EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Strasbourg, 2025.11.25.
COM(2025) 956 final

A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, A TANÁCSNAK ÉS AZ EURÓPAI GAZDASÁGI ÉS SZOCIÁLIS BIZOTTSÁGNAK

A riasztási mechanizmus keretében készült 2026. évi jelentés

a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról szóló 1176/2011/EU rendelet 3. cikkének alapján

{SWD(2025) 900 final} - {SWD(2025) 956 final}

KÖZLEMÉNY A RIASZTÁSI MECHANIZMUS KERETÉBEN KÉSZÜLT JELENTÉSRŐL

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának gazdasági elemzése alapján azonosítja azokat a tagállamokat, amelyek esetében a Bizottság megítélése szerint egyensúlyhiány vagy annak kockázata áll fenn. Az eredménytábla gazdasági elemzése a 2024. évi eredményadatokon alapul (1. ábra). Az adatokat előretekintő módon értelmezi, és ennek során adott esetben tekintetbe veszi a lehetséges kockázatok alakulását az évközi (2025-ös) gazdasági fejlemények, valamint a Bizottság 2025. őszi előrejelzésében szereplő, 2025-re, 2026-ra és 2027-re vonatkozó előrejelzések alapján (2. ábra). Ez a közlemény az eredménytábla gazdasági elemzését mutatja be, a mellékletei pedig tovább értelmezik a releváns adatok alakulását[1]. Ezzel párhuzamosan az idén első alkalommal közzétett európai makrogazdasági jelentés[2] elemzi az EU és tagállamai gazdaságainak sebezhetőségével és egyensúlyhiányával kapcsolatos szélesebb körű fejleményeket, amelynek keretében tágabb összefüggésbe helyezi a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében a vizsgált országokban tapasztalt fejleményeket.

A világgazdaságban zajló strukturális változások és a fokozott szakpolitikai bizonytalanság kihívást jelent az EU külső környezete számára. Az elmúlt években a kereskedelmi akadályokat egyre gyakrabban használták geopolitikai és iparpolitikai eszközként, és az Egyesült Államok az elmúlt évben jelentősen növelte importvámjait. A világgazdaság az új rendhez való alkalmazkodás időszakát éli, ami kihat a kereskedelmi forgalomra és az árfolyamokra. Emellett az említett bizonytalansági időszakot egy sor viharos gazdasági esemény előzte meg, amelyek inflációt váltottak ki, és a korábbi évekhez képest magasabb kamatlábakat eredményeztek. Ezek a geopolitikai események azt is szükségessé tették, hogy az EU a geostratégiai függetlenségének támogatása érdekében az elkövetkező években növelje védelmi kiadásait.

Bár az infláció az EU egészében csökken, egyes tagállamokban továbbra is magas az inflációs nyomás, amelyben részben a bérek dinamikus alakulása tükröződik. Az infláció a 2022–23-as csúcsot követően Unió-szerte csökkent. A fogyasztóiár-infláció az EU-ban 2024 óta 2,5 % körüli értéken stabilizálódott. A belföldi költségnyomást tükröző GDP-deflátor szintén csökkent, bár lassabb ütemben. Az elmúlt évek nehéz gazdasági körülményei ellenére a munkaerőpiac reziliens volt, a munkanélküliség történelmileg alacsony szintű, a foglalkoztatási ráta pedig magas. A bérek reálértéken majdnem megegyeztek a 2019. évi átlagos szintjükkel, de a tagállamok között jelentős eltérések mutatkoztak: egyes tagállamokban a reálbérek jelentősen

[1] Bizottsági szolgálati munkadokumentum, A riasztási mechanizmus keretében készült 2026. évi jelentés, SWD(2025) 956; Bizottsági szolgálati munkadokumentum, A riasztási mechanizmus keretében készült 2026. évi jelentést kísérő statisztikai melléklet, SWD(2025) 900.

[2] Az európai makrogazdasági jelentés célja, hogy információkkal szolgáljon az euroövezet és az EU gyorsan változó globális renddel szembeni rezilienciájának megerősítését célzó stratégiai szakpolitikai döntésekhez, és magában foglalja az EU gazdasági sebezhetőségének értékelését. 2026. évi európai makrogazdasági jelentés, SWD(2025) 957.

emelkedtek, míg más tagállamokban továbbra is csökkenés tapasztalható. Azokban a tagállamokban, ahol az infláció a korábbi átlagokhoz képest továbbra is magas, valamint az EU vagy az euroövezet más tagállamaiban a bértényező gyakran különösen jelentős volt. A közelmúltban azonban a munkaerőpiacok az enyhülés jeleit mutatták, ami valószínűleg elősegíti a bérnyomás fokozatos enyhülését.

Az euroövezeti infláció mérséklődése jóval lazább monetáris politikát tett lehetővé, miközben az állami hitelfelvétel költségei gyakran inkább stabilak maradtak. A monetáris politika lazítása kedvezőbb finanszírozási feltételeket eredményezett a magánszektor számára. A banki hitelkamatok 2024 óta csökkennek, és a magánszektor hitelfelvétele lassú ütemben növekszik. A kormányzati szektor esetében a hosszú lejáratú államkötvények hozamai a 2024–2025-ös időszakban alig változtak, ami hozzájárult az átlagos adósságköltség növekedéséhez, többek között az adósságszerkezettől, valamint a tagállamok költségvetési hiányától és adósságszintjétől függően.

Az egyensúlyhiányra vonatkozó kilátások

Az euroövezet és az EU tartós külső többlete a megtakarítások és a beruházások közötti tartós egyensúlyhiányt tükrözi, ami aláássa az Unió hosszú távú növekedési potenciálját. 2024-ben nőtt az euroövezet/az EU folyó fizetési mérlege, ami a stabil megtakarítások mellett a beruházások csökkenését is tükrözi. A beruházások csökkenése – tekintettel a még mindig magas finanszírozási költségekre és a gazdasági bizonytalanságra – hatással van az EU azon képességére, hogy fenntartsa a növekedést és finanszírozza az olyan kritikus területeket, mint a digitális és az éghajlatvédelmi átállás, valamint megerősítse Európa védelmi készültségét. Ugyanakkor a világjárvány előtti szinthez képest az euroövezet/az EU folyófizetésimérleg-többlete csökkent, miközben Kína folyófizetésimérleg-többlete nőtt, az Egyesült Államok folyófizetésimérleg-hiánya pedig nőtt, aminek következtében a globális egyensúlyhiány alakulásában csökkent az euroövezet/az EU szerepe.

Tagállami szinten folyófizetésimérleg-többlet és -hiány egyaránt előfordul, amelyek mindegyike konkrét kockázatokat rejt. Néhány tagállam jelentős folyófizetésimérleg-többlete a közelmúltban tovább nőtt, amit a visszafogott kereslet táplált. Az évek óta fennálló többlet következtében jelentős nettóeszköz-felhalmozódás ment végbe, ami az érintett tagállamok számára a globális gazdasági ingadozásoknak, például devizaingadozásoknak, értékelési kockázatoknak és kereskedelempolitikai bizonytalanságoknak való kitettséget eredményez. Ennek velejárója, hogy számos tagállamban továbbra is jelentős a külső hiány. Bár ezek a tagállamok az elmúlt években a jelentős nominális növekedésnek köszönhetően csökkenteni tudták a GDP-arányos külső államadósságukat, ez a passzív adósságcsökkentés az alacsonyabb inflációs nyomás mellett várhatóan véget ér. A külső finanszírozási folyamatoktól való nagymértékű függés sebezhetőséget jelent abban az esetben, ha a befektetők által észlelt kockázat nagyobb.

Az elmúlt öt évben az ár- és költségszintek eltérő emelkedése egyes tagállamokban a költség-versenyképesség romlásához vezetett, és egyes esetekben megtorpant a gazdasági konvergencia. Néhány tagállamban az ár- és költségszintek emelkedése miatt ezek a különbségek továbbra is fennállnak. Nincs azonban arra utaló jel, hogy azokban a tagállamokban, ahol a költség-versenyképesség a legnagyobb mértékben romlott, az exportteljesítmény aránytalan mértékben csökkent volna. Bár a gazdasági konvergencia együtt járhat magasabb inflációs különbségekkel, érdemes megjegyezni, hogy a jelek szerint a költség-versenyképesség legnagyobb

romlásával küzdő tagállamok közül néhány tagállamban – nevezetesen Csehországban és Észtországban, valamint kisebb mértékben Lettországban – a gazdasági konvergencia megtorpant.

A háztartások jövedelme nőtt, adósságuk csökkent, míg a vállalati jövedelmezőség és adósságszolgálati képesség csökkent. A háztartások rendelkezésre álló reáljövedelmek növekedése 2024-ben meghaladta a 2 %-ot, míg a pénzügyi kötelezettségek 2019 óta reálértéken 7 %-kal csökkentek. Ez az adósságcsökkenés nagyrészt a közelmúltban tapasztalt magas inflációnak tudható be, amely mostanra véget ért. Jóllehet a vállalati eladósodottság 2024-ben csökkent, a sebezhetőség viszont nőtt, mivel a vállalatok adósságszolgálati képessége romlott. A vállalatok felhasználták a világjárvány idején és az azonnali nagy nyereséget eredményező időszakban felhalmozott készpénztartalékaikat, és a tartalékaik szintje csökkent.

Az államháztartási oldalon a magas hiány miatt az adósság összességében a világjárvány előtti szintje felett maradt, annak ellenére, hogy a magas szintű nominális növekedés és a jövőbeli jelentős beruházási igények miatt erős nevezőhatások érvényesülnek. Ezek a nevezőhatások a jövőben gyengülni fognak, ami megnehezíti az adósságcsökkentés megvalósítását. Emellett a 2022 előtti időszakhoz képest magasabb kamatlábak hatása még mindig érezhető, mivel az adósságot továbbra is a magasabb kamatlábak mellett refinanszírozzák, ami magasabb összegű kamatfizetéseket eredményez. A magasabb összegű kamatkifizetések tetézik azokat a nehézségeket, amelyek amiatt merülnek fel, hogy növelni kell a kiadásokat bizonyos kulcsfontosságú kategóriákban, például a védelem terén vagy a lakosság idősödésével összefüggésben, és finanszírozni kell az állami beruházásokat, ami számos tagállamban komoly kihívást jelent a költségvetési politikák számára.

A magas lakásárak Unió-szerte növekvő gazdasági problémát jelentenek. A 2022–2023-as szünetet követően a lakásárak ismét erőteljes növekedésnek indultak, mivel a kereslet nőtt, a kínálat pedig visszafogott maradt. A magas lakásárak egyre több tagállamban jelentenek gazdasági és társadalmi kihívást, és egyes esetekben az áremelkedés évek óta nagyon erős. Bár a korlátozott jelzáloghitel-felvétel és az építőipari tevékenység lelassulása csökkentik a bankszektort érintő kockázatot és az ingatlanágazaton belüli hirtelen korrekció kockázatát, mégis súlyosan befolyásolhatják a lakhatás megfizethetőségét, csökkenthetik a munkaerő mobilitását, és összességében ronthatják a regionális és a nemzeti versenyképességet. Konkrétan a lakhatás megfizethetetlensége a legnagyobb termelékenységű régiókban, például a fővárosokban koncentrálódik, és elsősorban a fiatalabb korcsoportokat érinti. A munkaerő-kínálat nehezebben tud a kereslethez igazodni, a fiatalok kevesebb gyermeket vállalnak, ami súlyosbítja a hosszú távú demográfiai nyomást. A magas lakásárak a fogyasztást is csökkenthetik, mivel a jövedelem nagyobb részét fordítják a lakhatási költségekre.

A bankszektor reziliens, de a nem banki pénzügyi szektor az elmúlt években bővült, sebezhetőség forrása lehet, és új kockázatok merülnek fel. Az euroövezet és az uniós bankszektor reziliens maradt, megőrizte a magas szintű jövedelmezőségét, a tőkemegfelelési mutatói erősek. Ennek ellenére az ingatlanágazattal és az államokkal szembeni kitettség továbbra is sebezhetőségi forrást jelent, és a kereskedelmiingatlan-ágazatra továbbra is nyomás nehezedik. Ezzel párhuzamosan a nem banki pénzügyi közvetítők szektora, amely az elmúlt években gyorsan bővült, sajátos kockázatoknak van kitéve, és a bankszektorral való összekapcsoltsága a sebezhetőség egyik forrása. Végezetül az uniós pénzügyi szektor nehezen számszerűsíthető új kockázatokkal szembesül. Ez magában foglalja a kiberkockázatokat, valamint a kriptoeszközök növekvő jelentőségét és a pénzügyi szektorral való összekapcsoltságukat.

Országspecifikus következtetések és nyomon követés

2026-ban hét olyan tagállamról készül részletes felülvizsgálat, amelyek esetében 2025 tavaszán megállapítást nyert az egyensúlyhiány vagy a túlzott egyensúlyhiány fennállása. E közlemény melléklete áttekintést nyújt az egyensúlyhiány alapjául szolgáló kulcsfontosságú adatok alakulásáról. A meglévő értékelések aktualizálása és az esetleges fennmaradó szakpolitikai igények felmérése céljából a 2026 első felében közzéteendő, 2026. évi részletes felülvizsgálatok keretében kerül sor annak gazdasági értékelésére, hogy ezek az egyensúlyhiányok súlyosbodnak-e, kiigazítás alatt állnak-e vagy kiigazításra kerültek-e. Az érintett tagállamok Görögország, Olaszország, Magyarország, Hollandia, Románia, Szlovákia és Svédország.

A többi tagállam esetében jelenleg nincs szükség részletes felülvizsgálatra.

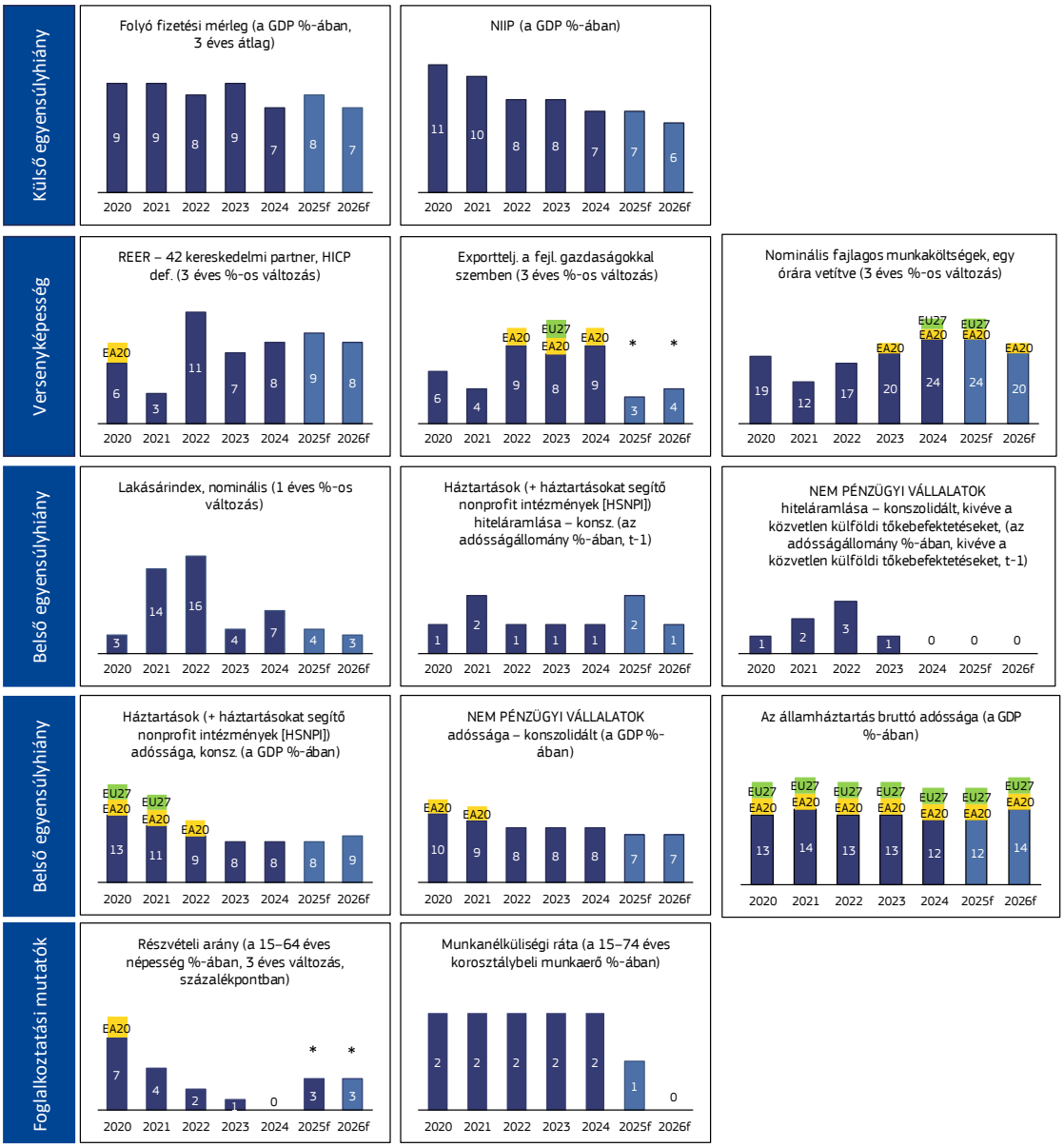
Számos tagállam esetében az eredménytábla gazdasági elemzése arra enged következtetni, hogy nincs szükség részletes felülvizsgálatra, de számos fejlemény figyelmet érdemel. **Bulgáriában** a lakásárak erőteljesen emelkedtek, amihez a háztartások jelentősen megnőtt hitelfelvétele társult, a fajlagos munkaköltségek folytatódó nagyon erőteljes növekedése pedig az árnyomás kockázatával jár. Ugyanakkor a külső pozíció az enyhe romlás ellenére is megfelelő marad, ami a folyamatban lévő nominális konvergenciafolyamattal együtt csökkenti a kockázatokat. **Észtországot** idén tavasszal részletes felülvizsgálatnak vetették alá, amelynek keretében nem állapítottak meg egyensúlyhiányt. Mindazonáltal a költség-versenyképesség csökkenése továbbra is fennáll, és az euroövezethez viszonyított inflációs különbségek 2025-ben váratlanul nőttek, miközben a gazdasági konvergencia megrekedt vagy megszűnt. A lakásárak és a hitelállomány növekedése szintén dinamikus volt. A folyó fizetési mérleg hiánya csak mérsékelt volt, de a kereslet élénkülésével növekedhet. **Horvátországban** problémát jelent az árnyomás és a költség-versenyképesség alakulása. Emellett észrevehetően emelkedtek a lakásárak, és élénkült a lakásvásárlási célú banki hitelezés, ami indokolttá teszi a nyomon követést. **Lettországban** az elmúlt években az EU egyik legnagyobb mértékű kumulált áremelkedése következett be, és a fajlagos munkaköltség – bár lassuló mértékben – de továbbra is erőteljesen növekszik. Az árnyomás rontja a költség-versenyképességet, ami a gyenge külső környezettel együtt hozzájárulhatott az export visszaeséséhez.

1. ábra: **A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának mutatói 2024-ben, tagállamonként**

Folyó fizetési mérleg	Nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP)	Reál effektív árfolyamok (REER)	Exportteljesítmény	-0.7%	58.6%	1.6%	-13.9%	-1.7%	-4.4%	7.3%	6.3%	-1.0%	-7.1%	14.4%	1.3%
Nominális fajlagos munkaköltségek (ULC)	**Eredménytábla**		Lakásárak	15.1%	**Belgium**		3.2%	37.7%	**Bulgária**		16.5%	20.3%	**Csehország**		5.0%
Háztartások adóssága	Háztartások hiteláramlása		Nem pénzügyi vállalatok adóssága	56.3%	2.4%		94.8%	25.6%	21.1%		45.9%	30.6%	3.7%		47.2%
Nem pénzügyi vállalatok hiteláramlása	Államadósság	Munkanélküliség	Munkaerőpiaci részvételi arány	5.0%	103.9%	5.7%	1.1%	7.5%	23.8%	4.2%	1.7%	9.5%	43.3%	2.6%	0.9%
11.5%	69.0%	-0.9%	8.9%	5.0%	79.7%	1.6%	-9.3%	-1.9%	-9.7%	16.0%	-4.3%	10.7%	-81.4%	-1.8%	5.2%
11.6%	**Dánia**		3.5%	17.9%	**Németország**		-1.5%	40.4%	**Észtország**		6.1%	20.6%	**Írország**		8.5%
85.8%	0.6%		115.5%	49.7%	0.6%		58.9%	38.1%	8.0%		58.3%	23.8%	1.8%		90.9%
5.8%	30.5%	6.2%	2.8%	1.4%	62.2%	3.4%	1.5%	9.2%	23.5%	7.6%	3.1%	-0.8%	38.3%	4.3%	3.3%
-8.2%	-137.5%	0.8%	6.9%	2.1%	-41.0%	-0.7%	12.5%	-0.8%	-23.0%	-1.1%	0.2%	-1.9%	-29.6%	5.4%	17.5%
7.6%	**Görögország**		9.0%	11.4%	**Spanyolország**		8.5%	11.4%	**Franciaország**		-3.7%	31.8%	**Horvátország**		10.4%
39.0%	0.2%		55.5%	43.7%	1.3%		63.4%	60.5%	0.2%		90.7%	30.2%	10.9%		41.8%
10.4%	154.2%	10.1%	3.2%	2.3%	101.6%	11.4%	0.9%	1.5%	113.2%	7.4%	1.5%	5.3%	57.4%	5.0%	2.9%
-0.2%	14.9%	0.0%	-0.8%	-8.3%	-84.1%	1.0%	15.0%	-3.6%	-19.7%	9.6%	-2.9%	-0.6%	-0.7%	9.2%	2.8%
8.5%	**Olaszország**		3.2%	13.7%	**Ciprus**		2.1%	32.2%	**Lettország**		4.2%	36.2%	**Litvánia**		9.7%
36.0%	0.6%		56.0%	57.4%	2.1%		116.0%	19.4%	8.3%		36.0%	21.9%	10.5%		30.5%
-1.6%	134.9%	6.5%	2.1%	0.6%	62.8%	4.9%	1.8%	5.7%	46.6%	6.9%	0.9%	8.5%	38.0%	7.1%	1.3%
5.5%	39.4%	-2.4%	-15.9%	-2.5%	-34.2%	7.3%	0.3%	4.2%	83.9%	1.5%	13.6%	8.4%	62.1%	3.3%	-4.6%
24.2%	**Luxemburg**		-5.2%	47.6%	**Magyarország**		13.7%	13.6%	**Málta**		6.7%	18.3%	**Hollandia**		8.2%
61.6%	1.2%		271.6%	17.1%	9.9%		56.3%	46.8%	8.1%		61.0%	93.2%	3.8%		108.6%
-1.7%	26.3%	6.4%	1.3%	3.1%	73.5%	4.5%	2.3%	4.4%	46.2%	3.1%	5.0%	-1.4%	43.7%	3.7%	1.8%
0.6%	23.9%	2.4%	-4.1%	-0.1%	-28.3%	17.5%	5.8%	0.2%	-58.3%	0.6%	17.3%	-8.1%	-41.3%	9.7%	2.0%
19.6%	**Ausztria**		-0.4%	30.7%	**Lengyelország**		15.0%	17.8%	**Portugália**		9.1%	51.0%	**Románia**		5.0%
42.8%	-0.4%		69.5%	22.7%	3.3%		31.2%	52.5%	4.0%		66.3%	12.5%	10.9%		27.7%
0.8%	79.9%	5.2%	1.0%	5.6%	55.1%	2.9%	1.8%	1.9%	93.6%	6.5%	3.2%	10.1%	54.8%	5.4%	1.8%
2.8%	9.9%	1.1%	-0.4%	-5.8%	-55.0%	8.3%	-4.5%	-1.3%	24.7%	-1.9%	-7.5%	5.2%	67.4%	-9.7%	-4.8%
20.4%	**Szlovénia**		7.5%	23.3%	**Szlovákia**		3.8%	10.7%	**Finnország**		-3.1%	15.6%	**Svédország**		0.1%
24.2%	6.8%		32.3%	43.3%	4.3%		39.2%	63.9%	-0.3%		78.3%	83.6%	1.6%		116.9%
-2.7%	66.6%	3.7%	0.9%	-1.1%	59.7%	5.3%	2.0%	0.9%	82.5%	8.4%	0.6%	-1.6%	34.0%	8.4%	1.2%

Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság.

2. ábra: **A küszöbértéket meghaladó eredménytábla-változókkal rendelkező tagállamok száma**



Azon tagállamok száma, amelyekben az eredménytábla-változók egy adott évben meghaladták a releváns küszöbértékeket, a 2026. évi jelentés zárónapjáig, 2025. október 31-ig beérkező adatok alapján. Az esetleges utólagos adatmódosítások miatt különbségek lehetnek a jelentés korábbi kiadásaiban közzétett, az eredménytábla-változók korábbi értékei alapján számított küszöbérték-túllépések számához képest. * Az előrejelzési időszakra vonatkozóan nem állnak rendelkezésre euroövezeti és uniós szintű aggregált adatok.

Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság előrejelzései.

A 2024. évi gazdasági fejlemények ágazatspecifikus tematikus elemzése

- 2024-ben **a folyó fizetési mérleg szinte valamennyi tagállamban javult**. A kereskedelmi mérlegek ismét a világjárvány előtti szintre kerültek, mivel az energiaárak tovább csökkentek, a kereslet pedig gyenge maradt. Az elsődleges egyenlegek romlása – mely néhány tagállamot érint – mérsékelte a folyó fizetési mérleg egészének javulását, és jellemzően a különleges célú gazdasági egységek műveleteit tükrözi, amelyek erős határokon átnyúló pénzügyi kapcsolatokkal rendelkeznek, míg a tagállamok belföldi gazdaságához csak korlátozott mértékben kapcsolódnak. A folyó fizetési mérlegek az euroövezet/az EU szintjén és a legtöbb tagállam esetében összességében a világjárvány előtti szint alatt maradnak. Ez különösen igaz Romániára és néhány nagy adós tagállamra, például Görögországra és Ciprusra. Ezzel szemben más nagy adós tagállamok, például Portugália és Spanyolország folyó fizetési mérlege most már erősebb, mint a világjárvány előtt, és többletet is mutat. Másrészt a jelentős többletek általában fennmaradtak, és egyes esetekben erőteljesen növekedtek. Ez elsősorban azokra a tagállamokra jellemző, ahol az adatok alapján rendkívül nagy jelentőséggel bírnak a multinacionális vállalatok vagy a különleges célú gazdasági egységek, illetve azokra a tagállamokra, amelyek nemzetközi finanszírozási központként működnek. 2025-ben eddig a belső kereslet fokozatos javulása mind a kereskedelmi mérleg, mind a folyó fizetési mérleg kismértékű romlásához vezetett, a cserearány folyamatos javulása ellenére. A világjárvány előtti időszakhoz képest megváltozott a gazdaság különböző szektorainak hitelnyújtási és hitelfelvételi pozíciója. Míg a kormányzatok növelték nettó hitelfelvételüket, addig a magánszektor nettó hitelnyújtási pozíciója erősödött. Csak 2024-ben a legnagyobb változás a háztartási szektor nettó megtakarításainak növekedése volt, és ezek a nettó megtakarítások az eddigi legmagasabb szinten vannak.

- A számottevő **negatív nettó külső állományi pozíciók** 2024-ben már második éve erősen javultak. Ez a javulás az összességében pozitív folyó fizetési mérlegek, valamint az erős infláció által felerősített nevezőhatás eredménye. A legtöbb esetben a markáns értékelési hatások az árfolyammozgásokat tükrözve további csökkenést eredményeztek. A számottevő **pozitív nettó külső pozíciók** szintén meredeken emelkedve javultak. Bár a nevezőhatás továbbra is támogatta az állományi pozíció csökkenését, hatása kisebb volt, mint az elmúlt években, és nem volt olyan jelentős, mint az erősen pozitív folyó fizetési mérlegek növekvő hatása. Összességében **az euroövezeten belüli külső pozíciók** – a hitelező tagállamok nettó nemzetközi befektetési pozícióinak erőteljes növekedése ellenére – némileg kiegyensúlyozódtak. Ennek elsősorban az az oka, hogy a jelentős turizmus ágazattal rendelkező tagállamok – amelyek jellemzően jelentős negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkeznek – gyorsabban növekedtek, a gyártásintenzív tagállamokhoz képest, és ebben a kedvező cserearányok is szerepet játszanak. A folyó fizetési mérlegek tartós egyensúlyhiánya azonban várhatóan tovább fogja rontani az állományi pozíciókat, mivel a nominális GDP-növekedés 2025-től várhatóan lassulni fog.

- A **fajlagos munkaköltség** növekedése 2024-ben magas maradt, de 2023-hoz képest összességében és a legtöbb tagállam esetében csökkent. 2024-ben a fajlagos munkaköltség növekedését elsősorban a bérek inflációt meghaladó növekedése vezérelte, miközben a termelékenység csak csekély kiegyenlítő hatást biztosított, és nem is minden tagállamban. A fajlagos munkaköltség növekedése tekintetében továbbra is jelentős különbségek vannak a tagállamok között. Egyes tagállamokban a csökkenő termelékenység a fajlagos munkaköltség erőteljesebb növekedéséhez vezetett. 2025-ben a bérek reálértéke végül valamivel meghaladta a 2019. évi szintet. Néhány uniós gazdaságban a kismértékű lassulás jelei mutatkoztak, ami

előrevetíti, hogy a jövőben a béremelések már mérsékeltebbek lesznek. Bár a béremelések várhatóan lassulnak, az előrejelzések szerint nominálértéken továbbra is magasak maradnak, különösen azokban a tagállamokban, amelyekben költségek és az árak emelkedése már a 2019–2024-es időszakban is jelentős volt.

- 2024-ben az EUR összességében felértékelődött, csakúgy, mint az összes uniós pénznem, a cseh korona és a magyar forint kivételével. Ennek eredményeként az EU és az euroövezet **reál effektív árfolyamai** összességében emelkedtek, annak ellenére, hogy az infláció viszonylag alacsonyabb volt, mint az EU fő kereskedelmi partnereinél. Az olyan tagállamok esetében, mint Belgium, Észtország és Románia, az inflációs különbségek szintén hozzájárultak a reál effektív árfolyam felértékelődéséhez; a többi tagállam legtöbbjében az infláció legalább részben mérsékelte a reál effektív árfolyam felértékelődését. Az EU-n belüli különbségek fokozódása nyilvánvalóan észrevehető, ha a fajlagos munkaköltséghez viszonyított reál effektív árfolyamokat vizsgáljuk. Néhány olyan tagállamban, ahol a fajlagos munkaköltség jelentősen növekedett, a reál effektív árfolyamok több mint 5 %-kal emelkedtek, annak ellenére, hogy az EU egészében kismértékben csökkentek.

- Az EU-ban **a vállalatok GDP-arányos adósságállománya** 2024-ben már negyedik éve csökkent, bár ez az adósságráta az uniós tagállamok egyharmadában – jellemzően alacsony szintekről indulva – növekedett. Az összesített adósságráta közel két évtized alatt érte el legalacsonyabb értékét. Az adósságcsökkentés üteme az infláció csökkenésével lelassult, csökkentve a nevezőhatást, amely azonban továbbra is a csökkenés fő hajtóereje maradt. Egyes tagállamokban a negatív nettó hiteláramlás is hozzájárult az adósságráták csökkenéséhez. Összességében a nem pénzügyi vállalatok felé irányuló hiteláramlás a 2023. évi meredek visszaesést követően visszafogott maradt, de a közelmúltbeli adatok a fellendülés első jeleit mutatják. A vállalati beruházások reálértéke 2024-ben csökkent. Jóllehet a vállalati eladósodottság 2024-ben csökkent, a sebezhetőség viszont nőtt, mivel a vállalatok adósságszolgálati képessége romlott. A vállalati megtakarítások csökkentek, és a vállalkozások kamatfedezeti rátái – a 2023-ban és 2024-ben bekövetkezett kamatteher-növekedés és nyereségcsökkenés miatt – tovább csökkentek. A közelmúltban a hitelfelvételi költségek a világjárvány utáni csúcshoz képest csökkenni kezdtek, ami az adósságszolgálati képesség közeljövőbeli javulását jelzi. 2025-ben a hitelállomány-leépítés tovább lassul, mivel a hiteláramlások emelkedése visszafogott, ezzel együtt a vállalati beruházások fokozatos – de lassú – fellendülést mutatnak.

- A **lakásárak** a legtöbb európai tagállamban – a kamatlábak emelkedése okozta, 2022 vége óta tapasztalható megtorpanást követően – újra növekedtek. Egyes tagállamokban azonban a 2023. évi lassulás visszafogott maradt, és a lakásárak kumulatív emelkedése az elmúlt két évben több mint 15 %-ot, sőt 20 %-ot tett ki. 2024-ben azokban a tagállamokban volt a legerőteljesebb az áremelkedés, ahol az árak a becslések szerint a valós értéket közelítették vagy az alatt voltak. Ezzel szemben néhány olyan tagállamban, ahol az árak jellemzően a valós érték felett voltak, 2024-ben további árcsökkenés volt tapasztalható. A visszatérő áremelkedésekkel párhuzamosan nőtt a tranzakciók száma. A lakáscélú beruházások – melyek az elmúlt évtizedben alacsony szintűek voltak, és 2022 óta leálltak – elégtelensége, valamint ehhez kapcsolódóan az építési engedélyek jelentős csökkenése következtében a lakáskeresletre adott kínálati válasz nagyon gyenge. A folyamatosan korlátozott kínálat eredményeként a lakásárak várhatóan jelentősen emelkedni fognak.

- A **háztartások adósságrátáinak** az elmúlt években tapasztalt csökkenése 2024-ben is folytatódott, és a legtöbb uniós országban új történelmi mélypontra süllyedt. 2024-ben a csökkenés üteme – a nevezőhatás csökkenése miatt – az elmúlt évekhez képest lassult, míg a hiteláramlások a 2023. évi meredek visszaesésüket követően valamelyest emelkedtek, bár egyes tagállamokban a hitelfelvétel az elmúlt években dinamikus maradt. A háztartások jövedelme és pénzügyi eszközei növekedtek, miközben az adósságállományuk csökkent, ezáltal magasabb kamatokat tudnak törleszteni, amelyek a kismértékű csökkenés ellenére közel maradnak a közelmúltbeli csúcsértékeikhez. Az uniós háztartások mérlege összességében továbbra is stabil. Ennek az az oka, hogy a háztartási szektor a kamatozó instrumentumok tekintetében összességében pozitív nettó pozícióval rendelkezik, így a kamatfizetések növekedéséhez a kamatbevételek még erőteljesebb növekedése társul, ami összességében csekély, de pozitív mértékben járul hozzá a rendelkezésre álló jövedelemhez. 2024-ben a háztartások pénzügyi eszközeinek reálértéke meghaladta a világjárvány előtti szintet, míg a pénzügyi kötelezettségeik csökkentek.

- A nominális GDP-növekedés 2024-ben a jelentős államháztartási hiány ellenére támogatta a GDP-arányos **államadósság** stabilizálódását. Az EU-ban és az euroövezetben a GDP-arányos államadósság – a főként 2021 és 2023 között bekövetkezett csökkenés ellenére– továbbra is magas, és összességében meghaladja a 2019. évi szintet. 2025-ben és 2026-ban az adósságráták az előrejelzések szerint a legtöbb tagállamban, valamint az euroövezetben és az EU egészében ismét emelkedni fognak. Ennek az az oka, hogy a növekedés és a kamatláb különbözete csökken, sőt pozitívvá válik, miközben a hiány számos tagállamban jelentős marad. Néhány – de nem az összes – magas adósságállománnyal rendelkező tagállam azonban az elmúlt években szigorította költségvetési politikáját, és költségvetési egyenlegük pozitív. Néhány euroövezeten kívüli tagállam esetében, ahol az állami hitelfelvétel és az államadósság viszonylag nagy része devizában denominált, az árfolyam-ingadozások növelhetik a hitelfelvétel és az adósság költségeit.

- Összességében, 2024-ben az euroövezet és az uniós **pénzügyi szektor** reziliens maradt, megőrizte a magas szintű jövedelmezőségét, a tőkemegfelelési mutatói erősek. Az euroövezetbeli és az uniós hitelintézetek összesített sajáttőke-arányos jövedelmezősége 2024-ben is magas maradt, mivel a magasabb díjak és jutalékok ellensúlyozták az alacsonyabb kamatréseket, és az euroövezetbeli/uniós hitelintézetek elsődleges alapvető tőkemegfelelési mutatója magas szinten stabilizálódott. Az euroövezetbeli/az uniós bankok esetében az eszközminőség stabil volt, bár némi kismértékű romlás várható. Az euroövezetbeli/uniós hitelintézetek nemteljesítő hiteleinek összesített aránya 2024-ben kismértékben nőtt, de továbbra is alacsony, 2 %-os. Országos szinten a nemteljesítő hitelek növekedése azokban a tagállamokban koncentrálódott, ahol a nemteljesítő hitelek szintje alacsony, míg azokban a tagállamokban, ahol korábban magasabb volt a nemteljesítő hitelek szintje, a nemteljesítő hitelek aránya csökkent. A 2. kategóriába (stage 2) sorolt hitelek aránya kismértékben nőtt. A bankrendszer ingatlanpiacokkal és államokkal szembeni kitettsége továbbra is a sebezhetőség forrása, mivel ez a két szegmens a bankok eszközeinek több mint felét teszi ki. A bankszektor belföldi állampapírokkal szembeni nagy fokú kitettsége növeli a visszacsatolási spirál kockázatát azokban a tagállamokban, amelyek nagymértékben eladósodtak vagy devizafinanszírozásra támaszkodnak. A bankszektoron kívül a nem banki pénzügyi közvetítők (NBFI-k) szektora, amely az elmúlt években gyorsan bővült, sajátos kockázatoknak van kitéve, és a bankszektorral való összekapcsoltsága a sebezhetőség egyik forrása. Emellett mind a bankszektor, mind az NBFI-k kereskedelmiingatlan-ágazattal szembeni kitettségei jelentősek, és az ágazatra továbbra is nyomás nehezedik.