EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 5.3.2014
COM(2014) 150 final

KOMUNIKACIJA KOMISIJE

EUROPSKOM PARLAMENTU, VIJEĆU I EUROSKUPINI

Rezultati izvješćâ o detaljnom preispitivanju u skladu s Uredbom (EU) br. 1176/2011 o sprečavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža

U ovoj su Komunikaciji sažeti rezultati izvješćâ o detaljnom preispitivanju (IDP), kojima se ocjenjuje postojanje neravnoteža ili prekomjernih neravnoteža u određenom broju država članica EU-a (*). *U Komunikaciji se osim toga iscrpnije opisuju i makroekonomske neravnoteže u kontekstu europodručja te se analizira način na koji će se određeni izazovi povezani s politikama morati riješiti u kontekstu cijelog europodručja. Nadalje, kako bi se pridonijelo integriranom nadzoru, u Komunikaciji se razmatraju i fiskalna kretanja: za dotične države članice Komisija ažurira svoju procjenu utvrđenu u studenome 2013. kada je raspravljala o nacrtima proračunskih planova* (**).

U okviru IDP-ova analiziraju se relevantne značajke gospodarstava država članica, prije svega kretanja njihovih inozemnih računa, saldâ štednje i ulaganja, efektivni tečaj, udjeli na izvoznom tržištu, troškovna i netroškovna konkurentnost, produktivnost, privatni i javni dug, cijene stambenih nekretnina, kreditni tokovi, financijski sustav, nezaposlenost i druge varijable. Procjena neravnoteža ili prekomjernih neravnoteža odražava situaciju svakog gospodarstva u danom trenutku, dinamiku svakog od navedenih pitanja te, ovisno o slučaju, nedavne mjere politike.

IDP-ovi upućuju na promjene u pogledu izazova s kojima se suočavaju gospodarstva EU-a. U vrijeme kada je donesen postupak u slučaju makroekonomske neravnoteže (PMN) i tijekom početnih faza njegove provedbe, glavni izazovi odnosili su se na neodržive deficite tekućih računa, slabljenje konkurentnosti zbog prethodno veoma dinamičnih troškova rada, razinu privatnog duga i visoke cijene stambenih nekretnina. Danas se glavni izazovi transverzalne prirode odnose i na utjecaj razduživanja na srednjoročni rast u brojnim državama; održivost privatnih i javnih dugova i inozemnih obveza u kontekstu veoma niske inflacije; potrebu da se osigura primjeren tok kreditiranja održivih djelatnosti, osobito u sektoru nerazmjenjivih dobara u ranjivim gospodarstvima u okviru fragmentiranog financijskog sustava; te na veoma visoku razinu nezaposlenosti u većem broju gospodarstava.

Komisija je na temelju IDP-ova utvrdila neravnoteže u ***Belgiji***, ***Bugarskoj***, ***Njemačkoj***, ***Irskoj***, ***Španjolskoj***, ***Francuskoj***, ***Hrvatskoj***, ***Italiji***, ***Mađarskoj***, ***Nizozemskoj***, ***Sloveniji***, ***Finskoj***, ***Švedskoj*** *i* ***Ujedinjenoj Kraljevini****. Od navedenih država članica prekomjerne neravnoteže bilježe* ***Hrvatska***, ***Italija*** *i* ***Slovenija****. Kad je riječ o* ***Španjolskoj****, Komisija smatra da je prošle godine ostvarena značajna prilagodba te da će se, nastave li se postojeći trendovi, neravnoteže i dalje smanjivati. Iako se na temelju toga može zaključiti da neravnoteže više nisu prekomjerne u smislu PMN-a, Komisija naglašava da su znatni rizici i dalje prisutni.*

*Uzroci neravnoteža i rizici koji iz njih proizlaze razlikuju se od gospodarstva do gospodarstva. Politike bi trebalo prilagoditi izazovima svakog gospodarstva, a potreban je i odgovarajući mehanizam praćenja. U skladu s Preporukom Vijeća upućenom europodručju, Komisija namjerava pokrenuti posebno praćenje politika koje je Vijeće preporučilo državama članicama s prekomjernim neravnotežama (****Hrvatska****,* ***Italija*** *i* ***Slovenija****), kao i državama u kojima su zbog neravnoteža potrebne odlučne političke mjere (****Irska****,* ***Španjolska*** *i* ***Francuska****)* (***). Kad je riječ o **Irskoj** i **Španjolskoj**, to će se praćenje temeljiti na nadzoru po isteku programa.

U slučaju ***Danske*** *i* ***Malte****, Komisija smatra da su, u usporedbi s prošlom godinom, rizici smanjeni ili stavljeni pod bolji nadzor; dakle, u tim državama nisu zabilježene neravnoteže u smislu PMN-a. Nadalje, iako određene značajke* ***luksemburškog*** *gospodarstva, uključujući njegov veliki financijski sektor, zahtijevaju pozornost, one se ne mogu smatrati neravnotežama u smislu PMN-a* (****).

Jačanje oporavka i čvrsta provedba politika trebali bi u nadolazećim godinama olakšati smanjenje neravnoteža i prekomjernih neravnoteža u ostalim gospodarstvima. Međutim, riječ je o dugoročnim pojavama i možda će biti potrebno određeno vrijeme prije nego što odgovarajuće politike dovedu do odlučnog smanjenja makroekonomskih rizika u okviru nadzora u skladu s PMN-om. Stoga utvrđivanje neravnoteža ili prekomjernih neravnoteža za određeno gospodarstvo tijekom razdoblja od više godina ne znači ocjenjivanje donesenih politika, već upozorenje da su rizici i dalje prisutni te da je potrebno pomno praćenje neravnoteža i provedbe relevantnih politika. Međutim, potrebno je naglasiti da je u slučaju pojedinih država postojanost neravnoteža povezana i sa sporom provedbom posebnih preporuka po državama članicama u okviru europskog semestra.

Kad je riječ o fiskalnim kretanjima, zahvaljujući stalnim mjerama konsolidacije stanje se popravlja i u EU-u i unutar europodručja. Međutim, iz najnovijih prognoza vidljivo je da u slučaju ***Francuske*** *i* ***Slovenije*** *postoji opasnost da konsolidacijske mjere neće biti dovoljno snažne da bi se njima osiguralo planirano smanjenje prekomjernih deficita. Komisija stoga u skladu s člankom 11. Uredbe (EU) br. 473/2013 tim državama članicama upućuje preporuke.*

Komisija od država članica očekuje da zaključke IDP-ova i fiskalne prognoze uzmu u obzir u svojim nacionalnim programima reformi (NPR) i programima stabilizacije i konvergencije (PS i PK). Prije svega, države članice s prekomjernim neravnotežama trebale bi u svojim budućim NPR-ovima, PS-ovima i PK-ovima utvrditi sveobuhvatan i iscrpan politički odgovor. Komisija je spremna s dotičnim državama članicama blisko surađivati u pripremi tog odgovora, uz puno poštovanje nacionalnih postupaka. Od dviju država članica kojima se u okviru Komunikacije upućuje Preporuka, a čija je svrha osigurati da se smanjenje prekomjernih deficita odvija prema planu, očekuje se da, u za to namijenjenom dijelu u okviru svojeg programa stabilizacije, izvijeste o mjerama koje su poduzete kao odgovor na tu Preporuku. Kako bi se utvrdila njihova primjerenost izazovima, NPR-ovi, PS-ovi i PK-ovi svih država članica bit će ocijenjeni u lipnju 2014. u okviru europskog semestra za koordinaciju ekonomskih politika. Ako smatra da predloženi politički odgovori država članica s prekomjernim neravnotežama (Italija, Hrvatska, Slovenija) nisu primjereni izazovima, Komisija preporučuje Vijeću da dotičnu državu članicu pozove na provedbu korektivnih mjera u skladu s korektivnim dijelom PMN-a. Bude li to potrebno, početkom lipnja poduzet će se dodatne postupovne mjere u skladu s postupkom u slučaju prekomjernog deficita (PPD).

_____

(*) Ova je Komunikacija u skladu sa zahtjevima iz članka 6. stavka 1. i članka 7. stavka 1. Uredbe (EU) br. 1176/2011 prema kojima je Komisija obvezna o rezultatima izvješća o detaljnom preispitivanju izvijestiti Europski parlament, Vijeće i Euroskupinu. Istovremeno s ovom Komunikacijom objavljuju se IDP-ovi za sedamnaest država članica (vidi *European Economy-Occasional Papers*). U smislu PMN-a, neravnotežama se smatraju trendovi koji dovode do događaja koja negativno utječu na funkcioniranje gospodarstva države članice ili monetarne unije ili Unije u cjelini; prekomjernim neravnotežama smatraju se vrlo ozbiljne neravnoteže, uključujući one koje mogu ugroziti pravilno funkcioniranje ekonomske i monetarne unije.

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

(***) Vidi Petu posebnu preporuku po državama članicama u okviru Preporuke Vijeća (2013/C 217/24) od 9. srpnja 2013. (SL C 217, 30.7.2013., str. 97.).

(****) U Izvješću o mehanizmu upozoravanja iz studenoga 2013. Komisija je zaključila da za Češku Republiku, Estoniju, Latviju, Litvu, Austriju, Poljsku i Slovačku nije potrebno posebno djelovanje u kontekstu PMN-a. Makroekonomski nadzor svih navedenih država članica nastavit će se u okviru europskog semestra. Nadalje, postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža ne primjenjuje se na države članice koje programe makroekonomske prilagodbe provode uz financijsku pomoć (Grčka, Cipar, Portugal i Rumunjska); pojačano praćenje njihovih neravnoteža i politika nastavit će se u okviru njihovih programa.

SINOPTIČKA TABLICA
INTEGRIRANI NADZOR MAKROEKONOMSKIH I FISKALNIH NERAVNOTEŽA
(države članice za koje su sastavljena izvješća o detaljnom preispitivanju)

	PMN		PSR
	Zaključak	**Daljnje mjere**	
BE	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om	Prekomjerni deficit, rok za smanjenje: 2013.
BG	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om	SPC još nije ostvaren
DE	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om	Premašen SPC
DK	Nema utvrđenih neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra	Prekomjerni deficit, rok za smanjenje: 2013.
IE	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om Posebno praćenje: nadzor po isteku programa	Prekomjerni deficit; rok za smanjenje: 2015.
ES	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om Posebno praćenje: nadzor po isteku programa	Prekomjerni deficit, rok za smanjenje: 2016.
FR	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om Pokretanje posebnog praćenja	Prekomjerni deficit, rok za smanjenje: 2015. Komisija danas donosi preporuku (*).
HR	Prekomjerna neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om Odluka o daljnjim mjerama u skladu s PMN-om bit će donesena u lipnju. Pokretanje posebnog praćenja	Prekomjerni deficit, rok za smanjenje: 2016.
IT	Prekomjerna neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om Odluka o daljnjim mjerama u skladu s PMN-om bit će donesena u lipnju. Pokretanje posebnog praćenja	SPC još nije ostvaren
LU	Nema utvrđenih neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra	Premašen SPC
HU	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om	SPC još nije ostvaren
MT	Nema utvrđenih neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra	Prekomjerni deficit, rok za smanjenje: 2014.
NL	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om	Prekomjerni deficit, rok za smanjenje: 2014.
SI	Prekomjerna neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om. Odluka o daljnjim mjerama u skladu s PMN-om bit će donesena u lipnju. Pokretanje posebnog praćenja	Prekomjerni deficit, rok za smanjenje: 2015. Komisija danas donosi preporuku (*).
SE	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om	Premašen SPC
FI	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om	SPC još nije ostvaren
UK	Neravnoteža	Donošenje preporuka u okviru europskog semestra, uključujući o pitanjima povezanima s PMN-om	Prekomjerni deficit, rok za smanjenje: 2014. – 2015.

(*) Preporuke na temelju paketa dviju mjera (Uredba br. 473/2013) u pogledu mjera koje je potrebno poduzeti kako bi se

osiguralo pravovremeno smanjenje prekomjernih državnih deficita odnose se samo na države članice europodručja.
SPC: srednjoročni proračunski cilj.
Siva polja označavaju države članice europodručja za koje su izrađeni IDP-ovi.

1. UVOD I KLJUČNI ZAKLJUČCI

Posljednjih godina gospodarsko upravljanje EU-om znatno je unaprijeđeno. Ono sada omogućuje dosljedan godišnji ciklus usklađivanja ekonomskih politika u Europi, s integriranijim mjerama za europodručje. Europski semestar postao je ključan za utvrđivanje reformi te osiguravanje usklađenosti ekonomskih politika država članica i njihovih mjera za promicanje rasta i zapošljavanja[1].

Postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža (PMN) u samom je središtu unaprijeđenog gospodarskog upravljanja EU-om, baš kao i osnaženi Pakt o stabilnosti i rastu, u kojem je naglasak stavljen na održivost javnih financija. Postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža osmišljen je kako bi se omogućilo rano uočavanje, sprječavanje i uklanjanje poteškoća. Komisija je na temelju ljestvice pokazatelja u studenome 2013. na početku četvrtog europskog semestra, a u okviru svojeg Izvješća o mehanizmu upozoravanja (IMR), analitički preispitala sve države članice EU-a radi utvrđivanja mogućih makroekonomskih neravnoteža. Time je utvrđeno 16 slučajeva u kojima je provedba detaljnog preispitivanja bila opravdana. Nakon što je uspješno dovršila program makroekonomske prilagodbe, u postupak je na poziv Vijeća ECFIN-a iz veljače 2014. uključena i Irska. Komisija je na temelju tih detaljnih analiza sastavila zaključke o postojanju i prirodi utvrđenih neravnoteža.

Iz analize je općenito vidljivo da se makroekonomske neravnoteže nakupljene tijekom niza godina postupno smanjuju. U jednoj državi neravnoteže se više ne smatraju prekomjernima, dok se u dvjema neravnoteže više ne bilježe. Međutim, u pojedinim slučajevima uočeni su novi razlozi za zabrinutost kojima je potrebno posvetiti veću pozornost. Komisija očekuje da će tri države članice za koje je utvrđeno postojanje prekomjernih neravnoteža djelovati brzo i odlučno te da će sveobuhvatne i iscrpne mjere politike uključiti u svoje buduće nacionalne programe reformi i programe stabilizacije i konvergencije. Države članice u vezi s kojima je Komisija utvrdila postojanje neravnoteža pozvane su da zaključke izvješća o detaljnom preispitivanju uzmu u obzir u svojem nacionalnom programu reformi te programima stabilizacije i konvergencije. Na temelju toga Komisija će u lipnju u okviru europskog semestra dati preporuke u vezi s politikama za uklanjanje tih neravnoteža i sprječavanje nastanka novih.

Kao dio postupka stalnog praćenja obveza u okviru postupka u slučaju prekomjernog deficita, Komisija danas počinje i s primjenom novog instrumenta u okviru Pakta o stabilnosti i rastu te skreće pozornost dviju država članica europodručja na opasnost od neispunjenja proračunskog cilja preporučenog za tekuću godinu. Komisija će u lipnju u kontekstu europskog semestra ponovno ocijeniti opću situaciju u pogledu obveza na temelju Pakta o stabilnosti i rastu te će po potrebi Vijeću predložiti odgovarajuće mjere.

[1] Komunikacija Komisije „Taking stock of the Europe 2020 strategy for smart, sustainable and inclusive growth", COM(2014) 130, 5.3.2014.

2. GOSPODARSKI OPORAVAK, ALI UZ STALNU POTREBU ZA REFORMAMA

Gospodarski napredak uzima zamah. Prema najnovijoj prognozi[2] europsko gospodarstvo će u 2014. ostvariti rast od 1,5 % odnosno 2,0 % u 2015. To je prvi put u nekoliko godina da se predviđanja rasta za nekoliko država revidiraju u pozitivnom smjeru. Bilježi se poboljšanje niza nominalnih podataka koji se odnose na neravnoteže, uključujući podatke o inozemnim i fiskalnim računima, pokazatelje konkurentnosti i trgovinske aktivnosti te podatke o ukupnoj zaduženosti. U mnogim je državama okončan ciklus pada cijena stambenih nekretnina, koje sada bilježe umjereno povećanje. Stopa nezaposlenosti stabilizirana je i polako se smanjuje u različitim gospodarstvima, iako su nezaposlenost i drugi pokazatelji socijalnog stresa u mnogim državama i dalje previsoki. Smanjenje neravnoteža, ostvareno zahvaljujući politički složenim mjerama politike, kao i socijalno teškoj prilagodbi gospodarskih subjekta, pridonijelo je poboljšanju temeljnih podataka i postupnom oporavku, čime se pridonosi smanjenju makroekonomskih rizika. Međutim, i dalje je riječ o krhkom i neujednačenom oporavku. EU će tek u 2014., a europodručje u 2015., dosegnuti razinu realne aktivnosti koja je zabilježena u 2007., dok će oporavak u nekim državama članicama biti puno duži.

Izvješća o detaljnom preispitivanja upućuju na promjene u pogledu izazova s kojima se suočavaju gospodarstva obuhvaćena postupkom preispitivanja. U vrijeme podnošenja prijedloga Uredbe o postupku u slučaju makroekonomske neravnoteže od strane Komisije, njezina donošenja i tijekom prve dvije faze njezine provedbe, glavni izazovi odnosili su se na neodržive deficite tekućih računa, slabljenje konkurentnosti zbog prethodno veoma dinamičnih troškova rada, razinu privatnog duga i visoke cijene stambenih nekretnina. Iako su mnoge neravnoteže koje se odnose na „tok" (poput deficita tekućih računa) stavljene pod kontrolu, to ne vrijedi za neravnoteže koje se odnose na „stanje" (poput inozemnih obveza). Danas se glavni izazovi transverzalne prirode odnose na dugotrajni utjecaj pritisaka u pogledu razduživanja na srednjoročni rast u mnogim državama; održivost privatnih dugova i inozemnih obveza u kontekstu veoma niske inflacije i usporenog rasta; posljedice prelaska europodručja na relativno velik višak tekućeg računa i potrebu da se u ranjivim gospodarstvima u okviru fragmentiranog financijskog sustava osigura kreditiranje održivih ulaganja. Nadalje, u mnogim gospodarstvima glavni politički i socijalni izazov jest veoma visoka stopa nezaposlenosti.

Pri utvrđivanju političkih odgovora na nove izazove, neravnoteže je potrebno razmotriti i u kontekstu europodručja. Makroekonomske neravnoteže štetne su prije svega za gospodarstva dotičnih država članica, kojima je dakle u interesu smanjiti povezane rizike. Ti se rizici odnose na vanjsku održivost te održivost javnog i privatnog duga; sposobnost konkuriranja na svjetskim tržištima te u konačnici na sposobnost poticanja snažnog srednjoročnog rasta i otvaranja radnih mjesta. Međutim, međuovisnost gospodarstava podrazumijeva prelijevanje neravnoteža u druge države, a smanjenje učinkovitosti u jednoj državi članici utječe na smanjenje blagostanja u partnerskim državama. Postoje razni kanali putem kojih makroekonomsko stanje i političke mjere u jednoj državi članici utječu na partnerske države, primjerice trgovina, financijska i monetarna povezanost, strukturne reforme te razina povjerenja i nesigurnosti[3].

Određene je izazove, s obzirom na međuovisnost europskih gospodarstava, u okviru PMN-a potrebno razmotriti u kontekstu europodručja:

---

[2] Vidi zimske prognoze službi Komisije od 25. veljače 2014., *European Economy,* 2 (2014).

[3] Vidi publikaciju „Cross-Border Spillovers in Confidence"*Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), str. 26. – 30., i „Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment". *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), str. 7. – 16., i „The Economic Effects of Policy Uncertainty", rubrika I.1, *European Economy,* 2014 (2); str. 28. – 30.

- **Politike usmjerene na rast.** Nakon nekoliko godina recesije ili usporenog rasta, europodručje je sada u fazi krhkog oporavka. S obzirom na međusobnu povezanost država članica i ograničenja s kojima se mnoge od njih suočavaju, očekuje se da će poticaj gospodarskoj aktivnosti i srednjoročnim izgledima proizići iz nastavka strukturnih reformi usmjerenih na jačanje konkurentnosti i prilagodbe u ranjivim gospodarstvima te, u slučaju većih i manje zaduženih država članica, iz politika usmjerenih na povećanje domaće potražnje i potencijalnog rasta. Politike koje pridonose povećanju ulaganja od ključne su važnosti jer se njima potiče kratkoročna potražnja i povećava potencijalni budući rast[4].
- **Financijska rascjepkanost** posljedica je razlika u funkcioniranju i rezultatima financijskih tržišta u različitim nadležnostima. Ona je uzrok neujednačenih kamatnih stopa i uvjeta kreditiranja za poduzeća i kućanstva ovisno o njihovoj zemlji boravišta, a koji nadilaze opravdane temeljnim ekonomskim podacima. Financijski sustav kojim se osigurava financiranje održivih projekata ulaganja neophodan je za preraspodjelu resursa među sektorima u najranjivijim državama članicama[5] i ponovnu uspostavu neometanih financijskih tokova prema perifernim zonama europodručja.
- **Zaduženost i vrlo niska inflacija**. Stabilnost cijena, koju ESB definira kao stopu inflacije koja u srednjem roku iznosi manje od 2 %, ali blizu tom postotku, važna je za srednjoročni rast. Komisijina zimska prognoza upućuje na dugotrajno razdoblje niske inflacije, što bi moglo negativno utjecati na gospodarsku aktivnost i razine duga. Nadalje, veoma niska inflacija podrazumijeva odgovarajući stupanj nominalne fleksibilnosti kako bi se ostvarila prilagodba realnih plaća, koja u pojedinim slučajevima može biti neophodna za smanjenje nezaposlenosti.
- **Uravnoteženje u teškim gospodarskim okolnostima**. Europodručje je u procesu uravnoteženja koje je u naprednoj fazi, ali još uvijek nije dovršeno. Za veći broj država članica to podrazumijeva vraćanje konkurentnosti internom devalvacijom, tj. ograničavanje plaća, povećanje produktivnosti i smanjenje drugih proizvodnih troškova u odnosu na trgovinske partnere. Riječ je o nužnom procesu kojim bi se, zajedno s ambicioznim sveobuhvatnim planom reformi, trebala povećati konkurentnost i unutar monetarne unije i u svjetskim okvirima, ali uz znatne socijalne troškove. U usporedbi s ekonomskom prilagodbom u pojedinim gospodarstvima nakon uspostave monetarne unije, izazov vraćanja konkurentnosti veći je zbog slabe gospodarske aktivnosti u cijelom EU-u, ali i na svjetskoj razini. Nužne prilagodbe troškova rada ne ovise samo o konkretnim okolnostima u svakoj državi članici, već i o kretanju troškova rada konkurenata unutar i izvan europodručja te nominalnom tečaju eura. Tečaj eura nije među ciljevima politika. Pritisci na rast tečaja mogli bi biti posljedica unutarnjih kretanja ili vanjskog razvoja događaja. Postoji opasnost da bi aprecijacija nominalnog tečaja eura mogla neutralizirati poboljšanja konkurentnosti ostvarena veoma zahtjevnim unutarnjim prilagodbama politika. Iako je opća razina potražnje unutar europodručja i dalje slaba, oporavak bi se trebao, sudeći po zimskoj prognozi Komisije, sve više temeljiti na domaćoj potražnji te proširiti na sve države članice, što bi moglo pridonijeti ublažavanju pritisaka na rast.

Mjere za uklanjanje makroekonomskih neravnoteža i razlika u konkurentnosti potrebne su u svim državama članicama, a posebno unutar europodručja. U skladu s

---

4 Vidi „The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade" i „The Growth Impact of Structural Reforms", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), str. 7. – 16. i 17. – 27., i „Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU", rubrika I.2,*European Economy,* 2014 (2); str. 31. – 34.

5 Vidi „Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), str. 19. – 25., i „Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions", rubrika I.2, *European Economy*, 2013 (7): str. 20. – 23.

posebnim preporukama[6], države članice europodručja trebale bi okviru Euroskupine poduzeti pojedinačne i kolektivne mjere te preuzeti odgovornost za zajednički politički stav unutar europodručja kako bi se osiguralo dobro funkcioniranje europodručja uz povećanje rasta i zapošljavanja. Usklađivanjem bi se trebalo osigurati prilagođavanje ritma fiskalne konsolidacije fiskalnoj i makroekonomskoj situaciji pojedinačnih država članica. Fiskalnim mjerama i mjerama usmjerenima na povećanje produktivnosti trebalo bi se promicati daljnje uravnoteženje unutar europodručja te riješiti problem poremećaja u ponašanju država članica u vezi sa štednjom i ulaganjima. Kako bi se umanjile socijalne posljedice krize i sve većih razina nezaposlenosti, potrebne su dodatne reforme (npr. reforme usmjerene na olakšavanje pristupa zapošljavanju, sprječavanje ranog povlačenja s tržišta rada, smanjenje troškova radne snage i suzbijanje segmentacije tržišta rada).

Dovršetak bankarske unije i dalje je ključ za vraćanje povjerenja u financijski sektor i smanjenje tržišne rascjepkanosti. Time će se potaknuti tok kredita prema realnom gospodarstvu, prije svega prema MSP-ovima koji tradicionalno više ovise o bankovnom financiranju. Budućim utvrđivanjem pravila o likvidnosti za banke u kontekstu delegiranih akata zakonodavstva o kapitalnim zahtjevima trebao bi se isto tako realnom gospodarstvu pojednostavniti pristup financiranju. Stoga je potrebno promicati daljnje čišćenje bilanci i konsolidaciju bankarskog sustava, a u tom će pogledu od ključne važnosti biti buduća sveobuhvatna ocjena bankovnih bilanci od strane ESB-a.

Važan je doprinos velikih država članica rastu. Kad je riječ o najvećim državama članicama europodručja, prioriteti politika trebali bi biti sljedeći: jačanje domaće potražnje i srednjoročnog rasta u *Njemačkoj*, uklanjanje uskih grla koji koče srednjoročni rast i rad na strukturnim reformama i fiskalnoj konsolidaciji u *Francuskoj* i *Italiji* te nastavak redovitog razduživanja, strukturna transformacija gospodarstva kojom će se pridonijeti održivom rastu i rješavanje socijalnih pitanja u *Španjolskoj*.

[6] Preporuka Vijeća (2013/C 217/24) od 9. srpnja 2013., (SL C 217, 30.7.2013., str. 97.).

3. GLAVNI TRANSVERZALNI ZAKLJUČCI

IDP-ovima se pruža potpuniji uvid u niz transverzalnih pojava, a koje su već razmatrane u okviru Izvješća o mehanizmu upozoravanja.[7] Za određeni broj država članica i dalje su karakteristične određene neravnoteže i rizici. Iz IDP-ova je vidljivo prije svega sljedeće:

- **Visoke inozemne obveze i dalje su slaba točka.** Tijekom posljednjih nekoliko tromjesečja zabilježeno je dodatno smanjenje deficita na tekućem računu platnih bilanci država koje su u razdoblju prije krize imale velike deficite. U pojedinim državama (*Bugarska*, *Španjolska*, *Hrvatska* i *Mađarska*) zabilježen je višak na tekućem računu, a taj je višak u slučaju *Irske* i *Slovenije* iznimno velik. Poboljšanje salda tekućeg računa u tim državama članicama može se zahvaliti povećanju konkurentnosti koje je potaknuto prilagodbom troškova rada, ali i kompresiji domaće potražnje u navedenim zemljama. Međutim, govoreći o stanju, neto inozemne obveze i dalje su veoma visoke u pojedinim državama koje su obuhvaćene preispitivanjem, prije svega u *Irskoj*, *Španjolskoj*, *Hrvatskoj* i *Mađarskoj*, u kojima je negativno neto stanje međunarodnih ulaganja (NSMU) blizu ili iznad razine godišnjeg BDP-a, a iznimno je visoko i u *Bugarskoj*. Zabrinutost u pogledu inozemne održivosti razlikuje se od države do države te ovisi i o vrsti njihovih bruto i neto obveza. Konkretno, visoki udio izravnih stranih ulaganja omogućuju ublažavanje rizika u *Bugarskoj*, *Irskoj* i *Mađarskoj*[8]. Mnoga od poboljšanja na tekućim računima nisu ciklička te se stoga očekuje da će se nastaviti i nakon oporavka[9]. Ipak, kako bi se osigurala vanjska održivost najzaduženijih gospodarstava, bit će potrebno nastaviti s prilagodbom tekućih računa i pritom održavati viškove ili niske razine deficita tijekom duljeg razdoblja. Strukturno smanjenje potražnje u najranjivijim državama upućuje na to da je potrebno povećati produktivnost te je poduprijeti reformama usmjerenima na poticanje rasta. U protivnom bi gospodarska aktivnost tijekom dugog razdoblja ostala slaba, osobito u najzaduženijim gospodarstvima.

- **Posljednjih godina zabilježena su znatna pogoršanja u vanjskim tokovima pojedinih država.** Riječ je prije svega o *Francuskoj* i *Ujedinjenoj Kraljevini*. Posljednja trenutačno ima najveći manjak tekućeg računa platne bilance u EU-u. Iako je riječ o gospodarstvima koja imaju relativno niske razine neto inozemnih obveza i čija vanjska održivost nije ugrožena, rastuća bi odstupanja mogla dovesti do posebnih rizika za njihova gospodarstva ako vanjski deficiti nastave rasti.

- **Dugotrajni iznimno veliki viškovi tekućeg računa često odražavaju ograničenu domaću potražnju**. Država koja bilježi višak tekućeg računa svojim ulaganjem u inozemstvo prebacuje današnju potrošnju na budućnost. S druge strane, država s deficitom tekućeg računa može povećati svoja današnja ulaganja i potrošnju, ali budući prihod mora prebaciti u inozemstvo kako bi isplatila inozemni dug[10]. Iznimno visoki viškovi zabilježeni su u *Njemačkoj*, *Luksemburgu*, *Nizozemskoj* i *Švedskoj*, a tek nešto manji u *Danskoj*. Njihovi su viškovi povezani sa snažnim rezultatima u području izvoza u odnosu na uvoz, pri čemu je umjeren rast uvoza u skladu s domaćom potražnjom. Akumuliranje umjerenih viškova pozitivna je pojava s obzirom na to da je dio tekućih prihoda potrebno

---

7 COM(2013) 790 završna verzija, 13.11.2013.

8 Vidi „The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area" *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013. (2), str. 17. – 25.

9 Vidi „The Cyclical Component of Current Account Balances", rubrika I.3, *European Economy,* 2014 (2); str. 35. – 38.

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

rezervirati za rješavanje demografskih izazova[11], kao i za inozemna ulaganja. U mjeri u kojoj su posljedica znatnog nedostatka domaćih ulaganja, visoki viškovi pogoršavaju i srednjoročne odnosno dugoročne gospodarske izglede. Priroda viškova nije identična u svim navedenim državama; u *Danskoj*, *Nizozemskoj* i *Švedskoj*, u kojima kućanstva i nefinancijska društva bilježe visoke razine duga, viškovi su povezani s razduživanjem, ali ne i u *Njemačkoj*. Trgovinski višak *Njemačke* porastao je u odnosu na ostatak svijeta, dok se u odnosu na ostatak europodručja smanjio. Riječ je o pozitivnom razvoju događaja, ali ga je potrebno razmotriti u odgovarajućem kontekstu: promjena u odnosu na europodručje prvenstveno je posljedica smanjenog uvoza perifernih zona europodručja, a ne povećanja *njemačkog* uvoza. Nadalje, dio smanjenja viška unutar europodručja odnosi se na ostale „države s viškovima". Povećanje domaće potražnje na temelju ubrzavanja ulaganja pridonijelo bi smanjenju viškova i poticanju potencijalnog rasta, te bi moglo pridonijeti oporavku i tekućoj prilagodbi unutar europodručja.

- **Troškovna konkurentnost i dalje je pitanje od ključne važnosti.** To vrijedi prije svega za države koje su nekada imale najveće manjke tekućih računa i koje moraju osigurati vanjsku održivost (kao što su *Bugarska*, *Španjolska* i *Mađarska*) ili koje su posljednjih godina pretrpjele velike gubitke kad je riječ o udjelu na izvoznim tržištima (kao što su *Hrvatska*, *Italija* i *Finska*). Konkurentnost i izvozni rezultati osobito su važni za gospodarske izglede pojedinih gospodarstava jer je vjerojatno da će, s obzirom na potrebe povezane s razduživanjem u okviru privatnog sektora i potrebe fiskalne konsolidacije, neto izvoz ili ulaganja usmjerena na izvoz biti važne komponente potražnje na kojima će se temeljiti srednjoročni rast. Nastavlja se prilagodba jediničnih troškova rada u nekoliko država članica koje su najgore pogođene gubitkom konkurentnosti i visokim razinama nezaposlenosti. U kontekstu država članica obuhvaćenih preispitivanjem, najopsežnija prilagodba posljednjih godina provedena je u *Irskoj* i *Španjolskoj*. Prilagodba jediničnih troškova rada posljedica je snažnih pritisaka tržišta i tržišnog natjecanja koji su doveli do smanjenja nominalnih naknada u različitim sektorima i gubitka radnih mjesta, ali i do povećanja produktivnosti. Razmjeri prilagodbe u *Francuskoj*, *Italiji* i *Sloveniji* razmjerno su mnogo manji. U nekoliko država jedinični troškovi rada smanjili su se više od deflatora izvoza i BDP-a. To može biti u skladu s postupkom uravnoteženja u mjeri u kojoj povećanje profita proizvođača pridonosi poticanju širenja sektora razmjenjivih dobara[12]. Unatoč tekućoj prilagodbi realnih plaća, prilagodba tržišta rada za sada se uglavnom svodi na zatvaranje radnih mjesta i niske stope zapošljavanja. To je dovelo do drastičnog povećanja razine nezaposlenosti i dužih razdoblja nezaposlenosti[13] sa socijalnim posljedicama i utjecajem na potencijalni rast, što je potrebno uzeti u obzir pri utvrđivanju političkih odgovora.
- **IDP-ovima se ističe i uloga netroškovne konkurentnosti.** Čini se da je za trgovinske rezultate većine država članica netroškovna konkurentnost jednako važna kao i ona troškovna. Netroškovni čimbenici uključuju sastav izvoza i tehnološki sadržaj, zemljopisnu diversifikaciju izvoza, strukturu poduzećâ, poslovno okruženje i inovativnost. U IDP-ovima se analizira kako države članice kao što su *Belgija*, *Danska*, *Italija*, *Francuska*, *Hrvatska*, *Mađarska*, *Finska* i *Ujedinjena Kraljevina* pristupaju rješavanju izazova povezanih s poboljšanjem vlastitih izvoznih rezultata i ponovnom uspostavom netroškovne konkurentnosti. U mnogim državama obuhvaćenima IDP-ovima (kao što su

---

11 Vidi „Ageing Report", *European Economy,* 2012 (2) i „Fiscal Sustainability" *European Economy*, 2012 (8).

12 Vidi „Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States," *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), str. 9 – 25.

13 Vidi „Labour Market Developments in Europe", *European Economy*, 2013 (6).

Belgija, *Danska*, *Hrvatska*, *Luksemburg*, *Švedska*, *Slovenija* i *Ujedinjena Kraljevina*) izvozom usluga često se ublažavaju slabiji rezultati u području izvoza dobara. U *Belgiji* i *Italiji* utvrđen je dugotrajan problem stagnacije rasta produktivnosti, što negativno pridonosi rizicima povezanima s vanjskim ili unutarnjim neravnotežama. S obzirom na to da se među naprednim gospodarstvima bilježi smanjenje udjela na svjetskim izvoznim tržištima, od ključne je važnosti poboljšati i troškovnu i netroškovnu konkurentnost.

- **Privatni se sektor razdužuje, ali su u određenom broju gospodarstava razine privatnog duga i dalje visoke.** Činjenica da su kućanstva, nefinancijska, ali i financijska društva prisiljena smanjiti svoje bilance i srezati svoje obveze negativno utječe na privatnu potrošnju i ulaganja. Na priljev kredita privatnom sektoru utjecale su nepovoljne okolnosti u području potražnje i opskrbe[14]. To uključuje razduživanje samog financijskog sektora, fragmentirani financijski sektor i dugotrajnu nesigurnost u pogledu politika, a to je utjecalo na odluke o ulaganjima. Niska razina korporativnog ulaganja koči preusmjeravanje resursa na najproduktivnije sektore i industrije orijentirane na izvoz te ograničava srednjoročni rast[15]. Istovremeno, razduživanje kućanstava i financijskih i nefinancijskih društava pridonijelo je poboljšanju tekućeg računa u pojedinim državama članicama koje su obuhvaćene dubinskim preispitivanjem (kao što su *Španjolska* i *Slovenija*) te velikim viškovima u *Danskoj*, *Nizozemskoj* i *Švedskoj*. Nadalje, niske stope inflacije, koje su u nekoliko država članica ključni dio strategije poboljšanja konkurentnosti, u drugim državama mogu otežati napore privatnog sektora u pogledu razduživanja.
- **Čini se da se prilagodba tržišta stambenih nekretnina u većem broju država privodi kraju.** Većina tržišta stambenih nekretnina EU-a u fazi je korekcije nakon osobito dugog ciklusa rasta cijena. U pojedinim je državama, prije svega *Danskoj*, *Irskoj*, *Španjolskoj* i *Nizozemskoj*, došlo do znatnog kumuliranog smanjenja realnih cijena stambene imovine. U *Španjolskoj* i *Irskoj* prilagodbu cijena stambenih nekretnina pratilo je smanjenje građevinskog sektora, što je pogoršalo situaciju u pogledu zapošljavanja. To je pridonijelo povećanju loših kredita i pogoršanju bilanci banaka, zbog čega je bilo potrebno povećano izdvajanje sredstava i prijenos problematične imovine na posebna poduzeća za upravljanje imovinom. Dok se za pojedine države obuhvaćene postupkom preispitivanja ne mogu isključiti daljnje negativne prilagodbe, dostupni podaci upućuju na to da je u većini država taj ciklus došao do kraja i da se bilježe umjerena povećanja, kao primjerice u *Luksemburgu*, *Malti*, *Švedskoj* i *Ujedinjenoj Kraljevini*.
- **Nezaposlenost i drugi pokazatelji socijalnog stresa i dalje su na veoma visokoj razini[16].** Nezaposlenost je osjetno porasla osobito u državama u kojima je došlo do preokreta na tekućem računu, ali su razlike među državama članicama i dalje iznimno velike. Poseban su problem nezaposlenost mladih i dugotrajna nezaposlenost, kao i neusklađenost između ponude i potražnje u području kvalifikacija na tržištu rada koje treba rješavati. Međutim, od sredine 2013. u pojedinim državama članicama naziru se

---

14 Vidi „Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), str. 19. – 25., i „Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamicse", *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), str. 26 – 32.

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

16 Vidi i Komunikaciju Komisije „Strengthening the Social Dimension of the Economic and Monetary Union", COM(2013) 690, 2.10.2013. i „Draft Joint Employment Report 2014", COM(2013) 801 završna verzija, 13.11.2013.

znakovi stabilizacije i blagog smanjenja stope nezaposlenosti, primjerice u *Bugarskoj*, *Irskoj*, *Mađarskoj* i *Ujedinjenoj Kraljevini*. U mjeri u kojoj preokreti na tekućem računu dovode do dugotrajnog pada ulaganja i produktivnosti, za smanjenje nezaposlenosti možda će biti potrebno kretanje plaća uskladiti s produktivnošću, čime će se potaknuti i konkurentnost i agregatna potražnja.

Najnovije prognoze upućuju na usporavanje dinamike fiskalnih prilagodbi u EU-u i europodručju. To se može zahvaliti ključnim mjerama konsolidacije u protekle dvije godine. Međutim, ubrzavanje fiskalne konsolidacije i dalje je potrebno u većini država članica.

- **Fiskalna konsolidacija usporava te će omjer javnog duga i BDP-a u 2014. dosegnuti najvišu razinu.** Zahvaljujući stalnim mjerama konsolidacije, u 2013. javne financije nastavile su bilježiti poboljšanja i u EU-u i unutar europodručja. U 2014. se očekuje usporavanje ritma prilagodbi. Ipak, tekuće mjere konsolidacije i gospodarski oporavak trebali bi omogućiti daljnje smanjenje nominalnih deficita. Govoreći o strukturnim prilagodbama, u 2013. napori većine država članica bili su zadovoljavajući. Prema predviđanjima omjer duga i BDP-a u EU-u i unutar europodručja i dalje će rasti u 2013., te nešto sporije u 2014., kada se očekuje da će dosegnuti najvišu razinu.
- **Postoje sumnje o tome je li konsolidacija dovoljno snažna da bi u pojedinim državama članicama omogućila nastavak smanjenja prekomjernih deficita.** To se osobito odnosi na *Francusku* i *Sloveniju*. Komisija za te države donosi preporuke u kojima vlade poziva na pravovremeno rješavanje situacije. U slučaju Italije, koja ne bilježi prekomjerni deficit, prognoze upućuju na potrebu za daljnjim konsolidacijskim mjerama kako bi se osiguralo potrebno smanjenje duga. Kad je riječ o državama članicama izvan europodručja, *Hrvatskoj* prijeti opasnost od neispunjenja ciljeva u pogledu nominalnih deficita i strukturne prilagodbe nastave li se postojeći trendovi i ne provedu li se dodatne mjere. U *Mađarskoj*, koja nema prekomjerni deficit, pogoršava se strukturni saldo, što ugrožava smanjenje duga.

4. ZAKLJUČCI PO DRŽAVAMA ČLANICAMA

U četrnaest država članica utvrđene su različite vrste neravnoteža. Komisija je na temelju detaljne analize u okviru IDP-ova zaključila da se *Belgija*, *Bugarska*, *Njemačka*, *Irska, Španjolska*, *Francuska*, *Hrvatska*, *Italija*, *Mađarska*, *Nizozemska*, *Slovenija*, *Finska*, *Švedska* i *Ujedinjena Kraljevina* suočavaju s neravnotežama. Među navedenim državama članicama, *Hrvatska*, *Italija* i *Slovenija* bilježe prekomjerne neravnoteže. Kad je riječ o *Španjolskoj*, Komisija smatra da su prošle godine provedene znatne prilagodbe te da će se, nastave li se postojeći trendovi, neravnoteže i dalje smanjivati. Iako se na temelju toga može zaključiti da neravnoteže u *Španjolskoj* više nisu prekomjerne u smislu PMN-a, Komisija naglašava da rizici i dalje postoje. Različita priroda neravnoteža i prekomjernih neravnoteža, uključujući njihov fiskalni prostor i fazu u postupku nadzora, znači da je odgovore politika, a koje države utvrđuju u suradnji s Komisijom, potrebno prilagoditi posebnim potrebama svake države.

- **Belgija** i dalje bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni praćenje i mjere politike*. Konkretno, kretanja koja se odnose na vanjsku konkurentnost dobara i dalje zahtijevaju pozornost jer bi daljnje pogoršanje ugrozilo makroekonomsku stabilnost.

  Točnije, daljnje slabljenje konkurentnosti, uključujući njezinu netroškovnu dimenziju, moglo bi imati negativne posljedice na gospodarstvo. Ograničena je i sposobnost proizvodnog sektora da konkurira na međunarodnoj razini, što se odražava u smanjenju

marže proizvođača i gubitku radnih mjesta. Usklađivanje visokih troškova rada s održivim otvaranjem radnih mjesta i visokim životnim standardom zahtijeva usmjeravanje na proizvode koji zauzimaju više mjesto u globalnom vrijednosnom lancu. Istovremeno je potrebno spriječiti daljnje razilaženje između brzog rasta plaća i sporog rasta produktivnosti. Belgija je u tom pogledu poduzela mjere od kojih se u nadolazećim godinama očekuju rezultati. Međutim, za očuvanje proizvodne osnove potrebne su ambicioznije mjere, osobito s obzirom na reforme koje se provode u konkurentskim državama. To je povezano s oporezivanjem rada, određivanjem plaća na način da budu usklađenije s gospodarskim i sektorskim prilikama, kao i s rješavanjem dugotrajnih problema povezanih s funkcioniranjem tržišta rada. Visoki javni dug Belgije i dalje je problem u smislu održivosti javnih financija. S pozitivne strane, Belgija je uspjela stabilizirati omjer javnog duga i BDP-a te je, sudeći prema procjenama, u 2013. ostvarila preporučeni cilj u pogledu deficita, za koji se predviđa da će i dalje ostati na razini ispod 3 % BDP-a. Nadalje, prosječno dugi rokovi dospijeća, relativno smanjena povezanost s domaćim financijskim sektorom i relativno zdrav privatni sektor ublažavaju rizike za šire gospodarstvo.

- **Bugarska** i dalje bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni praćenje i mjere politike*. Konkretno, dugotrajna prilagodba tržišta rada zahtijeva mjere politike, dok poboljšanje vanjske pozicije i razduživanje korporativnog sektora napreduju dobro.

  U Bugarskoj je tijekom razdoblja procvata, koje se poklopilo s pristupanjem EU-u, došlo do veoma brze akumulacije neravnoteža. Visoki priljevi stranog kapitala pridonijeli su „zahuktavanju" gospodarstva i stalnom porastu cijena fiksne imovine. Do preokreta na tekućem računu došlo je u 2009., ali su inozemne obveze, unatoč tome što se njihov veći dio odnosi na izravna strana ulaganja, i dalje visoke. Čini se da prilagodba uglavnom nije ciklična, ali daljnje smanjenje inozemnih obveza ovisi o održavanju vanjske konkurentnosti i snažnim izvoznim rezultatima. Tekuće razduživanje nefinancijskih društava moglo bi ograničiti ulaganja i rast u pojedinim sektorima u kratkom i srednjem roku. Osim toga, slabo neinkluzivno tržište rada ograničava mogućnost prilagodbe gospodarstva te je jedan od čimbenika koji usporava potencijalni rast. Došlo je do naglog povećanja nezaposlenosti jer je tijekom krize tržište rada smanjeno u mjeri većoj od one na koju upućuje smanjenje proizvodnje. Zatvaranje radnih mjesta najviše pogađa slabije kvalificirane radnike i mlade. Iako su troškovi plaća relativno niski nakon njihova snažnog povećanja posljednjih godina, zbog utvrđenih najnižih razina plaća najranjivije kategorije mogle bi izgubiti svoje mjesto na tržištu rada. Istovremeno, aktivne politike u području tržišta rada i obrazovni sustav do sada nisu bili učinkoviti u olakšavanju procesa prilagodbe te ograničavaju široku osnovu akumulacije ljudskog kapitala.

- **Njemačka** bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni praćenje i mjere politike*. Konkretno, na tekućem računu stalno se bilježi veoma velik višak, što odražava snažnu konkurentnost, dok su veliki iznosi ušteđevine ulagani u inozemstvo. To je i znak da je domaći rast ostao ograničen te da gospodarski resursi možda nisu učinkovito raspoređeni. Iako rizici povezani s viškovima tekućeg računa nisu slični onima povezanima s velikim deficitima, razina i dugotrajnost viškova tekućeg računa Njemačke zahtijevaju pozornost. Mjere za smanjenje opasnosti od štetnih učinaka na funkcioniranje domaćeg gospodarstva i europodručja osobito su važne s obzirom na veličinu njemačkog gospodarstva.

  Relativno niska razina ulaganja privatnog i javnog sektora i ograničena privatna potrošnja tijekom dužeg razdoblja pridonijeli su umjerenom rastu, slabljenju trenda rasta, većoj ovisnosti gospodarstva o vanjskoj potražnji i nakupljanju vanjskog viška. Dakle, potrebno

je utvrditi i provesti mjere za jačanje domaće potražnje i potencijala rasta gospodarstva. Stoga su ključni izazovi politika veća ulaganja u fizički i ljudski kapital i promicanje veće učinkovitosti u svim sektorima gospodarstva, među ostalim i oslobađanjem potencijala rasta uslužnog sektora, čime bi se također pridonijelo daljnjem jačanju ponude radne snage.

- **Irska**: Nedavno dovršen program makroekonomske prilagodbe imao je veliku ulogu u upravljanju gospodarskim rizicima i smanjenje neravnoteža. Međutim, preostale makroekonomske *neravnoteže zahtijevaju posebno praćenje i odlučne mjere politike*. Razvoj događaja u financijskom sektoru, zaduženost privatnog i javnog sektora te s tim povezane visoke bruto i neto inozemne obveze, kao i stanje na tržištu rada, upućuju na to da su rizici i dalje prisutni. Komisija će pokrenuti posebno praćenje provedbe politika te će o tome redovito izvješćivati Vijeće i Euroskupinu. To će se praćenje temeljiti na nadzoru po isteku programa.

  Irska je na početku 2007. doživjela krah na tržištu nekretnina, dok su mjere za rješavanje gubitaka banaka i smanjenje državnih prihoda doveli do ozbiljnih proračunskih poteškoća. Uslijed gubitka pristupa tržištu, Irska je krajem 2010. zatražila međunarodnu financijsku pomoć. Irska je bila veoma uspješna tijekom cjelokupne provedbe programa, a koji je dovršen u 2013.. Ispunjeni su ciljevi fiskalne konsolidacije u okviru programa te je Irska unaprijedila domaća fiskalna pravila i institucije. Štoviše, nominalni bi deficit prema predviđanjima trebao biti u skladu s ciljevima za 2013. i 2014. Ispunjeni su i ciljevi u pogledu razduživanja banaka te su poboljšani omjeri adekvatnosti kapitala. Unaprijeđeni su financijski nadzor i uređenje, a kućanstva su povećala stope štednje kako bi smanjila zaduženost. Reforme na tržištu rada pridonijele su smanjenju nezaposlenosti, dok su se cijene stambenih nekretnina stabilizirale i pokazuje znakove oporavka. Ipak, potreban je dodatan napredak jer su javni i vanjski dug i dalje previsoki, financijski je sektor ranjiv zbog visokog udjela loših kredita, a dugoročna nezaposlenost i nezaposlenost mladih i dalje bilježe visoke razine.

- **Španjolska** bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni posebno praćenje i odlučne mjere politike*. Kad je riječ o prilagodbi neravnoteža za koje je prošle godine utvrđeno da su prekomjerne, ostvaren je jasan napredak u nekoliko aspekata, a rizici su smanjeni povratkom na pozitivni rast. Ipak, razmjeri i međusobna povezanost neravnoteža, prije svega visoke razine domaćeg i vanjskog duga, upućuju na to da su rizici i dalje prisutni. Komisija će nastaviti posebno praćenje politika koje je Vijeće Španjolskoj preporučilo u kontekstu europskog semestra te će o tome redovito izvješćivati Vijeće i Euroskupinu. To će se praćenje temeljiti na nadzoru po isteku programa.

  Prilagodba je podržana odlučnim mjerama politike na razini EU-a i na razini Španjolske. Konkretno, rekapitalizacijom i restrukturiranjem slabijih banaka otklonjena je sistemska zabrinutost u vezi s financijskim sektorom te je omogućen neometan dovršetak programa financijske pomoći početkom 2014. Došlo je do preokreta na tekućem računu koji sada bilježi višak, što je posljedica kombinacije smanjenja uvoza i jačanja izvoza na temelju povećanja konkurentnosti. Tržište stambenih nekretnina počelo se stabilizirati te se čini da se zaustavlja gubitak radnih mjesta. Kad je riječ o politikama, sveobuhvatan plan strukturnih reformi predstavljen u kratkim crtama u Programu nacionalnih reformi za 2013. uglavnom je dovršen sa zakonodavnog gledišta te se pozornost preusmjerava na provedbenu fazu koja vrvi izazovima. Ta su pozitivna kretanja dovela do snažnog vraćanja povjerenja, što se vidi po smanjenju premija za tržišni rizik, ponovnom priljevu stranog kapitala i većoj razini povjerenja poduzeća i potrošača.

Prilagodbi se ipak još ne nazire kraj, a slabosti su postojane. Konkretno, veoma visoke razine privatnog i javnog duga, domaćeg i inozemnog, i dalje su opasne za rast i financijsku stabilnost. Unatoč nedavnom smanjenju, nezaposlenost je i dalje na zabrinjavajućoj razini. Kako bi se smanjile veoma visoke inozemne obveze i opterećenja koja one uzrokuju u smislu negativnog toka prihoda prema ostatku svijeta, bit će potrebno preusmjeravanje proizvodnog sustava na izvozne sektore i održavanje rasta međunarodne konkurentnosti. Prilagodba bilanci privatnog sektora napreduje, ali visoka nezaposlenost i opadajući prihodi ograničavaju ritam razduživanja kućanstava. Nefinancijske institucije smanjuju dug po nešto postojanijoj stopi. Izazov za budućnost jest osigurati da razduživanje prate pozitivni tokovi kredita prema financijski zdravim zajmoprimcima. Uklanjanje smetnji u funkcioniranju proizvodnih i financijskih tržišta i učinkoviti postupci u slučaju insolventnosti mogli bi smanjiti usporavajući učinak razduživanja na rast. Govoreći o tržištu rada, slijedom pozitivnih učinaka nedavno provedenih reformi u pogledu unutarnje fleksibilnosti i utvrđivanja plaća, moguće su dodatne reforme. Konačno, znatni manjci u prihodima, viši socijalni rashodi i troškovi rekapitalizacije banaka stvorili su znatan pritisak na državne deficite te su doveli do naglog i velikog povećanja državnog duga. Iako cilj u pogledu fiskalnog deficita za 2013. možda nije ispunjen, sve bolji makroekonomski izgledi trebali bi Španjolskoj omogućiti da ostvari nominalni cilj za 2014. Za srednjoročno smanjenje državnog duga bit će potrebne trajne fiskalne mjere.

- **Francuska** i dalje bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni posebno praćenje i odlučno mjere politike*. Prije svega, kontinuiranu pozornost politike potrebno je posvetiti pogoršanju trgovinske bilance i konkurentnosti, kao i posljedicama visoke razine zaduženosti javnog sektora. Potreba za odlučnim djelovanjem u cilju smanjenja opasnosti od štetnih učinaka na funkcioniranje francuskog gospodarstva i europodručja osobito je važna s obzirom na veličinu francuskog gospodarstva i mogućnost prelijevanja na europodručje. S obzirom na to da je na potrebu za mjerama politika upozoreno već u okviru IDP-a 2013., Komisija će pokrenuti posebno praćenje politika koje je Vijeće Francuskoj preporučilo u kontekstu europskog semestra te će o tome redovito izvješćivati Vijeće i Euroskupinu.

  Rastući trgovinski deficit odražava dugoročno smanjenje udjela na izvoznom tržištu, što je povezano s trajnim gubitcima troškovne i netroškovne konkurentnosti. Unatoč mjerama koje su poduzete radi poticanja konkurentnosti, za sada su vidljivi samo ograničeni znakovi uravnoteženja. Iako je kretanje plaća išlo u korak s produktivnošću, troškovi rada i dalje su visoki i opterećuju profitne marže poduzeća. Moguće je da je niska i opadajuća profitabilnost privatnih poduzeća, prije svega u sektoru proizvodnje, ograničila njihovu sposobnost za rast i poboljšanje izvoznih rezultata. Nepovoljne poslovne okolnosti, osobito niska razina tržišnog natjecanja u području usluga, dodatno otežavaju problem konkurentnosti. Nadalje, zbog nefleksibilnosti sustava određivanja plaća poduzećima je teško uskladiti plaće s produktivnošću. Unatoč mjerama koje se od 2010. poduzimaju radi smanjenja državnog deficita, javni dug i dalje raste, za što je potrebna kontinuirana fiskalna konsolidacija te, s obzirom na visoku razinu javnih rashoda, posebna usredotočenost na rezanje troškova, prije svega na temelju ostvarenja veće učinkovitosti. Francuska, u skladu s prognozom, neće ispuniti ciljeve u pogledu nominalnog deficita i strukturne prilagodbe tijekom cijelog razdoblja obuhvaćenog prognozom.

- **Hrvatska** bilježi *prekomjerne makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni posebno praćenje i odlučne mjere politike*. Konkretno, mjere politike nužne su zbog slabosti koje proizlaze iz znatnih inozemnih obveza, sve slabijih izvoznih rezultata, visokog stupnja zaduženosti poduzeća i velike brzine rasta duga opće države, sve u

kontekstu slabog rasta i slabe sposobnosti prilagodbe. Komisija će pokrenuti posebno praćenje provedbe politika te će o tome redovito izvješćivati Vijeće.

Nakon ekspanzivne faze u kojoj su se neravnoteže akumulirale, Hrvatska je sada u dugotrajnoj recesiji tijekom koje je u prvi plan izbio čitav niz vanjskih i unutarnjih rizika. Vanjsko uravnoteženje opterećeno je velikim rizicima nakupljenima u očekivanju smanjenja hrvatskih inozemnih obveza na sigurnije razine i ovisi o poboljšanju konkurentnosti i širenju izvoza na druge sektore osim turizma u cilju poticanja rasta. Razduživanje nefinancijskih društava još je u ranoj fazi te je u tom segmentu potrebno praćenje razvoja situacije s lošim kreditima. Državna poduzeća, koja u pojedinim sektorima i dalje imaju vodeću ulogu i koja često nisu restrukturirana, ukupno su visoko zadužena i slabo profitabilna. Hrvatska je država s najnižom razinom gospodarske aktivnosti i stopom zaposlenosti u EU-u, što je djelomično povezano s temeljnim institucijama i politikama koje su na snazi. Bolje funkcioniranje tržišta rada imat će ključnu ulogu u poticanju rasta i prilagodbe koji su nužni s obzirom na vanjske i unutarnje slabosti. Sudeći po čitavom nizu standardnih pokazatelja, hrvatsko poslovno okruženje znatno je ispod prosjeka država članica iz srednje i istočne Europe. Ti čimbenici zajedno pridonose niskom potencijalu rasta, što otežava čišćenje bilanci privatnog sektora i zahtijeva veće napore u pogledu fiskalne konsolidacije. Nužno je provesti znatne dodatne mjere fiskalne konsolidacije kako bi se obuzdao deficit i spriječilo neodrživo povećanje duga. Na Hrvatsku se primjenjuje postupak u slučaju prekomjernog deficita te je nužno da poduzme učinkovite mjere za smanjenje prekomjernog deficita do 30. travnja 2014. Nastave li se postojeći trendovi i ne poduzmu li se dodatne mjere, Hrvatska bi mogla biti daleko od ispunjenja ciljeva u 2014.

- **Italija** bilježi *prekomjerne makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni posebno praćenje i odlučne mjere politike*. Konkretno, posljedice veoma visoke razine javnog duga i slaba vanjska konkurentnost, oboje duboko ukorijenjeni u dugotrajnom sporom rastu produktivnosti, zahtijevaju hitnu pozornost politike. Odlučno djelovanje u cilju smanjenja opasnosti od štetnih učinaka na funkcioniranje talijanskog gospodarstva i europodručja osobito je važno s obzirom na veličinu talijanskog gospodarstva. Komisija namjerava pokrenuti posebno praćenje politika koje je Vijeće Italiji preporučilo u kontekstu europskog semestra te će o tome redovito izvješćivati Vijeće i Euroskupinu.

  Visoki javni dug snažno opterećuje gospodarstvo, osobito u kontekstu kronično slabog rasta i umjerene inflacije. Glavni izazov bit će dosegnuti i tijekom dužeg razdoblja održati veoma visoke primarne viškove – iznad povijesnog prosjeka – i snažan rast BDP-a, što je neophodno ako se želi započeti odlučno smanjenje omjera duga i BDP-a. Italija je u 2013. ostvarila napredak prema svom srednjoročnom fiskalnom cilju. Međutim, postoji opasnost da prilagodba strukturnog salda u 2014. nije dostatna s obzirom na to da je potrebna odgovarajuća brzina smanjenja veoma velikog omjera javnog duga. Kriza je narušila početnu otpornost talijanskog bankarskog sektora i slabi njegov doprinos poticanju oporavka gospodarstva. Gubitak konkurentnosti posljedica je trajne neusklađenosti plaća i produktivnosti, visokog poreznog opterećenja na rad, nepovoljne strukture izvoznih proizvoda i visokog udjela malih poduzeća kojim je teško konkurirati na međunarodnoj razini. Nefleksibilnost u određivanju plaća onemogućuje dostatnu diferencijaciju plaća u skladu s kretanjem produktivnosti i okolnostima na lokalnom tržištu rada. Dugotrajna neučinkovitost javne uprave i pravosuđa, slabo korporativno upravljanje te visoke razine korupcije i utaje poreza smanjuju učinkovitost dodjele sredstava u gospodarstvu i onemogućuju ostvarenje koristi iz donesenih reformi. Veliki nedostaci u području ljudskog kapitala – odraz slabog povrata na ulaganja u obrazovanje za mlađe generacije,

specijaliziranosti države u sektorima s niskim ili srednjim udjelom tehnologije i strukturne slabosti u obrazovnom sustavu – povećavaju problem produktivnosti.

- **Mađarska** i dalje bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni praćenje i odlučne mjere politike*. Konkretno, tekuća prilagodba iznimno negativne neto međunarodne pozicije, visoka razina javnog i privatnog duga u kontekstu krhkog financijskog sektora i sve lošiji izvozni rezultati i dalje zahtijevaju posebnu pozornost želi li se smanjiti znatna opasnost od štetnih učinaka na funkcioniranje gospodarstva.

  Unatoč slabim izvoznim rezultatima poboljšava se neto stanje međunarodnih ulaganja, što odražava prije svega razduživanje privatnog sektora. Iako su se u posljednje vrijeme u sektoru proizvodnje počeli nazirati ohrabrujući znakovi, oni sami neće biti dovoljni za znatno poboljšanje izvoznih rezultata. Smanjena je razina duga, ali su i dalje prisutne neravnoteže i rizici povezani s privatnim dugom jer je razduživanje otežano zbog velikog udjela dužnika u financijskim poteškoćama, oslabljenog tržišta stambenih nekretnina, krhkosti financijskog sektora, znatnog udjela zajmova u stranoj valuti te prevladavajuće poslovne nesigurnosti. Za ponovnu uspostavu uobičajenog održivog kreditiranja gospodarstva potrebno je poboljšati operativno okruženje banaka. Još jedan važan uzrok zabrinutosti jest i visoka razina državnog duga. Unatoč znatnim poboljšanjima strukturnog fiskalnog salda, oslabljeni tečaj, slab potencijal rasta i povećani troškovi financiranja onemogućuju smanjenje duga. Ne očekuje se da će Mađarska ispuniti svoj srednjoročni cilj te se za 2014. predviđa pogoršanje njezina strukturnog salda.

- **Nizozemska** i dalje bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni praćenje i mjere politike*. Konkretno, pozornost je potrebno posvetiti makroekonomskim kretanjima povezanima s dugom privatnog sektora i tekućim razduživanjem, kao i preostalim nedostacima na tržištu stambenih nekretnina. Iako velik višak na tekućem računu ne predstavlja rizik sličan onomu velikog deficita, te je djelomično povezan s potrebom za razduživanjem, Komisija će ipak u okviru europskog semestra pratiti razvoj događaja s tekućim računom Nizozemske.

  Nefleksibilnost i neprimjereni poticaji akumulirani tijekom posljednjih desetljeća oblikovali su obrazac stambenog financiranja i sektorske štednje. Bilance financijskih institucija strogo su se usmjerile na stambeno financiranje uz istovremeno zaduživanje kućanstva na temelju vrijednosti nekretnina. Istovremeno od sredine 1990-ih nefinancijska društva ostvaruju strukturne viškove štednje. To je dovelo do postojanog znatnog viška na tekućem računu uz istovremeno visoko stupanj bruto zaduženosti kućanstava i neto imovine kućanstava. Posljednjih je godina umjerena domaća potražnja slijedom globalne krize dodatno potaknula rast inozemnih viškova. Zadnjih je godina u tom pogledu ostvaren napredak zahvaljujući provedbi politika usmjerenih na ograničavanje hipotekarnog financiranja. Razduživanje će i dalje opterećivati gospodarsku aktivnost, ali rizike ograničava stabiliziranje tržišta stambenih nekretnina i vrlo pozitivna pozicija neto imovine kućanstava. Govoreći o javnim financijama, Nizozemska prema prognozama neće ispuniti cilj u pogledu nominalnog deficita u 2014., godini u kojoj bi se trebao ukloniti prekomjerni deficit, iako se očekuje da će strukturne mjere preporučenih razmjera biti donesene u razdoblju 2013. – 2014.

- **Slovenija** i dalje bilježi *prekomjerne makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni posebno praćenje i dodatne snažne mjere politike*. Neravnoteže se od prošle godine smanjuju zahvaljujući makroekonomskoj prilagodbi i odlučnim mjerama politike od strane Slovenije. Međutim, zbog razmjera potrebnih ispravaka znatni rizici i dalje postoje.

Komisija će nastaviti s posebnim praćenjem politika koje je Vijeće Sloveniji preporučilo u kontekstu europskog semestra te će o tome redovito izvješćivati Vijeće i Euroskupinu.

Posebnu pozornost potrebno je posvetiti riziku koji proizlazi iz gospodarske strukture koja je obilježena slabim korporativnim upravljanjem, visoke razine uplitanja države u gospodarstvo, smanjene troškovne konkurentnosti, korporativnog duga i rasta državnog duga. Iako je ostvaren znatan napredak u čišćenju bilanci banaka, i dalje je potrebno odlučno djelovanje u pogledu potpune provedbe sveobuhvatne strategije bankarskog sektora, uključujući restrukturiranje, privatizaciju i pojačan nadzor.

Slovenija se i dalje bori s naslijeđem prethodnog procvata, tj. s problemom društava koja su i dalje neodrživo prezadužena. Bankovne bilance poboljšane su prijenosom loših kredita na društvo za upravljanje bankovnom imovinom, ali su loši krediti i dalje veliki u usporedbi s razinama prije krize te ih je potrebno trajno restrukturirati na temelju nedavno izmijenjenog okvira za insolventnost. Budući da su se znatno smanjili domaća potražnja te osobito ulaganja, došlo je do nagle korekcije tekućeg računa, na kojem je ostvaren veliki višak, ali gubitci troškovne konkurentnosti nisu nadoknađeni, a dosad provedenim reformama nije u potpunosti riješen problem fleksibilnosti tržišta rada i konkurentnosti. Ukupnu učinkovitost gospodarstva smanjuje slabo korporativno upravljanje, osobito (ali ne i isključivo) u poduzećima u državnom vlasništvu, jer omogućuje neučinkovitu raspodjelu sredstava. Sposobnost prilagodbe gospodarstva moglo bi poboljšati značajno povlačenje države iz korporativnog i financijskog sektora u kombinaciji sa sveobuhvatnom strategijom za upravljanje ključnom imovinom i ustupanje imovine koja nije ključna. Konačno, dodatni izazovi proizlaze iz znatnog povećanja državnog duga posljednjih godina, premda s prethodno relativno niskih razina. Iako se očekuje da će zbog znatnih rashoda povezanih s rekapitalizacijom banaka nominalni fiskalni deficit u 2013. i 2014. biti iznad ciljne razine, predviđa se da će u 2015. i deficit, ne dođe li do promjene politika, premašiti ciljnu razinu. Ni rezultati strukturne prilagodbe neće biti na potrebnoj razini. Svi ti nedostaci i izazovi zajedno negativno utječu na kratkoročne makroekonomske rezultate. Nedavno smanjenje prinosa na državne obveznice ublažava pritiska, ali potrebno je ubrzati ritam provedbe programa strukturnih reformi.

- **Finska** i dalje bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni praćenje i mjere politike*. Konkretno, posebnu pozornost potrebno je posvetiti slabim izvoznim rezultatima tijekom posljednjih godina, a koji su posljedica industrijskog restrukturiranja te troškovnih i netroškovnih čimbenika konkurentnosti.

  Slabljenje vanjske bilance objašnjavaju visoki rast izvoza u razdoblju prije krize i njegova kasnija slabija razina. Međutim, tekući se račun nedavno stabilizirao te vanjska održivost više nije razlog zabrinutosti. Država je nastavila velikom brzinom gubiti udjele na izvoznom tržištu unatoč oporavku svjetske trgovine. Uključivanje Finske u globalne vrijednosne lance utjecalo je na slabljenje izvoznih rezultata, a restrukturiranjem industrije još se nije nadoknadilo znatno smanjenje šumarske industrije i industrije elektronike. Sposobnost prilagodbe gospodarstva s druge strane ograničavaju niska produktivnost i slabi konkurentski pritisci na usluge, kao i porast troškova zbog dinamičnog rasta plaća i visokog energetskog intenziteta. Konkurentnost cijena izvoznici su mogli održavati prije svega smanjivanjem profitne marže, što ograničava njihovu sposobnost da visoki inovacijski potencijal pretvore u nove proizvode. Veći dio smanjenja konkurentnosti može se objasniti netroškovnim čimbenicima: ograničen broj velikih izvoznih poduzeća koja prodaju usku paletu proizvoda, slaba usmjerenost malih poduzeća na izvoz te manje učinkovita ulaganja u istraživanje i razvoj. S druge strane, niska razina ulaganja, smanjenje radno sposobnog stanovništva i znatan pad produktivnosti koče potencijalni rast. Kad je

riječ o javnim financijama, očekuje se da će u 2014. strukturni deficit biti nešto iznad srednjoročnog cilja, dok se za javni dug predviđa rast iznad 60 % BDP-a, djelomično zbog nepovoljne dinamike rasta.

- **Švedska** i dalje bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni praćenje i mjere politike*. Konkretno, pozornost i dalje privlače kretanja u vezi sa zaduženošću kućanstava i nedostacima tržišta stambenih nekretnina. Iako veliki višak tekućeg računa nije rizik sličan riziku prekomjernog deficita, te je djelomično povezan s potrebom za razduživanjem, Komisija će ipak u okviru europskog semestra pratiti razvoj događaja s tekućim računom Švedske.

  Nakon razdoblja stabilizacije razina zaduženosti kućanstava ponovno je porasla jer su glavni uzroci – niske kamatne stope na hipoteke, oporezivanje kojim se potiče zaduživanje, spora amortizacija hipoteka i ograničena ponuda stambenih nekretnina – i dalje prisutni. Različiti pokazatelji uvjeta kreditne ponude i potražnje ne upućuju na neposredne pritiske razduživanja. Nakon što su se posljednjih godina stabilizirale, cijene stambenih nekretnina u 2013. ponovno su porasle zbog povoljnih uvjeta potražnje i nedostataka u ponudi. Nadalje, nedostaci na tržištu najma nekretnina, složeni postupci planiranja i slaba razina tržišnog natjecanja u građevinskom sektoru također pridonose dinamici cijena nekretnina. Da bi se ograničila privatna zaduženost i smanjili makroekonomski rizici nakon porasta troškova servisiranja duga, potrebne su stabilne cijene stambenih nekretnina. Nedavne makrobonitetne mjere ključne su za smanjenje makroekonomskih rizika, iako vjerojatno neće biti dostatne. Snažni porezni poticaji za financiranje duga smatraju se ključnim pokretačima cijena stambenih nekretnina. Većim ulaganjima u stambene nekretnine pridonijelo bi se poboljšanju salda štednje i ulaganja. Kad je riječ o zaduženosti sektora nefinancijskih društava, iz analize proizlazi da ona ne dovodi do makroekonomskih rizika. Nadalje, vjerojatno je da će nedavne reforme u području oporezivanja društava dodatno pridonijeti smanjenju razine korporativnog duga ograničavanjem minimalizacije poreznih davanja multinacionalnih poduzeća.

- **Ujedinjena Kraljevina** i dalje bilježi *makroekonomske neravnoteže zbog kojih su potrebni praćenje i mjere politike*. Konkretno, pozornost i dalje privlače kretanja u području zaduženosti kućanstava, povezana s visokim razinama hipotekarnog duga i strukturnim značajkama tržišta stambenih nekretnina, kao i nepovoljan razvoj događaja u pogledu udjela na izvoznom tržištu.

  Iako je nedavni rast gospodarske aktivnosti dobrodošla pojava, on se uglavnom temelji na potrošnji kućanstava i prati ga porast deficita tekućeg računa. Za ulaganja i neto izvoz poslovnog sektora tek se očekuje da će porasti s trenutačnih niskih razina. Suzbijanje prevelike zaduženosti, prije svega u sektoru stambenih nekretnina, te istovremeno smanjenje utjecaja na ulaganja i rast, pridonijelo bi ograničenju srednjoročnih rizika i ranjivosti uslijed porasta troškova zaduživanja. Povećanje kredita za hipotekarne zajmove bilo je skromno, ali raste s postojećih visokih razina zaduženosti kućanstava. Rizici u sektoru stambenih nekretnina odnose se na stalni strukturni deficit nekretnina, dok relativno spor odgovor ponude na porast potražnje dovodi do visokih cijena stambenih nekretnina, osobito u Londonu i na jugoistoku zemlje, te hipotekarne zaduženosti kućanstava. Smanjenje udjela na izvoznom tržištu vjerojatno ne znači kratkoročne rizike, ali uz deficit tekućeg računa i dalje upućuje na strukturne izazove. Oni su povezani s manjkom stručnih znanja i vještina te niskom razinom dotacije infrastrukture. Kad je riječ o javnim financijama, čini se da Ujedinjena Kraljevina daleko od ostvarivanja ciljeva u pogledu nominalnog deficita i strukturne prilagodbe.

Za tri države obuhvaćene postupkom preispitivanja nije utvrđeno postojanje makroekonomskih neravnoteža. Iz IDP-ova je vidljivo da su makroekonomski rizici u *Danskoj* i *Malti* smanjeni i pod boljim nadzorom. Isto tako nema dokaza o neravnotežama u smislu PMN-a u *Luksemburgu*. Međutim, potreban je stalan nadzor i usklađivanje politika svih država članica kako bi se uočili novi rizici i utvrdile politike za poticanje rasta i zapošljavanja. Taj će se nadzor nastaviti u kontekstu europskog semestra.

- Makroekonomski izazovi u **Danskoj** *više ne čine znatne makroekonomske rizike te se ne smatraju neravnotežama u smislu PMN-a.* Čini se da su prilagodba na tržištu stambenih nekretnina i posljedice visoke zaduženosti privatnog sektora na realno gospodarstvo i stabilnost financijskog sektora ograničeni. Međutim, potrebno je stalno praćenje tih kretanja i pokretača vanjske konkurentnosti.

  Makrofinancijski rizici koji proizlaze iz visoke razine zaduženosti privatnog sektora čine se ograničenima, čak i usprkos krajnjim rizicima kao što su kombinacija nepovoljnih šokova kamatnih stopa i negativnog razvoja događaja na tržištu rada. Visoku razinu zaduženosti kućanstava prati velika imovina kućanstava, što je odraz velike štednje u obliku mirovinskih fondova ili nekretnina. Kućanstva su do sada bila u stanju financijski se nositi s prilagodbom cijena nekretnina od 2007. jer su neisplaćena dugovanja ostala na vrlo niskim razinama. Nadalje, različitim testovima otpornosti na stres i studijama potvrđena je otpornost kućanstva na nepovoljne šokove. Financijski sektor čini se stabilnim s obzirom na to da su preostali izazovi riješeni pojačanim regulatornim mjerama i mjerama nadzora. Kad je riječ o konkurentnosti, Danska gubi udio na izvoznom tržištu, što je povezano s visokim rastom plaća i slabim rastom produktivnosti. Međutim, čini se da je neusklađenost produktivnosti i plaća pojava cikličke prirode. S obzirom na velike viškove tekućeg računa, trend pada udjela na izvoznom tržištu ne upućuje na kratkoročne rizike. Kad je riječ o javnim financijama, očekuje se da je Danska održivo ispravila svoj prekomjerni deficit u 2013.

- Makroekonomski izazovi **Luksemburga** *nisu definirani kao neravnoteže u smislu PMN-a.* Oni proizlaze iz modela rasta koji se temelji na učinkovitom financijskom sektoru koji je dobro prebrodio krizu. Ipak, potrebno je stalno praćenje konkurentnosti proizvodnog sektora, razvoja tržišta stambenih nekretnina i visoke razine zaduženosti privatnog sektora

  Analiza viška tekućeg računa upućuje da on ne proizlazi iz slabe domaće potražnje, već je posljedica posebnog modela rasta države koja se snažno oslanja na financijske usluge. Ipak, to prikriva velik i stalan rast deficita u trgovini robom, koji uglavnom proizlazi iz razočaravajućih izvoznih rezultata. Gubitci udjela na izvoznom tržištu uglavnom su povezani s mnogo bržim rastom jediničnih troškova rada u odnosu na države trgovinske partnerice, što je u određenoj mjeri posljedica mehanizma određivanja plaća. U tom se pogledu pronalaženje strukturnog rješenja za privremenu modulaciju automatske indeksacije plaća smatra izazovom. Rizici za domaću financijsku stabilnost koji proizlaze iz prisutnosti velikog financijskog sektora postoje, ali su oni relativno ograničeni jer je riječ o sektoru koji je istovremeno i diversificiran i specijaliziran. Nadalje, domaće banke bilježe zdrave omjere kapitala i likvidnosti. Visoka razina zaduženosti privatnog sektora, osobito nefinancijskih društava, odražava prije svega prisutnost velikog broja multinacionalnih društava koja svoja društva kćeri ili podružnice u Luksemburgu koriste za financiranje operacija unutar grupe. Dinamika cijena stambenih nekretnina sve je veći razlog zabrinutosti. Konačno, trenutačno povoljno stanje javnih financija snažno ovisi o održivosti modela rasta koji se temelji na rastućem financijskom sektoru te u dugoročnom roku znači velik rizik u pogledu održivosti. U tom smislu nedavno provedena mirovinska

reforma nije dovoljna za suočavanje s tim izazovom. Međutim, strukturni je saldo iznad srednjoročnog cilja.

- Makroekonomski izazovi za Maltu više ne čine znatne makroekonomske rizike te se ne smatraju neravnotežama u smislu PMN-a. Iako je razina zaduženosti i dalje visoka, rizici za održivost duga privatnog i javnog sektora te za stabilnost financijskog sektora čine se ograničenima, mada zahtijevaju stalno praćenje.

  Iz analize u okviru IDP-a vidljivo je da su pokazatelji financijske stabilnosti zdravi. Ipak, u svjetlu strukturne prirode rizika u dotičnom sektoru, od ključne će važnosti biti nastavak postojeće oprezne prakse u području nadzora i rizika. Tržište stambenih nekretnina stabiliziralo se te su stoga rizici koji proizlaze iz prevelike izloženosti imovini ograničeni. Razina privatnog duga opada; korporativno razduživanje odvija se redovito, a pritisci su kreditnog tržišta ograničeni. Kada je riječ o javnim financijama, očekuje se da će Malta svoje ciljeve u pogledu nominalnog deficita ostvariti u 2013. i 2014. Kada je riječ o vanjskoj održivosti, trgovinski su rezultati uspješni zahvaljujući proizvodnom i zemljopisnom usmjerenju tržišta i netroškovnim čimbenicima konkurentnosti, a na bilanci tekućeg računa bilježi se višak. Međutim, vanjska konkurentnost mogla bi imati koristi od aktivnog odgovora politike na troškovne prilagodbe u konkurentskim državama.