nyomon követést és határozott szakpolitikai intézkedéseket tesz szükségessé.* Különösen a nagyon magas szintű államadósság és a gyenge külső versenyképesség, melyek végső soron a termelékenység elhúzódóan lassú növekedésében gyökereznek, igényelnek sürgős szakpolitikai figyelmet. Tekintettel az olasz gazdaság méretére, különösen fontos megfelelő intézkedéseket hozni az olasz gazdaság és az euróövezet működésére gyakorolt negatív hatások kockázatának csökkentése érdekében. A Bizottság szándékában áll, hogy megkezdje azon szakpolitikák célzott nyomon követését, amelyeket a Tanács ajánlott Olaszországnak az európai szemeszter keretében, és erről rendszeresen jelentést fog tenni a Tanácsnak és az eurócsoporthoz.

Részletesebben: az államadósság magas szintje nagy terhet ró a gazdaságra, különösen a krónikusan gyenge növekedés és a visszafogott infláció összefüggésében. Komoly kihívást fog jelenteni, hogy elérjék és hosszabb időn keresztül fenntartsák az adósság GDP-hez viszonyított arányának stabilan csökkenő pályára állításához szükséges nagyon magas – történelmi átlag feletti – elsődleges többletet és a GDP erőteljes növekedését. 2013 folyamán Olaszország haladást ért el középtávú költségvetési célkitűzéseinek teljesítésében. Ugyanakkor fennáll annak a veszélye, hogy a 2014. évi strukturális

egyenleg kiigazítása elégtelennek bizonyul, mivel nagyon nagy arányú államadósság megfelelő tempóban történő csökkentésére van szükség. A válság felőrölte az olasz bankszektor kezdeti ellenállóképességét, amelynek így gyengült a szerepe a gazdaság helyreállításának támogatásában. A versenyképesség csökkenése a bérek és a termelékenység közötti folyamatos eltolódásban, a magas adóékban, az exportra szánt termékek kedvezőtlen szerkezetében és a kis vállalkozások nagy arányában gyökerezik, mely utóbbiak nehezen állnak helyt a nemzetközi versenyben. A bérmegállapítás merevsége akadályozza a megfelelő mértékű, a termelékenység alakulásával és a helyi munkaerőpiaci feltételekkel egybevágható bérdifferentiálást. A közigazgatás és az igazságszolgáltatási rendszer hatékonyságának régóta fennálló hiányosságai, a gyenge vállalatirányítás, valamint a korrupció és az adócsalás magas szintje csökkentik a gazdaság allokációs hatékonyságát, és akadályozzák, hogy az elfogadott reformok ténylegesen előnyökhöz vezessenek. A humán tőke jelentős kihívásai – melyek a fiatal generációk oktatásába fektetett erőforrások alacsony megtérülését, az ország alacsonytól a közepes mértékig technológiai ágazatokra történt szakosodását és az oktatási rendszer struktúrális gyengeségeit tükrözik – hozzáadódnak a termelékenységgel kapcsolatos kihívásokhoz.

- **Magyarország** esetében továbbra is *makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely nyomon követést és határozott szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé*. Különösen az erőteljesen negatív nettó nemzetközi pozíció folyamatban lévő kiigazítása, az állami és magánadósság magas szintje a törekeny pénzügyi szektor tükrében, és a romló exportteljesítmény igényel továbbra is fokozott figyelmet a gazdaság működésére gyakorolt negatív hatások számottevő kockázatának csökkentése érdekében.

A halvány exportteljesítmény ellenére javult a külfölddel szembeni befektetési pozíció, amely elsősorban a magánszektor hitelállományának leépítését tükrözi. Bár a közelmúltban a feldolgozóipar mutatott néhány bátorító jelet, ez önmagában nem lesz elég ahhoz, hogy jelentős fordulatot idézzon elő az exportteljesítményben. Bár csökkent az adósság szintje, a magánadóssághoz kapcsolódó egyensúlyhiány és kockázatok továbbra is fennállnak, mivel a hitelállomány leépítését akadályozta a nehéz helyzetbe került hitelek nagy aránya, a nyomott ingatlanpiac, a törekeny pénzügyi szektor, a külföldi devizában felvett kölcsönök jelentős aránya, valamint az elhúzódó üzleti bizonytalanság. A gazdaságba irányuló hitelezés normál szintjének fenntartható visszaállításához a bankok működési környezetének javítására lenne szükség. Az államadósság magas szintje is aggodalomra ad okot. A strukturális költségvetési egyenleg jelentős javulása ellenére a meggyengült árfolyam, a csekély növekedési potenciál és a megnövekedett finanszírozási költségek miatt nem csökkent az adósság. Magyarország várhatóan nem fogja teljesíteni középtávú célkitűzését, strukturális egyenlege pedig várhatóan romlani fog 2014-ben.

- **Hollandia** esetében továbbra is *makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely nyomon követést és szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé*. Figyelemmel kell lenni különösen a magánszektor eladósodottságával és a folytatódó hitelállomány-leépítéssel kapcsolatos makrogazdasági fejleményekre, a lakáspiacon továbbra is fennálló hiányosságokkal együtt. Bár a folyó fizetési mérleg nagy többsége nem jár a nagy hiányhoz hasonló kockázatokkal, és részben a hitelállomány-leépítés szükségességéhez kapcsolódik, a Bizottság az európai szemeszter keretében figyelni fogja Hollandia folyó fizetési mérlegének alakulását.

Konkrétabban: az évtizedek során kialakult merevség és a torzító hatású ösztönzők formálták a lakásfinanszírozást és a szektorális megtakarítási magatartásmintát. A pénzügyi intézmények mérlege erőteljesen eltolódott a lakásfinanszírozás irányába, mivel a háztartások az ingatlantulajdont további hitelek felvételére használták fel. Ezzel

párhuzamosan a nem pénzügyi vállalkozások esetében a '90-es évek közepétől strukturális megtakarítási többlet mutatható ki. Ez jelentős és tartós folyófizetésimérleg-többletet eredményezett, amely együtt jár mind a háztartások bruttó adósságállományának, mind a háztartások nettó eszközeinek magas szintjével. Az elmúlt években a globális válság nyomán visszafogott belső kereslet még feljebb tornászta a külső többletet. Az elmúlt években javulás volt tapasztalható e tekintetben a jelzáloghitel-finanszírozás ösztönzése érdekében végrehajtott szakpolitika eredményeként. A hitelállomány-leépítés továbbra is terheli majd a gazdasági tevékenységet, de a stabilizálódó ingatlanpiac és a háztartások jelentősen pozitív nettó eszköz pozíciója korlátozza a kockázatokat. Az államháztartás tekintetében az előrejelzések szerint Hollandia nem fogja teljesíteni a 2014-es államháztartási hiánycélt: éppen abban az évben, amelyikben ki kellene igazítania a túlzott hiányt, pedig az várták az országtól, hogy 2013–2014 folyamán elfogadja az ajánlott mértékű strukturális intézkedéseket.

- **Szlovénia** esetében továbbra is *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely célzott nyomon követést és folytatódó határozott szakpolitikai intézkedéseket tesz szükségessé.* Az egyensúlyhiány az elmúlt év során javult a makrogazdasági kiigazításnak és Szlovénia érdemi szakpolitikai intézkedéseinek köszönhetően. Ugyanakkor a szükséges kiigazítás mértéke azt mutatja, hogy még mindig jelentős kockázatok állnak fenn. A Bizottság folytatni fogja azon szakpolitikák célzott nyomon követését, amelyeket a Tanács ajánlott Szlovéniának az európai szemeszter keretében, és erről rendszeresen jelentést fog tenni a Tanácsnak és az eurócsoporthoz.

Konkrétabban a gyenge vállalatirányítás által jellemzett gazdasági szerkezetből, az állam magas szintű gazdasági szerepvállalásából, a költségalapú versenyképesség csökkenéséből, a vállalati szektor túlzott eladósodottságából és az államadósság növekedéséből fakadó kockázatok igényelnek nagyon szoros figyelemmel kísérést. Bár jelentős előrelépés történt a bankok mérlegének javítása terén, a bankszektorra vonatkozó átfogó stratégia teljes végrehajtására irányuló célirányos tevékenységre van még szükség, ideértve a szerkezetátalakítást, a privatizációt és a felügyelet fokozását is.

Szlovénia továbbra is küzd az előző fellendülés hagyatékával: sok vállalat továbbra is nem fenntartható mértékig el van adósodva. A nemteljesítő hitelek bankeszközkezelő vállalkozásra történt átruházása javította a bankok mérlegét, de a válság előtti szinthez képes még mindig magas a nemteljesítő hitelek aránya, amelyek továbbra is tartós szerkezetátalakítást igényelnek a nemrég módosított fizetéseképtelenségi keret alapján. Mivel a hazai kereslet, és különösen a befektetések jelentősen csökkentek, a folyó fizetési mérleg erősen javult és nagy többletbe fordult, de a költségalapú versenyképesség csökkenése nem állt meg, és a reformok eddig nem kezelték teljes mértékben a munkaerőpiac rugalmasságával és a versenyképességgel összefüggő kihívásokat. A gyenge vállalatirányítás – elsősorban, de nem kizárólag az állami tulajdonban lévő vállalkozások esetében – csökkenti a gazdaság általános hatékonyságát az erőforrások vélhetően nem hatékony elosztása miatt. Az állam jelentős visszavonulása a vállalati és pénzügyi szektorból, a kulcsfontosságú eszközök irányításának átfogó stratégiájával és a nem kulcsfontosságú eszközök elidegenítésével ötvözve javíthatná a gazdaság kiigazítási kapacitásait. Végül pedig az államadósság elmúlt években tapasztalható jelentős – bár viszonylag alacsony szintről megindult – növekedése okoz újabb kihívásokat. Míg az államháztartási hiány várhatóan a hiánycél felett alakul a bankok 2013. és 2014. évi feltőkésítéséhez kapcsolódó jelentős kiadások miatt, a hiány változatlan szakpolitika mellett várhatóan a 2015-ös célt is meghaladja majd. Hasonlóképpen a strukturális kiigazítás is elmarad a szükséges mértéktől. Összeadódva ezek a hiányosságok és

kihívások rövidtávon visszavetik a makrogazdasági teljesítményt. A szuverén kötvények hozamainak legutóbbi visszaesése némileg csökkenti a nyomást, de a strukturális reformprogram végrehajtásának tempóját fel kell gyorsítani.

- **Finnország** esetében továbbra is *makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely nyomon követést és szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé*. Különösen az elmúlt évek ipari szerkezetátalakítása okozta gyenge exportteljesítmény, valamint a költségalapú és nem költségalapú versenyképesség tényezői igényelnek folyamatos odafigyelést.

Részletesebben: az import válság előtti magas növekedése és a válság utáni nyomott export magyarázza a külső egyensúly erózióját. A folyó fizetési mérleg azonban stabilizálódott a közelmúltban, és már a külső egyensúly fenntarthatósága sem ad okot aggodalomra. Az ország a világkereskedelem helyreállása ellenére gyors ütemben folytatta exportpiaci részesedésének elvesztését. Az exportteljesítmény gyengülésében szerepet játszott Finnország integrációja a globális értékláncokba, míg az ipar szerkezetátalakítása eddig nem tudta kompenzálni az elektronikai és erdészeti ipar jelentős leépítését. Sőt, a gazdaság kiigazítási képességét beszűkíti az alacsony termelékenység és a szolgáltatások terén tapasztalható gyenge versenynyomás, valamint a költségek növekedése a bérek dinamikus növekedésének és a magas energiaszintnek köszönhetően. Az exportőrök így főként a haszonkulcs csökkentésével tudták fenntartani áraik versenyképességét, amelynek következtében csak korlátozott mértékben tudták a magas innovációs potenciált új termékek létrehozásához kiaknázni. Úgy tűnik, a nem költségalapú tényezők adnak leginkább magyarázatot a versenyképesség romlására: korlátozott számú, nagy méretű exportáló vállalkozás szűk termékskálát értékesít, a kisvállalkozások kevésbé hajlandóak exportálni, a K+F kiadások pedig kevésbé hatékonyak. Ezenkívül a befektetések alacsony szintje, a munkaképes korú népesség csökkenése és a termelékenység jelentős csökkenése terheli a növekedési potenciált. Az államháztartás tekintetében a strukturális hiány várhatóan kissé a 2014-es középtávú célkitűzés felett alakul majd, míg – részben a kedvezőtlen növekedési dinamika köszönhetően – az államadósság szintje várhatóan a GDP 60 %-a fölé fog emelkedni.

- **Svédország** esetében továbbra is *makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely nyomon követést és szakpolitikai intézkedést tesz szükségessé*. Különösen az háztartások eladósodásával kapcsolatos fejlemények igényelnek továbbra is odafigyelést, melyek az ingatlanpiac hatékonyságának hiányával párosulnak. Bár a folyó fizetési mérleg nagy többlete nem jár a nagy hiányhoz hasonló kockázatokkal, és részben a hitelállomány-leépítés szükségességéhez kapcsolódik, a Bizottság az európai szemeszter keretében figyelni fogja Svédország folyó fizetési mérlegének alakulását.

Konkrétabban: a háztartások adósságállománya egy stabilizációs időszakot követően újra növekedett, mivel a legfőbb kiváltó okok – a jelzáloghitelek alacsony kamatai, az adózás terén jelentkező túlzott mértékű eladósodás, a jelzáloghitelek lassú amortizációs üteme és a korlátozott ingatlankínálat – továbbra is fennállnak. A hitelkínálat és a -kereslet feltételeinek különböző mutatói nem jelzik a hitelállomány jelentette nyomás közvetlen csökkenését. Az elmúlt évek stabilizálódása után 2013-ban újra növekedtek a lakásárak, mely növekedést a kedvező keresleti feltételek és a kínálat elégtelensége idézte elő. Ezenkívül a bérleti piacon a hatékonyság hiánya, a nehézkes tervezési eljárások és az építőipar területén a verseny alacsony szintje szintén hozzájárultak az ingatlanárak dinamikájához. Az adósságszolgálat költségeinek növekedésével stabilabb ingatlanárakra lesz szükség a magánszektor eladósodásához és a makrogazdasági kockázatok csökkentéséhez. A közelmúltban hozott makroprudenciális intézkedések nagyon fontosak, de valószínűleg nem elegendőek ahhoz, hogy csökkentsék a

makrogazdasági kockázatokat. Különösen a hitelfinanszírozás erős adózási ösztönzői tűnnek a legfontosabb tényezőknek az ingatlanárak növekedésében. A lakóépületekbe történő beruházások emelkedése is javítana a megtakarítások és befektetések egyenlegén. A nem pénzügyi szektor vállalkozásainak eladósodottsága tekintetében az elemzés azt mutatta, hogy ez nem jelent makrogazdasági kockázatot. Sőt, a társasági adózás terén bevezetett közelmúltbeli reformok a multinacionális vállalatok által alkalmazható adóminimalizálás korlátozása révén várhatóan tovább csökkentik a vállalati adósságállomány szintjét.

- **Az Egyesült Királyság** esetében továbbra is *makrogazdasági egyensúlyhiány tapasztalható, amely nyomon követést és politikai intézkedést tesz szükségessé.* Mindenekelőtt a háztartások adósságállománya terén tapasztalható, a jelzáloghitelek magas szintjével és az ingatlanpiac sajátosságaival összefüggő fejlemények, valamint az exportpiaci részesedés terén tapasztalt kedvezőtlen fejlemények igényelnek folyamatos figyelmet.

Konkrétabban: bár öröndetes a gazdasági tevékenység közelmúltban tapasztalt növekedése, azt elsősorban a háztartások fogyasztása idézi elő, és a folyó fizetési mérleg emelkedő hiánya kíséri. Várat még magára az üzleti beruházások és a nettó export fellendülése a jelenlegi alacsony szintekről. Az eladósodottság magas szintje további növekedésének feltartóztatása, különösen a háztartásoknál, és eközben a beruházásokra és a növekedésre gyakorolt hatásának enyhítése segítene korlátozni a középtávú kockázatokat és a hitelfelvételi költségek növekedéséből adódó sérülékenységet. A jelzáloghitelek növekedése szerény volt, de tovább emelkedett a háztartások már korábban is magas eladósodottsági szintjéről. Az ingatlanszektor kockázatai a lakóépületek továbbra is fennálló strukturális alulkínálatával függnek össze; a kereslet növekedésére adott viszonylag lassú kínálati reakció – különösen Londonban és az ország délkeleti részén – az ingatlanárak felszökését, valamint a háztartások jelzálog-eladósodását eredményezi. Bár a csökkenő exportpiaci részesedés valószínűleg nem idéz elő rövid távú kockázatokat, a folyó fizetési mérleg hiányával együtt mégis strukturális kihívásokra mutat rá. Ezek a kihívások a készséghiányhoz és az infrastruktúra-ellátottság alacsony szintjéhez kapcsolódnak. Úgy tűnik, hogy az államháztartás tekintetében az Egyesült Királyság nagy mértékben el fog maradni az államháztartási hiánycéltól és a strukturális kiigazítási céloktól.

A vizsgált országok közül háromban nem azonosítottak makrogazdasági egyensúlytalanságokat. A részletes vizsgálatok azt mutatják, hogy *Dánia* és *Málta* makrogazdasági kockázatait sikerült csökkenteni és jobban ellenőrzés alatt tartani őket. Hasonlóképpen *Luxemburghban* sem találtak a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás értelmében vett egyensúlyhiányokat. Ugyanakkor gondos felügyeletre és szakpolitikai koordinációra mindig minden tagállamban szükség van a kialakuló kockázatok felismerése és olyan szakpolitikák kialakítása érdekében, amelyet hozzájárulnak a foglalkoztatáshoz és a növekedéshez. Ez a felügyelet az európai szemeszter keretében folytatódni fog.

- **Dánia** makrogazdasági kihívásai *már nem minősülnek jelentős makrogazdasági kockázatoknak és nem tekintik őket egyensúlyhiánynak a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás értelmében.* Az ingatlanpiaci kiigazítások, valamint a magánszektor magas adósságállományának a reálgazdaságra és a pénzügyi szektor stabilitására gyakorolt hatásai korlátozottnak tűnnek. Ugyanakkor ezek a fejlemények és a külső versenyképességet meghatározó tényezők folyamatos nyomon követést érdemelnek.

Konkrétabban: a magánadósság megnövekedett szintjéből fakadó makropénzügyi kockázatok korlátozottnak tűnnek, még az olyan áttérjedő kockázatok tükrében is, mint a kombinált kedvezőtlen kamatlábsokkok és a kedvezőtlen munkaerő-piaci fejlemények. A háztartások adósságállományának magas szintje a háztartások magas eszközszintjével párosul, ami nyugdíjalapokban és ingatlanokban tartott nagy megtakarításokat jelent. A háztartások eddig pénzügyileg képesnek bizonyultak kezelni a 2007 óta tartó ingatlanár-változásokat, mivel a késedelmes fizetések száma nagyon alacsony szinten maradt. Ezenkívül több stresszteszt és tanulmány arra a következtetésre jutott, hogy kedvezőtlen sokkok bekövetkezésével szemben is ellenállóak lennének a háztartások. A pénzügyi szektor stabilnak tűnik, a még fennálló kihívásokat megerősített szabályozási és felügyeleti intézkedések útján kezelik. A versenyképesség tekintetében Dánia veszített exportpiaci részesedéséből; ez a magas bérnövekedés és a termelékenység gyenge növekedésének következménye. Ugyanakkor a termelékenység és a bérek alakulása közötti ellentmondás ciklikus jelenségnek tűnik. A folyó fizetési mérleg magas többletének tükrében az exportpiaci részesedés csökkenő trendje nem jelent rövid távon kockázatot. Az államháztartással kapcsolatban a várakozások azt mutatják, hogy Dánia jelentősen kiigazította 2013. évi túlzott hiányát.

- **Luxemburg** makrogazdasági kihívásai *nem minősülnek egyensúlyhiánynak a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás értelmében.* Ezek a kihívások a hatékony pénzügyi szektorra épülő növekedési modellből fakadnak, amely jól állta a válságot. Ennek ellenére a feldolgozóipar versenyképességének csökkenése, az ingatlanpiac alakulása és a magánszektor eladósodottságának magas szintje folyamatos nyomon követést igényel.

Konkrétabban: a folyó fizetési mérleg többletének elemzése azt mutatja, hogy azt nem a hazai kereslet erőtlén növekedése, hanem sokkal inkább az ország pénzügyi szolgáltatásokra épülő sajátos növekedési modellje eredményezi. Ennek ellenére ez az eredmény nagy és egyre növekvő árukereskedelmi hiányt takar el, ami nagyrészt a kiábrándító exportteljesítmény eredménye. Az exportpiaci részesedés csökkenése nagyrészt azzal függ össze, hogy a fajlagos munkaköltségek sokkal gyorsabban nőnek, mint a kereskedelmi partner-országokban, amit bizonyos mértékig a bérképzés mechanizmusa idéz elő. Ebben a tekintetben kihívást jelent, hogy strukturális megoldást találjanak az automatikus bérindexálás időszakos modulációjára. Jelen vannak a nagy méretű pénzügyi szektorból adódó, a hazai pénzügyi stabilitást veszélyeztető kockázatok, de ezek viszonylag jól féken tarthatók, mivel a szektor egyszerre diverzifikált és specializált. Ezenkívül a hazai bankok szilárd tőkemegfelelési mutatókkal és likviditásfedezeti rátákkal rendelkeznek. A magánszektor és különösen a nem pénzügyi vállalkozások eladósodottságának magas szintje elsősorban azt tükrözi, hogy az országban jelen lévő számos multinacionális vállalat csoporton belüli finanszírozási műveletekre használja fel luxemburgi fiókját vagy leányvállalatát. Az ingatlanárak dinamizmusa egyre nagyobb aggodalomra ad okot. Végezetül az államháztartás jelenlegi kedvező pozíciója nagyban függ annak a növekedési modellnek a fenntarthatóságától, amely az élénk pénzügyi szektorra épül, és hosszú távon magas fenntarthatósági kockázatot jelenthet. E tekintetben a közelmúltban végrehajtott nyugdíjreform nem elegendő a kihívás kezeléséhez. A strukturális egyenleg ugyanakkor meghaladta a középtávú célkitűzést.

- **Málta** makrogazdasági kihívásai *már nem minősülnek jelentős makrogazdasági kockázatoknak és nem tekintik őket egyensúlyhiánynak a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás értelmében.* Bár az eladósodottság szintje továbbra is magas, a magán- és az állami szektor adósságainak fenntarthatóságát és a pénzügyi szektor

stabilitását érintő kockázatokat úgy tűnik, sikerült feltartóztatni, akkor is, ha folyamatos nyomon követést igényelnek.

Konkrétabban: a részletes vizsgálat során végrehajtott elemzés szerint a pénzügyi stabilitásra vonatkozó mutatók továbbra is megfelelőek. Ettől függetlenül az ágazat strukturális természetének fényében kulcsfontosságú a jelenlegi óvatos felügyeleti és kockázatvállalási gyakorlat folytatása. Az ingatlanpiac stabilizálódott, így korlátozottak az ingatlantulajdonnak való fokozott kitettségből fakadó kockázatok. A magánszektor adóssága csökken; a vállalkozások hitelállományának csökkentése rendben zajlik, a hitelpiaci nyomások pedig korlátozottak. Az államháztartás tekintetében Málta várhatóan teljesíteni fogja 2013. és 2014. évi nominális hiánycéljait. A külső fenntarthatóság tekintetében a kereskedelmi teljesítmény pozitív volt a termék- és földrajzi piaci orientációnak és a nem költségalapú versenyképességi tényezőknek köszönhetően; a folyó fizetési mérleg többletet mutatott. Ettől eltekintve a külső versenyképességnek jót tehetne a versenytárs országok költség-kiigazításaira adott aktív szakpolitikai válasz.
