



EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 5.3.2014
COM(2014) 150 final

KOMISSION TIEDONANTO

EUROOPAN PARLAMENTILLE, NEUVOSTOLLE JA EURORYHMÄLLE

**Makrotalouden epätasapainon ennalta ehkäisemisestä ja korjaamisesta annetun
asetuksen (EU) N:o 1176/2011 mukaisesti laadittujen perusteellisten tarkastelujen
tulokset**

Tässä tiedonannossa esitetään yhteenveto perusteellisista tarkasteluista, joissa arvioidaan, onko eräissä jäsenvaltioissa epätasapainotiloja ja liiallisia epätasapainotiloja. (*) Tiedonannossa käsitellään myös makrotalouden epätasapainotilojen vaikutusta euroalueella ja sitä, miten erilaisiin haasteisiin on vastattava koko euroalueen tasolla. Lisäksi tiedonannossa käsitellään julkisen talouden kehitystä yhdenmisen valvonnan kannalta. Asianomaisten maiden osalta komissio päivittää marraskuussa 2013 esittämänsä arviota, joka perustui niiden alustaviin talousarviosuunnitelmiin. (* *)

Perusteellisissa tarkasteluissa käsitellään jäsenvaltioiden talouksien keskeisiä piirteitä, erityisesti maksutaseen, säästöjen ja investointien, efektiivisten valuuttakurssien ja vientimarkkinaosuuksien, kustannuskilpailukyyn ja muihin tekijöihin kuin hintaan perustuvan kilpailukyyn, tuottavuuden, yksityisen ja julkisen velan, asuntojen hintojen, luottovirtojen, rahoitusjärjestelmien, työttömyyden ja muiden muuttujien kehitystä. Epätasapainon tai liiallisten epätasapainotilojen arvioinnissa otetaan huomioon kunkin talouden tilanne tietyllä hetkellä, kuhunkin tekijään liittyvä dynamiikka sekä tarvittaessa viimeaikaiset politiikkatoimet.

Perusteellisista tarkasteluista käy ilmi, että EU:n talouksien kohtaamat haasteet ovat muuttumassa. Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn perustamisen aikaan ja sen aiempien täytäntöönpanokierrosten yhteydessä suurimmat haasteet liittyivät kestäättömiin vaihtotaseen alijäämiin, kilpailukyyn heikkenemiseen aiemmin hyvin dynaamisten työvoimakustannusten vuoksi, yksityisen sektorin velkaantumiseen ja korkeisiin asuntojen hintoihin. Tällä hetkellä tärkeimmät useita maita koskevat haasteet liittyvät myös niihin vaikutuksiin, joita velkaantumisen vähentäminen aiheuttaa keskipitkän aikavälin kasvulle monissa maissa; yksityisen ja julkisen sektorin velkaantuneisuuden ja ulkomaanvelan kestävyyyteen inflaation ollessa hyvin alhainen; tarpeeseen varmistaa riittävä luotonsaanti elinkelpoisille toimintoille – erityisesti suljetulla sektorilla – haavoittuvissa talouksissa, joiden rahoitusjärjestelmä on pirstaleinen; ja monia talouksia koettelevaan erittäin korkeaan työttömyysasteeseen.

Komissio on todennut perusteellisten tarkastelujen yhteydessä, että epätasapainotiloja on **Belgiassa, Bulgariassa, Saksassa, Irlannissa, Espanjassa, Ranskassa, Kroatiaassa, Italiassa, Unkarissa, Alankomaissa, Sloveniassa, Suomessa, Ruotsissa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa**. Näistä **Kroatiaassa, Italiassa ja Sloveniassa** vallitsee liiallinen epätasapainotila. **Espanjan** osalta komissio katsoo, että viime vuoden aikana on toteutettu huomattavia sopeutustoimia ja että nykyisten suuntausten jatkuessa epätasapainotilat korjautuvat vähitellen. Vaikka tällä perusteella voidaan todeta, että epätasapaino ei ole enää liiallinen makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä tarkoitettussa merkityksessä, komissio korostaa, että merkittäviä riskejä on edelleen olemassa.

Epätasapainotilojen taustatekijät ja niistä johtuvat riskit vaihtelevat taloudesta toiseen. Toimenpiteitä olisi mukautettava kunkin talouden kohtaamien haasteiden mukaan ja olisi toteutettava asianmukainen valvonta. Euroaluetta koskevan neuvoston suosituksen mukaisesti komissio aikoo käynnistää erityisvalvonnan niiden toimenpiteiden osalta, joita neuvosto on suosittanut jäsenvaltioille, joilla on liiallisia epätasapainotiloja (**Kroatia, Italia ja Slovenia**), ja jäsenvaltioille, joissa epätasapainotilat edellyttävät määrätietoisia toimenpiteitä (**Irlanti, Espanja ja Ranska**). (* * *) **Irlannissa ja Espanjassa** erityisvalvonta perustuu ohjelman jälkeiseen seurantaan.

Tanskan ja Maltan osalta komissio katsoo, että riskit ovat viime vuodesta lieventyneet tai että niitä valvotaan paremmin; näissä maissa ei ole enää todettu olevan makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä tarkoitettuja epätasapainotiloja. Vaikka eräät **Luxemburgin** talouden piirteet, kuten sen laaja finanssisektori, vaativat huomiota, ne eivät muodosta makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä tarkoitettuja epätasapainotiloja. (****)

Muissa talouksissa elpymisen vahvistumisen ja toimenpiteiden määrätietoisien täytäntöönpanon pitäisi helpottaa epätasapainotilojen ja liiallisten epätasapainotilojen korjaamista lähivuosina. Epätasapainotilat ovat kuitenkin pitkäkestoisia suuntauksia, ja voi viedä kauan ennen kuin asianmukaiset toimet johtavat makrotalouden riskien selvään vähenemiseen makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukaisen valvonnan puitteissa. Näin ollen se, että jossakin taloudessa todetaan vielä usean vuoden ajan olevan epätasapainotiloja tai liiallisia

epätasapainotiloja, ei merkitse omaksuttujen toimintalinjojen arvostelua, vaan osoittaa vain, että riskejä on yhä olemassa ja että epätasapainotilojen ja niihin liittyvien toimenpiteiden toteuttamisen suhteen tarvitaan edelleen suurta valppautta. On kuitenkin todettava, että joissakin maissa epätasapainotilojen pitkittyminen liittyy myös talouspolitiikan EU-ohjausjakson yhteydessä annettujen maakohtaisten suositusten hitaaseen täytäntöönpanoon.

Julkisen talouden kehityksen osalta tilanne on edelleen parantunut sekä koko EU:ssa että euroalueella jatkuvien vakauttamistoimien ansiosta. Tuoreimpien ennusteiden perusteella on kuitenkin olemassa riski, että **Ranskassa** ja **Sloveniassa** vakauttamistoimet eivät välttämättä riitä varmistamaan, että liiallisen alijäämän korjaaminen jatkuu suunnitelmien mukaan. Näin ollen komissio antaa näille jäsenvaltioille suositukset asetuksen (EU) N:o 473/2013 11 artiklan mukaisesti.

Komissio odottaa, että jäsenvaltiot ottavat perusteellisten tarkastelujen ja julkista taloutta koskevien ennusteiden havainnot huomioon kansallisissa uudistusohjelmissaan ja vakaus- ja lähentymisohjelmissaan. Etenkin niiden jäsenvaltioiden, joilla on liiallisia epätasapainotiloja, olisi esitettävä tulevissa kansallisissa uudistusohjelmissaan ja vakaus- ja lähentymisohjelmissaan kattava ja yksityiskohtainen toimenpidesuunnitelma. Komissio on valmis tiiviiseen yhteistyöhön näiden jäsenvaltioiden kanssa toimenpiteiden valmistelussa kansallisia prosesseja kaikilta osin noudattaen. Näille kahdelle jäsenvaltiolle annetaan tiedonannossa suositus sen varmistamiseksi, että liiallisten alijäämien korjaaminen jatkuu suunnitelmien mukaisesti. Näiden jäsenvaltioiden on raportoitava suosituksen perusteella toteuttamistaan toimenpiteistä vakausohjelmissaan tätä koskevassa erityisessä jaksossa. Komissio arvioi kaikkien jäsenvaltioiden kansalliset uudistusohjelmat ja vakaus- ja lähentymisohjelmat kesäkuussa 2014 osana talouspolitiikan EU-ohjausjaksoa määrittääkseen, ovatko ne haasteisiin nähden riittäviä. Jos komissio katsoo niiden jäsenvaltioiden osalta, joilla on liiallisia epätasapainotiloja (Italia, Kroatia, Slovenia), että ehdotetut toimenpiteet ovat haasteisiin nähden riittämättömiä, se suosittelee neuvostolle, että asianomainen jäsenvaltio toteuttaa korjaavia toimia makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn korjaavan osion puitteissa. Tarvittaessa kesäkuun alussa voidaan myös toteuttaa lisätoimenpiteitä liiallista alijäämää koskevassa menettelyssä.

(*) Tällä tiedonannolla täytetään asetuksen (EU) N:o 1176/2011 6 artiklan 1 kohdassa ja 7 artiklan 1 kohdassa säädetyt vaatimukset, joiden mukaan komissio ilmoittaa Euroopan parlamentille, neuvostolle ja euroryhmälle perusteellisten tarkastelujen tuloksista. Perusteelliset tarkastelut julkaistaan 17 jäsenvaltion osalta samaan aikaan tämän tiedonannon kanssa (ks. *European Economy-Occasional Papers*). Makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä tarkoitettujen epätasapainotiloiden olivat suuntauksia, jotka johtavat jäsenvaltion, rahaliiton tai koko unionin talouden toimintaa haittaavaan kehitykseen; 'liiallinen epätasapaino' tarkoittaa vakavaa epätasapainoa, mukaan lukien epätasapaino, joka voi vaarantaa talous- ja rahaliiton moitteettoman toiminnan.

COM(2013) 900, 15.11.2013.

(***) Ks. neuvoston suositus (2013/C 217/24), annettu 9. heinäkuuta 2013 (EUVL C 217, 30.7.2013, s. 97).

(****) Marraskuussa 2013 julkaistussa varoituskoneistusta koskevassa kertomuksessa komissio katsoi, että makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyviä erityisiä toimia ei tarvita Tšekissä, Virossa, Latviassa, Liettuaissa, Itävallassa, Puolassa ja Slovakiassa. Makrotalouden valvonta jatkuu näiden jäsenvaltioiden osalta EU-ohjausjakson yhteydessä. Makrotalouden epätasapainoa koskevaa menettelyä ei sovelleta myöskään jäsenvaltioihin, jotka toteuttavat makrotalouden sopeutusohjelmia rahoitusavun turvin, eli Kreikkaan, Kyprokseen, Portugaliin ja Romaniaan. Niiden epätasapainotilojen ja toimenpiteiden tiivistettyä seurantaa jatketaan näiden maiden ohjelmien puitteissa.

YHTEENVETOTAULUKKO
MAKROTALouden JA JULKISEN TALouden EPÄTASAPAINOTILOJEN YHDENNETTY VALVONTA
(Jäsenvaltiot, joista on laadittu perusteellinen tarkastelu)

	Makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely		Vakaus- ja kasvusopimus
	Havainto	Seuranta	
BE	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2013
BG	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä.	Keskipitkän aikavälin tavoitteita ei ole saavutettu
DE	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä.	Keskipitkän aikavälin tavoitteet ylittyvät
DK	Ei epätasapainoa	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2013
IE	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä. Erityisvalvonta: ohjelman jälkeinen seuranta.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2015
ES	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä. Erityisvalvonta: ohjelman jälkeinen seuranta.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2016
FR	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä. Erityisvalvonta aloitetaan.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2015 Komissio antaa tänään suosituksen (*)
HR	Liiallinen epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä. Kesäkuussa päätös seuraavista makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä toimenpiteistä. Erityisvalvonta aloitetaan.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2016
IT	Liiallinen epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä. Kesäkuussa päätös seuraavista makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä toimenpiteistä. Erityisvalvonta aloitetaan.	Keskipitkän aikavälin tavoitteita ei ole saavutettu
LU	Ei epätasapainoa	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia.	Keskipitkän aikavälin tavoitteet ylittyvät
HU	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä.	Keskipitkän aikavälin tavoitteita ei ole saavutettu
MT	Ei epätasapainoa	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2014
NL	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2014
SI	Liiallinen epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä. Kesäkuussa päätös seuraavista makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä toimenpiteistä. Erityisvalvonta aloitetaan.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2015 Komissio antaa tänään suosituksen (*)
SE	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm.	Keskipitkän aikavälin tavoitteet

		makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä.	ylittyvät
FI	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä.	Keskipitkän aikavälin tavoitteita ei ole saavutettu
UK	Epätasapaino	EU-ohjausjakson yhteydessä annetaan suosituksia mm. makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä kysymyksistä.	Liiallinen alijäämä, määräaika korjaamiselle: 2014–2015

(*) Budjettikuripaketin (ns. two-pack eli asetus N:o 473/2013) nojalla annetut suositukset, jotka koskevat toimenpiteitä liiallisen alijäämän korjaamiseksi riittävän ajoissa, koskevat ainoastaan euroalueen jäsenvaltioita.

Keskipitkän aikavälin tavoite: julkista taloutta koskeva keskipitkän aikavälin tavoite.

Euroalueen jäsenvaltiot, joista on laadittu perusteellinen tarkastelu, on varjostettu.

1. JOHDANTO JA TÄRKEIMMÄT HAVAINNOT

EU:n taloushallintoa on viime vuosina huomattavasti vahvistettu. Sen perustana on johdonmukainen vuotuinen talouspolitiikan koordinoitisykli, johon liittyy euroalueen osalta yhdennetympiä toimenpiteitä. Tästä ns. EU-ohjausjaksosta on muodostunut keskeinen väline uudistusten toteuttamiseksi, sillä sen avulla voidaan varmistaa, että jäsenvaltiot koordinoivat talouspolitiikkaansa ja toimiaan kasvun ja työllisyyden edistämiseksi.¹

Makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely muodostaa yhdessä julkisen talouden kestävyyyteen painottuvan vahvistetun vakaus- ja kasvusopimuksen kanssa EU:n vahvistetun taloushallinnon ytimen. Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tarkoituksena on auttaa havaitsemaan, ehkäisemään ja korjaamaan ongelmia varhaisessa vaiheessa. Kun neljäs EU-ohjausjakso alkoi marraskuussa 2013, komissio tutki varoituskansallisia mekanismeista koskevassa kertomuksessa kaikkien EU:n jäsenvaltioiden taloustilannetta tiettyjen indikaattorien perusteella havaitakseen mahdolliset makrotalouden epätasapainotilat. Se löysikin 16 tapausta, joissa se katsoi, että oli tarpeen laatia perusteellinen tarkastelu. Irlanti sai makrotalouden sopeutusohjelmansa menestyksellisesti päätökseen, ja myös se kutsuttiin ECOFIN-neuvoston kokoukseen helmikuussa 2014. Komissio on tehnyt päätelmänsä epätasapainotilojen olemassaolosta ja niiden luonteesta näiden perusteellisten tarkastelujen pohjalta.

Kaiken kaikkiaan analyysit osoittavat, että vuosien aikana muodostuneet makrotalouden epätasapainotilat ovat asteittain vähenemässä. Yhden maan osalta epätasapainotiloja ei enää pidetä liiallisina, ja kahden muun maan katsotaan päässeen niistä kokonaan eroon. Joidenkin maiden kohdalla on kuitenkin herännyt uusia huolenaiheita, jotka vaativat lähempää tarkastelua. Komissio odottaa, että ne kolme jäsenvaltiota, joiden epätasapainotiloja se pitää liiallisina, toteuttavat nopeasti määrätietoisia toimenpiteitä ja sisällyttävät tuleviin kansallisiin uudistusohjelmiinsa ja vakaus- ja lähentymisohjelmiinsa kattavia ja yksityiskohtaisia politiikkatoimia. Niitä jäsenvaltioita, joissa komissio katsoo olevan epätasapainotiloja, kehoitetaan ottamaan perusteellisten tarkastelujen havainnot huomioon kansallisissa uudistusohjelmissaan ja vakaus- ja lähentymisohjelmissään. Tältä pohjalta komissio esittää kesäkuussa EU-ohjausjakson yhteydessä politiikkasuosituksia, joilla pyritään korjaamaan nämä epätasapainotilat ja ehkäisemään uusien muodostuminen.

Osana liiallista alijäämää koskevaan menettelyyn liittyvien velvoitteiden seurantaa komissio myös käyttää tänään vahvistettuun vakaus- ja kasvusopimukseen perustuvaa uutta välinettä, jonka nojalla se kehottaa kahta euroalueen jäsenvaltiota kiinnittämään huomiota riskiin, että ne eivät pysty noudattamaan tälle vuodelle suositeltua julkisen talouden yleistavoitetta. Komissio arvioi kokonaistilannetta uudelleen kesäkuussa EU-ohjausjakson yhteydessä vakaus- ja kasvusopimuksessa vahvistettujen velvoitteiden pohjalta ja esittää tarvittaessa neuvostolle asianmukaisia toimia.

¹ Komission tiedonanto Älykästä, kestävä ja osallistavaa kasvua edistävän Eurooppa 2020 -strategian arviointi, COM(2014) 130, 5.3.2014.

2. TALOUDEN ELPYMISESTÄ HUOLIMATTA LISÄUUDISTUKSIA TARVITAAN

Talouden elpyminen etenee. Uusimpien ennusteiden mukaan² Euroopan talous kasvaa 1,5 prosenttia vuonna 2014 ja 2,0 prosenttia vuonna 2015. Ensi kertaa moneen vuoteen kasvuennusteita on tarkistettu ylöspäin useiden maiden osalta. Useat epätasapainoon liittyvät julkisen talouden tiedot, kuten maksutaseen ja julkisen talouden tasapaino sekä kilpailukykyä ja kauppaa koskevat indikaattorit ja kokonaisvelka-aste ovat paranemaan päin. Monissa maissa asuntojen hintojen sykli on kääntynyt pohjalukemista kohtalaiseen nousuun. Työttömyysaste on vakiintunut ja alkanut hiljalleen alentua useissa talouksissa, vaikka työttömyys ja muut sosiaalista stressiä osoittavat indikaattorit ovat monissa maissa edelleen liian korkeat. Epätasapainotilojen korjautuminen, joka on seurausta poliittisesti monimutkaisista toimenpiteistä ja sosiaalisesti kivuliaasta talouden toimijoiden sopeutuksesta, on osaltaan edistänyt talouden perustekijöiden paranemista ja tukenut asteittaista elpymistä, joka puolestaan auttaa vähentämään makrotalouden riskejä. Talouden elpyminen on kuitenkin yhä haurasta ja epästabiilista. EU:n taloudellinen toimeliaisuus palaa vuoden 2007 tasolle vasta vuonna 2014, ja euroalueella tämä tapahtuu vuonna 2015. Joissakin jäsenvaltioissa siihen menee vieläkin pidempään.

Perusteellisista tarkasteluista käy ilmi, että niiden kohteena olevien talouksien haasteet ovat muuttuneet. Komission esittäessä makrotalouden epätasapainoa koskevan asetusehdotuksen, joka sittemmin hyväksyttiin, ja asetuksen kahden ensimmäisen täytäntöönpanokierroksen aikana suurimmat haasteet liittyivät kestävämmiin vaihtotaseen alijäämiin, kilpailukykyyn heikkenemiseen aiemmin hyvin dynaamisten työvoimakustannusten vuoksi, yksityisen sektorin velkaantumiseen ja korkeisiin asuntojen hintoihin. Vaikka monet 'virtojen' epätasapainotilat (*flow imbalances*), kuten vaihtotaseen alijäämä, on voitettu, sama ei päde 'varantojen' epätasapainotiloihin (*stock imbalances*), kuten ulkomaanvelkaan. Tällä hetkellä tärkeimmät useita maita koskevat haasteet liittyvät niihin pitkällisiin vaikutuksiin, joita velkaantumisen vähentäminen aiheuttaa keskipitkän aikavälin kasvulle monissa maissa; yksityisen sektorin velan ja ulkomaanvelan kestävyyyden tilanteessa, jossa inflaatio on hyvin alhainen ja kasvu hidasta; seurauksiin euroalueen siirtymisestä suhteellisen suureen vaihtotaseen ylijäämätilanteeseen; ja tarpeeseen varmistaa elinkelpoisten investointien luotonsaanti haavoittuvissa talouksissa, joiden rahoitusjärjestelmä on hajanainen. Lisäksi erittäin korkea työttömyysaste useissa talouksissa on merkittävä poliittinen ja sosiaalinen haaste.

Muuttuvien haasteiden perusteella toteutettavissa toimenpiteissä olisi otettava huomioon myös epätasapainotilojen vaikutus euroalueeseen. Makrotalouden epätasapainotiloista on haittaa ennen muuta kyseisten jäsenvaltioiden taloudelle, minkä vuoksi on niiden edun mukaista vähentää tähän liittyviä riskejä. Nämä riskit koskevat ulkoista sekä julkisen ja yksityisen velan kestävyyttä; kykyä kilpailla maailmanmarkkinoilla ja viime kädessä kykyä luoda vahvaa kasvua keskipitkällä aikavälillä ja luoda työpaikkoja. Talouksien keskinäisen riippuvuuden vuoksi epätasapainotilat kuitenkin aiheuttavat kielteisiä heijastusvaikutuksia myös muissa maissa, ja tehokkuuden väheneminen yhdessä jäsenvaltiossa heikentää hyvinvointia myös kumppanimaissa. Yhden jäsenvaltion makrotaloudellinen tilanne ja sen toteuttamat toimenpiteet vaikuttavat sen kumppaneihin monien eri kanavien kautta: kauppa-, finanssi- ja rahapolitiikan yhteydet, rakenneuudistukset sekä luottamus ja epävarmuus.³

² Ks. komission yksiköiden talven talousennusteet, jotka julkaistiin 25. helmikuuta 2014, *European Economy*, 2/2014.

³ Ks. "Cross-Border Spillovers in Confidence", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2/2013, s. 26–30, ja "Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment", *Quarterly Report on the Euro*

Talouksien keskinäisen riippuvuuden vuoksi useita haasteita on tarkasteltava makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä koko euroalueen kannalta:

- **Kasvua edistävät politiikat.** Usean vuoden taantumien tai hitaan kasvun jälkeen euroalue on nyt siirtynyt hauraan elpymisen vaiheeseen. Kun otetaan huomioon jäsenvaltioiden keskinäinen riippuvuus ja moniin niistä kohdistuvat rajoitteet, talouden toiminnan tehostumisen ja keskipitkän aikavälin näkymien odotetaan perustuvan jatkuviin rakenneuudistuksiin, joiden tarkoituksena on parantaa kilpailukykyä ja sopeutusta haavoittuvissa talouksissa, ja suuremmissa ja vähemmän velkaantuneissa jäsenvaltiossa toimenpiteisiin, joiden avulla lisätään kotimaista kysyntää ja potentiaalista kasvua. Toimenpiteet, jotka edistävät investointien kasvua, ovat olennaisen tärkeitä, koska ne lisäävät kysyntää lyhyellä aikavälillä ja lisäävät potentiaalista kasvua tulevaisuudessa.⁴
- **Finanssisektorin hajanaisuus** johtuu eroista eri lainkäyttöalueiden rahoitusmarkkinoiden toiminnassa ja suorituskyvyssä. Sen seurauksena yrityksiltä ja kotitalouksilta perittävät korot ja niille asetetut lainaehdot vaihtelevat niiden sijaintimaasta riippuen enemmän kuin talouden perustekijöiden nojalla olisi perusteltua. On tärkeää varmistaa, että rahoitusjärjestelmä tarjoaa rahoitusta toteuttamiskelpoisiin investointihankkeisiin, jotta resursseja voidaan kohdentaa uudelleen eri sektoreiden kesken kaikkein haavoittuvimmissa jäsenvaltioissa⁵ ja palauttaa rahoitusvirtojen sujuva kulku myös euroalueen reuna-alueilla.
- **Velkaantuneisuus ja erittäin alhainen inflaatio.** Hintavakaus, joka EKP:n määritelmän mukaan tarkoittaa vain hieman alle 2 prosentin inflaatiota keskipitkällä aikavälillä, on keskipitkän kasvun kannalta tärkeää. Komission talven talousennuste osoittaa, että inflaatio on pysytellyt pitkään alhaisena, mikä saattaa vaikuttaa haitallisesti taloudelliseen toimintaan ja velkaantuneisuuteen. Lisäksi hyvin alhainen inflaatioaste edellyttää riittävää nimellistä joustavuutta, jotta reaali-palkkojen sopeutus voidaan toteuttaa niin suurena kuin työttömyyden vähentäminen joissakin tapauksissa edellyttää.
- **Tasapainottaminen vaikeassa taloustilanteessa.** Euroalueella on käynnissä tasapainottaminen, joka on edistynyt hyvin, mutta on vielä kesken. Joidenkin jäsenvaltioiden osalta tämä tarkoittaa kilpailukykyyn palauttamista sisäisen devalvaation avulla, eli noudattamalla palkkamallit, parantamalla tuottavuutta ja alentamalla muita kauppakumppaneihin verrattavia tuotantokustannuksia. Tämä on yhdessä kunnianhimoisen uudistussuunnitelman kanssa tarpeellinen prosessi, jotta voidaan palauttaa kilpailukyky sekä rahaliiton sisällä että maailmanlaajuisesti. Siitä aiheutuu kuitenkin huomattavia sosiaalisia kustannuksia. Verrattuna eräissä talouksissa rahaliiton perustamisen jälkeen toteutettuun talouden sopeutukseen kilpailukykyyn palauttamiseen liittyvää haastetta on kasvattanut alhainen talouden toimeliaisuus koko EU:ssa ja kaikkialla maailmassa. Tarvittavat työvoimakustannusten sopeutukset eivät määräydy ainoastaan kunkin jäsenvaltion erityistilanteen mukaan, vaan niihin vaikuttavat myös kilpailijoiden työvoimakustannukset sekä euroalueella että sen ulkopuolella, samoin kuin euron nimellinen valuuttakurssi. Euron vaihtokurssille ei ole määritelty tavoitetasoa. Vaihtokurssin korotuspaineet voivat johtua joko sisäisestä tai ulkoisesta kehityksestä. On

Area, 2/2013, s. 7–16, ja ”The Economic Effects of Policy Uncertainty”, *European Economy*, 2/2014, laatikko I.1, s. 28–30.

⁴ Ks. ”The Euro Area’s Growth Prospects over the Coming Decade” ja ”The Growth Impact of Structural Reforms”, *Quarterly Report on the Euro Area* 4/2013, ss. 7–16 ja 17–27, ja ”Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU”, *European Economy* 2/2014, laatikko I.2, s. 31–34.

⁵ Ks. ”Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States”, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), s. 19–25, ja ”Financial Fragmentation and SMEs’ Financing Conditions”, laatikko I.2, *European Economy*, 7/2013, s. 20–23.

olemassa riski, että erittäin vaikeiden sisäisten sopeutustoimien avulla saavutettu kilpailukyvyn paraneminen kumoutuu euron nimellisen valuuttakurssin arvon muuttumisen takia. Vaikka kokonaiskysyntä on euroalueella edelleen heikko, komission talven talousennusteen mukaan elpymisen odotetaan saavan yhä enemmän vauhtia kotimaisesta kysynnästä ja leviävän kaikkiin jäsenvaltioihin, mikä voisi osaltaan lievittää korotuspaineita.

Toimia makrotalouden epätasapainotilojen ja kilpailukyvyn vaihtelujen korjaamiseksi on toteutettava kaikissa jäsenvaltioissa ja etenkin euroalueella. Kuten euroaluetta koskevassa suosituksessa⁶ todetaan, euroalueen jäsenvaltioiden olisi toteutettava toimenpiteitä sekä erikseen että yhteisesti euroryhmän puitteissa ja otettava vastuu euroalueen politiikan kokonaisvirityksestä, jotta voidaan varmistaa euroalueen toimivuus ja lisätä kasvua ja työllisyyttä. Koordinoinnin olisi osaltaan edistettävä sen varmistamista, että julkisen talouden vakauttamisen aikataulu on eriytetty kunkin jäsenvaltion finanssipoliittisen ja makrotaloudellisen erityistilanteen mukaan. Euroalueen tasapainottamista olisi tuettava edelleen julkisen talouden toimilla ja tuottavuutta lisäävillä toimilla, minkä lisäksi olisi puututtava säästö- ja investointikäytännön vääristymiin jäsenvaltioissa. Jotta voidaan puuttua kriisin sosiaalisiin seurauksiin ja kasvavaan työttömyyteen, tarvitaan lisä uudistuksia (joilla esimerkiksi helpotetaan työelämään osallistumista, ehkäistään varhaista poistumista työmarkkinoilta, alennetaan työvoimakustannuksia ja torjutaan työmarkkinoiden segmentoitumista).

Pankkiunionin perustamistyön valmiiksi saaminen on edelleen keskeinen tavoite, jonka avulla voidaan palauttaa luottamus finanssisektoriin ja vähentää markkinoiden hajanaisuutta. Tämä puolestaan parantaa reaalitalouden toimijoiden luotonsaantia etenkin pk-yritysten osalta, jotka perinteisesti ovat olleet riippuvaisempia pankkirahoituksesta. Pankkien maksuvalmiutta koskevat säännöt, jotka vahvistetaan lähiaikoina pääomavaatimuksia koskevaan lainsäädäntöön kuuluvilla delegoiduilla säädöksillä, helpottanevat niin ikään reaalitalouden rahoitusta. Tätä varten on jatkettava pankkien taseiden tervehdyttämistä ja pankkijärjestelmän lujittamista. EKP:n toteuttama pankkien taseiden kattava arviointi on tässä suhteessa keskeisen tärkeä.

Suurien jäsenvaltioiden panos kasvun edistämiseen on tärkeä. Euroalueen suurimmista jäsenvaltioista *Saksassa* olisi asetettava tavoitteeksi kotimaisen kysynnän ja keskipitkän aikavälin kasvun lujittaminen, *Ranskassa* ja *Italiassa* keskipitkän aikavälin kasvua haittaavien pullonkaulojen poistaminen ja rakenneuudistusten ja julkisen talouden vakauttamisen jatkaminen sekä *Espanjassa* velkaantumisen hallitun vähentämisen jatkaminen ja kestävä kasvua edistävän talouden rakennemuutoksen toteuttaminen sekä sosiaalisiin kysymyksiin puuttuminen.

⁶ Neuvoston suositus (2013/C 217/24), annettu 9. heinäkuuta 2013 (EUVL C 217, 30.7.2013, s. 97).

3. TÄRKEIMMÄT USEITA MAITA KOSKEVAT HAVAINNOT

Perusteellisissa tarkasteluissa esitetään täydellisempi selvitys eräistä useita maita koskevista kehityssuuntauksista, joita on käsitelty jo varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa.⁷ Useat epätasapainotilat ja riskit ovat edelleen tunnusomaisia piirteitä useissa jäsenvaltioissa. Perusteellisista tarkasteluista käy ilmi muun muassa seuraavaa:

- **Huomattava ulkomaanvelka on edelleen heikkous.** Viimeksi kuluneiden vuosineljännesten aikana vaihtotaseen alijäämät ovat edelleen supistuneet niissä maissa, joissa oli suuret alijäämät ennen kriisiä. Joissakin maissa, kuten *Bulgariassa*, *Espanjassa*, *Kroatiassa* ja *Unkarissa*, vaihtotaseet ovat kääntyneet ylijäämäisiksi, ja *Irlannissa* ja *Sloveniassa* ylijäämät ovat erittäin suuret. Vaihtotaseen korjautuminen johtuu näissä jäsenvaltioissa kilpailukyvyn paranemisesta, jota on helpottanut työvoimakustannusten sopeutus, mutta myös kotimaisen kysynnän supistumisesta näissä maissa. Kertynyt ulkomainen nettovelka on kuitenkin edelleen erittäin suuri osassa tarkastelluista maista. Tämä koskee erityisesti *Irlantia*, *Espanjaa*, *Kroatiaa* ja *Unkaria*, joissa negatiivinen ulkomainen nettovarallisuus (ulkomainen nettovarallisuus) on lähellä BKT:n vuotuista kasvua tai sen yläpuolella. Erittäin korkea se on myös *Bulgariassa*. Huoli ulkoisen kestävyys suhteen vaihtelee eri maissa myös niiden brutto- ja nettovelan luonteen mukaan. Etenkin *Bulgariassa*, *Irlannissa* ja *Unkarissa* riskiä lieventää suorien ulkomaisten sijoitusten suuri osuus.⁸ Suuri osa vaihtotaseen kohenemisesta ei ole johtunut suhdanteista, minkä vuoksi sen ei odoteta katoavan elpymisen myötä.⁹ Kaikkein velkaantuneimpien talouksien kestävyys varmistamiseksi vaihtotaseiden sopeutusta on kuitenkin jatkettava, sillä ylijäämät tai vähäiset alijäämät säilyvät vielä pitkään. Kysynnän rakenteellinen supistuminen haavoittuvimmissa maissa osoittaa, että tuottavuutta on lisättävä tukemalla sitä kasvua edistävillä rakenneuudistuksilla; muussa tapauksessa taloudellinen toiminta jää vaisuksi pitkäksi aikaa, erityisesti kaikkein velkaantuneimmissa talouksissa.
- **Viime vuosina eräiden maiden ulkoiset luottovirrat ovat huomattavasti heikentyneet.** Näin on tapahtunut *Ranskassa* ja *Yhdistyneessä kuningaskunnassa*, jonka vaihtotaseen alijäämä on tällä hetkellä EU:n suurin. Vaikka näillä talouksilla on suhteellisen vähän ulkomaista nettovelkaa eikä niiden ulkoinen kestävyys ole uhattuna, kasvavat erot saattavat aiheuttaa niiden talouksille erityisongelmia, jos vaihtotaseen alijäämien kasvu jatkuu.
- **Pysyvä erittäin suuri vaihtotaseen ylijäämä on usein merkki vaimeasta kotimaisesta kysynnästä.** Maa, jonka vaihtotase on ylijäämäinen, siirtää kulutusta nykyhetkestä tulevaisuuteen tekemällä investointeja ulkomaille. Sen sijaan maa, jonka vaihtotase on alijäämäinen, voi kasvattaa investointejaan tai kulutustaan nykyhetkessä, mutta sen on siirrettävä vastaiset tulonsa ulkomaille lunastaakseen ulkoisen velkansa.¹⁰ Ylijäämät ovat erittäin suuria *Saksassa*, *Luxemburgissa*, *Alankomaissa* ja *Ruotsissa*, minkä lisäksi myös *Tanskassa* on suuri ylijäämä. Niiden ylijäämät liittyvät viennin vahvaan kehitykseen verrattuna tuontiin, jonka maltillinen kasvu on linjassa kotimaisen kysynnän kanssa. Kohtuullisten ylijäämien kertymistä voidaan pitää myönteisenä kehityksenä, sillä osa tuloista olisi pystyttävä säästämään, jotta voidaan vastata väestönkehityksen tuomiin

⁷ COM(2013) 790 final, 13.11.2013.

⁸ Ks. ”The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area”, *Quarterly Report on the Euro Area* 2/2013, s. 17–25.

⁹ Ks. ”The Cyclical Component of Current Account Balances”, *European Economy* 2/2014, laatikko I.3, s. 35–38.

¹⁰ Ks. ”Current Account Surpluses in the EU”, *European Economy* 9/2012.

haasteisiin¹¹ ja sijoittaa osa säästöistä ulkomaisiin investointeihin. Siltä osin kuin suuret ylijäämät johtuvat kotimaisten investointien suuresta vajeesta, ne myös vaikeuttavat keskipitkän ja pitkän aikavälin talousnäkymiä. Ylijäämät eivät ole kaikissa näissä maissa keskenään samanlaisia; *Tanskassa*, *Alankomaissa* ja *Ruotsissa*, missä kotitalouksilla ja muilla kuin finanssisektorin yrityksillä on runsaasti velkaa, ylijäämät liittyvät velkaantumisen vähentämiseen, kun taas *Saksassa* tämä on paljon pienempi ongelma. *Saksan* kauppataaseen ylijäämä suhteessa muuhun maailmaan on kasvanut, vaikka se on supistunut suhteessa muuhun euroalueeseen. Viimeksi mainittu on myönteistä kehitystä, jota on kuitenkin tarkasteltava suhteessa laajempaan kokonaisuuteen: muutos suhteessa euroalueeseen johtuu enemmän euroalueen reuna-alueiden tuonnin supistumisesta kuin *Saksan* tuonnin kasvusta. Sitä paitsi osa euroalueen sisäisen ylijäämän supistumisesta liittyy muihin ylijäämäisiin maihin. Kotimaisen kysynnän lisääminen nopeuttamalla investointeja supistaisi ylijäämää, edistäisi potentiaalista kasvua ja voisi osaltaan tukea talouden elpymistä ja euroalueella meneillään olevaa sopeutusta.

- **Kustannuskilpailukyky on edelleen keskeinen kysymys.** Kustannuskilpailukyky on ongelma erityisesti maissa, joissa vaihtotaseen alijäämät olivat suurimmat ja joiden on turvattava ulkoinen kestävyytensä, kuten *Bulgariassa*, *Espanjassa* ja *Unkarissa*, tai jotka ovat menettäneet suuren osan vientimarkkinaosuuksistaan viime vuosina, kuten *Kroatia*, *Italia* tai *Suomi*. Kilpailukyky ja vientitulot ovat erityisen tärkeitä useiden talouksien näkymille, sillä kun otetaan huomioon tarve vähentää yksityisen sektorin velkaantumista ja vakauttaa julkista taloutta, nettovienti tai vientiin suunnatut investoinnit ovat todennäköisesti ne merkittävät kysyntätekijät, jotka tukevat kasvua keskipitkällä aikavälillä. Yksikkötyökustannusten sopeutus jatkuu edelleen useissa jäsenvaltioissa, joissa kilpailukyvyn heikkeneminen ja työttömyys aiheuttavat eniten ongelmia. Tarkastelun kohteena olevien jäsenvaltioiden osalta viime vuosien suurin sopeutus on tapahtunut *Irlannissa* ja *Espanjassa*. Yksikkötyökustannusten sopeutuksen taustalla on intensiivisiä markkina- ja kilpailukykypaineita, jotka ovat johtaneet nimellispalkkojen alentamiseen useilla aloilla sekä työvoiman vähentämiseen ja tuottavuuden parantamiseen. Sopeutus on ollut suhteessa paljon vaatimattomampaa *Ranskassa*, *Italiassa* ja *Sloveniassa*. Useissa maissa yksikkötyökustannukset ovat alentuneet yli vienti- ja BKT-deflaattorin arvon. Tämä voi olla sovitettavissa yhteen tasapainottamisen kanssa siltä osin kuin tuottajien marginaalien paraneminen kannustaa osaltaan avointa sektoria laajentamaan toimintaansa.¹² Reaalipalkkojen sopeutuksesta huolimatta työmarkkinoiden sopeutus on tähän asti perustunut pääasiassa työvoiman vähentämiseen ja työllistymisasteen supistumiseen. Tämä on lisännyt voimakkaasti työttömyyttä ja yleensä pidentänyt työttömyysjaksoja¹³, mikä aiheuttaa sosiaalisia seurauksia ja vaikutuksia potentiaaliselle kasvuille. Tämä on otettava huomioon politiikkatoimien suunnittelussa.
- **Perusteellisissa tarkasteluissa korostetaan myös muihin tekijöihin kuin hintaan perustuvan kilpailukyvyn merkitystä.** Useimmissa jäsenvaltioissa muihin tekijöihin kuin hintaan perustuva kilpailukyky näyttää olevan ulkomaankaupan kannalta yhtä tärkeä tekijä kuin kustannuskilpailukyky. Kustannusten ohella muita kilpailukykyyn vaikuttavia tekijöitä ovat viennin koostumus ja tekninen sisältö, viennin maantieteellinen monipuolistaminen, yritysten rakenne, liiketoimintaympäristö ja innovointi. Perusteellisissa tarkasteluissa pohditaan, miten *Belgia*, *Tanska*, *Italia*, *Ranska*, *Kroatia*,

¹¹ Ks. "Ageing Report", *European Economy*, 2/2012 ja "Fiscal Sustainability", *European Economy*, 8/2012.

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

¹³ Ks. "Labour Market Developments in Europe", *European Economy*, 6/2013.

Unkari, Suomi ja Yhdistynyt kuningaskunta kohtaavat haasteet, jotka liittyvät vientituloksen parantamiseen ja muihin tekijöihin kuin hintaan perustuvan kilpailukyvyn palauttamiseen. Palveluvienti tasoittaa usein tavaraviennin heikompaa tulosta useissa perusteellisen tarkastelun kohteena olevissa maissa, kuten *Belgiassa, Tanskassa, Kroatiassa, Luxemburgissa, Ruotsissa, Sloveniassa* ja *Yhdistyneessä kuningaskunnassa*. Paikallaan polkevan tuottavuuden kasvun on todettu olevan *Belgiassa* ja *Italiassa* pitkäaikainen ongelma, joka pahentaa ulkoisiin tai sisäisiin epätasapainotiloihin liittyviä riskejä. Sekä kustannuskilpailukyvyn että muihin tekijöihin kuin hintaan perustuvan kilpailukyvyn parantaminen on olennaisen tärkeää, koska kehittyneiden talouksien osuus maailman vientimarkkinoista supistuu jatkuvasti.

- **Velkaantuminen vähenee yksityisellä sektorilla, mutta yksityisen sektorin velkakannat ovat edelleen suuria useissa talouksissa.** Kun sekä kotitaloudet että yritykset niin finanssisektorilla kuin sen ulkopuolellakin ovat pyrkineet supistamaan taseitaan ja vähentämään velkaantumistaan, tästä on aiheutunut haittavaikutuksia yksityiselle kulutukselle ja investoinneille. Epäsuotuisat kysyntä- ja tarjontaolosuhteet ovat heikentäneet yksityisen sektorin luottovirtaa.¹⁴ Tarjontaolosuhteiden ongelmiin kuuluvat finanssisektorin velkaantumisen vähentäminen, finanssisektorin hajanaisuus ja talouden pitkittynyt epävarmuus, joka on vaikuttanut investointipäätöksiin. Yritysten investointien vähäisyys haittaa resurssien siirtämistä tuottavimmille sektoreille ja vientiteollisuuteen ja vaikeuttaa keskipitkän aikavälin kasvua.¹⁵ Samaan aikaan kotitalouksien sekä finanssisektorin ja muiden yritysten velkaantumisen vähentäminen on edistänyt vaihtotaseen alijäämän supistumista useissa perusteellisen tarkastelun kohteena olevissa jäsenvaltioissa, kuten *Espanjassa* ja *Sloveniassa*, ja myötävaikuttanut suurten ylijäämien muodostumiseen *Tanskassa, Alankomaissa* ja *Ruotsissa*. Lisäksi alhainen inflaatio, joka useissa jäsenvaltioissa kuuluu olennaisena osana niiden strategiaan kilpailukyvyn palauttamiseksi, voi joissakin maissa vaikeuttaa yksityisen sektorin pyrkimyksiä vähentää velkaantumistaan.
- **Asuntomarkkinoiden kehitys näyttää kääntyvän pohjalukemista jälleen nousuun useissa maissa.** Useimmat EU:n asuntomarkkinat ovat olleet korjaantumassa erityisen pitkän hiljaisen kauden jälkeen. Joissakin maissa, erityisesti *Tanskassa, Irlannissa, Espanjassa* ja *Alankomaissa* asuntovarallisuuden reaali hinnat ovat alentuneet kokonaisuutena huomattavasti. *Espanjassa* ja *Irlannissa*, asuntojen hintojen sopeutus on tapahtunut samanaikaisesti rakennusalan supistumisen kanssa, mikä on pahentanut työttömyyttä. Se on osaltaan lisännyt järjestämättömien lainojen määrää ja pankkien taseiden heikkenemistä, minkä vuoksi luottotappiovarauksia on pitänyt vahvistaa ja siirtää ongelmallisia omaisuuseriä erityisiin omaisuudenhoitoyrityksiin. Vaikka uusia alaspäin suuntautuvia sopeutuksia ei voida sulkea pois eräiden perusteellisen tarkastelun kohteena olevien maiden osalta, useimmissa maissa syklin pohja on saavutettu ja havaittavissa on vaatimatonta kasvua, esimerkiksi *Luxemburgissa, Maltassa, Ruotsissa* ja *Yhdistyneessä kuningaskunnassa*.

¹⁴ Ks. "Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 1/2013, s. 19–25, ja "Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions", *European Economy* 1/2013, s. 26–32.

¹⁵ Ks. "Product Market Review: Financing the Real Economy", *European Economy* 8/2013, "Financial Dependence and Growth", *Quarterly Report on the Euro Area*, 3/2013, s. 7–18, ja "Firms' Investment Decisions in Vulnerable Member States", *Quarterly Report on the Euro Area* 4/2013, s. 29–35.

- **Työttömyys ja muut sosiaalisen stressin indikaattorit ovat edelleen erittäin korkeat.**¹⁶ Työttömyys lisääntyi jyrkästi erityisesti maissa, joissa vaihtotaseen kehitys on kääntynyt vastakkaiseen suuntaan, ja erot jäsenvaltioiden välillä ovat erittäin suuret. Nuoriso- ja pitkäaikaistyöttömyys ovat erityisiä huolenaiheita, joiden lisäksi on syytä puuttua myös ammattitaidon kysynnän ja tarjonnan kohtaamattomuuteen. Vuoden 2013 puolivälin jälkeen on kuitenkin ollut näkyvissä merkkejä vakautumisesta ja työttömyysasteen hienoisesta alenemisesta joissakin jäsenvaltioissa, kuten *Bulgariassa*, *Irlannissa*, *Unkarissa* ja *Yhdistyneessä kuningaskunnassa*. Siltä osin kuin vaihtotaseiden kehitys vastakkaiseen suuntaan johtaa investointien ja tuottavuuden pysyvään supistumiseen, työttömyyden vähentämiseksi saattaa olla tarpeen sopeuttaa palkkoja tuottavuuden mukaisesti ja tukea siten sekä kilpailukykyä että kokonaiskysyntää.

Uusimmat ennusteet osoittavat, että julkisen talouden sopeutus hidastuu euroalueella ja koko EU:ssa. Tämä on kahden viime vuoden aikana toteutettujen merkittävien vakautustoimien ansiota. Useimmissa jäsenvaltioissa vakauttamista on kuitenkin edelleen tarpeen vauhdittaa.

- **Julkisen talouden vakauttaminen on hidastumassa samalla kun julkisen velan määrä suhteessa BKT:hen nousee huippuunsa vuonna 2014.** Vuonna 2013 julkisen talouden tilanne on edelleen parantunut sekä koko EU:ssa että euroalueella jatkuvien vakauttamistoimien ansiosta. Vuonna 2014 sopeutusvauhdin odotetaan hidastuvan. Käynnissä olevien vakauttamistoimien ja talouden elpymisen ansiosta julkisen talouden alijäämiä voitaneen kuitenkin edelleen supistaa. Rakenteellisen sopeutuksen osalta useimpien jäsenvaltioiden vuonna 2013 toteuttamat toimet olivat tyydyttäviä. Julkisen velan määrän suhteessa BKT:hen odotetaan edelleen kasvavan sekä koko EU:ssa että euroalueella vuonna 2013 ja hieman hitaammin myös vuonna 2014, jolloin alijäämän odotetaan nousevan huippuunsa.
- **On epäselvää, riittääkö vakauttaminen eräissä jäsenvaltioissa varmistamaan, että liiallisen alijäämän korjaaminen jatkuu suunnitelmien mukaan.** Tämä koskee erityisesti *Ranskaa* ja *Sloveniaa*. Komissio antaa näille maille suositukset, joissa hallituksia kehoitetaan puuttumaan tilanteeseen ajoissa. *Italiassa* ei ole liiallista julkisen talouden alijäämää, mutta ennusteiden mukaan siellä tarvitaan lisää vakauttamistoimia, jotta voidaan turvata vaadittu velan vähentäminen. Euroalueen ulkopuolisten maiden osalta *Kroatiaa* uhkaa riski, että toteutumatta jäävät sekä julkisen talouden alijäämää että rakenteellista sopeutusta koskevat tavoitteet, jos nykyinen suuntaus jatkuu eikä lisätoimenpiteitä toteuteta. *Unkarissa* ei ole liiallista julkisen talouden alijäämää, mutta rakenteellinen julkisen talouden rahoitusasema on heikkenemässä, mikä vaarantaa velan vähentämisen.

4. JÄSENVALTIOKOHTAISET HAVAINNOT

Neljäntoista jäsenvaltion epätasapainotilanteet ovat luonteeltaan erilaisia. Komissio on todennut perusteellisten tarkastelujen yhteydessä, että epätasapainotiloja on *Belgiassa*, *Bulgariassa*, *Saksassa*, *Irlannissa*, *Espanjassa*, *Ranskassa*, *Kroatiassa*, *Italiassa*, *Unkarissa*, *Alankomaissa*, *Sloveniassa*, *Suomessa*, *Ruotsissa* ja *Yhdistyneessä kuningaskunnassa*. Näistä jäsenvaltioista *Kroatiassa*, *Italiassa* ja *Sloveniassa* on liiallinen epätasapainotila. Komissio katsoo, että *Espanjassa* on toteutettu viime vuoden aikana huomattavia sopeutustoimia ja että

¹⁶ Ks. myös komission tiedonanto ”Talous- ja rahaliitolle vahvempi sosiaalinen ulottuvuus”, COM(2013) 690, 2.10.2013, ja ”Yhteinen työllisyysraportti 2014”, COM(2013) 801 final, 13.11.2013.

nykyisten suuntausten jatkuessa epätasapainotilat korjautuvat vähitellen. Vaikka tällä perusteella voidaan todeta, että *Espanjassa* ei ole enää makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä tarkoitettua liiallista epätasapainoa, komissio korostaa, että riskejä on edelleen olemassa. Koska nämä epätasapainotilat ja liialliset epätasapainotilat eroavat toisistaan muun muassa sen suhteen, mikä on niiden finanssipoliittinen liikkumavara ja mihin vaiheeseen valvontaprosessi on edennyt, myös jäsenvaltioiden toimenpiteet, jotka on suunniteltava yhteistyössä komission kanssa, on räätälöitävä kunkin maan erityistarpeiden mukaan.

- **Belgian makrotaloudessa** on edelleen *epätasapainotiloja, jotka edellyttävät valvontaa ja politiikkatoimia*. Erityisesti hyödykkeiden ulkoisen kilpailukyvyyn kehitykseen on edelleen syytä kiinnittää huomiota, koska sen jatkuva heikkeneminen voi uhata makrotalouden vakautta.

Kilpailukyvyyn, myös muihin tekijöihin kuin hintaan perustuvan kilpailukyvyyn, jatkuva heikkeneminen saattaa aiheuttaa taloudessa kielteisiä seurauksia. Teollisuuden kansainvälinen kilpailukyky on heikentynyt, mikä näkyy tuottajien marginaalien supistumisena ja työpaikkojen katoamisena. Korkeiden työvoimakustannusten yhdistäminen kestäväan työpaikkojen luomiseen ja korkeaan elintasoon edellyttää tuotteiden nostamista korkeammalle globaaleissa arvoketjuissa. Samaan aikaan on voitava estää se, että palkat kasvavat nopeasti ja tuottavuus hitaasti. Tältä osin Belgia on toteuttanut toimia, joilla odotetaan tuottavan tulosta tulevana vuosina. Teollisuuteen perustuvan tuotantopohjan säilyttäminen edellyttää kuitenkin lisää kunnianhimoisia toimenpiteitä, varsinkin kun kilpailijamaissa toteutetaan uudistuksia. Tätä varten olisi kiinnitettävä huomiota työn verotukseen ja otettava taloudelliset ja alakohtaiset olosuhteet paremmin huomioon palkanmuodostuksessa. Lisäksi olisi pyrittävä puuttumaan työmarkkinoiden toimintaa haittaaviin syväille juurtuneisiin ongelmiin. Belgian julkisen talouden huomattava velkaantuneisuus aiheuttaa edelleen huolta julkisen talouden kestävyys suhteen. Myönteisistä seikoista voidaan mainita, että Belgia on onnistunut vakiinnuttamaan julkisen velan määrän suhteessa BKT:hen. Lisäksi arvioidaan, että suositeltu alijäämätavoite saavutettiin vuonna 2013, ja ennusteiden mukaan alijäämä pysyy alle 3 prosentissa suhteessa BKT:hen. Lisäksi keskimäärin pitkät laina-ajat ja lainojen suhteellisen vähäiset yhteydet kotimaan finanssisektoriin sekä suhteellisen terve yksityinen sektori lieventävät velasta koko talouselämään kohdistuvia riskejä.

- **Bulgarian makrotaloudessa** on edelleen *epätasapainotiloja, jotka edellyttävät valvontaa ja politiikkatoimia*. Erityisesti työmarkkinoiden pitkittynyt sopeutus edellyttää toimenpiteitä, kun taas ulkoisen rahoitusaseman korjaaminen ja yritysten velkaantumisen vähentäminen etenevät hyvin.

Epätasapainotilat kasautuivat Bulgariassa hyvin nopeasti, Euroopan unioniin liittymisen aikaan koetun kasvuvaiheen aikana. Suuret ulkomaiset pääomavirrat kiihdyttivät talouden ylikuumenemista ja johtivat kiinteän omaisuuden hintojen jatkuvaan nousuun. Vaihtotase kääntyi ylijäämäiseksi jo vuonna 2009, mutta ulkoinen luottokanta, josta merkittävä osa on tosin ulkomaisia suoria sijoituksia, on edelleen huomattava. Sopeutus näyttää olevan enimmäkseen suhdanteista riippumatonta, mutta ulkomaisen velan vähentäminen edelleen edellyttää ulkoisen kilpailukyvyyn säilyttämistä ja vahvaa vientitulosta. Meneillään oleva muiden kuin finanssisektorin yritysten velkaantumisen vähentäminen saattaa rajoittaa investointeja ja kasvua joillakin talouden aloilla lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Myös heikot ja suljetut työmarkkinat rajoittavat talouden sopeutumiskykyä ja jarruttavat osaltaan potentiaalista kasvua. Työttömyys on lisääntynyt jyrkästi, kun työllisyys on vähentynyt kriisin aikana enemmän kuin tuotannon supistumisen perusteella olisi voinut odottaa.

Irtisanomiset ovat kohdistuneet etupäässä matalan taitotason työntekijöihin ja nuoriin. Vaikka palkkakustannukset ovat edelleen suhteellisen alhaiset, ne ovat viime vuosina kasvaneet voimakkaasti, ja vähimmäispalkkojen vuoksi on olemassa riski, että heikoimmassa asemassa olevat joutuvat työmarkkinoiden ulkopuolelle. Aktiivisen työmarkkinapolitiikan ja koulutusjärjestelmän avulla ei myöskään ole toistaiseksi onnistuttu helpottamaan sopeutusprosessia, mikä haittaa laajapohjaisen inhimillisen pääoman kerryttämistä.

- **Saksan makrotaloudessa on epätasapainotiloja, jotka edellyttävät valvontaa ja politiikkatoimia.** Erityisesti vaihtotase on ollut jatkuvasti huomattavan ylijäämäinen, mikä kertoo vahvasta kilpailukyvystä, mutta samaan aikaan suuri osa säästöistä on investoitu ulkomaille. Se on myös merkki siitä, että kotimainen kysyntä on jäänyt vaimeaksi ja että taloudellisia resursseja ei välttämättä ole kohdennettu tehokkaasti. Vaikka vaihtotaseen ylijäämiin ei liity samanlaisia riskejä kuin suuriin alijäämiin, sen suuruutta ja pysyvyyttä on syytä seurata Saksassa tiiviisti. Erityisesti Saksan talouden suuruusluokka huomioon ottaen on erityisen tärkeää toteuttaa toimia, joilla voidaan pienentää sekä maan omaan talouteen että euroalueeseen kohdistuvien haittavaikutusten riskiä.

Yksityisen ja julkisen sektorin investointien suhteellinen vähäisyys ja pitkään vaimeana pysytellyt yksityinen kulutus ovat pitäneet kasvun vaatimattomana ja kasvusuuntauksen laskevana ja lisänneet talouden riippuvuutta ulkoisesta kysynnästä sekä edistäneet vaihtotaseen ylijäämän muodostumista. Haasteena onkin määritellä ja toteuttaa toimenpiteitä, jotka auttavat vahvistamaan kotimaista kysyntää ja talouden kasvupotentiaalia. Keskeisiä toimintahaasteita ovatkin investointien lisääminen fyysiseen ja inhimilliseen pääomaan, tehokkuuden parantaminen kaikilla talouden sektoreilla, muun muassa hyödyntämällä täysimääräisesti palvelusektorin kasvupotentiaalia, mikä voisi myös edistää osaltaan työvoiman tarjontaa.

- **Irlanti:** Äskettäin toteutetulla makrotalouden sopeutusohjelmalla oli keskeinen merkitys taloudellisten riskien hallinnassa ja epätasapainotilojen vähentämisessä. Jäljellä olevat makrotalouden epätasapainotilat edellyttävät silti edelleen kohdennettua valvontaa ja määrätietoisia politiikkatoimia. Erityisesti finanssisektorin kehitys, yksityisen ja julkisen sektorin velkaantuneisuus, ja siihen liittyen ulkoisen brutto- ja nettovelan määrä sekä työmarkkinoiden tilanne merkitsevät, että riskejä on edelleen olemassa. Komissio aikoo käynnistää toimenpiteiden täytäntöönpanoa koskevan erityisvalvonnan ja raportoi siitä säännöllisesti neuvostolle ja euroryhmälle. Valvonta perustuu ohjelman jälkeiseen seurantaan.

Irlannin kiinteistömarkkinat romahtivat vuodesta 2007 alkaen, ja toimenpiteet, joilla pyrittiin korvaamaan pankkien tappioita ja valtion tulojen supistumista, aiheuttivat julkisessa taloudessa vakavia ongelmia. Markkinoillepääsyn tyrehtyessä Irlanti haki vuoden 2010 lopussa kansainvälistä rahoitusapua. Irlanti sai hyviä tuloksia vuonna 2013 päättyneen tukiohjelman koko täytäntöönpanon ajan. Tukiohjelmassa määritellyt julkisen talouden vakauttamista koskevat tavoitteet on saavutettu, ja Irlanti on parantanut finanssipoliittisia sääntöjään ja laitoksiaan. Lisäksi julkisen talouden alijäämän odotetaan täyttävän tavoitteet vuosina 2013 ja 2014. Pankkien velkaantumisen vähentämistä koskevat tavoitteet on saavutettu ja vakavaraisuusasteet ovat parantuneet. Finanssivalvontaa ja finanssipoliittista sääntelyä on lujitettu. Kotitaloudet ovat lisänneet säästämisastettaan vähentääkseen velkaantuneisuuttaan. Työmarkkinauudistukset ovat vähentäneet työttömyyttä. Asuntojen hinnat ovat vakautuneet ja osoittavat elpymisen merkkejä. Lisätoimia kuitenkin tarvitaan, sillä julkista velkaa on edelleen erittäin paljon, samoin

ulkoista velkaa. Finanssisektori on haavoittuva, sillä järjestämättömiä luottoja on paljon, ja pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys on edelleen yleistä.

- **Espanjan** makrotaloudessa on epätasapainotiloja, jotka edellyttävät erityisvalvontaa ja määrätietoisia politiikkatoimia. Viime vuonna liiallisiksi todettujen epätasapainotilojen sopeutus on edennyt selvästi monessa suhteessa, ja paluu positiiviseen kasvuun on vähentänyt riskejä. Epätasapainotilojen, erityisesti kotimaisen ja ulkomaisen velan, suuruus ja niiden keskinäinen riippuvuus merkitsee, että riskejä on edelleen olemassa. Komissio jatkaa neuvoston Espanjalle EU-ohjausjakson yhteydessä suosittamien toimenpiteiden erityisvalvontaa ja raportoi siitä säännöllisesti neuvostolle ja euroryhmälle. Valvonta perustuu ohjelman jälkeiseen seurantaan.

Sopeutusta on tuettu sekä EU:n tasolla toteutettujen että Espanjan itsensä toteuttamien määrätietoisten toimien avulla. Erityisesti heikompien pankkien pääomarakenteen vahvistaminen ja rakennemuutos ovat poistaneet finanssisektoriin liittyviä systeemisiä huolenaiheita ja luoneet suotuisat edellytykset rahoitustukiohjelman lopettamiselle vuoden 2014 alussa. Vaihtotase on kääntynyt ylijäämäiseksi, mikä johtuu tuonnin supistumisesta ja vahvasta viennistä, jota tukee kilpailukyvyn paraneminen. Asuntomarkkinat ovat alkaneet vakautua. Työpaikkojen häviäminen näyttää olevan päättymässä. Vuoden 2013 kansallisessa uudistusohjelmassa hahmoteltu kattava rakenneuudistusohjelma on pantu valtaosaksi täytäntöön lainsäädännön osalta, ja huomio on siirtymässä haastavaan täytäntöönpanovaiheeseen. Tämän myönteisen kehityksen ansiosta luottamus on palannut voimakkaana, mikä näkyy markkinoiden riskipreemioiden pienenemisenä, ulkomaisten pääomasijoitusten paluuna sekä yritysten ja kuluttajien luottamuksen paranemisena.

Sopeutus ei kuitenkaan ole vielä läheskään täydellinen, ja heikkouksia esiintyy edelleen. Erityisesti sekä kotimaisen että ulkomaisen velan erittäin suuri määrä niin yksityisellä kuin julkisellakin sektorilla aiheuttaa edelleen kasvuun ja rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä. Vaikka työttömyys on viime aikoina supistunut, se on edelleen hälyttävällä tasolla. Tuotantojärjestelmän suuntaamista uudelleen vientisektoreille ja kansainvälisen kilpailukyvyn palauttamista on jatkettava, jotta voidaan vähentää erittäin suurta ulkomaanvelkaa ja rasisitusta, joka siitä aiheutuu muualle maailmaan suuntautuvien negatiivisten tulovirtojen muodossa. Yksityisen sektorin taseiden sopeutus etenee, mutta korkea työttömyys ja tulojen pieneneminen ovat hidastaneet kotitalouksien velkaantumisen vähentämistä. Muut kuin finanssisektorin yritykset ovat vähentäneet velkaantuneisuuttaan hieman tasaisemmin. Jatkossa haasteena on varmistaa, että velkaantumisen vähentämiseen voidaan yhdistää luottojen myöntäminen taloudellisesti vakaille lainanottajille. Esteiden poistaminen tuote- ja rahoitusmarkkinoiden toiminnassa ja tehokkaat maksukyvyttömyysmenettelyt voisivat lieventää velkaantumisen vähentämisen hidastavaa vaikutusta kasvuun. Työmarkkinoilla olisi suunniteltava lisä uudistuksia niiden myönteisten tulosten pohjalta, joita on saatu äskettäin toteutettujen, sisäiseen joustavuuteen ja palkanasetantaan perustuneiden uudistusten avulla. Lisäksi huomattavat tulovajeet, sosiaalimenojen kasvu ja pankkien pääomituskustannukset ovat johtaneet huomattaviin julkisen talouden alijäämäpaineisiin ja julkisen velan jyrkkään kasvuun korkealle tasolle. Vuoden 2013 julkisen talouden alijäämätavoitetta ei luultavasti ole saavutettu, mutta makrotalouden kohenevien näkymien ansiosta Espanjan pitäisi päästä vuoden 2014 yleistavoitteeseen. Julkisen velan vähentäminen keskipitkällä aikavälillä edellyttää jatkuvia vakauttamistoimia.

- **Ranskan** makrotaloudessa on edelleen epätasapainotiloja, jotka edellyttävät erityisvalvontaa ja määrätietoisia politiikkatoimia. Toimenpiteiden toteuttamisessa on kiinnitettävä huomiota erityisesti kauppataaseen ja kilpailukyvyn heikkenemiseen sekä

julkisen sektorin merkittävän velkaantumisen vaikutuksiin. Erityisesti Ranskan talouden suuruusluokka huomioon ottaen on erityisen tärkeää toteuttaa määrätietoisia toimia, joilla voidaan pienentää sekä maan omaan talouteen että euroalueeseen kohdistuvien haittavaikutusten riskiä. Koska toimenpiteiden tarve mainittiin jo vuoden 2013 perusteellisessa tarkastelussa, komissio käynnistää neuvoston Ranskalle EU-ohjausjakson yhteydessä suosittamien toimenpiteiden erityisvalvonnan ja raportoi siitä säännöllisesti neuvostolle ja euroryhmälle.

Kasvava kauppataseen alijäämä kertoo vientimarkkinaosuuksien pitkäaikaisesta supistumisesta, joka liittyy siihen, että Ranska on jo pitkään menettänyt sekä kustannuskilpailukykyään että muihin tekijöihin kuin hintaan perustuvaa kilpailukykyään. Kilpailukykyyn parantamiseksi toteutetuista toimenpiteistä huolimatta tasapainottumisesta on tähän mennessä vain vähän näyttöä. Vaikka palkat ovat kehittyneet tuottavuutta vastaavasti, työvoimakustannukset ovat edelleen korkeat ja kaventavat yritysten voittomarginaaleja. Yksityisten yritysten alhainen ja heikkenevä kannattavuus erityisesti teollisuudessa on saattanut haitata niiden kykyä kasvaa ja parantaa vientitulostaan. Epäsuotuisa liiketoimintaympäristö ja erityisesti palvelusektorin vähäinen kilpailu pahentavat kilpailukykyyn liittyviä haasteita ennestään. Lisäksi yritysten on palkanasetantajärjestelmän joustamattomuuden vuoksi vaikea sopeuttaa palkkoja tuottavuuden mukaan. Vaikka julkisen talouden alijäämän supistamiseksi on toteutettu toimenpiteitä jo vuodesta 2010, julkinen velka on edelleen kasvanut. Tämä edellyttää julkisen talouden vakauttamisen jatkamista ja julkisten menojen suuren määrän vuoksi erityisen huomion kiinnittämistä menoleikkauksiin mm. tehokkuutta parantamalla. Ranskan ennustetaan jäävän jälkeen sekä yleistavoitteesta että rakenteellista sopeutusta koskevista tavoitteista koko ennustejakson ajan.

- **Kroatian** makrotaloudessa on liiallisia epätasapainotiloja, jotka edellyttävät erityisvalvontaa ja määrätietoisia politiikkatoimia. Toimenpiteiden toteuttamisessa on kiinnitettävä huomiota erityisesti huomattavasta ulkomaanvelasta johtuviin heikkouksiin, heikentyvään vientitulokseen, erittäin velkaantuneisiin yrityksiin ja nopeasti kasvavaan julkiseen velkaan alhaisen kasvun ja heikon sopeutumiskyvyn luomaa taustaa vasten. Komissio käynnistää toimenpiteiden täytäntöönpanoa koskevan erityisvalvonnan ja raportoi siitä säännöllisesti neuvostolle.

Kroatiassa koettiin suhdannekierron nousuvaihe, jonka aikana kertyi epätasapainotiloja. Tämän jälkeen maassa vallitsee nyt pitkittynyt romahdusvaara, jonka myötä on tullut esiin useita ulkoisia ja sisäisiä riskejä. Ulkoisen tasapainon palauttamiseen liittyy huomattavia riskejä, kunnes Kroatia onnistuu vähentämään ulkomaanvelkaansa turvallisemmalle tasolle, ja sen edellytyksenä on kilpailukykyyn parantaminen ja viennin laajentaminen matkailun ulkopuolelle kasvun tukemiseksi. Muiden kuin finanssisektorin yritysten velkaantuneisuuden vähentäminen on vasta alussa, ja järjestämättömien lainojen kehitystä tässä segmentissä on valvottava. Valtionyrietykset, jotka ovat erällä aloilla edelleen määräävässä asemassa ja joissa ei useinkaan ole toteutettu rakenneuudistuksia, ovat kaiken kaikkiaan erittäin velkaantuneita, ja niiden kannattavuus on heikko. Kroatian työvoimaosuus ja työllisyysaste ovat EU:n alhaisimmat, mikä liittyy osittain taustalla oleviin instituutioihin ja politiikkalinjauksiin. Työmarkkinoiden toiminnan parantaminen on olennaisen tärkeää, jotta voidaan tukea kasvua ja sopeutusta, joita tarvitaan ulkoisten ja sisäisten heikkouksien poistamiseksi. Kroatian liiketoimintaympäristö on lähes kaikkien vakioindikaattoreiden perusteella huomattavasti heikompi kuin Keski- ja Itä-Euroopan jäsenvaltioissa keskimäärin. Sen lisäksi, että nämä tekijät heikentävät potentiaalista kasvua, mikä haittaa yksityisen sektorin taseiden tervehdyttämistä, ne lisäävät julkisen talouden

vakauttamispaineita. Julkisen talouden vakauttamiseksi tarvitaan merkittäviä lisätoimia, joilla pyritään kaventamaan alijäämää ja estämään velan kestämaton kasvu. Kroatia on liiallista alijäämää koskevassa menettelyssä, ja sen on toteutettava tuloksellisia toimia liiallisen alijäämän korjaamiseksi 30. huhtikuuta 2014 mennessä. Jos nykykehitys jatkuu eikä lisätoimenpiteitä toteuteta, Kroatia on vaarassa jäädä tavoitteistaan tuntuvasti vuonna 2014.

- **Italian makrotaloudessa on liiallisia epätasapainotiloja, jotka edellyttävät erityisvalvontaa ja määrätietoisia politiikkatoimia.** Kiireelliset toimenpiteet ovat tarpeen erityisesti erittäin suuren julkisen velan ja heikon ulkoisen kilpailukyvyn vaikutusten vuoksi; molempien taustalla on viime kädessä pitkään hyvin heikkona pysytellyt tuottavuuden kasvu. Erityisesti Italian talouden suuruusluokka huomioon ottaen on erityisen tärkeää toteuttaa määrätietoisia toimia, joilla voidaan pienentää sekä maan omaan talouteen että euroalueeseen kohdistuvien haittavaikutusten riskiä. Komissio käynnistää neuvoston Italialle EU-ohjausjakson yhteydessä suosittamien toimenpiteiden erityisvalvonnan ja raportoi siitä säännöllisesti neuvostolle ja euroryhmälle.

Taloutta rasittaa erityisesti julkisen talouden huomattava velkaantuneisuus, etenkin kun kasvu on jatkuvasti heikkoa ja inflaatio hidas. Jotta julkisen velan määrä suhteessa BKT:hen saataisiin pysyvästi alenevalle uralle, Italian olisi sekä saavutettava erittäin suuri – historiallisen keskiarvon ylittävä – perusylijäämä ja pidettävä sitä yllä pitkän aikaa että saatava aikaan vankka BKT:n kasvu, mikä on merkittävä haaste. Vuonna 2013 Italia eteni kohti julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitetta. On kuitenkin olemassa riski, että julkisen talouden rakenteellisen rahoitusaseman sopeutus jää vuonna 2014 riittämättömäksi, kun otetaan huomioon tarve vähentää erittäin suurta julkista velkasuhdetta asianmukaisessa tahdissa. Kriisi on murentanut Italian pankkialan alkujaan vahvan sopeutumiskyvyn ja heikentää sen edellytyksiä tukea talouden elpymistä. Kilpailukyvyn heikkenemisen taustalla on jatkuva epäsuhta palkkojen ja tuottavuuden välillä, palkkatulojen korkea verokiila, vientituotannon epäsuotuisa rakenne ja se, että suuri osa yrityksistä on pienyrityksiä, joiden on vaikea kilpailla kansainvälisillä markkinoilla. Palkanasetannan jäykkyyden vuoksi palkkoja ei voida riittävästi eriyttää tuottavuuden kehityksen ja paikallisten työmarkkinaolosuhteiden mukaisesti. Pitkään jatkunut julkishallinnon ja oikeusjärjestelmän tehottomuus, heikko yritysjohton valvonta sekä korruption ja veronkierron yleisyys vähentävät talouden voimavarojen kohdentamisen tehokkuutta ja haittaavat uudistuksista saatavien etujen toteutumista. Tuottavuusongelmia vielä vahvistavat suuret puutteet inhimillisen pääoman hyödyntämisessä, mistä ovat osoituksena nuorempien sukupolvien alhainen koulutusaste, maan erikoistuminen alemman tai keskitason teknologian sektoreihin ja koulutusjärjestelmän rakenteelliset heikkoudet.

- **Unkarin makrotaloudessa on edelleen epätasapainotiloja, jotka edellyttävät valvontaa ja määrätietoisia politiikkatoimia.** Erityisesti käynnissä olevaan erittäin negatiivisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman sopeutukseen, julkisen ja yksityisen sektorin huomattavaan velkaantuneisuuteen finanssisektorin ollessa heikko sekä vientituloksen heikkenemiseen on edelleen syytä kiinnittää tiiviisti huomiota, jotta voidaan vähentää talouden toimintaan kohdistuvien kielteisten vaikutusten huomattavaa riskiä.

Vaikka vientitulo on jäänyt heikoksi, ulkomainen nettovarallisuusasema on parantunut, mikä johtuu pääasiassa yksityisen sektorin velkaantumisen vähentämisestä. Vaikka teollisuudessa on viime aikoina nähty joitakin rohkaisevia merkkejä, se ei itsessään riitä synnyttämään vientituloksen merkittävää käännettä. Vaikka velan määrä on vähentynyt, epätasapaino ja yksityiseen velkaan liittyvät riskit ovat yhä olemassa, koska velkaantumisen vähentämistä ovat hidastaneet vaikeuksissa olevien lainanottajien suuri

osuus, asuntomarkkinoiden lamaantuneisuus, finanssisektorin hauraus, vallitseva yritystoiminnan epävarmuus ja se, että huomattava osa lainoista myönnetään ulkomaan valuutassa. Talouden normaalin luotottamisen palauttaminen kestäväällä tavalla edellyttäisi pankkien toimintaympäristön parantamista. Toinen merkittävä huolenaihe on julkisen velan suuruus. Vaikka julkisen talouden rakenteellinen rahoitusasema on kohentunut huomattavasti, heikentynyt vaihtokurssi, alhainen kasvupotentiaali ja korkeat rahoituskustannukset ovat estäneet velan vähentämisen. Unkarin ei odoteta saavuttavan keskipitkän aikavälin tavoitettaan ja sen rakenteellisen rahoitusaseman ennustetaan heikkenevän vuonna 2014.

- **Alankomaiden makrotaloudessa** on edelleen *epätasapainotiloja, jotka edellyttävät valvontaa ja politiikkatoimia*. Erityistä huomiota on syytä kiinnittää yksityisen sektorin velkaa ja sen vähentämistä koskevaan makrotalouden kehitykseen sekä asuntomarkkinoiden jäljellä oleviin tehottomuustekijöihin. Vaikka suuri vaihtotaseen ylijäämä ei aiheuta samanlaisia riskejä kuin suuret alijäämät, ja se liittyy osittain tarpeeseen vähentää velkaa, komissio seuraa vaihtotaseen kehitystä Alankomaissa EU-ohjausjakson yhteydessä.

Vuosikymmenten kuluessa on muodostunut jäykkyyksiä ja vääristyneitä kannustimia, jotka muovaavat asuntorahoitusta ja alakohtaista säästökäyttäytymistä. Rahoituslaitosten toiminnasta on tullut hyvin asuntorahoituspainotteisia, kun kotitaloudet ovat ottaneet velkaa asuntovarallisuutta vastaan. Samaan aikaan muille kuin finanssisektorin yrityksille on muodostunut 1990-luvun puolivälistä alkaen rakenteellinen säästöylijäämä. Tämän seurauksena on syntynyt huomattava ja pitkäaikainen vaihtotaseen ylijäämä, joka kulkee käsi kädessä sekä erittäin suuren kotitalouksien bruttovelan että kotitalouksien erittäin suuren varallisuuden kanssa. Kotimaisen kysynnän vaimentuminen maailmanlaajuisen kriisin vanavedessä on viime vuosina kasvattanut ulkoista ylijäämää entisestään. Tältä osin on viime vuosina tapahtunut kehitystä kiinnitysluottojen hillitsemiseksi toteutettujen toimenpiteiden ansiosta. Velkaantumisen vähentäminen rasittaa taloudellista toimintaa myös jatkossa, mutta riskejä rajoittavat asuntomarkkinoiden vakautuminen ja kotitalouksien huomattavan positiivinen nettovarallisuusasema. Julkisen talouden osalta Alankomaiden ennustetaan jäävän yleistavoitteestaan vuonna 2014, jolloin liiallinen alijäämä olisi korjattava, mutta sen odotetaan hyväksyvän suositusten mukaiset rakenteelliset toimenpiteet vuosina 2013–2014.

- **Slovenian makrotaloudessa** on edelleen *liiallisia epätasapainotiloja, jotka edellyttävät kohdennettua valvontaa ja määrätietoisia politiikkatoimia*. Slovenian epätasapainotilat ovat kuluneen vuoden aikana vähentyneet makrotalouden sopeutuksen ja määrätietoisten politiikkatoimien ansiosta. Vielä tarvitaan kuitenkin mittavia korjaavia toimenpiteitä, mikä tarkoittaa, että merkittäviä riskejä on edelleen olemassa. Komissio jatkaa neuvoston Slovenialle EU-ohjausjakson yhteydessä suosittamien toimenpiteiden erityisvalvontaa ja raportoi siitä säännöllisesti neuvostolle ja euroryhmälle.

On kuitenkin kiinnitettävä tiiviisti huomiota talousrakenteesta aiheutuvaan riskiin. Tälle rakenteelle on tyypillistä yritysjohton heikko valvonta, valtion pitkälle menevä osallistuminen talouselämään, kustannuskilpailukyvyn heikkeneminen, yritysten suuri velkataakka ja julkisen velan kasvu. Vaikka pankkien taseiden tervehdyttämisessä on tapahtunut merkittävää edistystä, on toteutettava määrätietoisia toimia pankkisektorin kattavan strategian täysimääräistä täytäntöönpanoa varten; strategian osa-alueita ovat pankkisektorin rakenneuudistus, yksityistäminen ja tehostettu valvonta.

Slovenia kamppailee edelleen aiemman kasvuvaiheen aiheuttamien ongelmien, kuten yritysten kestäättömän ylivelkaantumisen, kanssa. Järjestämättömien luottojen siirto

pankkien varainhoitoyhtiölle on parantanut pankkien taseita, mutta järjestämättömiä luottoja on edelleen runsaasti verrattuna kriisiä edeltäneeseen tasoon, ja niiden osalta on toteutettava kestävä uudelleenjärjestely äskettäin tarkistetun maksukyvyttömyyslainsäädännön pohjalta. Koska kotimainen kysyntä ja erityisesti investoinnit ovat supistuneet huomattavasti, vaihtotase on kääntynyt jyrkästi suureksi ylijäämäksi, mutta kustannuskilpailukyvyyn menetyksiä ei ole saatu korvattua, eivätkä uudistukset ole toistaiseksi pureet kunnolla työmarkkinoiden joustavuutta ja kilpailukykyä koskeviin haasteisiin. Heikko yritysjohton valvonta erityisesti (mutta ei pelkästään) valtion omistamissa yrityksissä heikentää koko talouden tehokkuutta, koska resurssien kohdentaminen saattaa jäädä tehottomaksi. Talouden sopeutumiskykyä voisivat parantaa valtion laaja vetäytyminen yritys- ja finanssisektorilta sekä kattava strategia, jonka pohjalta järjestettäisiin keskeisen valtionomaisuuden hallinnointi ja luovuttaisiin muusta omaisuudesta. Julkisen velan merkittävä lisääntyminen viime vuosina, vaikkakin suhteellisen alhaiselta lähtötasolta, luo uusia haasteita. Vaikka julkisen talouden alijäämän odotetaan ylittävän tavoitteet pankkien pääomittamiseen vuosina 2013 ja 2014 liittyvien huomattavien menojen vuoksi, alijäämän ennustetaan ylittävän tavoitteen myös vuonna 2015, ellei toimintatapaa muuteta. Myös rakenteellinen sopeutus jää hieman alle tarvittavan. Yhdessä nämä puutteet ja haasteet rasittavat makrotalouden kehitystä lyhyellä aikavälillä. Joukkovelkakirjojen tuoton äskettäinen heikkeneminen lievittää paineita jonkin verran, mutta rakenneuudistusohjelman täytäntöönpanoa on nopeutettava.

- **Suomen makrotaloudessa** on edelleen *epätasapainotiloja, jotka edellyttävät valvontaa ja politiikkatoimia*. Erityisesti viime vuosien heikkoon vientitulokseen, jonka taustalla on teollisuuden rakennemuutos sekä kustannuskilpailukyvyyn ja muihin tekijöihin kuin hintaan perustuvan kilpailukyvyyn osatekijöitä, on kiinnitettävä jatkuvaa huomiota.

Tuonnin nopea kasvu ennen kriisiä ja heikko vienti sen jälkeen selittävät Suomen ulkoisen aseman heikkenemisen. Vaihtotase on kuitenkin tasaantunut viime aikoina eikä ulkoinen kestävyys ole ongelma. Maa on edelleen menettänyt vientimarkkinaosuuksiaan nopeassa tahdissa maailmankaupan elpymisestä huolimatta. Suomen integroitumisella maailmanlaajuisiin arvoketjuihin on ollut jonkin verran vaikutusta vientituloksen heikkenemiseen, kun taas teollisuuden rakennemuutos ei ole vielä pystynyt korvaamaan elektroniikka- ja metsäteollisuuden huomattavaa supistumista. Talouden sopeutumiskykyä rajoittaa palvelusektorin alhainen tuottavuus ja heikko kilpailupaine sekä kustannusten kasvu, mikä johtuu dynaamisesta palkkojen noususta ja korkeasta energiantensiteetistä. Suomalaiset vientiyritykset ovat viime vuosina onnistuneet säilyttämään hintakilpailukykyänsä pääasiassa kaventamalla voittomarginaaleja, mikä on heikentänyt niiden kykyä muuntaa suuri innovaatiopotentiaali uusiksi tuotteiksi. Pääasiallisin selitys kilpailukyvyyn heikentymiselle näyttävät olevan muut kuin hintaan liittyvät tekijät, kuten se, että Suomessa on vain vähän suuria vientiyrityksiä, joiden tuotevalikoima on kapea, sekä pienten yritysten alhaisempi vientihalukkuus ja tutkimus- ja kehitysmenojen heikentynyt tehokkuus. Potentiaalista kasvua puolestaan rasittavat investointien vähäisyys, työikäisen väestön väheneminen ja tuottavuuden huomattava heikkeneminen. Julkisen talouden rakenteellisen alijäämän odotetaan olevan hieman yli keskipitkän aikavälin tavoitteen vuonna 2014, ja osittain epäsuotuisasta kasvudynamiikasta johtuen julkisen velan ennustetaan kasvavan yli 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen.

- **Ruotsin makrotaloudessa** on edelleen *epätasapainotiloja, jotka edellyttävät valvontaa ja politiikkatoimia*. Erityisesti kotitalouksien velkaantumiskehitykseen ja asuntomarkkinoiden tehottomuustekijöihin on edelleen syytä kiinnittää huomiota. Vaikka suuri vaihtotaseen ylijäämä ei aiheuta samanlaisia riskejä kuin suuret alijäämät, ja se liittyy osittain

tarpeeseen vähentää velkaa, komissio seuraa vaihtotaseen kehitystä Ruotsissa EU-ohjausjakson yhteydessä.

Erityisesti kotitalouksien velka on kasvanut jälleen jonkin aikaa kestäneen tasaantumisvaiheen jälkeen, koska tärkeimmät tähän vaikuttavat tekijät – alhaiset asuntolainan korot, velkaa suosiva verotus, asuntolainojen hidas lyhennysvauhti ja asuntojen rajoittunut tarjonta – eivät ole muuttuneet. Useat luottojen kysyntä- ja tarjontaedellytyksiin liittyvät indikaattorit eivät viittaa välittömiin velkaantumisen vähentämistä koskeviin paineisiin. Asuntojen hinnat olivat viime vuosina vakiintuneet, mutta nousivat jälleen vuonna 2013, mikä johtui suotuisista kysyntäedellytyksistä ja tarjontaan liittyvistä heikkouksista. Asuntojen hintadynamiikkaan ovat vaikuttaneet myös vuokramarkkinoiden tehottomuus, monimutkaiset kaavoitusmenettelyt ja rakennusalan heikko kilpailu. Asuntojen hinnat on saatava vakaammiksi, jotta yksityistä velkaantuneisuutta ja makrotaloudellisia riskejä voidaan vähentää siinä vaiheessa kun velanhoidon kustannukset kasvavat. Äskettäin toteutetut makrotason vakauden valvontaan liittyvät toimenpiteet ovat makrotaloudellisten riskien vähentämisen kannalta erittäin hyödyllisiä, mutta todennäköisesti eivät kuitenkaan riittäviä. Erityisesti velkarahoituksen voimakkaita verokannustimia pidetään yhtenä keskeisenä asuntojen hintoja nostavana tekijänä. Kiinteistöinvestointien lisääminen parantaisi myös säästämisen ja investointien tasapainoa. Analyysin mukaan muiden kuin finanssisektorin yritysten velkaantuneisuus ei aiheuta makrotaloudellisia riskejä. Äskettäin toteutetut yritysverotuksen uudistukset ovat sitä paitsi omiaan vähentämään edelleen yritysten velkaa rajoittamalla monikansallisten yritysten pyrkimystä minimoida veronsa.

- **Yhdistyneen kuningaskunnan makrotaloudessa** on edelleen *epätasapainotiloja, jotka edellyttävät valvontaa ja politiikkatoimia*. Edelleen syytä kiinnittää huomiota kotitalouksien velkaan, joka liittyy asuntovelan suureen määrään ja asuntomarkkinoiden rakenteellisiin ominaispiirteisiin, sekä vientimarkkinaosuuksien epäsuotuisaan kehitykseen.

Vaikka viimeaikainen talouden toimeliaisuuden kasvu on tervetullutta, se perustuu pääasiassa kotitalouksien kulutukseen ja siihen liittyy kasvava vaihtotaseen alijäämä. Yritysinvestoinnit ja nettovienti eivät ole alkaneet vilkastua nykyiseltä alhaiselta tasoltaan. Erityisesti kotitalouksien huomattavan velkaantuneisuuden hillitseminen ja sen investointeihin ja kasvuun kohdistuvien vaikutusten minimoiminen auttaisi rajoittamaan keskipitkän aikavälin riskejä ja alttiutta luotonoton kustannusten nousulle. Asuntolainojen kasvu on ollut kohtuullista, mutta niiden osuus kotitalouksien veloista on jo ennestään suuri. Asuntomarkkinoiden riskit liittyvät asuntojen jatkuvaan rakenteelliseen alitarjontaan: tarjonnan suhteellisen hidas reagointi kysynnän kasvuun näkyy asuntojen korkeina hintoina erityisesti Lontoossa ja maan kaakkoisosassa ja lisää kotitalouksien asuntovelkaantuneisuutta. Vaikka vientimarkkinaosuuksien vähenemisestä tuskin aiheutuu riskejä lyhyellä aikavälillä, yhdessä vaihtotaseen alijäämän kanssa se kuitenkin viittaa rakenteellisiin haasteisiin. Nämä liittyvät osaamisvajaisiin ja infrastruktuurin vähäiseen rahoitukseen. Julkisen talouden osalta Yhdistynyt kuningaskunta näyttää edelleen jäävän selvästi jälkeen sekä alijäämää että rakenteellista sopeutusta koskevista tavoitteistaan.

Perusteellisen tarkastelun kohteena olevista maista kolmessa ei ole todettu makrotalouden epätasapainotiloja. Perusteelliset tarkastelut osoittavat, että makrotalouden riskit *Tanskassa* ja *Maltassa* ovat lieventyneet ja ne ovat paremmin hallinnassa. Myöskään *Luxemburgissa* ei ole merkkejä makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä tarkoitetuista epätasapainotiloista. Huolellista seuranta ja politiikkojen koordinoitua on silti jatkettava kaikissa jäsenvaltioissa, jotta voidaan havaita kehityksessä olevat riskit ja toteuttaa

toimia kasvun ja työllisyyden edistämiseksi. Tätä seurantaan jatketaan EU-ohjausjakson yhteydessä.

- **Tanskan** makrotalouden ongelmat *eivät enää muodosta merkittävää makrotaloudellista riskiä eikä niitä enää pidetä makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä tarkoitettuina epätasapainotiloina*. Asuntomarkkinoiden sopeutus ja yksityisen sektorin huomattavan velan vaikutukset reaaliselouteen ja finanssisektorin vakauteen näyttävät olevan hallinnassa. Nämä seikat, samoin kuin ulkoisen kilpailukyvyyn veturit, edellyttävät kuitenkin jatkuvaa valvontaa.

Huomattavasta yksityisen sektorin velkaantuneisuudesta johtuvat makrotaloudelliset riskit näyttävät vähäisiltä eräistä häntäriskeistä, kuten haitallisista korkomuutoksista ja työmarkkinoiden epäsuotuisasta kehityksestä, huolimatta. Velkojen vastapainoksi kotitalouksilla on myös runsaasti varallisuutta, mistä ovat osoituksena suuret eläkerahastosäästöt ja kiinteistöomaisuus. Kotitaloudet ovat toistaiseksi selviytyneet taloudellisesti vuonna 2007 alkaneesta asuntojen hintasopeutuksesta, sillä maksurästit ovat pysyneet erittäin alhaisella tasolla. Lisäksi useat stressitestit ja selvitykset osoittavat, että kotitalouksien pitäisi sietää häiriöitä hyvin. Finanssisektori vaikuttaa vakaalta, ja jäljellä olevia haasteita ratkaistaan vahvistamalla sääntely- ja valvontatoimenpiteitä. Kilpailukyvyyn osalta voidaan todeta, että Tanska on menettänyt vientimarkkinaosuuksia, tämä liittyy suuriin palkankorotuksiin ja tuottavuuden heikkoon kasvuun. Tuottavuuden ja palkkojen epäsuhta näyttää kuitenkin olevan suhdanneilmiö. Kun otetaan huomioon suuri vaihtotaseen ylijäämä, vientimarkkinaosuuksien aleneva suuntaus ei ole merkki lyhyen aikavälin riskeistä. Julkisen talouden osalta Tanskan odotetaan korjanneen liiallisen alijäämänsä kestäväällä tavalla vuonna 2013.

- **Luxemburgin** makrotalouden ongelmia *ei pidetä makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä tarkoitettuina epätasapainotiloina*. Ne johtuvat tehokkaaseen finanssisektoriin perustuvasta kasvumallista, ja finanssisektori on selviytynyt kriisistä hyvin. Teollisuuden kilpailukyvyyn menetyksiin, asuntomarkkinoiden kehitykseen ja yksityisen sektorin huomattavaan velkaantuneisuuteen on kuitenkin kiinnitettävä jatkuvaa huomiota.

Vaihtotaseen ylijäämän analyysi osoittaa, että se ei johdu vaimeasta kotimaisesta kysynnästä, vaan pikemminkin maan erityisestä kasvumallista, joka perustuu vahvasti rahoituspalveluihin. Sen taakse kätkeytyy kuitenkin suuri ja jatkuvasti kasvava tavarakaupan alijäämä, joka johtuu suurelta osin heikosta vientituloksesta. Vientimarkkinaosuuksien menetykset liittyvät lähinnä siihen, että yksikkötyökustannukset ovat nousseet paljon nopeammin kuin kauppakumppaneina olevissa maissa, mikä johtuu jossain määrin palkanasetantamekanismista. Tältä osin haasteena on löytää rakenteellinen ratkaisu automaattisen palkkojen indeksoinnin väliaikaiseen mukauttamiseen. Kotimaan rahoitusvakauteen kohdistuu mittavan finanssisektorin vuoksi tiettyjä riskejä, mutta ne ovat suhteellisen vähäisiä, koska finanssisektori on samanaikaisesti sekä monipuolinen että erikoistunut. Lisäksi kotimaisten pankkien pääoma- ja maksuvalmiussuhdeluvut ovat terveet. Yksityisen sektorin ja erityisesti muiden kuin finanssisektorin yritysten huomattava velkaantuneisuus johtuu pääasiassa siitä, että maassa on runsaasti monikansallisia yrityksiä, jotka käyttävät Luxemburgissa sijaitsevia sivuliikkeitä tai tytäryhtiöitä konsernin sisäisiin rahoitustoimiin. Asuntojen hintojen dynaamisuus on kasvava huolenaihe. Tämänhetkinen julkisen talouden suotuisa rahoitusasema on erittäin riippuvainen vahvaan finanssisektoriin perustuvan kasvumallin kestävydestä ja muodostaa pitkällä aikavälillä merkittävän kestävyysriskin. Onkin todettava, että äskettäin toteutettu eläkeuudistus ei riitä

kattamaan haasteita. Rakenteellinen rahoitusasema on kuitenkin keskipitkän aikavälin tavoitteen yläpuolella.

- **Maltan** makrotalouden ongelmat *eivät enää muodosta merkittävää makrotaloudellista riskiä eikä niitä enää pidetä makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä tarkoitettuina epätasapainotiloina*. Vaikka velkaantuneisuus on edelleen korkealla tasolla, yksityisen ja julkisen sektorin velkaan liittyvät kestävyysriskit ja finanssisektorin vakaus vaikuttavat kohtuullisilta. Ne edellyttävät kuitenkin jatkuvaa valvontaa.

Perusteellisen tarkastelun yhteydessä laadittu analyysi osoittaa, että rahoitusvakautta koskevat indikaattorit ovat pysyneet vakaina. Koska finanssisektorin riskit ovat luonteeltaan rakenteellisia, on kuitenkin erittäin tärkeää jatkaa nykyistä toimintalinjaa, joka perustuu varovaiseen valvontaan ja riskinottoon. Asuntomarkkinat ovat vakiintuneet, minkä ansiosta riski liiallisesta altistumisesta kiinteistömarkkinoiden riskeille on vähäistä. Yksityinen velka on vähentymässä; yritysten velkaantumisen vähentäminen tapahtuu hallitusti ja luottomarkkinoilla paineet ovat rajalliset. Julkisen talouden osalta Maltan odotetaan saavuttavan nimelliset alijäämätavoitteet vuosina 2013 ja 2014. Ulkoisen kestävyuden osalta kaupan tulos on ollut positiivinen tuote- ja maantieteellisten markkinoiden kohdistamisen ja muuhun kuin hintaan liittyvien kilpailukykytekijöiden ansiosta; vaihtotase on ylijäämäinen. Ulkoinen kilpailukyky kuitenkin hyötyisi aktiivisista vastatoimista kilpailijamaiden toteuttamalle kustannusten sopeuttamiselle.