



ЕВРОПЕЙСКА
КОМИСИЯ

Брюксел, 5.3.2014 г.
COM(2014) 150 final

СЪОБЩЕНИЕ НА КОМИСИЯТА

ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ, СЪВЕТА И ЕВРОГРУПАТА

**Резултати от задълбочените прегледи съгласно Регламент (ЕС) № 1176/2011
относно предотвратяването и коригирането на макроикономическите дисбаланси**

В настоящото съобщение се обобщават резултатите от задълбочените прегледи (ЗП), извършени за оценка на това дали съществуват дисбаланси и прекомерни дисбаланси в няколко държави членки. (*) В него също така се разглежда подробно свързаното с еврозоната измерение на тези макроикономически дисбаланси и въпросът за това как няколко предизвикателства в рамките на политиката трябва да бъдат посрещнати в контекста на цялата еврозона. Освен това, с цел осъществяване на принос към интегрираното наблюдение, в съобщението също така се обсъждат развитията във фискалната област: по отношение на засегнатите страни Комисията актуализира своята оценка от ноември 2013 г., когато обсъди проектите за бюджетни планове. (**)

В ЗП се разглеждат съответните характеристики на икономиките на държавите членки, в частност динамиката на техните външни сметки, салдата по спестяванията и инвестициите, ефективните валутни курсове, пазарният дял на износа, разходната и неразходната конкурентоспособност, производителността, частният и държавният дълг, цените на жилищата, кредитните потоци, финансовите системи, безработицата и други променливи. При оценката относно дисбалансиите или прекомерните дисбаланси се разглеждат положението на всяка отделна икономика в даден момент, динамиката по всеки от тези проблеми, както и, ако е уместно, последните действия в рамките на политиката.

ЗП показват, че предизвикателствата, пред които са изправени икономиките в ЕС, се променят. Когато процедурата при макроикономически дисбаланси (ПМД) бе създадена, както и при прилагането ѝ досега, основните предизвикателства бяха свързани с неустойчивите дефицити по текущите сметки, загубите по отношение на конкурентоспособността, свързани с предишни много динамични разходи за труд, частните дългове и високите цени на жилищата. Основните предизвикателства, които са общи за държавите, сега се отнасят също така до въздействието, което намаляването на задлъжнялостта има в много държави по отношение на средносрочния растеж; устойчивостта на частния и държавния дълг и на външните задължения в контекста на много ниска инфлация; нуждата от осигуряване на достатъчен кредитен поток към жизнеспособни дейности, особено в нетъргуемия сектор, в уязвимите икономики с фрагментирана финансова система; и много високото равнище на безработица в много икономики.

Въз основа на ЗП Комисията е установила дисбаланси в **Белгия, България, Германия, Ирландия, Испания, Франция, Хърватия, Италия, Унгария, Нидерландия, Словения, Финландия, Швеция и Обединеното кралство**. Сред тези държави членки **Хърватия, Италия и Словения** имат прекомерни дисбаланси. Що се касае до **Испания**, Комисията счита, че през последната година бе осъществена значителна корекция и че предвид настоящите тенденции дисбалансиите ще продължат да намаляват с течение на времето; въпреки че това е основание да се заключи, че дисбалансиите вече не са прекомерни по смисъла на ПМД, Комисията подчертава, че все още са налице значителни рискове.

Причините за дисбалансиите и породените от тях рискове са различни в отделните икономики. Политиките следва да се адаптират към предизвикателствата на всяка отделна икономика и е необходимо да бъде приведен в действие подходящ мониторинг. В съответствие с препоръката на Съвета, отправена до еврозоната, Комисията възнамерява да приведе в действие специфичен мониторинг относно политиките, препоръчани от Съвета на държавите членки с прекомерни дисбаланси (**Хърватия, Италия и Словения**), както и по отношение на държави, чиито дисбаланси изискват решителни действия в рамките на политиката (**Ирландия, Испания и Франция**). (***) В случая на **Ирландия и Испания** специфичният мониторинг ще се основава на наблюдение след приключване на програмата.

По отношение на **Дания и Малта** Комисията счита, че в сравнение с миналата година рисковете са намалели и се контролират по-добре; в тези държави вече не са установени дисбаланси по смисъла на ПМД. Освен това, макар че редица характеристики на икономиката на **Люксембург**, включително нейният голям финансов сектор, изискват внимание, те не представляват дисбаланси по смисъла на ПМД. (****)

Укрепването на възстановяването и на енергичното прилагане на политиката следва да улесни коригирането на дисбалансите и прекомерните дисбаланси в други икономики в следващите години. Независимо от това, дисбалансите са трайни явления и може да отнеме време преди подходящите политики да доведат до решително намаляване на макроикономическите рискове, подлежащи на наблюдение в рамките на ПМД. Следователно установяването на дисбаланси или прекомерни дисбаланси за дадена икономика в продължение на няколко години не означава критично становище относно приетите политики, а по-скоро сигнализиране, че е необходима силна бдителност по отношение на дисбалансите и прилагането на съответната политиката. Трябва да се отбележи обаче, че в някои държави запазването на дисбалансите също е свързано с бавното изпълнение на специфичните за тях препоръки в рамките на европейския семестър.

Що се касае до тенденциите във фискалната област, ситуацията продължава да се подобрява както в ЕС, така и в еврозоната в резултат на продължителните усилия за бюджетна консолидация. Последните прогнози обаче показват, че във **Франция** и **Словения** съществуват рискове, свързани с възможността консолидацията да не бъде достатъчно енергична, за да гарантира, че коригирането на прекомерните дефицити се изпълнява по план. Поради това Комисията отправя препоръки съгласно член 11 от Регламент (ЕС) № 473/2013 до тези държави членки.

Комисията очаква държавите членки да вземат предвид констатациите от ЗП и финансовите прогнози при изготвянето на националните си програми за реформи (НПР) и програмите си за стабилност и конвергенция (ПС и ПК). Държавите членки, които имат прекомерни дисбаланси, следва по-специално да формулират всеобхватен и подробен отговор в рамките на политиката в предстоящите си НПР, ПС и ПК. Комисията е готова да си сътрудничи тясно с тези държави членки за изготвяне на този отговор при пълно зачитане на националните процеси. От двете държави членки, до които Комисията отправя препоръка да гарантират своевременното коригиране на прекомерните дефицити, се очаква да докладват относно предприетите мерки в отговор на препоръката в специален раздел на техните ПС. НПР, ПС и ПК на всички държави членки ще бъдат оценени през юни 2014 г. в рамките на европейския семестър за координация на икономическите политики, за да се определи дали те са адекватни с оглед на предизвикателствата. Ако Комисията счита, че формулираният в рамките на политиката отговор, предложен от държавите членки с прекомерни дисбаланси (Италия, Хърватия и Словения), не е адекватен с оглед на предизвикателствата, тя ще препоръча на Съвета да отправи препоръки до съответните държави членки за предприемане на корективни действия съгласно тези разпоредби относно ПМД, уреждащи корективните действия. Ако е необходимо, в началото на юни също така ще бъдат предприети последващи процедурни стъпки в рамките на ППД.

(*) Настоящото съобщение отговаря на изискванията на член 6, параграф 1 и член 7, параграф 1 от Регламент (ЕС) № 1176/2011, съгласно които Комисията информира Европейския парламент, Съвета и Еврогрупата относно резултатите от ЗП. ЗП относно седемнадесет държави членки се публикуват едновременно с публикуването на настоящото съобщение (вж. *European Economy-Occasional Papers*). Съгласно ПМД дисбаланси са тенденциите, пораждащи макроикономически промени, които оказват или могат потенциално да окажат неблагоприятно въздействие върху функционирането на икономиката на дадена държава членка или на икономическия и паричен съюз, или на Съюза като цяло; прекомерни дисбаланси са сериозни дисбаланси, включително такива, които застрашават или рискуват да застрашат правилното функциониране на икономическия и паричен съюз.

(**) COM(2013) 900, 15.11.2013 г.

Вж. Препоръка на Съвета (2013/С 217/24) от 9 юли 2013 г. (ОВ С 217, 30.7.2013 г., стр. 97).

(****) В Доклада за механизма за предупреждение от ноември 2013 г. Комисията счете, че не са необходими специфични действия в контекста на ПМД по отношение на Чешката република, Естония, Латвия, Литва, Австрия, Полша и Словакия. Макроикономическото наблюдение по отношение на всички тези държави членки ще продължи в контекста на европейския семестър. Освен това ПМД не се прилага за държавите членки, които изпълняват програми за макроикономически корекции, подкрепени с финансова помощ: Гърция, Кипър, Португалия и Румъния; засиления мониторинг на техните дисбаланси и политики ще продължи в контекста на техните програми.

ОБООЩЕНА ТАБЛИЦА
ИНТЕГРИРАНО НАБЛЮДЕНИЕ НА МАКРОИКОНОМИЧЕСКИТЕ И ФИСКАЛНИ ДИСБАЛАНСИ
(Държави членки, за които са изготвени ЗП)

	ПМД		ПСР
	Констатация	Последващи действия	
BE	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД	Прекомерен дефицит, срок за коригиране: 2013 г.
BG	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД	Все още не е постигната СЦ
DE	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД	Преизпълнение на СЦ
DK	Няма дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър	Прекомерен дефицит, срок за коригиране: 2013 г.
IE	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД. Специфичен мониторинг: наблюдение след приключване на програмата.	Прекомерен дефицит, краен срок за коригиране: 2015 г.
ES	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД. Специфичен мониторинг: наблюдение след приключване на програмата.	Прекомерен дефицит, срок за коригиране: 2016 г.
FR	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД. Предстои да се приведе в действие специфичен мониторинг	Прекомерен дефицит, срок за коригиране: 2015 г. Комисията приема днес препоръка (*)
HR	Прекомерен дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД. Предстои вземане на решение през юни относно следващите стъпки в рамките на ПМД. Предстои да се приведе в действие специфичен мониторинг	Прекомерен дефицит, срок за коригиране: 2016 г.
IT	Прекомерен дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД. Предстои вземане на решение през юни относно следващите стъпки в рамките на ПМД. Предстои да се приведе в действие специфичен мониторинг	Все още не е постигната СЦ
LU	Няма дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър	Преизпълнение на СЦ
HU	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД	Все още не е постигната СЦ
MT	Няма дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър	Прекомерен дефицит, срок за коригиране: 2014 г.
NL	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД	Прекомерен дефицит, срок за коригиране: 2014 г.
SI	Прекомерен дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД. Предстои вземане на решение през юни относно следващите стъпки в	Прекомерен дефицит, срок за коригиране: 2015 г. Комисията приема днес

		рамките на ПМД. Предстои да се приведе в действие специфичен мониторинг	препоръка (*)
SE	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД	Преизпълнение на СЦ
FI	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД	Все още не е постигната СЦ
UK	Дисбаланс	Препоръки, които предстои да бъдат приети в рамките на европейския семестър, включително относно въпроси, свързани с ПМД	Прекомерен дефицит, срок за коригиране: 2014 — 2015 г.

(*) Препоръките в рамките на пакета от два законодателни акта (Регламент (ЕС) № 473/2013) относно мерките, които трябва да се вземат, за да осигури своевременно коригиране на прекомерния бюджетен дефицит, се отнасят само за държавите членки от еврозоната.

СЦ: Средносрочна фискална цел.

Държавите членки от еврозоната, за които бе изготвен ЗП, са щриховани.

1. ВЪВЕДЕНИЕ И ОСНОВНИ КОНСТАТАЦИИ

През последните години икономическото управление на ЕС бе засилено значително. Сега то предвижда съгласуван годишен цикъл за координация на икономическите политики в Европа, като действията относно еврозоната са по-интегрирани. Европейският семестър придоби ключово значение за осъществяване на реформи, които гарантират, че държавите членки координират икономическите си политики и усилията си за насърчаване на растежа и заетостта¹.

Заедно със засилените мерки по Пакта за стабилност и растеж, който е съсредоточен върху устойчивите публични финанси, процедурата при макроикономически дисбаланси (ПМД) представлява същността на засиленото икономическо управление на ЕС. Процедурата при макроикономически дисбаланси (ПМД) има за цел да подпомогне откриването, предотвратяването и разрешаването на проблеми в ранен етап. В началото на четвъртия европейски семестър през ноември 2013 г., в своя доклад за механизма за предупреждение (ДМП) Комисията направи преглед на всички държави членки за възможни макроикономически дисбаланси въз основа на таблица с показатели и установи 16 случая, при които се налага задълбочен преглед. След успешното приключване на своята програма за макроикономически корекции Ирландия също бе включена в поканата на Съвета ECOFIN от февруари 2014 г. Въз основа на тези задълбочени анализи Комисията направи заключения относно съществуването на дисбаланси и техния характер.

В анализа се посочва, че като цяло натрупаните в продължение на години макроикономическите баланси постепенно намаляват. В една държава е установено, че дисбалансите вече не са прекомерни, а в две други държави е установено, че вече не съществуват дисбаланси. В някои случаи обаче възникнаха нови причини за загриженост, които изискват засилено внимание. Комисията очаква, че тези три държави членки, по отношение на които е констатирана прекомерни дисбаланси, ще действат бързо и решително и ще включат всеобхватни и подробни мерки относно политиката в предстоящите си национални програми за реформи и програмите си за стабилност и конвергенция. Държавите членки, по отношение на които Комисията е констатирана наличие на дисбаланси, се приканват да вземат предвид констатациите от задълбочените прегледи при формулирането на националните си програми за реформи и програмите си за стабилност и конвергенция. На тази основа и в рамките на европейския семестър през юни Комисията ще направи препоръки относно политиката за корекция на тези дисбаланси и за предотвратяването на нови дисбаланси.

Като част от продължаващия мониторинг на задълженията съгласно процедурата при прекомерен дефицит, Комисията днес също така използва един нов инструмент от засилените мерки по Пакта за стабилност и растеж и обръща внимание на две държави членки от еврозоната относно риска от неспазване на препоръчаната бюджетна цел за тази година. В рамките на европейския семестър през юни Комисията ще извърши преценка на цялостното положение относно задълженията съгласно Пакта за стабилност и растеж и при необходимост ще предложи съответни мерки на Съвета.

¹ Съобщение на Комисията „Преглед на стратегията „Европа 2020“ за интелигентен, устойчив и приобщаващ растеж“, COM(2014) 130, 5.3.2014 г.

2. НАЛИЦЕ Е ИКОНОМИЧЕСКО ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ, НО РЕФОРМИ ВСЕ ОЩЕ СА НЕОБХОДИМИ

Икономическото възстановяване набира скорост. Според последната прогноза² европейската икономика ще отбележи растеж от 1,5 % през 2014 г. и 2 % през 2015 г. За първи път от няколко години прогнозите за растежа бяха преразгледани към повишаване за няколко държави. Редица основни данни, свързани с дисбалансите, включително външните сметки и резултатите във фискалната област, конкурентоспособността и търговските показатели, както и общата задлъжнялост, се подобряват. В много страни ценовите цикли на жилищата достигнаха най-ниските си точки и започнаха умерено да се покачват. Равнището на безработицата се стабилизира и бавно се понижава в няколко икономики, въпреки че безработицата, наред с други фактори, които свидетелстват за напрежение в социалната сфера, остават твърде високи в много страни. Коригирането на дисбалансите, постигнато благодарение на политически сложни мерки в областта на политиките и с цената на социални компромиси при адаптирането на икономическите оператори, допринесе за подобряване на основните икономически показатели и подпомогна постепенно възстановяване, което от своя страна спомага за намаляване на макроикономическите рискове. Възстановяването обаче все още е неустойчиво и неравномерно. Едва през 2014 г. и 2015 г. ЕС и съответно еврозоната ще се върнат към своите реални равнища на активност от 2007 г., а за някои държави членки това ще отнеме повече време.

ЗП показват, че предизвикателствата, пред които са изправени икономиките, предмет на прегледа, се променят. Когато Комисията направи законодателно предложение за Регламента за ПМД, което по-късно беше прието, както и по време на първите два случая, когато процедурата бе приложена, основните предизвикателства бяха свързани с неустойчивите дефицити по текущите сметки, загубите по отношение на конкурентоспособността, свързани с предишни много динамични разходи за труд, частните дългове и високите цени на жилищата. Въпреки че много дисбаланси, свързани с потока на капитали, като например дефицитите по текущата сметка, са преодоляни, не може да се каже същото по отношение на дисбалансите, свързани с размера на натрупаните задължения, като например външните задължения. Основните предизвикателства, които са общи за държавите, сега се отнасят до продължителното въздействие, което натискът за намаляването на задлъжнялостта оказва в много държави по отношение на средносрочния растеж; устойчивостта на частните дългове и на външните задължения в контекста на много ниска инфлация и бавен растеж; отраженията от преминаването на еврозоната към относително голям излишък по текущата сметка; и нуждата от предоставяне на кредити за перспективни инвестиции в уязвимите икономики с фрагментирана финансова система. Освен това много високото равнище на безработица в много икономики представлява значително предизвикателство в политически и социален план.

При намирането на отговори в рамките на политиката на променящата се група от предизвикателства следва също да се вземе предвид свързаното с еврозоната измерение на макроикономическите дисбаланси. Макроикономическите дисбаланси са преди всичко вредни за икономиките на засегнатите държави членки, които поради тази причина имат интерес да намалят на свързаните с дисбалансите рискове. Тези рискове се отнасят до устойчивостта на външните задължения и на държавния и частния дълг; до конкурентоспособността на световните пазари и в крайна сметка до

² Вж. Зимните прогнози на службите на Комисията от 25 февруари 2014 г., *Европейска икономика*, 2 (2014 г.).

способността за генериране на силен средносрочен растеж и за създаване на работни места. Взаимната зависимост между икономиките обаче предполага, че отрицателните последици от дисбалансите се разпространяват между държавите и че загубите на ефикасност в една държава членка също така водят до нереализирано благосъстояние за нейните партньори. Съществуват няколко канала, посредством които макроикономическата ситуация и действията в рамките на политиката в една държава членка се отразяват върху нейните партньори: търговия, финансови и парични връзки, структурни реформи и доверие и несигурност³.

В рамките на ПМД, предвид взаимната зависимост между икономиките, няколко предизвикателства е необходимо да бъдат разгледани в контекста на цялата еврозона:

- **Политики за растеж.** След няколко години на рецесия или бавен икономически растеж, еврозоната е сега във фаза на крехко възстановяване. Предвид взаимосвързаността на държавите членки и ограниченията, пред които много от тях са изправени, насърчаването на икономическата активност и средносрочните перспективи се очаква да дойде от продължаващите структурни реформи, насочени към засилване на конкурентоспособността и адаптирането на уязвимите икономики, а за по-големите и по-малко задлъжнелите държави членки — от политиките, насочени към увеличаване на вътрешното търсене и потенциалния растеж. Политиките, които допринасят за увеличаването на инвестициите, са от съществено значение, тъй като те насърчават търсенето в краткосрочен план и увеличават потенциалния растеж в бъдеще⁴.
- **Финансовата фрагментация** се изразява в различия във функционирането и ефективността на финансовите пазари, подчиняващи се на различни нормативни уредби. Тя води до разлика в лихвените проценти и кредитните условия за предприятията и домакинствата в зависимост от тяхната страна на пребиваване, като тази разлика надвишава равнището, обосновано от основните икономически показатели. Гарантирането, че финансовата система предоставя финансиране за жизнеспособни инвестиционни проекти, е необходимо за преразпределението на ресурси между секторите сред най-уязвимите държави членки⁵ и за възстановяване на безпроблемното движение на финансови потоци към периферията на еврозоната.
- **Задлъжнялост и много ниска инфлация** Ценовата стабилност, определена от ЕЦБ като темп на инфлация под 2 %, но близо до това равнище, е важна за средносрочния растеж. Зимната прогноза на Комисията предвижда продължителен период с ниска инфлация, който би могъл да има отрицателно въздействие върху икономическата дейност и равнищата на дълговете. Освен това много ниската инфлация предполага достатъчна степен на номинална гъвкавост за осъществяване на корекция на реалните заплати, която в някои случаи е нужна за намаляване на безработицата.

³ Вж. „Cross-Border Spillovers in Confidence“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), стр. 26 — 30, и „Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), стр. 7 — 16, и „The Economic Effects of Policy Uncertainty“, 'капе I.1 в *European Economy*, 2014 (2); стр. 28 — 30.

⁴ Вж. „The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade' and 'The Growth Impact of Structural Reform“ и „The Growth Impact of Structural Reforms“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), стр. 7 — 16 и стр. 17 — 27, и „Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU“, капе I.2 в *European Economy*, 2014 (2); стр. 31 — 34.

⁵ Вж. „Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States“, *Quarterly Report on the Euro Area* 2013, (1), стр. 19 — 25, и „Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions“ капе I. 2, *European Economy*, 2013 (7): стр. 20 — 23.

- **Възстановяване на равновесието в труден икономически контекст** Евроната преминава през труден процес на възстановяване на равновесието, който е в напреднала фаза, но все още не е завършил. За редица държави членки това означава възстановяване на конкурентоспособността посредством вътрешно обезценяване, т.е. задържане на нарастването на заплатите, увеличаване на производителността и намаляване на други производствени разходи в сравнение с търговските партньори. Вътрешното обезценяване, заедно с амбициозна програма за реформа в по-широк план, е необходим процес за възстановяване на конкурентоспособността както в рамките на паричния съюз, така и в световен мащаб, но е свързан със значителни социални разходи. В сравнение с икономическите корекции в някои икономики след създаването на паричния съюз, предизвикателството за възстановяване на конкурентоспособността е засилено от ниската икономическа активност в ЕС като цяло и в световен мащаб. Необходимите корекции в разходите за труда зависят не само от конкретната ситуация във всяка държава членка, но също така и от движението на разходите за труд на конкурентите в рамките на еврозоната и извън нея и от номиналния обменен курс на еврото. Обменният курс на еврото не е политическа цел. Натискът към повишаване на обменния курс може да се дължи на вътрешни или на външни промени. Има риск увеличаването на конкурентоспособността, постигнато чрез много трудно коригиране на вътрешната политика, да бъде загубено вследствие от повишаване на номиналния обменен курс на еврото. Макар съвкупното търсене в еврозоната все още да е слабо, според зимната прогноза на Комисията се очаква възстановяването да бъде стимулирано във все по-голяма степен от вътрешното търсене и да обхване държавите членки, което би могло да облекчи натиска към повишаване на обменния курс.

Във всички държави членки, особено в еврозоната, е необходимо да бъдат предприети действия за преодоляване на макроикономическите дисбаланси и различията в конкурентоспособността. Както е установено в конкретни препоръки за държавите членки в еврозоната,⁶ те следва да предприемат действия индивидуално и колективно в рамките на Еврогрупата и да поемат отговорност за обща политика в еврозоната с цел гарантиране на доброто функциониране на еврозоната и повишаване на растежа и заетостта. Координацията следва да допринесе за това да се гарантира, че темпът на фискална консолидация е диференциран в зависимост от фискалната и макроикономическата ситуация в държавите членки. Фискалните мерки и мерките за повишаване на производителността следва да насърчават по-нататъшното възвръщане на равновесието в еврозоната и да противодействат на изкривените условия за спестяване и инвестиране в държавите членки. За преодоляването на социалните последици от кризата и за противодействието на растящите равнища на безработица са необходими по-нататъшни реформи (напр. улесняване на достъпа до заетост, предотвратяване на ранното оттегляне от пазара на труда, намаляване на разходите за труд и мерки срещу сегментацията на пазара на труда).

Завършването на банковия съюз остава ключовият фактор за възстановяване на доверието във финансовия сектор и за ограничаване на фрагментираността на пазара. Неговото завършване от своя страна ще насърчи кредитния поток към реалната икономика, особено към МСП, които традиционно зависят повече от банково финансиране. Предстоящото определяне на правилата за ликвидност на банките в контекста на делегираните актове съгласно законодателството относно капиталовите

⁶ Препоръка на Съвета (2013/С 217/24) от 9 юли 2013 г. (ОВ С 217, 30.7.2013 г., стр. 97).

изисквания също следва да облекчи достъпа до финансиране за реалната икономика. Ето защо следва да се насърчи допълнително оздравяване на счетоводните баланси и консолидиране на банковата система; в това отношение предстоящата всеобхватна оценка на счетоводните баланси на банките от страна на ЕЦБ ще бъде от ключово значение.

Приносът на големите държави членки към растежа е важен. Приоритетите на политиката на най-големите държави членки от еврозоната следва да са насочени към: засилване на вътрешното търсене и постигане на средносрочен растеж в *Германия*; преодоляване на пречките пред средносрочния растеж и едновременно с това работа по структурните реформи и бюджетната консолидация във *Франция* и *Италия*; продължаване на методичното намаляване на задлъжнялостта и структурното преобразуване на икономиката с цел подпомагане постигането на устойчив растеж, както и разрешаване на социални проблеми в *Испания*.

3. ОСНОВНИ ОБЩИ КОНСТАТАЦИИ

ЗП дават по-пълна представа за редица общи тенденции, разгледани вече в доклада за механизма за предупреждение⁷. Наличието на определени дисбаланси и рискове все още характеризира икономиките на редица държави членки. Задълбочените прегледи показват по-специално, че:

- **Големите външни задължения остават уязвимо място** През последните тримесечия дефицитите по текущата сметка бяха намалени в няколко държави, в които имаше високи дефицити в предкризисния период. В някои страни, като например *България*, *Испания*, *Хърватия* и *Унгария*, бе постигнат излишък по текущата сметка, а в *Ирландия* и *Словения* този излишък бе много голям. Подобрението на текущата сметка в тези държави членки се дължи на увеличаване на конкурентоспособността, улеснено от корекции на разходите за труд, но така също и на свиване на вътрешното търсене в тези страни. При все това, от гледна точка на размера на задълженията, нетните външни задължения на някои от страните, предмет на преглед, остават много високи. Такъв е по-специално случаят с *Ирландия*, *Испания*, *Хърватия* и *Унгария*, където отрицателната нетна международна инвестиционна позиция (НМИП) е близо до или по-висока от годишния БВП, като НМИП е много висока и в *България*. Опасенията за външната устойчивост са различни в отделните държави и зависят също от вида на техните брутни и нетни задължения. По-специално, високият дял на ПЧИ смекчава рисковете в *България*, *Ирландия* и *Унгария*⁸. Много от подобренията в текущите сметки не са циклични и следователно се очаква да се запазят, щом бъде постигнато възстановяването.⁹ Все пак, за да се осигури външна устойчивост на най-задлъжнелите икономики, корекцията по текущата сметка трябва да продължи, като излишъците и ниските дефицити бъдат запазени за продължителен период от време. Структурното намаляване на търсенето в най-уязвимите държави показва необходимостта от повишаване на производителността, което да е подкрепено от реформи за повишаване на растежа; в противен случай икономическата активност

⁷ COM (2013) 790 final, 13.11.2013 г.

⁸ Вж. „The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), стр. 17 — 25.

⁹ Вж. „The Cyclical Component of Current Account Balances“, капе I.3 в *European Economy*, 2014 (2); стр. 35 — 38.

ще остане много слаба за дълъг период от време, по-специално в най-задълженелите икономики.

- **През последните години имаше значително влошаване във външните потоци на няколко държави.** Такъв е случаят с *Франция*, а също и с *Обединеното кралство*, в което по настоящем е отчетен най-големият дефицит по текущата сметка в ЕС. Въпреки че тези икономики имат относително ниски равнища на нетни външни задължения и тяхната външна устойчивост не е заплашена, нарастващите различия могат да породят специфични рискове по отношение на техните икономики, ако техните дефицити продължат да се увеличават.
- **Устойчивите много големи излишъци по текущата сметка често отразяват спад в динамиката на вътрешното търсене.** Дадена държава с излишък по текущата сметка отлага потреблението от днес за утре, като инвестира в чужбина. От своя страна, държава с дефицит по текущата сметка може да увеличи потреблението си или инвестициите днес, но трябва да прехвърли бъдещ доход в чужбина, за да изкупи обратно външния си дълг¹⁰. Излишъците са много високи в *Германия*, *Люксембург*, *Нидерландия* и *Швеция*, като излишъкът в Дания също е висок. Излишъците в тези държави са свързани със силния износ в сравнение с вноса, чието умерено нарастване е в съответствие с нарастването на вътрешното търсене. Натрупването на умерен излишък е желано развитие предвид необходимостта от запазване на част от текущия доход за справяне с предизвикателството, създадено от демографските прогнози¹¹, и осигуряване на спестявания, които могат да бъдат инвестирани в чужбина. Доколкото големите излишъци са резултат от силна липса на вътрешни инвестиции, те също така възпрепятстват средносрочните и дългосрочните икономически перспективи. Характера на излишъците не е идентичен във всички тези държави; докато в *Дания*, *Нидерландия* и *Швеция*, където домакинствата и нефинансовите предприятия регистрират високи равнища на задължнялост, излишъците са свързани с намаляване на задължнялостта, то за *Германия* това важи в много по-малка степен. Търговският излишък на *Германия* по отношение на останалия свят се е увеличил, въпреки че е намалял по отношение на останалата част от еврозоната. Намаляването на излишъка е положително развитие, но то трябва да се разглежда в перспектива: тази промяна спрямо еврозоната се дължи повече на намаляване на вноса от периферията на еврозоната, отколкото на увеличение на *германския* внос. Освен това част от намаляването на излишъка в рамките на еврозоната се дължи на други страни с излишък. Увеличаване на вътрешното търсене чрез ускоряване на инвестициите би намалило излишъка, би насърчило потенциалния растеж, би допринесло за икономическото възстановяване и за продължаващо икономическо приспособяване в еврозоната.
- **Разходната конкурентоспособност остава съществен проблем.** Това се отнася особено за страните, които преди имаха най-големите дефицити по текущата сметка и имат нужда да гарантират своята външната устойчивост, като например *България*, *Испания* и *Унгария*, или за страните, които претърпяха загуби на експортни пазарни дялове през последните години, като например *Хърватия*, *Италия* или *Финландия*. Конкурентоспособността и резултатите от износа са от особено значение за икономическите перспективи на няколко икономики, тъй като е вероятно, предвид

¹⁰ Вж. „Current Account Surpluses in the EU“, *European Economy* 2012 г.(9).

¹¹ Вж. „Ageing Report“, *European Economy*, 2012 (2) и „Fiscal Sustainability“, *European Economy*, 2012 (8).

нуждите от намаляване на задлъжнялостта в частния сектор и от бюджетна консолидация, важните елементи на търсенето в подкрепа на растежа в средносрочен план да се изразяват в нетния износ или в инвестициите, ориентирани към износ. Разходите за труд за единица продукция (РТЕП) продължават да се коригират в няколко държави членки, които са най-силно засегнати от проблеми, свързани с конкурентоспособността и безработицата. Сред държавите членки, предмет на преглед, най-голямата корекция през последните години е настъпила в *Ирландия* и *Испания*. Корекцията на РТЕП е предизвикана от интензивен натиск на пазара и на конкурентоспособността, който води до намаляване на номиналните възнаграждения в няколко сектора, съкращаване на работни места, както и до подобряване на производителността. Корекцията бе сравнително много по-малка във *Франция*, *Италия* и *Словения*. В няколко държави РТЕП се понижиха с процент, по-висок от дефлаторите на износа и на БВП. Това може да е в съответствие с възвръщането на равновесието дотолкова, доколкото засиленото увеличение на цените допринася за стимулиране на търгуемия сектор към разширяване¹². Въпреки продължаващите корекции на реалните заплати, адаптирането на пазара на труда досега бе осъществявано предимно под формата на съкращаване на работни места и силно понижени равнища на намиране на работа. Това доведе до рязко увеличаване на безработицата и цялостно удължаване на периодите на безработица¹³, чиито социални последици и отражения върху потенциалния растеж трябва да бъдат взети предвид при формулирането на мерките в рамките на политиката.

- **ЗП също подчертават ролята на неразходната конкурентоспособност.** За повечето държави членки неразходната конкурентоспособност изглежда е също толкова важна за обясняване на резултатите в областта на търговията, колкото е разходната конкурентоспособност. Неразходните фактори включват структурата на износа и технологичното съдържание, географската диверсификация на износа, фирмената структура, бизнес средата и иновациите. В ЗП се обсъжда как държави членки, като например *Белгия*, *Дания*, *Италия*, *Франция*, *Хърватия*, *Унгария*, *Финландия* и *Обединеното кралство*, посрещат предизвикателството за подобряване на резултатите от износа и възстановяване на неразходната конкурентоспособност. Износът на услуги често смекчава по-слабите резултати от износа на стоки за няколко държави, подложени на ЗП, като *Белгия*, *Дания*, *Хърватия*, *Люксембург*, *Швеция*, *Словения* и *Обединеното кралство*. Застоят в растежа на производителността е определен като продължителен проблем в *Белгия* и в *Италия*, който изостря рисковете, свързани с външните и вътрешните дисбаланси. Подобренията в разходната и неразходната конкурентоспособност са от ключово значение предвид тенденцията към спад в пазарните дялове на развитите икономики в световния износ.
- **Наблюдава се намаляване на задлъжнялостта в частния сектор, но в няколко икономики равнището на частния дълг остава високо.** Необходимостта домакинствата и нефинансовите предприятия, както и финансовите дружества, да намалят балансовите си числа и задълженията си оказва отрицателно въздействие върху частното потребление и инвестициите. Кредитните потоци към частния

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

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

сектор са засегнати от неблагоприятните условия на търсене и предлагане¹⁴. Тези условия включват намаляването на задлъжнялостта в самия финансов сектор, неговата фрагментираност и продължителната несигурност в политиката, която засегна решенията за инвестиции. Ниското ниво на корпоративните инвестиции представлява пречка за прехвърляне на ресурси към най-производителните сектори и ориентираните към износ индустрии и ограничава средносрочния растеж¹⁵. В същото време намаляването на задлъжнялостта на домакинствата, нефинансовите и финансовите дружества допринесе за намаляването на дефицитите по текущата сметка в няколко държави членки, подлежащи на преглед, като например *Испания* и *Словения*, и допринесе за големи излишъци в *Дания*, *Нидерландия* и *Швеция*. Освен това ниските темпове на инфлация, които представляват ключов компонент от стратегията на няколко държави членки за възстановяване на конкурентноспособността, могат да затруднят усилията за намаляване на задлъжнялостта в частния сектор в някои страни.

- **В няколко страни кризата в жилищния пазар постепенно преминава.** Повечето жилищни пазари в ЕС бяха във фаза на корекция след особено дълъг цикъл с повишаващи се цени. В някои страни, по-специално в *Дания*, *Ирландия*, *Испания* и *Нидерландия*, общото понижаване на реалната цена на жилищните активи бе съществено. В Испания и Ирландия коригирането на цените на жилищата бе съпроводено със свиване на строителния сектор, влошаващо състоянието на безработицата. Това допринесе за повишаване на броя на необслужваните заеми и до влошаване на счетоводните баланси на банките, което наложи увеличаване на резервите и прехвърляне на проблемните активи на специализирани дружества за управление на активи. Макар че по отношение на някои страни, предмет на преглед, не могат да се изключат по-нататъшни корекции в посока намаляване, въз основа на наличните данни може да се предположи, че цикълът в повечето страни и стигнал най-ниската си точка и е налице умерен растеж, като например в *Люксембург*, *Малта*, *Швеция* и *Обединеното кралство*.
- **Безработицата и другите показатели, свидетелстващи за социално напрежение, остават много високи¹⁶.** Безработицата рязко се увеличи, особено в страни, засегнати от влошаване на текущата сметка, а различията между държавите членки също са много големи. Особено безпокойство пораждат младежката безработица и дългосрочната безработица, а несъответствията в търсенето и предлагането на умения също трябва да бъдат преодолені. Все пак от средата на 2013 г. се забелязват признаци на стабилизиране и слабо понижаване на равнището на безработица в някои държави членки, като например *България*, *Ирландия*, *Унгария* и *Обединеното кралство*. Доколкото влошаването на текущата сметка води до постоянен спад на инвестициите и производителността, намаляването на безработицата може да изисква промените във възнагражденията да са в

¹⁴ Вж. „Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013, (1), стр. 19 — 25, и „Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), стр. 26 — 32.

¹⁵ Вж. „Product Market Review: Financing the Real Economy“, *European Economy*, 2013 (8), „Financial Dependence and Growth“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), стр. 7 — 18, и „Firms’ Investment Decisions in Vulnerable Member States“, *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), стр. 29 — 35.

¹⁶ Вж. също Съобщение на Комисията „Укрепване на социалното измерение на икономическия и паричен съюз“, COM(2013) 690, 2.10.2013 г. и „Проект на съвместен доклад за заетостта за 2014 г.“, COM(2013) 801 final, 13.11.2013 г.

съответствие с производителността, като по този начин се подкрепя както конкурентоспособността, така и съвкупното търсене.

Последните прогнози показват, че се очаква темпът на фискалната корекция да се забави в ЕС и в еврозоната. Това става благодарение на съществените усилия за бюджетна консолидация през последните две години. В повечето държави членки обаче все още има нужда от ускоряване на бюджетната консолидация.

- **През 2014 г. бюджетната консолидация се забавя, докато съотношението на консолидирания държавен дълг към БВП ще стигне най-високата точка.** През 2013 г. публичните финанси продължиха да се подобряват както в ЕС, така и в еврозоната благодарение на продължаващата бюджетна консолидация. През 2014 г. се очаква темпът на корекция да се забави. Въпреки това продължаващата бюджетна консолидация и икономическото възстановяване позволяват допълнително намаляване на номиналните дефицити. Що се касае до структурните корекции, усилията на повечето държави членки през 2013 г. бяха задоволителни. Прогнозира се, че както в ЕС, така и в еврозоната съотношението на дълга спрямо БВП ще се увеличи допълнително през 2013 г., а така също, с по-бавен темп, и през 2014 г., когато се очаква да достигне най-високата си точка.
- **Съществуват съмнения дали бюджетната консолидация в някои държави членки е достатъчно силна, за да гарантира, че коригирането на прекомерните дефицити се изпълнява по план.** Това е по-специално случаят с *Франция* и *Словения*. По отношение на тези държави Комисията приема препоръки, в които правителствата се приканват да вземат своевременни мерки с оглед на положението. По отношение на *Италия*, която няма прекомерен дефицит, прогнозите сочат, че са нужни допълнителни усилия за гарантиране на изискваното намаляване на дълга. Що се касае до държави извън еврозоната, ако се запазят настоящите тенденции и при отсъствие на допълнителни мерки, има риск *Хърватия* да не изпълни своите цели както за номиналните дефицити, така и за структурната корекция. В *Унгария*, която няма прекомерен дефицит, структурното салдо се влошава и това създава риск за намаляването на дълга.

4. КОНСТАТАЦИИ ПО ДЪРЖАВИ ЧЛЕНКИ

Дисбалансите, от които са засегнати четиринадесет държави членки, са от различно естество. Въз основа на анализа, който е подробно изложен в ЗП, Комисията смята, че *Белгия, България, Германия, Ирландия, Испания, Франция, Хърватия, Италия, Унгария, Нидерландия, Словения, Финландия, Швеция и Обединеното кралство* са засегнати от дисбаланси. Сред тези държави членки *Хърватия, Италия и Словения* са засегнати от прекомерни дисбаланси. Що се касае до *Испания*, Комисията счита, че през последната година бе извършена значителна корекция и предвид настоящите тенденции дисбалансите ще продължат да намаляват с течение на времето. Въпреки че това дава основание да се заключи, че дисбалансите в *Испания* вече не са прекомерни в смисъла на ПМД, Комисията подчертава, че все още съществуват рискове. Различията в естеството на дисбалансите и прекомерните дисбаланси, включително тяхното бюджетно пространство и етап от процеса на наблюдение, означават, че мерките в рамките на политиката, които следва да се изготвят от държавите членки в сътрудничество с Комисията, трябва да бъдат адаптирани към специфичните нужди на всяка страна.

- **Белгия** продължава да е засегната от *макроикономически дисбаланси, които изискват мониторинг и политически действия*. По-специално продължават да заслужават внимание промените, свързани с външната конкурентоспособност на стоките, като евентуално трайно влошаване би застрашило макроикономическата стабилност.

По-конкретно продължаващо влошаване на конкурентоспособността, включително на нейното неразходно измерение, може да породи отрицателни последици за икономиката. Способността на производството да се конкурира в международен план беше затруднена, което намира отражение в свиването на маржовете на печалба на производителите и закриването на работни места. За да могат да се съчетаят високи разходи за труд със създаване на устойчиви работни места и висок стандарт на живот, се изисква усилие за преминаване към продукти, които се намират по-високо в световните вериги за създаване на стойност. Същевременно трябва да се предотврати нарастване на несъответствието между бързия растеж на заплатите и бавния растеж на производителността. В това отношение Белгия предприе стъпки, от които се очакват резултати в предстоящите години. При все това запазването на производствената база изисква по-амбициозни действия, особено предвид провежданите реформи в страните конкуренти. Това е свързано с облагането на трудовите доходи и с формиране на заплатите, което да отразява в по-голяма степен реалностите в икономиката и отраслите, както и с преодоляване на упоритите проблеми на функционирането на пазара на труда. Високото равнище на държавния дълг на Белгия продължава да буди безпокойство за устойчивостта на публичните финанси. От друга страна обаче, Белгия успя да стабилизира своето съотношение на консолидирания държавен дълг към БВП, смята се, че е спазила препоръчания целеви дефицит за 2013 г., и се предвижда да задържи дефицита под 3 % от БВП. Освен това дългият среден матуритет на заемите, относително намалените взаимовръзки с вътрешния финансов сектор и сравнително доброто състояние на частния сектор смекчават рисковете за икономиката като цяло.

- **България** все още е засегната от *макроикономически дисбаланси, които изискват мониторинг и политически действия*. По-специално продължителната корекция на пазара на труда налага политически действия, докато корекцията на външната позиция и намаляването на корпоративната задлъжнялост напредват добре.

По-конкретно в България бързо се натрупаха дисбаланси по време на етапа на бурен растеж, който съвпадна с присъединяването към Европейския съюз. Силният приток на чуждестранни капитали допринесе за прегряването на икономиката и постоянното увеличаване на цените на дълготрайните активи. От 2009 г. насам се наблюдава намаляване на дефицита по текущата сметка, но натрупаните външни задължения, въпреки че в голямата си част са ПЧИ, продължават да са високи. Изглежда корекцията е предимно нециклична, но евентуално допълнително намаляване на външните задължения зависи от поддържането на външна конкурентоспособност и силен износ. Продължаващото намаляване на задлъжнялостта на нефинансовите предприятия би могло да ограничи инвестициите и растежа в някои отрасли в краткосрочен и средносрочен план. Слабият и неприобщаващ пазар на труда също ограничава капацитета за приспособяване на икономиката и е една от причините, които препятстват потенциалния растеж. Безработицата нарасна рязко, като свиването на заетостта по време на кризата беше по-силно, отколкото се очакваше в резултат на свиването на производството. Нискоквалифицираните и младите работници бяха най-силно засегнати от съкращаването на работни места. Въпреки

относително ниските разходи за заплати, силното повишаване през последните години на минималните социалноосигурителни и трудови възнаграждения крие риск от прекомерно оскъпяване на наемането на най-уязвимите на пазара на труда. Същевременно засега активните политики на пазара на труда и образователната система не са ефикасни по отношение на улесняване на процеса на приспособяване и възпрепятстват натрупването на човешки капитал на широка основа.

- **Германия** е засегната от *макроикономически дисбаланси, които изискват мониторинг и политически действия*. По-специално текущата сметка отбелязва постоянно много висок излишък в резултат на силната конкурентоспособност, като голяма част от спестяванията бяха инвестирани в чужбина. Това също е признак на продължаващ слаб вътрешен растеж и на вероятно неефективно разпределение на икономическите ресурси. Въпреки че излишъците по текущата сметка не пораждат рискове от рода на големи дефицити, поради размера и постоянството си излишъкът по текущата сметка на Германия заслужава да му се обърне голямо внимание. Изключително подчертана е необходимостта от мерки за намаляване на риска от неблагоприятни последици за функционирането на националната икономика и на еврозоната, като се има предвид мащабът на германската икономика.

По-конкретно относително ниските инвестиции в частния и публичния сектор в съчетание със слабото частно потребление през по-дълъг период допринесоха за скромнен растеж, намаляване на тенденцията на растеж, засилена зависимост на икономиката от външното търсене и натрупването на излишък по текущата сметка. Следователно предизвикателството се изразява в набелязването и изпълнението на мерки, които да спомогнат за засилване на вътрешното търсене и на потенциала на икономиката за растеж. По-високите инвестиции във физически и човешки капитал и насърчаването на по-висока ефективност във всички сектори на икономиката, включително чрез разгръщане на потенциала за растеж на сектора на услугите, което допълнителното ще засили предлагането на работна ръка, са основните предизвикателства пред политиките.

- **Ирландия:** Наскоро приключилата програма за макроикономически корекции беше от основно значение за управлението на икономическите рискове и намаляването на дисбалансите. Продължаващите обаче *макроикономически дисбаланси налагат специфичен мониторинг и решителни политически действия*. По-специално процесите във финансовия сектор, задлъжнялостта на частния и публичния сектор, както и свързаните с това високи брутни и нетни външни задължения, а също и положението на пазара на труда, означават, че все още са налице рискове. Комисията ще приведе в действие специфичен мониторинг на прилагането на политиките и ще докладва редовно на Съвета и Еврогрупата. Този мониторинг ще се опира на наблюдение след приключване на програмата.

По-конкретно, като се започне от 2007 г., Ирландия премина през срив на пазара на недвижими имоти и мерки за покриване на загубите в банките, като спадът в държавните приходи доведе до сериозни бюджетни трудности. Вследствие на загубата на достъп до пазара Ирландия поиска в края на 2010 г. международна финансова помощ. Ирландия показваше неизменно добри резултати през цялото време на програмата, която приключи през 2013 г. Целите на бюджетна консолидация съгласно програмата бяха изпълнени и Ирландия подобри националните бюджетни разпоредби и институции. Освен това се предвижда да бъдат постигнати целите на номиналния дефицит за 2013 г. и 2014 г. Целите за намаляване на банковата задлъжнялост бяха изпълнени и коефициентът на

капиталова адекватност е повишен. Засилени бяха финансовият надзор и регулирането. Домакинствата увеличиха равнището на своите спестявания с цел намаляване на задлъжнялостта си. Реформите на пазара на труда допринесоха за намаляване на безработицата. Също така се стабилизираха цените на жилищата, като показват признаци на възстановяване. Въпреки това, необходим е допълнителен напредък, тъй като държавният и външният дълг остават много високи, финансовия сектор е уязвим с голямо количество необслужвани заеми, а дългосрочната безработицата и безработицата сред младите хора продължава да не спада.

- **Испания** е засегната от *макроикономически дисбаланси, които изискват специфичен мониторинг и решителни политически действия*. Корижирането на посочените миналата година прекомерни дисбаланси отбеляза определен напредък в няколко направления, а завръщането към положителен растеж намали рисковете. При все това мащабът и взаимосвързаният характер на дисбалансите, и по-специално високите равнища на вътрешния и външния дълг, показват, че рисковете са все още налице. Комисията ще продължи да прилага специфичен мониторинг на политиките, препоръчани от Съвета за Испания в контекста на европейския семестър, и ще докладва редовно на Съвета и Еврогрупата. Този мониторинг ще се опира на наблюдение след приключване на програмата.

По-конкретно корекцията бе подкрепена от решителни политически действия на равнище ЕС и от Испания. По-специално рекапитализацията и реструктурирането на по-слабите банки разсеяха опасенията относно стабилността на цялата система на финансовия сектор и дадоха възможност за гладко приключване на програмата за финансова помощ в началото на 2014 г. Дефицитът по текущата сметка се превърна в излишък в резултат на комбинация от свиване на вноса и засилване на износа, подкрепена от нараснала конкурентоспособност. Жилищният пазар е близо до стабилизиране. Закриването на работни места изглежда към своя край. Що се отнася до политиките, широкообхватната програма за структурни реформи, очертана в националната програма за реформи (НПР) за 2013 г., е почти завършена от законодателна гледна точка, като вниманието се премества към трудния етап на прилагането. Това положително развитие доведе до силно завръщане на доверието, показателно за което е понижаването на пазарните рискови премии, възстановения приток на чуждестранен капитал и повишаването на доверието на бизнеса и потребителите.

При все това корекцията е далеч от приключване и уязвимостта не е изчезнала. По-конкретно прекалено високото равнище на натрупания частен и държавен дълг, както вътрешен, така и външен, продължава да създава рискове за финансовата стабилност и растежа. Въпреки неотдавнашното си свиване безработицата остава на тревожни нива. Пренасочването на системата на производство към експортно ориентирани сектори и възстановяването на конкурентоспособността в международен план ще трябва да се запазят, за да се намалят натрупаните големи външни задължения и произтичащата от тях тежест под формата на отрицателен поток на разходи към останалия свят. Напредва корекцията на балансите на предприятията в частния сектор, но високата безработица и намаляването на доходите ограничиха темпа на намаляване на задлъжнялостта на домакинствата. Дълговете на нефинансовите предприятия намаляха с малко по-устойчиви темпове. Предизвикателството нататък ще бъде да се гарантира намаляване на задлъжнялостта, което да върви ръка за ръка с положителни кредитни потоци към финансово стабилни заемополучатели. Отстраняването на препятствията пред

функционирането на стоковите и финансовите пазари, както и ефективните процедури по несъстоятелност могат да попречат на намаляването на задлъжнялостта да действа като спирачка на растежа. На пазара на труда въз основа на положителните последици от неотдавнашните реформи, свързани с вътрешната гъвкавост и механизмите за определяне на заплатите, биха могли да се планират допълнителни реформи. Накрая, сериозният недостиг на приходи, по-високите социални разходи и разходите за рекапитализация на банките доведоха до засилване на натиска върху бюджетните дефицити и до бързо увеличаване на държавния дълг. Възможно е целта на бюджетния дефицит за 2013 г. да не е постигната, но подобряващите се макроикономически перспективи следва да позволят на Испания да постигне целта за номиналния дефицит за 2014 г. За да се гарантира намаляване на държавния дълг в средносрочен план, ще се изискват постоянни усилия в областта на бюджета.

- **Франция** е засегната от *макроикономически дисбаланси, които изискват специфичен мониторинг и решителни политически действия*. По-специално влошаването на търговския баланс и конкурентоспособността, както и последиците от високото равнище на задлъжнялост на публичния сектор изискват постоянно политическо внимание. Особено подчертана е необходимостта от решителни действия за намаляване на риска от неблагоприятни последици за функционирането на френската икономика и на икономическия и паричен съюз, като се вземат под внимание мащабът на френската икономика и потенциалното отражение върху функционирането на еврозоната. Предвид необходимостта от политически действия, посочена вече в ЗП от 2013 г., Комисията ще приведе в действие специфичен мониторинг на политиките, препоръчани от Съвета за Франция в контекста на Европейския семестър, и ще докладва редовно на Съвета и Еврогрупата.

По-конкретно нарастващият търговски дефицит отразява дългосрочното намаляване на експортни пазарни дялове, свързано с постоянните загуби както на разходна, така и на неценова конкурентоспособност. Независимо от мерките за насърчаване на конкурентоспособността, досега има ограничени данни за някакъв обрат. Макар заплатите да се развиваха в съответствие с производителността, разходите за труд остават високи и упражняват натиск върху маржовете на печалба на дружествата. Ниските и намаляващи печалби на частните дружества, особено в производствения сектор, може би са ограничили способността им за растеж и възможностите им за износ. Неблагоприятната бизнес среда, и по-специално ниското равнище на конкуренция в сферата на услугите, допълнително утежнява предизвикателствата, свързани с конкурентоспособността. Освен това липсата на гъвкавост в системата за определяне на заплатите води до затруднения за предприятията при адаптирането на заплатите към производителността. Въпреки мерките, предприети за намаляване на бюджетния дефицит от 2010 г. насам, държавният дълг продължи да нараства, което налага продължаване на бюджетната консолидация и, като се има предвид високото равнище на публичните разходи, отделяне на специално внимание на намаляването на разходите, а именно чрез стремеж към повишаване на ефективността. Предвижда се Франция да не постигне целите както за номиналния дефицит, така и за структурната корекция през целия прогнозен период.

- **Хърватия** е засегната от *прекомерни макроикономически дисбаланси, които изискват специфичен мониторинг и решителни политически действия*. По-специално са необходими политически действия по отношение на слабостите, възникващи от значителни външни задължения, спад в равнището на износа, висока

задлъжнялост на дружествата и бързо растящ консолидиран дълг на сектор „Държавно управление“, и всичко това в контекст на нисък растеж и слаб капацитет за приспособяване. Комисията ще приведе в действие специфичен мониторинг на прилагането на политиките и ще докладва редовно на Съвета.

По-конкретно след фаза на експанзия, по време на която бяха натрупани дисбаланси, понастоящем Хърватия е в състояние на траен срив, при което на преден план излязоха цяла поредица от външни и вътрешни рискове. Външното уравновесяване е заплашено от значителни рискове, докато чуждестранните задължения на Хърватия не намалее до по-безопасно равнище, и зависи от подобряването на конкурентоспособността и разширяването на износа отвъд туризма, така че да бъде подкрепен растежът. Намаляването на задлъжнялостта на нефинансовите предприятия е все още на ранен стадий и е необходим мониторинг на развитието в този сектор, свързано с необслужваните заеми. Държавните предприятия, които все още играят доминираща роля в някои отрасли и в повечето случаи са непреструктурирани, като цяло са силно задлъжнели и слабо рентабилни. Хърватия е държавата с най-ниските коефициенти на активност и заетост в ЕС, което е отчасти свързано със съответни институции и параметри на политиките. По-доброто функциониране на пазара на труда ще бъде решаващо за растежа и корекциите, необходими с оглед на външните и вътрешните слабости. По отношение на почти цялата поредица стандартни показатели стопанската среда на Хърватия заема място, което е значително под средното за държавите членки от Централна и Източна Европа. Тези фактори заедно допринасят за по-ниския потенциален растеж, което възпрепятства възстановяването на балансите на предприятията в частния сектор и увеличава необходимостта от бюджетна консолидация. Налице е необходимост от значителна допълнителна бюджетна консолидация с цел намаляване на дефицита и предотвратяване на неудържимо нарастване на дълга. Хърватия е в ППД и до 30 април 2014 г. трябва да предприеме ефективни действия за преодоляване на прекомерния дефицит. Ако се запазят настоящите тенденции, при отсъствие на допълнителни мерки Хърватия рискува през 2014 г. да не изпълни своите цели с голяма разлика.

- **Италия** е засегната от прекомерни макроикономически дисбаланси, които изискват специфичен мониторинг и решителни политически действия. По-специално последиците от много високото равнище на държавния дълг и слабата външна конкурентоспособност, дължащи се и двете в крайна сметка на изключително слабия растеж на производителността, изискват спешно политическо внимание. Изключително подчертана е необходимостта от решителни мерки за намаляване на риска от неблагоприятни последици за функционирането на италианската икономика и на еврозоната, като се има предвид мащабът на италианската икономика. Комисията ще приведе в действие специфичен мониторинг на политиките, препоръчани от Съвета за Италия в контекста на Европейския семестър, и ще докладва редовно на Съвета и Еврогрупата.

По-конкретно високото равнище на държавния дълг представлява значителна тежест за икономиката, особено в контекста на хронично слаб растеж и ниска инфлация. Голямо предизвикателство ще представлява постигането и поддържането на много високи първични излишъци — над историческите средни стойности — и на силен растеж на БВП за продължителен период от време, като и двете са необходими, за да се гарантира, че отношението на дълга спрямо БВП намалява стабилно. През 2013 г. Италия постигна напредък по отношение на своята средносрочна бюджетна цел.

Налице е обаче риск корекцията на структурното салдо през 2014 г. да се окаже недостатъчна предвид необходимостта от намаляване на съотношението на консолидирания държавен дълг към БВП с адекватни темпове. Кризата подкопа първоначалната устойчивост на италианския банков сектор и отслабва неговата роля за подпомагане възстановяването на икономиката. Загубите на конкурентоспособност се коренят в постоянното разминаване между нарастването на заплатите и на производителността, високото облагане на трудовите доходи, неблагоприятната продуктова структура на износа и високия дял на малките предприятия, за които е трудно да се конкурират в международен мащаб. Липсата на гъвкавост при определянето на заплатите не позволява адекватна диференциация на заплащането в съответствие с развитието на производителността и условията на местния пазар на труда. Дългогодишната липса на ефективност в публичната администрация и съдебната система, слабото корпоративно управление, както и високото равнище на корупция и укриване на данъци намаляват разпределителната ефективност в икономиката и възпрепятстват реализирането на ползите от приетите реформи. Големите пропуски по отношение на човешкия капитал — отражение на ниската възвръщаемост на образованието за младите поколения, специализацията на страната в сектори на ниски до средни технологии и структурните слабости в системата на образованието, правят по-голямо предизвикателството, свързано с производителността.

- **Унгария** продължава да е засегната от *макроикономически дисбаланси, които изискват мониторинг и решителни политически действия*. По-специално текущото коригиране на силно отрицателната международна нетна позиция и високото равнище на държавния и частния дълг в контекста на нестабилен финансов сектор и влошаващите се резултати на износа продължават да изискват голямо внимание, за да се намалят съществените рискове от неблагоприятни последици за функционирането на икономиката.

По-конкретно, въпреки незадоволителните резултати на износа, нетната международна инвестиционна позиция се подобри, което отразява предимно намаляването на задлъжнялостта на частния сектор. Макар че наскоро бяха отчетени някои окуражителни признаци в производството, то няма да бъде достатъчно, за да доведе само по себе си до забележим обрат по отношение на резултатите на износа. При все че равнището на дълга спадна, остават дисбалансите и рисковете, свързани с частния дълг, като намаляването на задлъжнялостта е възпрепятствано от високия процент на заемополучатели в затруднено положение, застиналия жилищен пазар, нестабилния финансов сектор, значителния дял от заеми в чуждестранна валута, а така също и преобладаващата в стопанския сектор несигурност. Трайното възстановяване на нормалното кредитиране на икономиката ще изисква подобряване на оперативната среда на банките. Високият държавен дълг е друг значителен източник на безпокойство. Въпреки съществените подобрения на структурното бюджетно салдо, пониженият обменен курс, слабият потенциал за растеж и повишените разходи за финансиране не допускат намаляването на дълга. Очаква се Унгария да не постигне своята средносрочна цел и се предвижда влошаване на нейното структурно салдо през 2014 г.

- **Нидерландия** е засегната от *макроикономически дисбаланси, които изискват мониторинг и политически действия*. По-специално заслужават внимание макроикономическите промени, що се отнася до дълга на частния сектор и текущото намаляване на задлъжнялостта, съчетани с продължаващата неефективност на

жилищния пазар. Въпреки че големият излишък по текущата сметка не поражда рискове от рода на големи дефицити и е отчасти свързан с необходимостта от намаляване на задлъжнялостта, Комисията ще продължи да следи промените в текущата сметка на Нидерландия в контекста на европейския семестър.

По-конкретно липсата на гъвкавост и небалансираните стимули формираха в продължение на десетилетия облика на жилищното финансиране и на моделите на спестовност в различни сектори. Балансите на финансовите институции бяха силно насочени към жилищно финансиране, като домакинствата бяха склонни да взимат допълнителни кредити, които да обезпечават с имоти. Успоредно с това от средата на 90-те години насам нефинансовите предприятия преминаха към структурен излишък от спестявания. Това доведе до значителен и постоянен излишък по текущата сметка, придружен от високо равнище на брутните нетни дългове и нетните активи на домакинствата. През последните години слабото търсене на вътрешния пазар в резултат на глобалната криза доведе до ново увеличение на външния излишък. През същия период имаше подобрения в това отношение посредством политики, прилагани за ограничаване на ипотечното кредитиране. Намаляването на задлъжнялостта ще продължи да спъва икономическата активност, но стабилизирането на жилищния пазар и значителната положителна нетна позиция на активите на домакинствата ограничава рисковете. По отношение на публичните финанси се очаква Нидерландия да не изпълни своята цел за номиналния дефицит през 2014 г. — годината, в която прекомерният дефицит трябва да бъде коригиран, макар и да се очаква в периода 2013 — 2014 г. държавата да е приела структурните мерки в препоръчания обхват.

- **Словения** продължава да е засегната от *прекомерни макроикономически дисбаланси, които изискват специфичен мониторинг и непрекъснати решителни политически действия*. През последната година дисбалансите бяха в процес на отстраняване благодарение на макроикономическата корекция и неотклонните политически действия, предприети от Словения. При все това мащабът на необходимите корекции означава, че рисковете са все още налице. Комисията ще продължи да прилага специфичен мониторинг на политиките, препоръчани от Съвета за Словения в контекста на Европейския семестър, и ще докладва редовно на Съвета и Еврогрупата.

По-конкретно рискът, произтичащ от икономическата структура, характеризираща се със слабо корпоративно управление, високата степен на държавна намеса в икономиката, загубите на разходна конкурентоспособност, непогасените дългове на предприятията и увеличението на държавния дълг, заслужава много голямо внимание. Въпреки че бе постигнат значителен напредък в оздравяването на счетоводните баланси на банките, все още са необходими решителни действия по отношение на пълното прилагане на всеобхватна стратегия за банковия сектор, включително реструктуриране, приватизация и засилен надзор.

Словения продължава да се бори с последиците от предходния бурен растеж на икономиката си, като задлъжнялостта на предприятията остава прекомерна. Прехвърлянето на необслужваните заеми (НЗ) на Дружеството за управление на банкови активи (ДУБА) подобри счетоводните баланси на банките, но размерът на НЗ продължава да е висок в сравнение с нивата отпреди кризата, като все още е необходимо трайното им реструктуриране въз основа на наскоро изменената нормативна уредба относно несъстоятелността. Вследствие свиването на вътрешното търсене, и по-специално на инвестициите, текущата сметка рязко се подобри, като бе

отчетен голям излишък, но загубите на ценова конкурентоспособност не бяха компенсирани и реформите досега не са преодолели напълно предизвикателството, свързано с гъвкавостта и конкурентоспособността на пазара на труда. Слабото корпоративно управление, най-вече, но не единствено в държавните предприятия, намалява общата ефективност на икономиката чрез евентуалното неефективно разпределение на ресурсите. Евентуално значително оттегляне на държавата от корпоративния и финансовия сектор, съчетано с всеобхватна стратегия за управление на основните активи и продажба на второстепенните активи, би подобрило капацитета за приспособяване на икономиката. И накрая, значителното увеличение на държавния дълг през последните години, макар и от сравнително ниско равнище, поражда нови предизвикателства. Докато номиналният бюджетен дефицит се очаква да надвиши целевото равнище поради значителните разходи, свързани с банковата рекапитализация през 2013 г. и 2014 г., в случай на запазване на водената политика общият дефицит също се предвижда да надхвърли целевия с голяма разлика през 2015 г. Също така изглежда, че структурната корекция се различава донякъде от необходимото. Вzeti заедно, тези недостатъци и предизвикателства се отразяват отрицателно в краткосрочен план на макроикономическите резултати. Неотдавнашният спад в доходността на държавните облигации намали до известна степен натиска, но темпът на изпълнение на програмата за структурна реформа трябва да се ускори.

- **Финландия** продължава да е засегната от *макроикономически дисбаланси, които изискват мониторинг и политически действия*. По-специално заслужават да се следят внимателно слабите резултати на износа през последните години, дължащи се на промишлено преструктуриране, както и на фактори на разходната и неразходната конкурентоспособност.

По-конкретно силното нарастване на вноса преди кризата и слабият износ след това обяснява влошаването на външното салдо. Дефицитът по текущата сметка обаче се стабилизира наскоро и външната устойчивост не дава повод за безпокойство. Въпреки възстановяването на световната търговия, страната продължава да губи експортни пазарни дялове с бързи темпове. Интеграцията на Финландия в световните вериги за създаване на стойност изигра роля за намаляване на равнището на износа, а промишленото преструктуриране все още не е в състояние да компенсира голямото свиване на електронната и горската промишленост. От своя страна капацитетът за приспособяване на икономиката е ограничен от ниската производителност и слабо изразената конкуренция в услугите, както и от увеличаването на разходите поради динамичен растеж на заплатите и висока енергийна интензивност. Вследствие на това износителите успяваха да поддържат ценова конкурентоспособност главно чрез свиване на маржовете на печалба, което ограничи възможностите им за превръщане на големия потенциал за иновации в нови продукти. Изглежда, че по-голямата част от влошаването на конкурентоспособността може да се обясни с неценови фактори: ограничен брой големи дружества износители, продаващи тясна продуктова гама, по-слаба склонност на малките дружества да изнасят, както и по-неефективни разходи за изследвания и развойна дейност. На свой ред ниските инвестиции, намаляващото население в трудоспособна възраст и значителният спад на производителността затрудняват потенциалния растеж. По отношение на публичните финанси се очаква през 2014 г. структурният дефицит да бъде малко над средносрочната цел, като, отчасти поради неблагоприятната динамика на растежа, се предвижда държавният дълг да надхвърли 60 % от БВП.

- **Швеция** продължава да е засегната от *макроикономически дисбаланси, които изискват мониторинг и политически действия*. По-специално процесите, свързани със задлъжнялостта на домакинствата, в съчетание с неефективността на жилищния пазар продължават да изискват внимание. Въпреки че големият излишък по текущата сметка не поражда рискове от рода на големи дефицити и е отчасти свързан с необходимостта от намаляване на задлъжнялостта, Комисията ще продължи да следи промените в текущата сметка на Швеция в контекста на европейския семестър.

По-конкретно след период на стабилизация дългът на домакинствата се увеличи отново, тъй като основните допринасящи за това фактори — ниски лихвени проценти по ипотечните кредити, облагане, благоприятстващо вземането на заеми, бавна ипотечна амортизация и ограничено предлагане на жилища — остават налице. Различните показатели за условията, свързани с търсенето и предлагането на кредити, не показват непосредствен натиск за намаляване на задлъжнялостта. След като се бяха стабилизирали през последните години, цените на жилищните имоти се увеличиха отново през 2013 г., движени от благоприятните условия на търсенето и неефективността на предлагането. Освен това неефективността на пазара на жилища под наем, тромавите процедури по планиране и слабата конкуренция в строителството също допринесоха за динамиката на цените на жилищата. Когато нараснат разходите по обслужване на дълговете, ще са необходими по-стабилни цени на жилищата, за да бъде ограничена частната задлъжнялост и да намалее макроикономическите рискове. Неотдавнашните макропруденциални мерки са от голямо значение, но вероятно не са достатъчни за намаляване на макроикономическите рискове. По-специално силните данъчни стимули за дългово финансиране се възприемат като основни движещи сили на цените на жилищата. Повисоки инвестиции в жилищното строителство също така биха подобрили баланса между спестявания и инвестиции. По отношение на задлъжнялостта на сектора на нефинансовите предприятия анализът установи, че тя не води до макроикономически рискове. Освен това неотдавнашните реформи в областта на дружественото облагане вероятно ще доведат до допълнително намаляване на равнището на корпоративния дълг чрез ограничаване на оптимизирането на данъчните плащания от страна на мултинационалните компании.

- **Обединеното кралство** е засегнато от *макроикономически дисбаланси, които изискват мониторинг и политически действия*. По-специално процесите в дълга на домакинствата, свързани с големи ипотечни заеми и структурните особености на жилищния пазар, както и неблагоприятните промени по отношение на експортните пазарни дялове продължават да изискват внимание.

По-конкретно, докато отбелязаният напоследък растеж е радващ, той се дължи главно на потреблението на домакинствата и е придружен от нарастващ дефицит по текущата сметка. Все още няма ръст на бизнес инвестициите и нетния износ над настоящото им ниско равнище. Ограничаването на високата задлъжнялост, особено на домакинствата, като същевременно се следи това да се отрази минимално на инвестициите и растежа, би спомогнало за свеждането на средносрочните рискове и уязвимост до нарастване на разходите по заеми. Растежът на кредитите за ипотечни заеми беше скромен, но отбеляза нарастване спрямо вече високите нива на задлъжнялост на домакинствата. Рисковете в жилищния сектор са свързани с продължаващия структурен недостиг на жилища. Сравнително бавната реакция на предлагането при нарастване на търсенето води до високи цени на жилищата,

особено в Лондон и югоизточната част на страната, както и до ипотечна задлъжнялост на домакинствата. Макар че намаляващият експортен пазарен дял едва ли ще доведе до появата на рискове в краткосрочен план, той е показателен, в съчетание с дефицита по текущата сметка, за наличието на структурни предизвикателства. Те са свързани с пропуските по отношение на квалификациите и изградената в ниска степен инфраструктура. По отношение на публичните финанси Обединеното кралство изглежда, че продължава да не изпълнява с голяма разлика своите цели за номиналния дефицит и за структурната корекция.

За три страни, които бяха предмет на преглед, не бяха идентифицирани макроикономически дисбаланси. ЗП показват, че макроикономическите рискове в *Дания* и *Малта* са спаднали и се контролират по-добре. Също така няма доказателства за дисбаланси в смисъла на ПМД в *Люксембург*. За да се идентифицират обаче нововъзникващите рискове и да се предложи политика, която да допринесе за растеж и създаване на работни места, е необходимо постоянно задълбочено наблюдение и непрекъсната координация на политиките за всички държави членки. Това наблюдение ще продължи в контекста на европейския семестър.

- Макроикономическите предизвикателства в *Дания* вече не представляват значителни макроикономически рискове и вече не са определени като дисбаланси в смисъла на ПМД. Корекцията на жилищния пазар и последствията от високия дълг на частния сектор за реалната икономика и стабилността на финансовия сектор изглеждат овладени. Тези процеси обаче, както и стимулите на външната конкурентоспособност заслужават постоянен мониторинг.

По-конкретно макрофинансовите рискове, произтичащи от завишения частен дълг, изглеждат ограничени, дори и в случай на неочаквани събития, като например съчетание от неблагоприятни сътресения на лихвените проценти и отрицателни процеси на пазара на труда. На високото равнище на дълга на домакинствата отговарят високото равнище на активи на домакинствата, съответстващи на големите спестявания в пенсионни фондове и недвижимо имущество. Досега домакинствата бяха в състояние да не бъдат повлияни финансово от корекцията в цените на жилищата от 2007 г. насам, тъй като броят на просрочените задължения остана на много ниско ниво. Освен това различни стрес тестове и изследвания стигнаха до заключението, че домакинствата биха били устойчиви в случай на неблагоприятни сътресения. Финансовият сектор изглежда стабилен, като оставащите предизвикателства са в процес на преодоляване чрез засилени регулаторни и надзорни мерки. По отношение на конкурентоспособността при *Дания* се наблюдава загуба на експортни пазарни дялове. Това е свързано с високия ръст на заплатите и ниския ръст на производителността. Несъответствието обаче между производителност и заплати изглежда циклично явление. С оглед на високите излишъци по текущата сметка, тенденцията за спад на експортни пазарни дялове не сочи към краткосрочни рискове. По отношение на публичните финанси се очаква *Дания* да е коригирала устойчиво през 2013 г. прекомерния си дефицит.

- Макроикономическите предизвикателства на *Люксембург* не бяха идентифицирани като дисбаланси в смисъла на ПМД. Те произхождат от модела на растеж на основата на ефикасния финансов сектор, останал до голяма степен незасегнат от кризата. И все пак загубите на производствена конкурентоспособност, тенденциите на жилищния пазар и високото ниво на задлъжнялост на частния сектор заслужават постоянен мониторинг.

По-специално анализът на излишъка по текущата сметка показва, че той не е следствие на много слабо вътрешно търсене, а е по-скоро резултат от специфичния модел на растеж на страната, базиращ се предимно на финансови услуги. Все пак така се прикрива големият и постоянно нарастващ дефицит в стоковата търговия, което най-общо се дължи на недостатъчното равнище на износа. Загубите на експортни пазарни дялове са до голяма степен свързани с разходите за труд на единица продукция, които се увеличават много по-бързо, отколкото в държавите търговски партньори, предизвикано до известна степен от механизма за определяне на заплатите. В това отношение намирането на структурно решение на временната модулация на автоматичното индексване на заплатите представлява предизвикателство. Налице са рискове за вътрешната финансова стабилност, породени от наличието на голям финансов сектор, но те са сравнително ограничени, тъй като секторът е едновременно диверсифициран и специализиран. Освен това местните банки показват солидни коефициенти на капитала и ликвидността. Високото ниво на задлъжнялост на частния сектор, и по-специално на нефинансовите предприятия, е отражение главно на присъствието на голям брой мултинационални дружества, които използват своите клонове или дъщерни дружества в Люксембург за вътрешногрупови операции по финансиране. Динамиката на цените на жилищата представлява източник на засилващо се безпокойство. И накрая, настоящото благоприятно положение на публичните финанси зависи до голяма степен от устойчивостта на модела на растеж на основата на енергичния финансов сектор и представлява силен риск за устойчивостта в дългосрочен план. В този дух осъществената неотдавна пенсионна реформа е недостатъчна за справяне с това предизвикателство. При все това структурното салдо е над средносрочната цел.

- *Макроикономическите предизвикателства в Малта вече не представляват значителни макроикономически рискове и не са определени като дисбаланси в смисъл на ПМД.* Въпреки че задлъжнялостта остава висока, рисковете за устойчивостта на дълга на частния и на публичния сектор и стабилността на финансовия сектор изглеждат овладени, макар и да заслужават постоянен мониторинг.

По-конкретно анализът в ЗП установи, че показателите за финансова стабилност остават солидни. Все пак, с оглед на структурното естество на рисковете в сектора, от ключово значение е придържането към настоящите практики по отношение на надзора и поемането на рискове. Жилищният пазар бе стабилизирал, като по този начин рисковете от прекомерна експозиция на недвижима собственост са ограничени. Налице е понижаване на частния дълг. Протича организирано намаляване на корпоративната задлъжнялост и натискът на кредитния пазар е ограничен. По отношение на публичните финанси се очаква Малта да изпълни своите цели за номиналния дефицит през 2013 г. и 2014 г. Що се отнася до външната устойчивост, търговските резултати са положителни благодарение на пазарната ориентация на продуктите, а също и географски обусловената пазарна ориентация, и факторите на неразходната конкурентоспособност. Салдото по текущата сметка е в излишък. Въпреки това полезни за външната конкурентоспособност биха били активни политики в отговор на корекцията на разходите в страните конкуренти.