EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Strasbourg, 2019.12.17.
COM(2019) 651 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, A TANÁCSNAK, AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANKNAK ÉS AZ EURÓPAI GAZDASÁGI ÉS SZOCIÁLIS BIZOTTSÁGNAK

A riasztási mechanizmus keretében készült 2020. évi jelentés

(amely a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról szóló 1176/2011/EU rendelet 3. és 4. cikkével összhangban készült)

{SWD(2019) 630 final}

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás éves ciklusának kiindulópontja. A jelentés célja azon egyensúlyhiányok feltárása és kezelése, amelyek hátrányosan befolyásolják „egy tagállam, a gazdasági és monetáris unió vagy a teljes Unió gazdaságának megfelelő működését" (az 1176/2011/EU rendelet 2. cikkének (1) bekezdése)[1].

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben közölt elemzés egy kiválasztott mutatókat tartalmazó eredménytábla gazdasági értelmezésén, valamint kiegészítő mutatók szélesebb körén, értékelési eszközök alkalmazásán és további releváns információkon alapul. Célja, hogy kiszűrje a tagállamokban esetlegesen fennálló, szakpolitikai beavatkozást igénylő gazdasági egyensúlyhiányokat. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés azonosítja azokat a tagállamokat, amelyek esetében részletes vizsgálatra van szükség, amelynek keretében értékelik a tagállami makrogazdasági kockázatok felhalmozódását, illetőleg mérséklődését, továbbá megállapításokat tesz az egyensúlyhiány vagy a túlzott egyensúlyhiány fennállásáról. A Bizottság a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésről az Európai Parlamenttel, a Tanáccsal és az eurócsoporttal folytatott egyeztetéseket figyelembe véve részletes vizsgálatot fog készíteni az érintett tagállamokról. A kialakult gyakorlatnak megfelelően azon tagállamok esetében, amelyeknél a részletes vizsgálat előző fordulója során egyensúlyhiányt állapítottak meg, mindenképp készül részletes vizsgálat. A részletes vizsgálatok eredményei bekerülnek az országjelentésekbe. A részletes vizsgálat megállapításai beépülnek a gazdaságpolitikai koordináció európai szemesztere keretében kiadott országspecifikus ajánlásokba.

1. ÖSSZEFOGLALÁS

Ezzel a jelentéssel kezdetét veszi a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás kilencedik éves ciklusa.[2] Az eljárás a tagállamok, a gazdasági és monetáris unió vagy a teljes Unió gazdaságának zavartalan működését hátráltató egyensúlyhiányok azonosítására, illetve az ezen egyensúlyhiányokra adott megfelelő szakpolitikai válaszok kidolgozására irányul. Az egyéb gazdaságfelügyeleti eszközök keretében adott elemzésekkel és ajánlásokkal való összhang biztosítása érdekében a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás végrehajtása a gazdaságpolitikai koordináció európai szemeszterének részét képezi. Az ezzel a jelentéssel egyidejűleg elfogadott éves fenntartható növekedési stratégia számba veszi az európai gazdasági és szociális helyzetet, és az elkövetkező évre átfogó szakpolitikai prioritásokat határoz meg az Európai Unió egésze számára.

A jelentés azonosítja azokat a tagállamokat, amelyek esetében részletes vizsgálatot kell végezni annak értékelése érdekében, hogy fennáll-e náluk szakpolitikai beavatkozást igénylő egyensúlyhiány.[3] A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a gazdasági egyensúlyhiányok feltárásának célját szolgáló szűrő szerepét tölti be, és a gazdaságpolitikai koordináció minden egyes

[1] [Abban az esetben, ha az Egyesült Királyság a Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságának az Európai Unióból és az Európai Atomenergia-közösségből történő kilépéséről szóló megállapodás (a továbbiakban: a kilépésről rendelkező megállapodás, HL C 384I, 2019.11.12. 1. o.) alapján lép ki az Európai Unióból, a kilépésről rendelkező megállapodásban meghatározott átmeneti időszak alatt az uniós jogot továbbra is alkalmazni kell majd az Egyesült Királyságra vonatkozóan és az Egyesült Királyságban.]

[2] Ehhez a jelentéshez *statisztikai melléklet* kapcsolódik, amely az e jelentéshez felhasznált statisztikai adatokat tartalmaz.

[3] Lásd az 1176/2011/EU rendelet 5. cikkét.

éves ciklusának kezdetén teszik közzé. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben közölt elemzés az indikatív küszöbértékekkel bíró mutatókat és kiegészítő mutatókat tartalmazó eredménytábla gazdasági értelmezésén alapul. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a 2. szakaszában elemzi a tagállamok egyensúlyhiánya által az egész euróövezetre gyakorolt hatásokat is, valamint megvizsgálja, hogy az euróövezeten belüli kölcsönös függőségek fényében milyen mértékben van szükség a szakpolitikai válaszok összehangolására[4]. E konkrét tekintetben az ebben a jelentésben foglalt elemzés az „Euróövezet gazdaságának elemzése" című európai bizottsági szolgálati munkadokumentumban benyújtott értékelést kíséri, amely az euróövezet gazdaságpolitikájáról szóló tanácsi ajánlásra vonatkozó bizottsági ajánlást kíséri.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben közölt elemzés a változó gazdasági kilátások figyelembevételével készül: a gazdasági expanzió gyengül, az inflációs várakozásokat pedig lefelé módosították. Az Európai Bizottság 2019. őszi gazdasági előrejelzése szerint a reál-GDP növekedése 2019-ben 1,4 % lesz az EU-ban, az euróövezetben pedig 1,1 %, ami lassulást jelez a 2018. évi 2 %-hoz, illetve 1,9 %-hoz képest. Az előrejelzés szerint 2020-ban a GDP az EU-ban 1,4 %-kal, az euróövezetben 1,2 %-kal nő. Az adatok 2018 vége óta lendületvesztésre utalnak, különösen a nettó export és a feldolgozóipari termelés tekintetében. A lassulás különösen a külkereskedelemtől erősebben függő nagy euróövezeti tagállamokban volt szembetűnő, aminek hátterében a kereskedelempolitikai környezetet övező fokozott bizonytalanság húzódott meg[5]. Az inflációs várakozások jelentősen csökkentek, ami 2019 második felében a kibocsátás és az árnövekedés kibontakozó visszaesését ellensúlyozó intézkedések meghozatalára ösztökélte a monetáris hatóságokat. A kötvényhozamok csökkentek, különösen a hosszabb futamidők esetében. Az általános infláció és a termelékenységnövekedés közelmúltbeli csökkenése ellenére a szűkülő munkaerőpiacok miatt a bérnövekedés 2018 óta némileg erősödött.

A fennálló makrogazdasági egyensúlyhiányok a kedvező gazdasági feltételek közepette fokozatosan javultak. A válságot követő széles körű hitelállomány-leépítés után számos folyamat („flow") típusú egyensúlyhiányt és fenntarthatatlan tendenciát korrigáltak (nevezetesen a nagy folyófizetésimérleg-hiányokat, a lakásárakat felfelé hajtó túlzott hitelnövekedést, a költségalapú versenyképességet lerontó magas fajlagos munkaköltséget). Az állományi („stock") típusú egyensúlyhiányokhoz (magas magán-, állam- és külső adósság) kapcsolódó sebezhetőségek korrekciója később kezdődött meg, és lassabban haladt előre, de a gazdasági növekedésnek és a folytatódó áremelkedésnek köszönhetően a GDP-arányos adósságráták az elmúlt években határozottan csökkenő pályára álltak. Ezzel egyidejűleg a gazdasági aktivitás bővülését számos tagállamban a fajlagos munkaköltségek és a lakásárak élénk növekedése kísérte.

A változó kilátások a meglévő egyensúlyhiányok lassabb kiigazítását vagy új kockázatok megjelenését vonhatják maguk után, miközben a sokkhatások kezelésére szolgáló szakpolitikai mozgástér egyre szűkül. A gazdasági kilátásokra ható lefelé mutató kockázatok elsősorban a kereskedelmi feszültségekkel, a globális értékláncok zavaraival, a feltörekvő piacok vártnál erőteljesebb

[4] A Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi és Martin Schulz által készített, „Az európai gazdasági és monetáris unió megvalósítása" című 2015. június 22-i jelentés azt javasolta, hogy több figyelmet kell fordítani az egyensúlyhiányok euróövezeti dimenziójára. A kölcsönös függőség és az egyensúlyhiány rendszerszintű hatásainak jelentőségét elismeri az 1176/2011/EU rendelet, amely az egyensúlyhiányokat a következőképpen határozza meg: „olyan makrogazdasági fejleményeket eredményező tendenciák, amelyek hátrányosan befolyásolják vagy hátrányosan befolyásolhatják egy tagállam, a gazdasági és monetáris unió vagy a teljes Unió gazdaságának megfelelő működését".

[5] A világkereskedelmi bizonytalansági index jelentős emelkedést mutat Európa meghatározó gazdaságaiban csakúgy, mint más jelentős gazdasági térségekben. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

lassulásával, valamint a geopolitikai feszültségek súlyosbodásával függnek össze[6]. A nominális növekedés várhatóan gyengülni fog, ez pedig az adósságcsökkentést kevésbé támogató környezetet eredményez. A kamatlábak jelentős mérséklődése csökkenti az adósság költségét, ugyanakkor kihívásokat is támaszt, többek között azáltal, hogy gyengíti a hitelállomány-leépítés ösztönzőit, a hozamvadászat miatt potenciálisan túlzott kockázatvállaláshoz vezet, a laposabb hozamgörbék miatt pedig csökkenti a pénzügyi vállalkozások jövedelmezőségét.[7] A sokkhatások kezelésére rendelkezésre álló monetáris politikai mozgástér szűkül, és a sokkhatások magán- és állami megtakarítások révén történő enyhítésének lehetősége tekintetében jelentős különbségek vannak az Unión belül, és e lehetőségek a magas adósságráták miatt számos tagállamban korlátozottak.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben bemutatott horizontális elemzés számos következtetéshez vezet:

- **A folyó fizetési mérlegek egyenlege 2018-ban Unió-szerte enyhén romlott, ugyanakkor a deficites pozíciók továbbra is kivételesek, és változatlanul vannak kiugróan magas többletek is.** Néhány kivételtől eltekintve azok az országok, amelyek korábban jelentős többletet könyveltek el, most nagyjából kiegyensúlyozott egyenlegeket mutatnak a folyó fizetési mérleg tekintetében, ugyanakkor egyes tagállamok továbbra is nagy és tartós, a fundamentumok által indokoltnál magasabb szintű többletet mutatnak. A külkereskedelem lassulása, a reziliens belső kereslet és az emelkedő olajárak mindenhol csökkentették a folyó fizetési mérleg egyenlegét.

- **A nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP) nagyobb ütemben javultak, de számos tagállamban továbbra is jelentős külső kötelezettségállomány áll fenn.** A külső pénzügyi kötelezettségek GDP-hez viszonyított arányának csökkenéséhez hozzájárultak a prudens folyófizetésimérleg-pozíciók és az elmúlt években folyamatosan tapasztalt nominális növekedés. A nettó adósok nettó nemzetközi befektetési pozíciói a korábbinál gyorsabban javultak, többek között a pozitív értékelési hatások miatt, amelyek azonban nem feltétlenül lesznek tartósak. A nettó nemzetközi befektetési pozíció számos uniós tagállamban továbbra is jelentős negatív egyenleget mutat, és fennáll a kockázata annak, hogy a legutóbbi folyófizetésimérleg-egyenlegek némelyike nem lesz elegendő ahhoz, hogy biztosítsa a külfölddel szembeni állományi pozíciók megfelelő ütemű javulását. Ezzel párhuzamosan a nagy nettó hitelezők egyre nagyobb pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciót könyveltek el a nagy folyófizetésimérleg-többletek miatt.

- **A fajlagos munkaköltség számos tagállamban gyorsabb ütemben nőtt, ami a bérnövekedés felgyorsulásának és a termelékenység lassabb növekedésének egyaránt betudható.** A szűkebb munkaerőpiacok miatt Unió-szerte erősebb volt a bérnövekedés. A fajlagos munkaköltség növekedésének gyorsulása egyre szorosabb összefüggést mutat a termelékenység lassuló növekedésével. Néhány esetben – különösen a közép- és kelet-európai, valamint a balti országokban – a fajlagos munkaköltség markáns növekedése egy néhány évvel ezelőtt kezdődött tendencia folytatódása, amelyhez az átlag alatti bérszinttel rendelkező gazdaságokban növekvő munkaerő-kereslet, készséghiány és a munkaerő-kínálat szűk keresztmetszetei társulnak. Kisebb mértékben ugyan, de a fajlagos munkaköltség növekedése az utóbbi időben az euróövezet országaiban is fokozódott. Miközben a fajlagos munkaköltség növekedése magasabb volt a nettó hitelező országokban, mint a nettó adós országokban, ez a különbség egyre mérséklődik, aminek

[6] Lásd még: Nemzetközi Valutaalap, Világgazdasági kilátások, 2019. október; Az Európai Bizottság 2019. őszi gazdasági előrejelzése, Európai Bizottság (2019), Institutional Paper 115., 2019 november.

[7] Lásd még: Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS), Annual Economic Report (Éves gazdasági jelentés), 2019 június; és Nemzetközi Valutaalap (IMF), Global Financial Stability Report (globális pénzügyi stabilitási jelentés), 2019 április.

eredményeként a költségalapú versenyképesség alakulása egyre kevésbé járul hozzá az egyensúly szimmetrikusabb helyreállításához.

- **A reál effektív árfolyamok felértékelődtek.** A reál effektív árfolyamok 2016 óta számos országban felértékelődtek a fajlagos munkaköltség növekedése és a nominális felértékelődés miatt. Az ezt megelőző években a relatív költségek és árak számos uniós tagállamban csökkentek a nominális árfolyam leértékelődésének, valamint a versenytársakhoz képest visszafogott költség- és árinflációnak köszönhetően. A nem kereskedelemképes tevékenységekről a kereskedelemképes tevékenységekre történő ágazati átcsoportosítás – amely a válságot követő években megfigyelhető volt a nettó adós országokban – lassulóban van, megáll vagy éppenséggel visszájára fordul.

- **A magánszektor hitelállomány-leépítése nagyrészt a nominális GDP-növekedésre vezethető vissza, a háztartások adósságállomány-leépítésének üteme lassul.** Csökkentek a magánszektor nettó megtakarításai, és a GDP-arányos adósságráták csökkenése egyre inkább a nominális GDP növekedésének tudható be. A hitelállomány-leépítés üteme lelassult, ami egyaránt tükrözi a megtakarítások csökkenését és a GDP-növekedés lassulását. Különösen a háztartások növelték hitelfelvételüket egyre több tagállamban. Noha a magas adósságrátákkal rendelkező országok többségében folytatódott a hitelállomány-leépítés, néhány magas adóssággal rendelkező országokban nőtt a magánszektor adósságrátája. Az államadósság a legtöbb tagállamban tovább csökkent, de néhány magas adósságrátájú országban az adósság nem vagy csak korlátozott mértékben csökkent. Ezzel együtt az államkötvényhozamok számottevően csökkentek 2019-ben, még a leginkább eladósodott szuverén hitelfelvevők esetében is.

- **Javult az uniós bankszektor ellenálló képessége, de bizonyos kihívások továbbra is fennállnak.** A tőkemutatóknak a kötelezően előírt szint feletti növekedése megállt. A tőkearányos jövedelmezőség az elmúlt években tapasztalt javulás után stabilizálódni látszik. A nemteljesítő hitelek aránya jelentősen csökkent az elmúlt években, ugyanakkor a rossz hitelek jelentős mértékű csökkenése jelenleg azokra az országokra korlátozódik, ahol magas a nemteljesítő hitelek aránya. Mindazonáltal számos uniós országban továbbra is fennállnak olyan jellemző kihívások, mint a viszonylag alacsony tőkeellátottság és jövedelmezőség, illetve a nemteljesítő hitelek magas aránya. A tartósan alacsony kamatlábakkal és a lassuló gazdasági növekedéssel jellemezhető változó kilátások tovább súlyosbítják ezeket a kihívásokat.

- **A lakóingatlanok árai 2018-ban is gyorsan növekedtek, de az árdinamika visszafogottabbá vált ott, ahol a túlértékeltség egyértelműbben látszódott.** A lakásárak 2018-ban tovább emelkedtek, és egyre több országban haladják már meg a 2000-es évek közepétől számított csúcsértékeket, és a lakóingatlanok valószínűleg túlértékeltek. A lakásárak azonban a legerősebb növekedést olyan uniós tagállamokban mutatták, amelyek esetében mindeddig csak korlátozott jelei látszódtak a lakóingatlanok túlértékeltségének. Ezzel szemben azokban az országokban, ahol egy ideje erősek a túlértékeltséggel kapcsolatos aggályok és magas a háztartások eladósodottsága, az árnövekedés üteme sok esetben lelassult. Egyes országokban láthatóan nő az új jelzáloghitelek volumene, ami a jövőben lakásárak növekedésének további gyorsulásához vezethet.

- **A munkaerőpiaci helyzet tovább javult, és a munkanélküliség az uniós tagállamok mindegyikében csökkent.** A munkanélküliség Unió-szerte tovább csökkent, különösen a fiatalok és a tartósan munkanélküliek körében. A munkaerőpiac szűkülése némileg tükröződött a bérek erőteljesebb növekedésében, ami az euróövezetben is jellemző volt. A gazdasági fellendülés óta azonban a reálbérek emelkedése 2017-ig elmaradt a munkatermelékenység növekedésétől, e tekintetben fordulatra csak 2018 óta került sor. Míg a bővülő foglalkoztatásnak és a

bérnövekedésnek köszönhetően emelkedő munkajövedelmek segítették a belső kereslet növekedését, csak kevéssé látszik, hogy a bérnövekedés árinflációs hatást váltott volna ki[8].

A jelenlegi gazdasági helyzetben az egyensúly helyreállítása az euróövezeti folyó fizetési mérlegek hiánya és többlete tekintetében egyaránt sürgető, és ez valamennyi tagállam számára előnyös lenne. Az előrejelzések szerint az euróövezet folyófizetésimérleg-többlete a lassuló exportkereslet miatt apadni kezd, de a gazdasági fundamentumok alapján indokoltnál magasabb csúcsértékéhez közel marad. Az euróövezet többlete az erős exportteljesítmény, valamint a gazdaság különböző ágazatait érintő hitelállomány-leépítési folyamatok hatására nőtt, többek között olyan országokban is, ahol a hitelállomány leépítése nem vagy csak kevéssé indokolt. A többlet legutóbbi csökkenése főként a világkereskedelem gyengülését és az energiamérleg magasabb hiányát tükrözi. A jelenlegi gazdasági helyzetben erősebb érvek szólnak amellett, hogy az euróövezet szintjén az egyensúlyt a folyó fizetési mérlegek hiánya és többlete tekintetében egyaránt helyre kell állítani, elő kell mozdítani az alacsony infláció és az alacsony kamatlábak által meghatározott környezet megszűnését, és csökkenteni kell a külső kereslettől való függőséget. Ennek fényében az euróövezeti tagállamok politikáinak megfelelő kombinációjára van szükség, amely figyelembe veszi a kölcsönös függőségeket és tovagyűrűző hatásokat. Bár a múltban számos nettó adós ország jelentős folyófizetésimérleg-hiányát korrigálták, folyófizetésimérleg-pozíciójuk gyengül, és a tetemes külföldi és belföldi adósságállomány továbbra is prudens magatartást tesz szükségessé a folyó fizetési mérleg tekintetében, továbbá megfelelő ütemben folytatni kell az adósságcsökkentést, amivel egyidejűleg a növekedési potenciált bővítő reformokat kell végrehajtani. A nettó hitelező országokban az állami és magánberuházások tartós növelése érdekében meg kell ragadni az alacsony kamatok által kínált kedvező finanszírozási lehetőségeket. A kedvező költségvetési helyzetnek a beruházások és egyéb termelő kiadások támogatására való felhasználása ezekben az országokban szintén hozzájárulna ahhoz, hogy a növekedési kilátások kevésbé függjenek a külső kereslettől, és támogatná az egyensúly helyreállítását az euróövezetben.

Összességében a potenciális egyensúlyhiány forrásai nagyjából megegyeznek a riasztási mechanizmus keretében készült 2019. évi jelentésben azonosítottakkal, miközben a kilátások számos szempontból romlani látszanak. A külső állományi pozíciók a kedvező gazdasági feltételek közepette gyorsabban javultak, de a folyó fizetési mérleg gyengülése és a lassabb nominális GDP-növekedés beárnyékolhatja a további javulást. A folyó fizetési mérleg jelentős többletei továbbra is fennállnak, ugyanakkor a versenyképesség alakulása kevésbé támogatja az egyensúly helyreállítását, és a reál effektív árfolyam felértékelődése egyre általánosabbá válik. A magánszektor hitelállományának leépítése lassabb ütemben zajlik, bizonyos esetekben még akkor is, amikor az adósság már egyébként is magas, és a hitelállomány-leépítés egyre inkább a nominális GDP-növekedésre támaszkodik. A nominális növekedésre vonatkozó gyengülő kilátások felvetik a kérdést, hogy a magas adóssággal rendelkező országokban folytatódhat-e a hitelállomány-leépítés a magánszektor vagy az államháztartás megtakarításainak növelése, illetve a GDP-növekedési potenciál megemelése nélkül. Éveken át tartó jelentős javulás után a pénzügyi szektor helyzete stabilizálódott, de az alacsony kamatlábak miatt új kihívások merülhetnek fel a jövőben. A lakóingatlanok árai továbbra is erőteljes növekedést mutatnak, ami egyre több uniós országban csúcsközeli értékelési szintekre juttatta a lakásárakat. A túlértékelt piacokon lassulás tapasztalható, de a jelzáloghitelezés egyes országokban tapasztalható felfutása azt eredményezheti, hogy a lakásár-növekedés önfenntartóvá válik.

Az egyensúlyhiányok lehetséges forrásai számos tipológia szerint kombinálhatók. A tagállamok egy részét több és egymással összefüggő sebezhetőség is érint az adóssághoz kapcsolódóan, ami bizonyos mértékig a pénzügyi szektor helyzetét is tükrözi. Néhány tagállamban a sebezhetőség

[8] Lásd az 1. keretes írást az EU-n belüli közelmúltbeli fő foglalkoztatási és szociális fejlemények áttekintéséről.

elsősorban a nagy és tartósan fennálló államadóssághoz kapcsolódik, amelyet csak súlyosbít a gyenge termelékenység és versenyképesség, amelyek kihatnak a növekedési potenciálra. Néhány tagállamra nagy és tartós folyófizetésimérleg-többlet jellemző. Egyes tagállamok esetében az aggályok a költségalapú versenyképesség tendenciáihoz kapcsolódnak, amelyek mellett adott esetben a külső egyenleg romlása is jelentkezhet. Végül néhány tagállam esetében a fő kihívást a lakásárak terén megfigyelhető tendenciák jelentik, amelyek mellett bizonyos esetekben a háztartások jelentős mértékű eladósodottsága is jelentkezik.

Az előttünk álló kihívások szükségessé teszik, hogy a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet előretekintő megközelítést kövessen. A legtöbb folyamat típusú („flow") egyensúlyhiány korrekciójának és az állomány típusú („stock") egyensúlyhiányok fokozatos mérséklésének fényében a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet fokozatosan egyre inkább a középtávon potenciálisan kialakuló, esetlegesen fenntarthatatlan tendenciák nyomon követésére összpontosít. Ugyanakkor a változó gazdasági helyzet – többek között a főként az euróövezeten és az Unión kívüli gazdasági környezetből eredő kockázatok – miatt fontos az egyensúlyhiányoknak az euróövezet és az EU szempontjából történő értékelése is.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben taglalt számos tagállam esetében alaposabb és átfogó elemzést a részletes vizsgálatok fognak majd tartalmazni. A legutóbbi éves ciklusokhoz hasonlóan a részletes vizsgálatok beépülnek az országjelentésekbe. A részletes vizsgálatok elkészítése során a Bizottság adatok és releváns információk gazdag tárára, valamint a Bizottság által a tanácsi bizottságokkal és munkacsoportokkal együttműködve kidolgozott értékelési keretekre alapozza az elemzését. A részletes vizsgálatokban foglalt elemzés szolgál alapul a tagállamokbeli egyensúlyhiányok vagy túlzott egyensúlyhiányok megállapításához, valamint az országspecifikus ajánlások esetleges frissítéséhez[9]. Mindazon országok, amelyek esetében egyensúlyhiányt vagy túlzott egyensúlyhiányt állapítottak meg, célzott nyomon követés alá tartoznak, és továbbra is tartozni fognak, a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében végrehajtott szakpolitikák folyamatos felügyeletének biztosítása érdekében.

Részletes vizsgálat készül azon tagállamok esetében, amelyeknél már megállapították az egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány fennállását. A kialakult prudenciális gyakorlattal összhangban részletes vizsgálat készül annak értékeléséhez, hogy a fennálló egyensúlyhiány mérséklődik-e, tartósan fennmaradt-e vagy súlyosbodott-e, áttekintve a végrehajtott korrekciós szakpolitikákat. A 2019. februári részletes vizsgálatok megállapításainak fényében 13 olyan tagállam esetében kell részletes vizsgálatot készíteni, amelynél egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány fennállását állapították meg[10]. Jelenleg tíz tagállam (**Bulgária, Horvátország, Franciaország, Németország, Írország, Hollandia, Portugália, Románia, Spanyolország** és **Svédország**) esetében azonosítottak egyensúlyhiányt, míg **Ciprus, Görögország** és **Olaszország** esetében túlzott makrogazdasági egyensúlyhiányt állapítottak meg.

A riasztási mechanizmus keretében készült ezen jelentéshez elvégzett elemzés alapján a Bizottság nem tartja szükségesnek részletes vizsgálat készítését más tagállamok tekintetében. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés szerinti értékelés nem mutat olyan további jelentős kockázatokat, amelyek új részletes vizsgálatot tennének indokolttá azon tagállamok bármelyike

[9] Az 1176/2011/EU rendelet 6. cikke.

[10] Lásd: „2019. évi európai szemeszter: Az 1176/2011/EU rendelet szerinti értékelés a strukturális reformok terén elért haladásról, a makrogazdasági egyensúlyhiány megelőzéséről és korrekciójáról, továbbá a részletes vizsgálatok eredményeiről", COM(2019) 150 final, 2019.2.27.

vonatkozásában is, amelyek esetében a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás végrehajtásának legutóbbi éves ciklusa során nem állapítottak meg egyensúlyhiányt vagy túlzott egyensúlyhiányt. Ez a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés ugyanakkor rámutat arra, hogy a soron következő **országjelentésekben szorosan nyomon kell követni** számos olyan fejleményt, amelyek tartós fennállásuk esetén makrogazdasági kockázatokkal járhatnak. Ezek a fejlemények számos tagállam (Csehország, Észtország, Magyarország, Lettország, Litvánia és Szlovákia) esetében a fajlagos munkaköltséghez és a külső versenyképességre gyakorolt hatásokhoz, a tagállamok egy másik csoportja (Ausztria, Belgium, Csehország, Dánia, Finnország, Magyarország, Luxemburg, Szlovákia, Szlovénia és az Egyesült Királyság) esetében pedig a lakáspiacokhoz és a háztartások adósságához kapcsolódnak.[11]

2. A MAKROGAZDASÁGI EGYENSÚLYHIÁNY EURÓÖVEZETI DIMENZIÓJA

Az euróövezet folyófizetésimérleg-egyenlege elérte csúcspontját, de még mindig nagyon magas szinten van. Az euróövezet folyó fizetési mérlegének egyenlege a válság előtti, nagyjából kiegyensúlyozott helyzetből 2016-ban a GDP 3,2 %-át kitevő csúcsértékre nőtt. A mutató értéke azóta csak alig, 2018-ban a GDP 3,1 %-áig csökkent (1. ábra)[12]. Az euróövezeti folyófizetésimérleg-többlet továbbra is a legnagyobb a világon, és meghaladja a gazdasági fundamentumok által indokolt értéket (2018-ban az euróövezeti GDP 1,7 %-a körüli érték)[13]. Az érték főként a Németország és Hollandia tekintetében keletkezett magas többletet tükrözi: e két ország összesített külső egyenlege 2018-ban az euróövezeti GDP 2,8 %-ának felelt meg. Változatlan politikát feltételezve az Európai Bizottság 2019. őszi előrejelzése szerint az euróövezet kiigazított folyófizetésimérleg-többlete 2019-ben várhatóan a GDP 2,7 %-áig, majd 2020-ra a GDP 2,5 %-áig csökken.

Az euróövezet többletének folyamatos csökkenése elsősorban a gyengülő külkereskedelmi mérleg eredménye. A folyófizetésimérleg-egyenleg 2016 és 2018 közötti csökkenéséhez elsősorban az energiamérleg járult hozzá, ami az emelkedő olajárakra vezethető vissza. Az energiamérleg 2017-ben a GDP –1,7 %-ának megfelelő hiányt mutatott, amely 2018-ban a GDP –2,1 %-ára nőtt, míg a fennmaradó árukereskedelem a GDP 4,6 %-ának megfelelő egyenlege nagyjából stabil maradt. Az

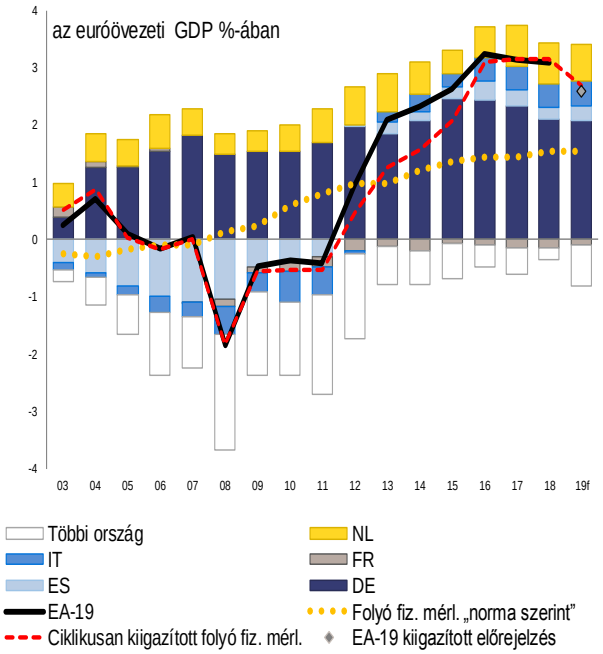
[11] 2019 szeptemberében az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) országspecifikus figyelmeztetéseket és ajánlásokat adott ki a lakóingatlan-szektort középtávon érintő sebezhetőségekről kilenc tagállam részére: ajánlást címzett Belgiumnak, Dániának, Finnországnak, Luxemburgnak, Hollandiának és Svédországnak, és figyelmeztetést intézett Csehországhoz, Franciaországhoz és Németországhoz. Az előbbi csoporthoz tartozó országok mindegyike kapott már figyelmeztetést az ERKT-tól 2016 novemberében, Ausztria és az Egyesült Királyság esetében pedig fenntartották a korábbi figyelmeztetést. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló (1176/2011/EU) rendelet alapján a Bizottságnak figyelembe kell vennie az ERKT által a részletes vizsgálat hatálya alá tartozó tagállamnak címzett figyelmeztetéseket és ajánlásokat.

[12] Az euróövezet folyó fizetési mérlegére vonatkozó, itt említett és használt adatok az euróövezet „kiigazított", a külfölddel szembeni (az euróövezeti folyófizetésimérleg-statisztikából származó) folyó fizetési mérlegre vonatkoznak. Ezen adatok szerint az euróövezet aggregált folyófizetésimérleg-egyenlege 2018-ban a GDP 3,1 %-a volt, és ez összhangban van a folyó fizetési mérlegre vonatkozóan a tagállamok által (az ún. „közösségi koncepció" keretében) közölt adatokkal. A tagállamok összesített folyófizetésimérleg-egyenlegei azonban az euróövezeti GDP 4 %-át (fizetésimérleg-adatok), illetve 3,8 %-át (nemzetiszámla-statisztikák) teszik ki, aminek hátterében a különböző nemzeti statisztikai hatóságok által az euróövezeten belüli egyenlegekre vonatkozóan jelentett adatok közötti aszimmetriák húzódnak meg. Az euróövezet fizetésimérleg-statisztikákból és nemzetiszámla-statisztikákból származó adatait 2019 októberében felülvizsgálták, ami ugyan alig befolyásolta a 2018-as eredményt, de jelentősen lefelé módosította az euróövezet folyó fizetési mérlegének egyenlegét a 2009-2015 közötti időszak tekintetében.

[13] Az IMF (External Sector Report [Külső ágazati jelentés], 2019) úgy véli, hogy az euróövezet „norma szerinti" folyófizetésimérleg-egyenlege a GDP 1,6 %-a körül lenne.

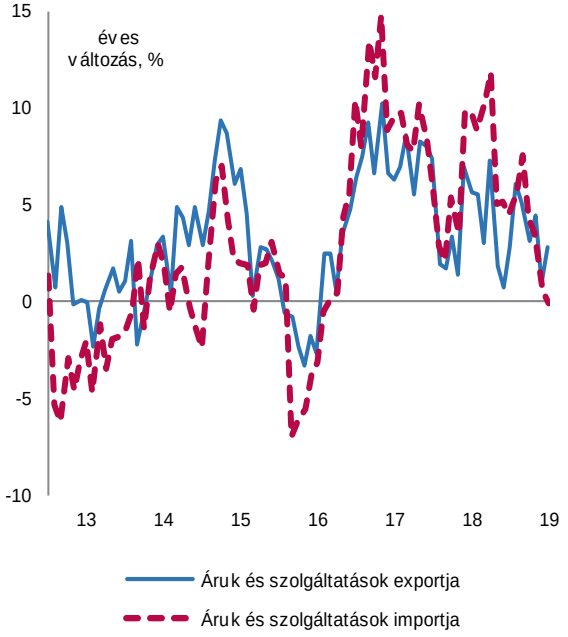
euróövezeti import és export visszafogott növekedésének okai a globális növekedés és a kereskedelem 2018 közepe óta bekövetkezett lassulásában, a kereskedelempolitikai környezetet övező tartós bizonytalanságban és az euró reálárfolyamának 2018-ban bekövetkezett felértékelődésében keresendők. A havi adatok azt mutatják, hogy 2019 folyamán a világ többi részével folytatott kereskedelemben tovább csökkent az euróövezet áruexportja és -importja (2. ábra). Számos tényező járulhat hozzá az euróövezet folyó fizetési mérlegének további romlásához. Ezek közé tartozik a konjunkturális körülmények viszonylagos gyengülése a világgazdaság más régióiban, a restriktív kereskedelempolitika hatásainak kibontakozása vagy a geopolitikai feszültségekből eredő magasabb olajárak.

1. ábra: Az euróövezeti folyó fizetési mérleg változása: országonkénti bontás



Forrás: Az Eurostat fizetési mérlege, az Európai Bizottság 2019. őszi gazdasági előrejelzése.

2. ábra: Az euróövezet és a világ többi része közötti kereskedelem alakulása

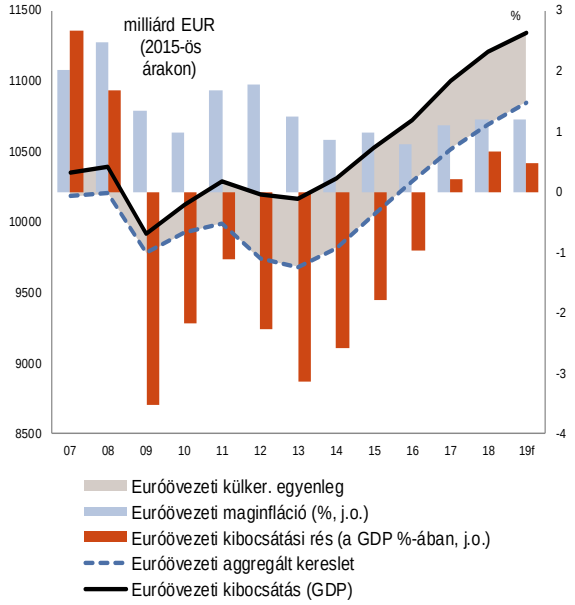


Forrás: Az Eurostat külkereskedelmi statisztikái
Megjegyzés: Szezonálisan kiigazított adatok, folyó árakon.

Az euróövezet folyófizetésimérleg-többletének közelmúltbeli enyhe csökkenését előidéző tényezők eltérnek a korábbi növekedés mögött meghúzódó tényezőktől. Az euróövezet folyó fizetési mérlege a 2008-as pénzügyi válságot követően kezdett többletet mutatni a hatalmas hiányok éles korrekciója miatt, amely a határokon átnyúló pénzmozgások megfordulása nyomán következett be. A folyó fizetési mérleg egyenlege az adósságválság Spanyolországra és Olaszországra való átterjedésével tovább nőtt, ez pedig ezen országok belső keresletének szűkülését eredményezte. Ezzel párhuzamosan Németország jelentős folyófizetésimérleg-többlete is fokozatosan nőtt, miközben a belső kereslet a kibocsátásnál visszafogottabb ütemben nőtt, és a gazdaság összes ágazatában hitelállomány-leépítés ment végbe. Összességében az euróövezeti többletnek a pénzügyi válság és 2016 közötti szélesedése főként a magánszektort érintő széles körű hitelállomány-leépítési folyamatnak volt betudható, amelyhez a 2011-es adósságválság súlyosbodását követően a kormányzati szektor hitelállomány-leépítése is társult. Az euróövezet többletének 2017 óta tapasztalható apadása elsősorban a német, és kisebb mértékben az olasz és a spanyol többlet csökkenésének tudható be. Ezek viszonylag nagy gyártó exportőr országok, amelyek az importált szénhidrogén-energiától függenek. Úgy tűnik, hogy az euróövezet folyó fizetési mérlegének közelmúltbeli dinamikája mögött nem a hitelállomány újbóli nagyszabású bővülése húzódik meg, hanem a globális kereskedelem lassulása és a magasabb energiaárak következtében csökkenő nettó

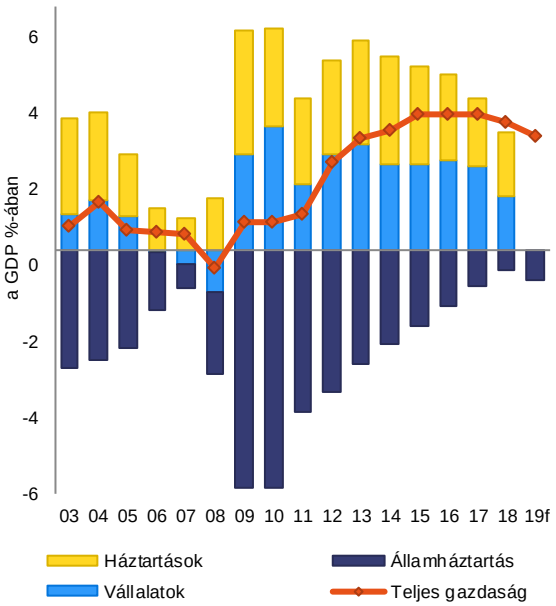
export. Az euróövezet többletének 2017 és 2018 közöti csökkenése főként a nem pénzügyi vállalatok romló nettó hitelnyújtási pozíciójában tükröződik, amely 2013 óta pozitív értékeket mutatott. A vállalatok nettó megtakarítási pozíciójának közelmúltbeli mérséklődése ellensúlyozta a kormányzati szektor ugyanezen időszak alatt javuló nettó hitelfelvételi pozícióját (4. ábra).

3. ábra: Euróövezeti kibocsátás, belső kereslet, nettó export és maginfláció



Forrás: AMECO[14]

4. ábra: Az euróövezeti nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazatonként



Forrás: Eurostat.

Az alacsony infláció és az alacsony kamatlábak által meghatározott környezet számos kihívást jelent. A monetáris hatóságok 2019-ben mind az euróövezetben, mind a világ más meghatározó régióiban intézkedéseket hoztak a kibocsátás kezdődő lassulásának és az inflációs várakozások lefelé történő elmozdulásának ellensúlyozására, ami fordulatot jelentett ahhoz képest, hogy korábban a feltételek szigorítását célzó pályát vetítettek előre. A kötvényhozamok negatív szintekre süllyedtek, és különösen a hosszú lejáratokra vonatkozó hozamok estek, továbbá szűkültek a kockázatosabb kötvények kamatfelárai. A maginfláció elmarad a monetáris hatóságok által kitűzött céltól; a becslések szerint az euróövezeti kibocsátási rés jelenleg csökken, miután a visszafogott kereslet és a negatív kibocsátási rések elhúzódó időszakát követően 2017-ben pozitívvá vált (3. ábra). A jövőt illetően az látható, hogy míg a mérsékelt nominális növekedés miatt a hitelállomány-leépítés nehezebbé válik, az alacsony kamatlábak csökkentik az adósságfinanszírozás költségét. A minden eddiginél alacsonyabb szinten lévő hosszú távú kamatlábak azonban számos potenciális kihívást is tartogatnak: a szabályozási korlátok megkerülésére és a kockázatos befektetések révén realizálható hozamok keresésére ösztönző tényezők; a hitelkockázat alulbecslése és a zsugorodó felárak miatt a magas adósság csökkentésére ható ösztönzők gyengülése; valamint a jövedelmezőség csökkenése a szabályozott pénzügyi vállalkozásoknál – különösen a banki és biztosítási ágazatban – a lapos hozamgörbék miatt[15].

[14] Megjegyzendő, hogy míg a GDP és a belső kereslet közötti különbségnek definíció szerint meg kell egyeznie a külkereskedelmi egyenleggel, az adatok nincsenek teljes mértékben összehangolva az euróövezeten belüli adatszolgáltatási eltérések miatt (lásd a **Error! Bookmark not defined.**. lábjegyzetet).
[15] Például: EKB, Financial Stability Review, 2018. május, 2019. május.

Az euróövezeten belüli egyensúly-helyreállítás még mindig nem teljes, és a versenyképesség alakulása egyre kevésbé támogatják az euróövezeten belüli egyensúly-helyreállítást. Míg mostanra a legtöbb folyófizetésimérleg-hiány korrekciója megtörtént, számos euróövezeti országban továbbra is jelentős többlet áll fenn. A múltban jelentős hiánnyal rendelkező országokat még mindig nagy negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció jellemzi, amelyhez általában a magánszektor vagy a kormányzati szektor tetemes adósságállományai társulnak, és ez sebezhetőséget jelent. A pénzügyi válságot követően a relatív költségek és árak tekintetében lezajlott kiigazítási folyamat hozzájárult az egyensúly helyreállításához. A fajlagos munkaköltség gyorsabb ütemben nőtt a nettó hitelező országokban, mint a nettó adós országokban, ezzel pedig megfordult a pénzügyi válságot megelőző időszakot jellemző tendencia. Ez a tendencia ugyan továbbra is fennáll, de az érintett országcsoportok közötti különbségek kevésbé szembetűnőek (5. ábra)[16]. A munkaerőpiacoknak a nettó adós országokban is megfigyelhető szűkülése felgyorsítja a bérnövekedést, a költségalapú versenyképességet pedig tovább rontja a visszafogott termelékenységnövekedés, amelyhez a tőkeintenzitás (azaz a tőke/munkaerő aránya) tekintetében bekövetkező lassulás vagy csökkenés társul. A versenytársakéhoz viszonyított vásárlóerő-paritásban kifejezett GDP-deflátorokkal mért versenyképességi szintek (6. ábra) laza kapcsolatot mutatnak a külső egyenlegekkel és az egyensúly helyreállítására irányuló igényekkel[17]. A kereskedelemképes áruk forgalmának a teljes hozzáadott értékhez viszonyított aránya megfelelt a relatív árak tekintetében végbement kiigazításnak: forgalmuk a válságot követően nőtt a korábban magas deficittel rendelkező országokban, de ez a folyamat lassul vagy megfordul[18].

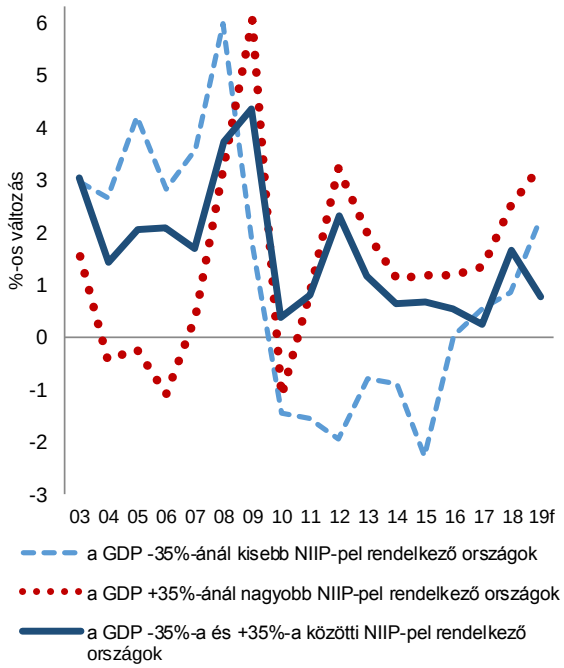
A jelenlegi gazdasági helyzetben az egyensúly helyreállítása az euróövezeti folyó fizetési mérlegek hiánya és többlete tekintetében egyaránt sürgető, és ez valamennyi tagállam számára előnyös lenne. A nettó adós országokban a külső és belső adósság nagy állományainak csökkentéséhez prudens folyó fizetési mérleget kell fenntartani, és biztosítani kell az adósságcsökkentés megfelelő ütemét, és ezzel egyidejűleg törekedni kell a növekedési potenciál növelésére. A teljes tényezőtermelékenységet támogató célzott beruházások és reformok révén javítani kell a termelékenységi kilátásokat az euróövezet egészében, de különösen a nettó adós országokban, mivel ez kulcsfontosságú mind az adósságállomány fenntarthatóságához, mind pedig ahhoz, hogy a relatív versenyképességi fejlemények fokozottabban támogassák az egyensúly helyreállítását. Ezzel szemben a nettó hitelező országokban az állami és a magánberuházások további növelése pozitívan hatna a potenciális növekedésre, hozzájárulna ahhoz, hogy az érintett országokban a növekedési kilátások kevésbé függjenek a külső kereslettől, egyúttal támogatná a belső keresletet, amivel elősegítené az euróövezeti egyensúly helyreállítását. A jelenlegi gazdasági helyzetben a jelentős többlettel és kedvező költségvetési pozícióval rendelkező országokban alkalmazott fiskális ösztönzők ugyancsak segítenék az alacsony infláció és az alacsony kamatlábak megszüntetését, továbbá támogatnák a nominális növekedést, ezáltal elősegítenék a hitelállomány-leépítést és a nettó adósok pozícióinak kiegyensúlyozását.

[16] 2019-ben a francia foglalkoztatási és versenyképességi adójóváírást (CICE) az első negyedévben a munkáltatók társadalombiztosítási járulékainak tartós csökkentése váltotta fel, aminek köszönhetően a francia munkaerőköltség jelentősen csökkent, ami a köztes nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országcsoport fajlagos munkaköltségének változásában is látható az 5. ábrán.

[17] A 6. ábra az országokat a folyó fizetési mérlegük egyenlege szerinti sorrendben mutatja be.

[18] A megállapítás a mezőgazdaságnak, a feldolgozóiparnak, a kereskedelemnek, a szállításnak és a kommunikációs szolgáltatásoknak a teljes hozzáadott értékhez viszonyított arányán alapul. A mutató nem veszi figyelembe, hogy a szolgáltatások egyre inkább kereskedelemképessé válnak, és egyre nagyobb részt tesznek ki a teljes hozzáadott értéken belül.

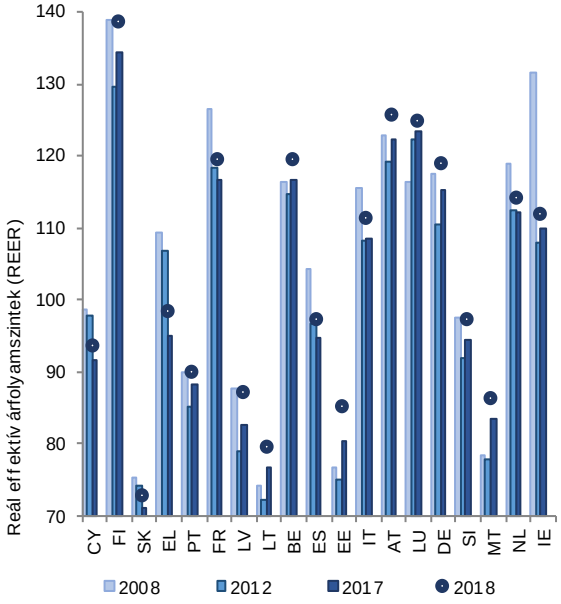
5. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedése az euróövezetben



Forrás: AMECO

Megjegyzés: A GDP +35 %-át meghaladó nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országok: DE, LU, NL, BE, MT. A GDP +35 %-a és –35 %-a közötti nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országok: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. A többi ország nettó nemzetközi befektetési pozíciója a GDP –35 %-a alatt van. Az országok besorolása a 2016–2018 közötti időszak nettó nemzetközi befektetési pozíciójának átlagértékein alapul. A nettó hitelező országok átlagos folyófizetésimérleg-többletet regisztráltak ugyanebben az időszakban. Az adatok a három országcsoport GDP-vel súlyozott átlagaira vonatkoznak.

6. ábra: Reál effektív árfolyamszintek a GDP-deflátorok alapján



Forrás: A Bizottság szolgálatainak számításai az Eurostat és az IMF adatai alapján.

Megjegyzés: A reál effektív árfolyamszinteket a GDP-deflátornak a versenytársakéhoz viszonyított aránya alapján számítják ki, vásárlóerő-paritásban kifejezve (és feltéve, hogy USA=100). Az országok súlya megegyezik a reál effektív árfolyamindexek összeállításához használt súlyokkal (42 versenytársat tartalmazó csoport).

3. EGYENSÚLYHIÁNY, KOCKÁZATOK ÉS KIIGAZÍTÁS: FŐBB FEJLEMÉNYEK AZ EGYES ORSZÁGOKBAN

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás mutatókat tartalmazó eredménytáblájának gazdasági elemzésére épül, **amely szűrőként szolgál az esetleges kockázatok és sebezhetőségek prima facie bizonyítékainak feltárására**. Az eredménytábla indikatív küszöbértékkel rendelkező 14 mutatót tartalmaz a következő területeken: külső pozíciók, versenyképesség, a magánszektor adóssága, lakáspiac, banki ágazat és foglalkoztatás. Jó statisztikai minőségű tényadatokra támaszkodik az adatstabilitás és az országok közötti konzisztencia biztosítása érdekében. Ezért az ehhez a jelentéshez használt eredménytábla 2018-ig szóló adatokat tükröz. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló rendelettel (az 1176/2011/EU rendelet) összhangban az eredménytábla értékeit nem mechanikusan kell értelmezni a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben foglalt értékelésben, hanem olyan gazdasági elemzés tárgyát kell képezniük, amely lehetővé teszi az átfogó gazdasági környezet mélyebb

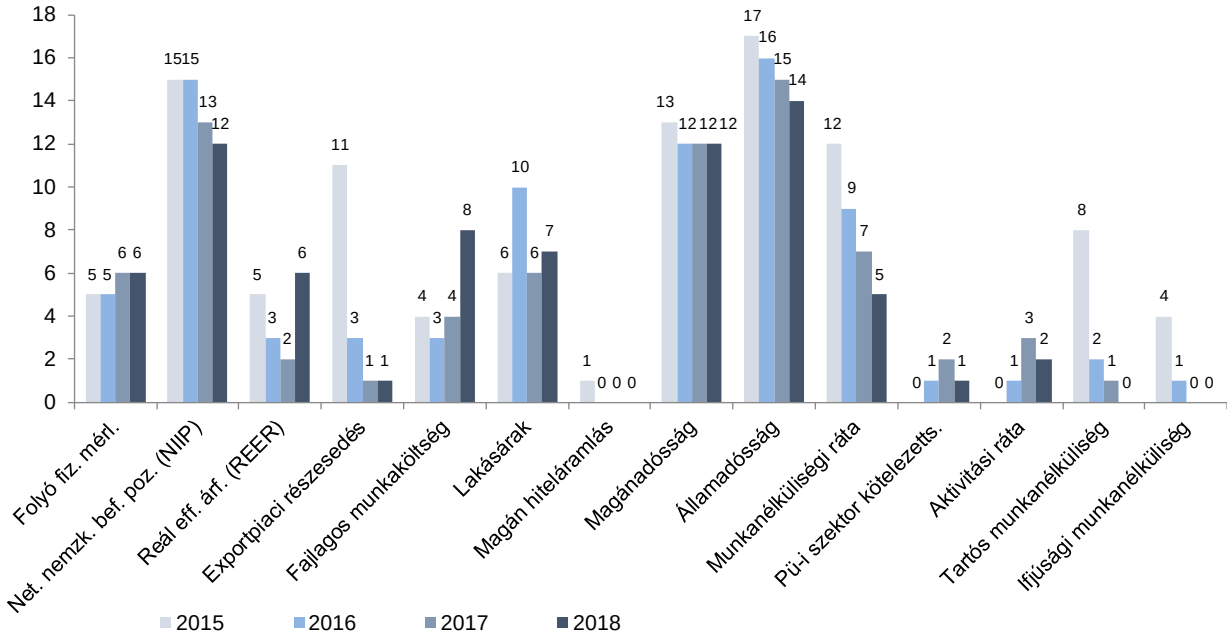
megértését és az országspecifikus szempontok figyelembevételét[19]. Az eredménytábla értékelését számos kiegészítő mutató segíti. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés emellett figyelembe vesz újabb adatokat és kiegészítő információkat, értékelési keretekből származó meglátásokat, valamint a meglévő részletes vizsgálatok és a vonatkozó elemzések megállapításait, és a Bizottság 2019. őszi előrejelzését.

Az eredménytábla adatai a költség-versenyképességgel és a lakásárak dinamikájával kapcsolatos lehetséges problémák kialakulására utalnak, mindamellett, hogy a magas adósságszintek csak fokozatosan javulnak. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának küszöbértékeit meghaladó értékek továbbra is az államadósság, a nettó nemzetközi befektetési pozíció és a magánszektor adóssága esetében a leggyakoribbak (7. ábra)[20]. A gazdaság bővülése, valamint a folyó fizetési és a költségvetési mérleg jobb pozíciói mindazonáltal hozzájárultak a nettó külföldi kötelezettségek és az államadósság GDP-hez viszonyított arányának csökkentéséhez, ami az eredménytábla kapcsolódó küszöbértékeit átlépő tagállamok számát is csökkentette. Ezzel szemben változatlan a küszöbértéket meghaladó esetek száma a magánszektor adóssága esetében, tekintettel a növekedésnek a GDP-arányos adósságrátára gyakorolt hatását ellensúlyozó, meggyengült nettó megtakarítási pozíciókra. Néhány országban a gazdaság bővülése a gyorsan növekvő munkaerőköltségekben és lakásárakban is megnyilvánul. A fajlagos munkaköltség küszöbértéket meghaladó növekedését tapasztaló tagállamok száma a korábbi évek eredménytábláihoz képest több mint kétszeresére nőtt, és a felértékelődések miatt több ország lépi át a reál effektív árfolyamra vonatkozó küszöbértéket. A lakásárak elmúlt években jellemző dinamizmusát tükrözi a vonatkozó küszöbértéket meghaladó országok számának közelmúltbeli csekély növekedése. A küszöbértéket átlépő folyó fizetési mérlegek továbbra is főként többleteket tükröznek. A folytatódó munkahelyteremtő gazdasági bővülés megmutatkozik abban, hogy kevesebb a magas munkanélküliséggel rendelkező uniós ország, és kevesebb az ifjúsági és a tartós munkanélküliséggel, valamint az aktivitási rátákkal kapcsolatos aggodalom.

[19]A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának összeállítása mögött meghúzódó logikáról és a tábla értelmezéséről lásd: Európai Bizottság (2016), „The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium" (A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás. Indokok, eljárás, alkalmazás: rövid összefoglalás), European Economy, Institutional Paper, 039. sz., 2016. november.

[20]Az eredménytábla részletes mutatói és a vonatkozó indikatív küszöbértékek a melléklet 1.1. táblázatában szerepelnek; a kiegészítő mutatókat pedig a 2.1. táblázat mutatja be. A 9. ábrához fűzött megjegyzésben kifejtettek szerint az eredménytábla adataiban bekövetkező változások értelmezése a riasztási mechanizmus keretében készült egyes jelentések időpontjában rendelkezésre álló adatokon alapul. E riasztási mechanizmus keretében készült jelentés esetében az adatok benyújtási határideje 2019. október 25. volt.

7. ábra: A küszöbértéket meghaladó eredménytábla-változókkal rendelkező országok száma



Forrás: Eurostat

Megjegyzés: a küszöbértéket meghaladó eredménytábla-változókkal rendelkező országok száma a vonatkozó éves riasztási mechanizmus keretében készült jelentéssel együtt közzétett adott évi eredménytábla adatain alapul. Az esetleges utólagos adatmódosítások miatt különbségek lehetnek a küszöbértéket meghaladó értékeknek az eredménytábla-változók legújabb számadatainak felhasználásával számított száma, és a fenti ábrán szereplő száma között.

A folyófizetésimérleg-pozíciók a legtöbb uniós tagállamban kissé lefelé mozdultak 2018-ban. A lassuló kereskedelem, a rugalmas belső kereslet és az emelkedő olajárak a tagállamok többségében csökkentették a folyó fizetési mérleg egyenlegét. A folyófizetésimérleg-egyenlegek a legtöbb esetben az országspecifikus alapvető gazdasági tényezők („folyófizetésimérleg-normák") alapján várható szint felett maradnak, és meghaladják a nagy külföldikötelezettség-pozíciók korrigálásához szükséges szintet (8. ábra)[21]. Noha a folyó fizetési mérlegek 2017 és 2018 között bekövetkezett romlása gyakran meghaladja azt a mértéket, amit a ciklikus tényezők önmagukban eredményezhettek (9. ábra), a ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek általában arra utalnak, hogy a külső pozíciók erősebbek a fő számadatok által sugalltnál, mivel a kibocsátási rés szinte mindenhol pozitív[22].

- **Csak két tagállamban haladja meg a folyó fizetési mérleg hiánya a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának alsó küszöbértékét.**

[21]A fundamentumokkal összhangban lévő folyó fizetési mérlegek („folyófizetésimérleg-normák") egyszerűsített formájú regresszióból erednek, amely figyelembe veszi a megtakarítások és beruházások egyenlegének fő tényezőit, többek között az alapvető tényezőket, a szakpolitikai tényezőket, és a globális pénzügyi körülményeket. Az ebben a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben az alapvető tényezőkön alapuló folyó fizetési mérleg kiszámításához használt módszertan leírását lásd: L. Coutinho és mások (2018), „Methodologies for the assessment of current account benchmarks" (A folyó fizetési mérleg referenciaértékeinek értékelési módszertanai), European Economy, 86. sz. vitaanyag, 2018. A módszertan hasonló ehhez: Phillips, S. és mások (2013), „The External Balance Assessment (EBA) Methodology" (A külső egyenleg értékelésének módszertana), IMF Working Paper, 2013/272.).

[22]A ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek figyelembe veszik a ciklus hatását a hazai és a külkereskedelmi partnereknél fennálló kibocsátási rés tekintetében történő kiigazítás révén, lásd M. Salto és A. Turrini (2010), „Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment" (A reálárfolyam-értékelés alternatív módszertanainak összehasonlítása), European Economy, 427. sz. vitaanyag, 2010.

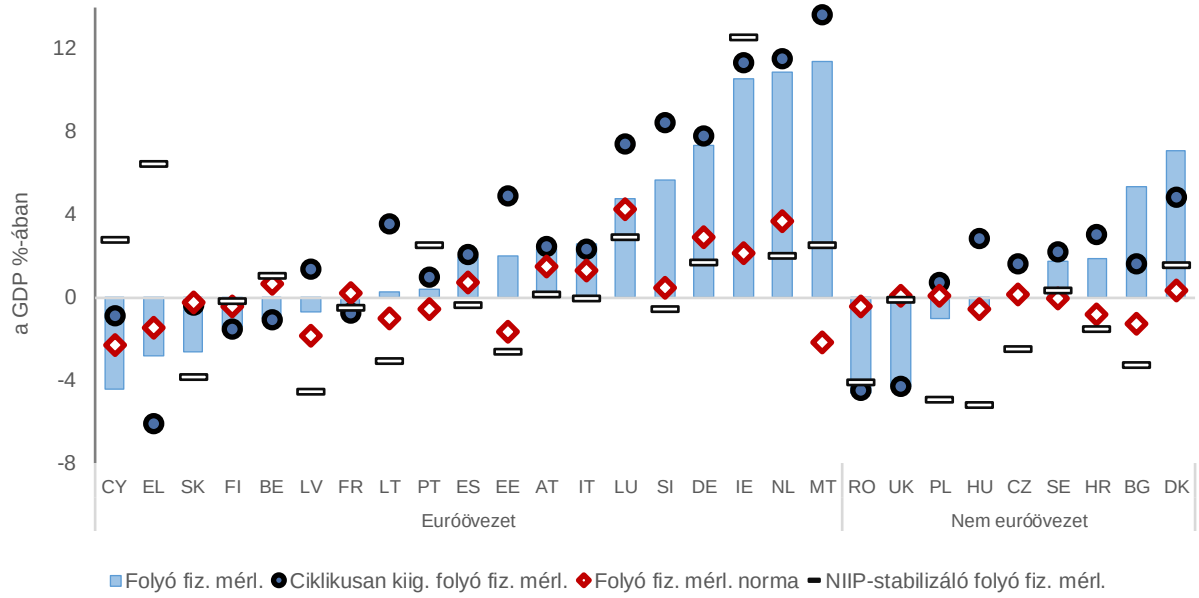
Az eredménytábla 3 éves átlagadatai alapján Cipruson a legnagyobb a folyó fizetési mérleg hiánya az EU-n belül, amely 2018-ban javult ugyan, de nem olyan szintre, amely biztosítaná a nettó nemzetközi befektetési pozíció megfelelő ütemű javulását[23]. Az Egyesült Királyság folyófizetésimérleg-hiánya szintén túllépi az eredménytábla küszöbértékét. Románia csak 2018-ban könyvelt el látható, a GDP –4,6 %-át kitevő mértékű folyófizetésimérleg-hiányt, a korábbi évekhez képest jelentős romlást mutatva. Ez az érték norma alatti, és a romlás jó részét nem indokolja a gazdasági ciklus.

- **A folyó fizetési mérlegek számos nagy nettó adós országban lefelé mozdultak el.** A folyó fizetési mérleg eredménye 2018-ban szűkült Görögországban, Portugáliában és Spanyolországban. Görögország folyófizetésimérleg-hiánya túlmutat az alapvető tényezőkkel magyarázható mértéken, és nem elegendő ahhoz, hogy a nagy mértékben negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciót 10 év távlatában prudens szint felé korrigálja[24]. Portugáliában a legutóbbi adatok elmaradnak a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció megfelelő ütemű kiigazítását biztosító szinttől. Ezzel szemben a folyó fizetési mérleg alakulása Spanyolországban továbbra is összhangban áll a nettó nemzetközi befektetési pozíció megfelelő ütemű javulásával. Írország folyó fizetési mérlege 2018-ban jelentősen javult, ami nagyrészt a multinacionális vállalatok határokon átnyúló ügyleteit tükrözi.
- **Négy uniós országban továbbra is a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának felső küszöbértékét meghaladó a folyó fizetési mérleg többlete.** Ez áll fenn Dániában, Németországban és Hollandiában az évtized kezdete óta, és újabban Máltán is. 2018-ban a többlet Németországban GDP-arányosan 0,7 százalékponttal csökkent, és valamivel kisebb mértékben Dániában, míg nagyjából változatlan maradt Máltán és Hollandiában. A folyó fizetési mérleg dinamikáját ez utóbbi két országban a multinacionális vállalatok és a nemzetközi irányultságú szolgáltatási ágazatok tevékenységeihez kapcsolódó, határokon átnyúló ügyletek is vezérlik, amelyek a kereskedelmi és a jövedelmi egyenlegre is hatással vannak.
- **A nagy többletek továbbra is hozzájárulnak a nagy pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciókhoz.** Málta kivételével az eredménytábla küszöbértékét meghaladó folyófizetésimérleg-többletek az alapvető tényezők által indokolt szinteket is meghaladják (8. ábra). Az eredménytábla küszöbértéke feletti többlet minden esetben meghaladja azt a szintet, amely lehetővé tenné a már nagy nettó nemzetközi befektetési pozíció jelenlegi szinten történő stabilizálását 10 év távlatában.

[23] A ciprusi folyó fizetési mérlegre vonatkozó adatokat a riasztási mechanizmus keretében készült tavalyi jelentés óta felülvizsgálták, és jelenleg az alsó küszöbértéken belüli folyófizetésimérleg-hiányt mutatnak a 2017-ig tartó három évben, ami tavaly nem állt fenn.

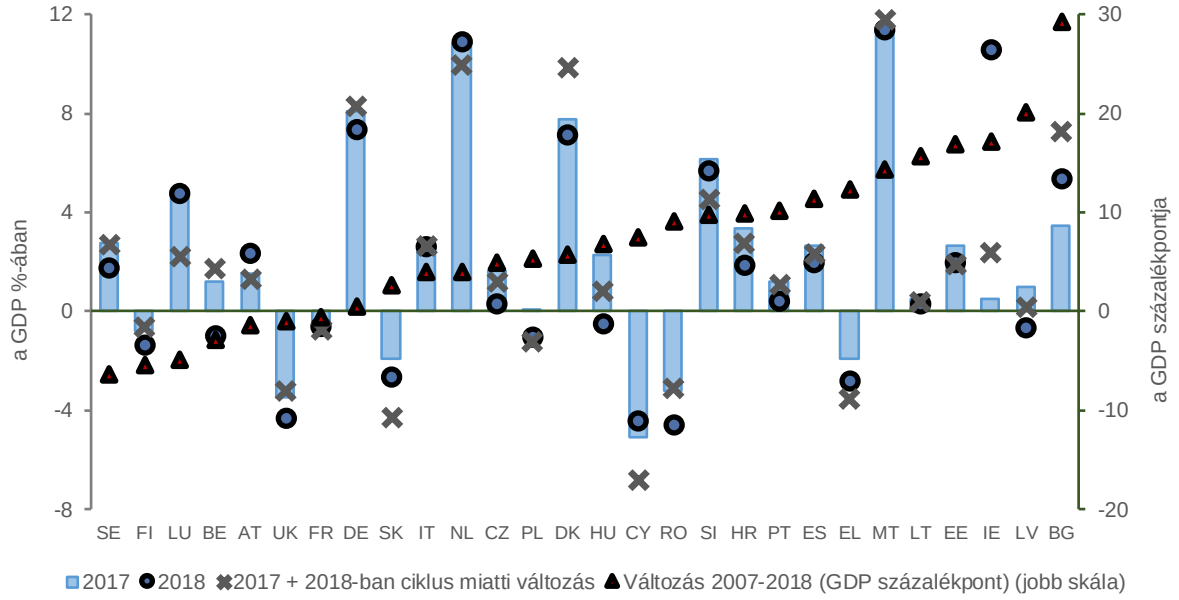
[24] Az országspecifikus nettó nemzetközi befektetési pozíció prudenciális küszöbértékeire vonatkozó módszertanok tekintetében lásd a **Error! Bookmark not defined.**. lábjegyzetet. A tényleges folyó fizetési mérlegek és a nettó nemzetközi befektetési pozíció stabilizálásához szükséges mérlegek közötti eltérés döntően a vizsgált időtávtól függ. Például az ahhoz szükséges folyó fizetési mérleg, hogy Görögország nettó nemzetközi befektetési pozíciója 20 éven belül a GDP –35 %-ában meghatározott eredménytábla-küszöbérték felett stabilizálódjon, a GDP 1 %-ához közeli többlet lenne; lásd: Európai Bizottság (2019), „Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019" (Megerősített felügyeleti jelentés – Görögország, 2019. november), European Economy, Institutional Paper, 116. sz., 2019. november.

8. ábra: Folyó fizetési mérlegek és referenciaértékek 2018-ban



Forrás: Eurostat (BPM6 adatok), a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a 2018. évi folyó fizetési mérleg egyenlege szerinti sorrendben rangsoroltak. *Ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek*: lásd a 22. lábjegyzetet. *Folyófizetésimérleg-normák*: lásd a 21. lábjegyzetet. A *nettó nemzetközi befektetési pozíciót stabilizáló folyó fizetési mérleg* referenciaérték a meghatározás szerint a nettó nemzetközi befektetési pozíciónak a következő 10 évben a jelenlegi szinten való stabilizálásához szükséges folyó fizetési mérleg, vagy ha a jelenlegi nettó nemzetközi befektetési pozíció alacsonyabb az országspecifikus prudenciális küszöbértékénél, akkor a nettó nemzetközi befektetési pozíció prudenciális küszöbértékének a következő 10 évben történő eléréséhez szükséges folyó fizetési mérleg (lásd a 26. lábjegyzetet).

9. ábra: A folyófizetésimérleg-egyenlegek alakulása



Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a folyó fizetési mérleg GDP-hez viszonyított 2007 és 2018 között bekövetkezett változása szerinti növekvő sorrendben szerepelnek. A *ciklus miatti változás* kiszámítása a folyó fizetési mérleg azon változásaként történik, amely nem a ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérleg változásával magyarázható.

2018-ban gyorsabb ütemben javultak a nettó nemzetközi befektetési pozíciók a legtöbb tagállamban, de közülük számos esetében nagy negatív külső kötelezettségállományok maradtak fenn. 2018-ban számos országban folytatódott a nettó nemzetközi befektetési pozíció javulása a prudens folyófizetésimérleg-pozícióknak, a GDP-növekedésnek és a nagy pozitív értékelési hatásoknak köszönhetően (10. és 11. ábra). Ettől függetlenül számos uniós országban továbbra is nagyrészt negatív a nettó nemzetközi befektetési pozíció. 2018-ban 12 tagállam nettó nemzetközi befektetési pozíciója volt rosszabb az eredménytábla GDP –35 %-ában meghatározott küszöbértékénél; ez egy országgal kevesebb, mint 2017-ben. A nagymértékben negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országokban az értékek elmaradnak az alapvető tényezőkkel indokolható értékektől („a nettó nemzetközi befektetési pozíció normái"), néhány esetben pedig a prudenciális küszöbértékektől is[25]. Néhány országban a külföldi kötelezettségállomány a közvetlen külföldi befektetések és egyéb, nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélkül számítva (NENDI) is nagy[26].

- Néhány euróövezeti ország, mint például Ciprus, Görögország, Írország és Portugália, továbbra is **nagymértékben negatív**, a GDP –100 %-a alatti **nettó nemzetközi befektetési pozícióval** rendelkezik. Ezekben az országokban a nettó nemzetközi befektetési pozíció jóval a referenciaértékek alatti, mind a nettó nemzetközi befektetési pozíció normái, mind a prudenciális küszöbértékek tekintetében. Cipruson és Írországban a nettó nemzetközi befektetési pozíció szintje a multinacionális vállalatok mérlegeinek és a határokon átnyúló vállalati pénzügyi kapcsolatoknak a relevanciáját is tükrözi. E négy országban, valamint Spanyolországban jellemző a nettó nemzetközi befektetési pozícióban az adósságkötelezettségek nagyarányú előfordulása, amit a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli, erősen negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció (NENDI) is jelez. Görögországban a gyakran igen kedvező kamatozású jelentős külső államadósság teszi ki a nettó nemzetközi befektetési pozíció nagy részét[27]. Ciprus nettó nemzetközi befektetési pozíciójának nagy része a nem pénzügyi, hajótulajdonos különleges célú gazdasági egységek mérlegpozícióihoz kapcsolódik.

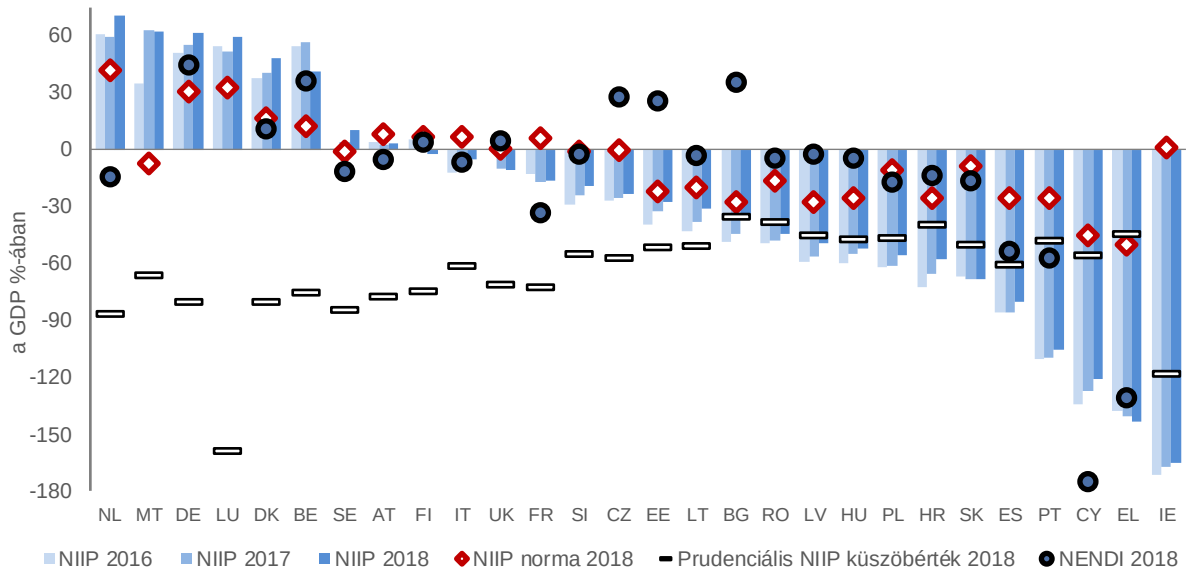
[25] Az alapvető tényezőkkel összhangban lévő nettó nemzetközi befektetési pozíciókat („a nettó nemzetközi befektetési pozíció normái") a folyófizetésimérleg-normák időbeli kumulációjával kapjuk meg (lásd még a **Error! Bookmark not defined.**. lábjegyzetet). A nettó nemzetközi befektetési pozíció prudenciális küszöbértékeit úgy határozzák meg, hogy a lehető legnagyobb legyen a fizetésimérleg-válságok előrejelzésére szolgáló „jelerősségük", az egy főre jutó jövedelemben összesített országspecifikus információk figyelembevételével. Az alapvető tényezőkkel összhangban lévő nettó nemzetközi befektetési pozíciók állományainak számítására vonatkozó módszertan tekintetében lásd: A. Turrini és S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions" (A nettó nemzetközi befektetési pozíciókra vonatkozó referenciaértékek), European Economy, 97. sz. vitaanyag, 2019.

[26] A NENDI a NIIP olyan részmutatója, amely elvonatkoztat a tisztán saját tőkével kapcsolatos komponensektől, vagyis a közvetlen külföldi befektetések (FDI) tőkéjétől és a törzsrészvényektől, valamint a vállalaton belüli, határokon átnyúló FDI-tartozásoktól, és a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök kizárásával mutatja be a NIIP-et. Lásd még: Európai Bizottság, „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard" (A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblája kiválasztott kiegészítő mutatóinak tervezett módosítása), technikai feljegyzés; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

[27] Az intézményi ágazatok adatait vizsgálva a kormányzati nettó nemzetközi befektetési pozíció teszi ki az erősen negatív görög nettó nemzetközi befektetési pozíció egészét – mivel az államadósságot nagyrészt külföldiek, döntően intézményi hitelezők birtokolják –, míg a gazdaság többi része, azaz a háztartások, a nem pénzügyi és pénzügyi vállalatok, beleértve a monetáris pénzügyi intézményeket, pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciót mutatnak fel. Cipruson, Portugáliában és Spanyolországban a kormányzat nettó nemzetközi befektetési pozíciója teszi ki a gazdaság nettó nemzetközi befektetési pozíciójának nagy részét, a gazdaság többi részének viszont továbbra is egyértelműen negatív a nettó nemzetközi befektetési pozíciója.

- A **mérsékeltebben negatív**, de a GDP –35 %-ánál rosszabb **nettó nemzetközi befektetési pozícióval** rendelkező országokban a nettó nemzetközi befektetési pozíció általában szintén elmarad az országspecifikus alapvető tényezők alapján várhatótól. Ez volt jellemző Bulgáriában, Horvátországban, Magyarországon, Lettországban, Lengyelországban, Romániában és Szlovákiában. Néhány esetben a prudenciális küszöbértékeknél is rosszabb volt ez az érték. Mivel azonban e közép- és kelet-európai és balti országokban jelentősek a közvetlen külföldi befektetések, a nettó nemzetközi befektetési pozíció számottevően javul a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli (NENDI) számítás esetén[28]. Más uniós országok a GDP –35 %-a feletti, de a vonatkozó norma alatti negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciót könyveltek el (Csehország, Észtország, Litvánia és Szlovénia), ami ez esetben is nagyrészt a nem rezidensek belföldi befektetésállományát tükrözi. E csoporton belül Franciaország kiemelkedik a tekintetben, hogy a nemteljesítési kockázatot hordozó eszközök nagy szerepet játszanak a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciójában.
- A **nagy pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciók** többsége 2018-ban tovább erősödött. Németország, Luxemburg, Málta és Hollandia a GDP legalább 60 %-át kitevő, Dánia pedig a GDP 50 %-át megközelítő pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciót könyvelt el[29]. Ez a számos éven át fennálló nagy folyófizetésimérleg-többleteket tükrözi, ami a világ többi részével szembeni nagy nettó eszközpozíció felhalmozódásához vezetett. Belgiumban viszont a kedvezőtlen értékelési hatások miatt visszaesett a nagymértékben pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíció. Ezen esetek mindegyikére igaz, hogy a nettó nemzetközi befektetési pozíció elemzett adatai láthatóan a vonatkozó normák felett vannak, azaz jóval meghaladják az országspecifikus alapvető tényezők alapján indokolható vagy várható értékeket.

10. ábra: Nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP) és referenciaértékek 2018-ban



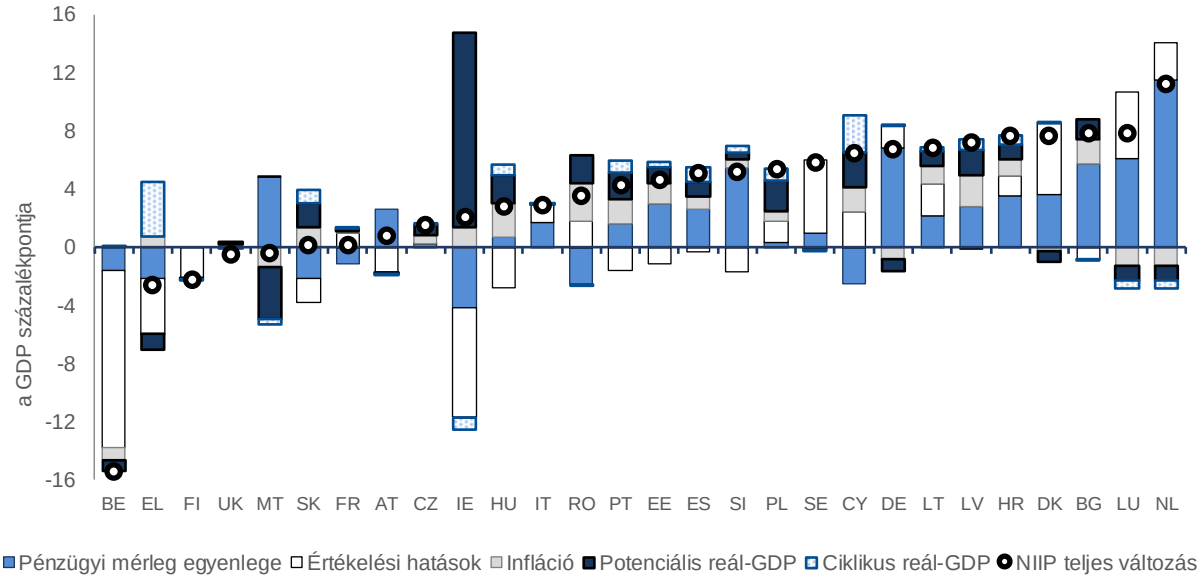
Forrás: Eurostat (BPM6, ESA10), a Bizottság szolgálatainak számításai.

[28] A folyó fizetési mérleg alakulása összhangban van a külső pozíció stabilitásával ezen országok esetében, Románia kivételével, ahol a folyó fizetési mérleg várható további romlása valószínűleg a nettó nemzetközi befektetési pozíció romlásához is vezet.

[29] A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP relevanciája jelentős mértékben eltér ezen országok csoportján belül, részben tükrözve a pénzügyi központjaik relevanciáját például Luxembourg és Málta esetében, vagy a bankok és multinacionális vállalatok székhelyeinek külső adósságkötelezettségeit, mint Hollandiában.

Megjegyzés: Az Írországra, Luxemburgra és Máltára vonatkozó NENDI-értékek a skálán kívüliek. Az országok a NIIP GDP-hez viszonyított 2018. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. A NENDI a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP. A NIIP-norma és a NIIP prudenciális küszöbértékének koncepcióját lásd: 26. lábjegyzet.

11. ábra: Nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP) és dinamika 2018-ban



Forrás: Eurostat, a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a NIIP GDP-hez viszonyított arányában 2018-ban bekövetkezett változás szerinti növekvő sorrendben szerepelnek. Az ábra a NIIP GDP-hez viszonyított aránya éves alakulásának öt komponensre való bontását mutatja: a pénzügyi mérleg egyenlege, amely egyenlő a folyó fizetési és a tőkemérleg egyenlegének összegével; a potenciális és a ciklikus reál-GDP növekedés; infláció; valamint értékelési változások. A GDP-növekedés ciklikus komponensének kiszámítása a tényleges és a potenciális növekedés különbségeként történik.

A fajlagos munkaköltség számos uniós tagállamban gyorsabb ütemben növekszik. 2018-ban az eredménytábla az előző évekhez képest kétszer annyi, azaz 8 országban mutatja a fajlagos munkaköltség küszöbérték feletti növekedését. A fajlagos munkaköltség növekedésének felgyorsulása 2013 körül kezdődött, elsőként a balti gazdaságokban, valamivel később számos közép- és kelet-európai országban, és a gyorsulás néhány jele kezd láthatóvá válni az euróövezetben is. A 2019-re előre jelzett adatok szerint némileg mérséklődik a fajlagos munkaköltség növekedése azon országokban, ahol a költség-versenyképesség csökkenése az elmúlt években jelentősebb volt, de olyan esetek is vannak, ahol a fajlagos munkaköltség növekedése a jelek szerint tovább erősödik (12. ábra).

- **A fajlagos munkaköltség növekedésének gyorsulása egyre több tagállamban figyelhető meg.** A fajlagos munkaköltség növekedése különösen erős volt néhány közép- és kelet-európai, valamint balti országban, főként Romániában, de Bulgáriában, Csehországban, Észtországban, Magyarországon, Lettországban, Litvániában és Szlovákiában is. Az eredménytábla ezen országok mindegyikében a fajlagos költségek küszöbérték feletti növekedését mutatja. Míg a legtöbbjük esetében a fajlagos munkaköltség növekedésének némi lassulása várható 2019-ben, a folyó évben további gyorsulás várható Magyarországon és Szlovákiában. A fajlagos munkaköltség növekedése viszonylag mérsékelt, de a korábbi évekhez képest magasabb maradt az euróövezet nettó adós országaiban, konkrétan Cipruson, Görögországban és Spanyolországban. Portugáliában a fajlagos munkaköltség növekedése meghaladta az euróövezeti átlagot. A fajlagos munkaköltség végső

soron némileg megemelkedett nagy nettó hitelező országokban is. A nagy euróövezeti gazdaságok közül Németországban volt a legerősebb a fajlagos munkaköltség növekedésének gyorsulása.

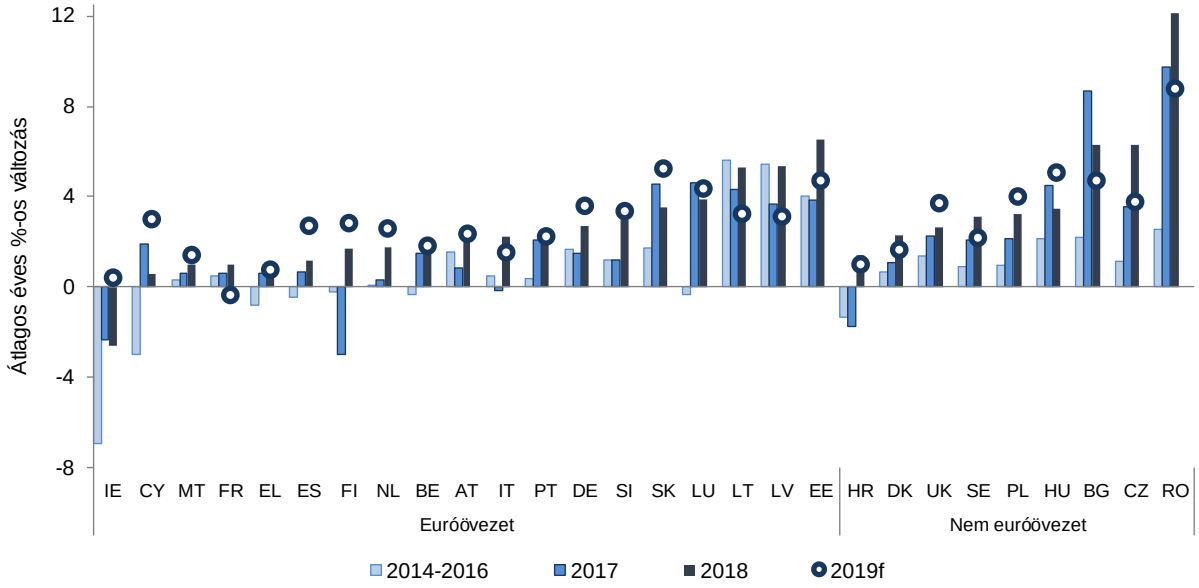
- **A fajlagos munkaköltség erőteljes növekedése nagyrészt a munkaerőpiac szűkülése miatt meginduló béremelkedés eredménye.** 2018-ban a nominális bérnövekedés a fajlagos munkaköltség növekedésének legfontosabb tényezője (13. ábra). A gazdasági fellendülés óta a foglalkoztatás növekedését és a csökkenő munkanélküliségi rátákat a bérnövekedés gyorsulása követte, a Phillips-görbe dinamikáját tükrözve. Mindazonáltal a fellendülés óta a reálbérek növekedése 2017-ig elmaradt a munkatermelékenység növekedésétől, és csak 2018-ban következett be fordulat. Az országokat összehasonlítva a fajlagos munkaköltség növekedése a legalacsonyabb munkanélküliséggel rendelkező országokban tűnik erőteljesebbnek, miközben a szakemberhiány, a munkaerőkínálat szűk keresztmetszetei és a felzárkózási dinamika is szerepet játszik, különösen Közép- és Kelet-Európában[30]. A fajlagos munkaköltség gyorsulásának időbeli megjelenése a munkaerőpiac javulásának idejét is tükrözi, így a fajlagos munkaköltség gyorsulását korábban tapasztaló országok azok, akiket kevésbé érintett a 2011. évi euróövezeti adósságválsághoz kapcsolódó recesszió, és ahol a munkanélküliség korábban kezdett csökkenni.

- **A lanyha munkatermelékenység egyre nagyobb szerepet játszik a fajlagos munkaköltségek növekedésének gyorsulásában.** A visszaeső munkatermelékenység-növekedés áll a fajlagos munkaköltségek 2017 és 2018 közötti növekedésgyorsulásának számottevő része mögött. A munkatermelékenység növekedése a legtöbb uniós országban a pénzügyi válság mélypontja körüli években jellemző jelentős lassulást követően a gazdasági fellendüléssel együtt újraindult (14. ábra). A munkatermelékenység élénkülése főként a teljes tényezőtermelékenység növekedésével magyarázható, míg a tőkeintenzitás-növelés a válság előtti időszakhoz képest kevésbé járult hozzá a munkatermelékenység növekedéséhez. Ez utóbbi az egy munkavállalóra jutó átlagos tőke lassú növekedését vagy csökkenését tükrözi, amelynek oka a foglalkoztatás erőteljes bővülése, valamint a beruházások alacsony szintje. Az elmúlt években a munkatermelékenység növekedése a válság előtti időszakban mértnél alacsonyabb szintű volt, egyrészt a teljes tényezőtermelékenység mérsékeltebb növekedése, másrészt a gyengébb tőkeintenzitás-növelés miatt.

- **A fajlagosmunkaköltség-növekedés mintája egyre jobban elválik az egyensúly helyreállításának szükségességétől.** 2018-ban az euróövezeti országokban a fajlagos munkaköltség emelkedése tekintetében a nettó hitelező és a nettó adós országok között csak kis eltérés volt jellemző. Ez szemben áll a válság utáni évekkel, amikor a fajlagos munkaköltség növekedése a nettó hitelező országokban markánsabb gyorsulást mutatott. Amint a munkaerőpiacok olyan országokban is fokozatosan szűkülni kezdtek, ahol megfordult a folyó fizetési mérleg, a munkaerőköltségek ezekben az országokban is emelkedésnek indultak, és a nettó hitelező országokkal szembeni eltérés szűkülni kezdett (lásd még a 2. szakaszt). Előretekintve, mivel a nettó adós országok azok, ahol a munkaerőpiac további szűkülésének nagyobb a lehetősége, a versenyképességi dinamika egyre kevésbé támogathatja az egyensúly helyreállítását, mivel a tőkeintenzitás-növelés gyengülő hozzájárulása miatt egyrészt viszonylag erőteljes a bérnövekedés, másrészt visszafogottabb a termelékenységnövekedés.

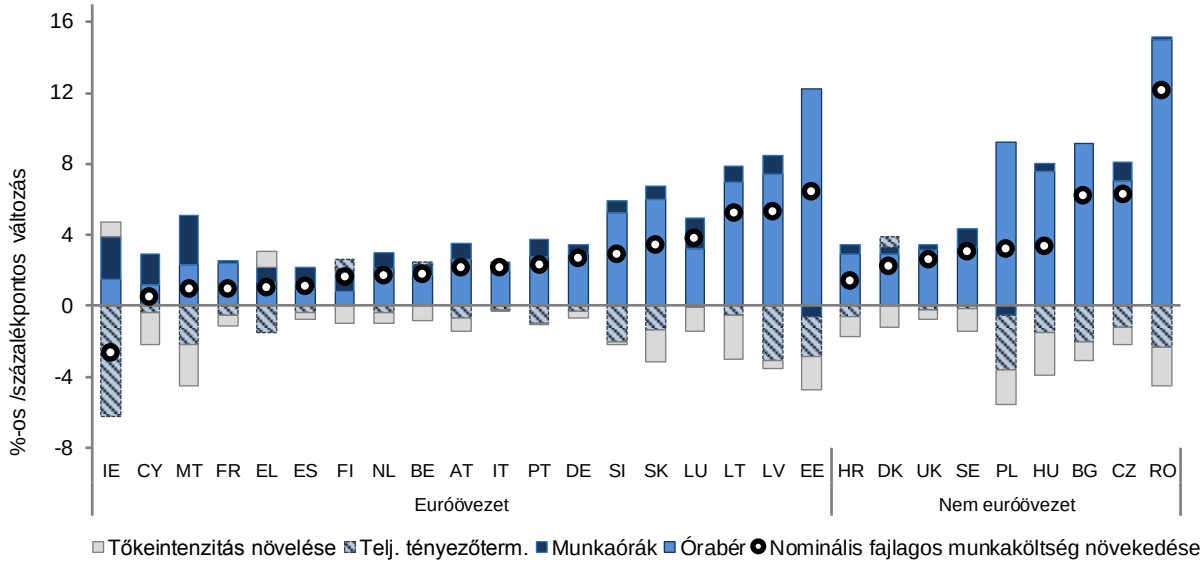
[30] Például: G. Brunello és P. Wruuck, „Skill mismatch in Europe: A survey of the literature” (Strukturális munkaerőhiány Európában: A szakirodalom felmérése), IZA vitaanyag-sorozat 12346. sz., 2019.; A. Kiss és A. Vandeplas, „Measuring skills mismatch” (A strukturális munkaerőhiány mérése). Foglalkoztatási Főigazgatóság, Analytical webnote 7/2015., Európai Bizottság, 2015.; Európai Bizottság (2018), Labour Market and Wage Developments in Europe (A munkaerőpiac és a bérek alakulása Európában); 2018. és 2019. évi éves felülvizsgálat.

12. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedése az utóbbi években



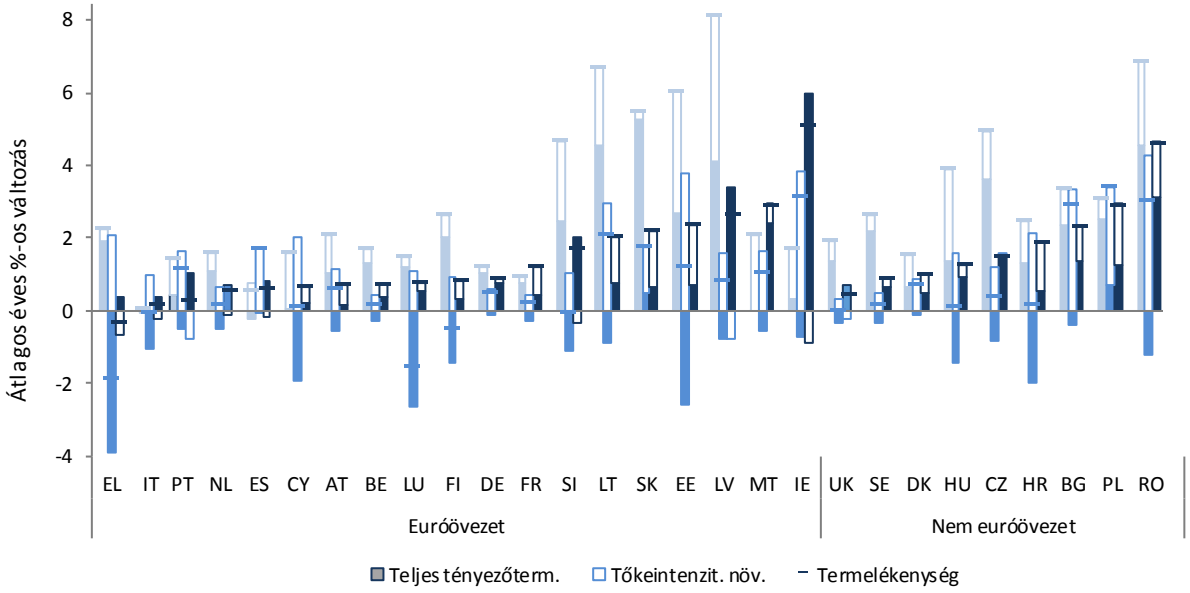
Forrás: AMECO; a 2019. évi adatok az Európai Bizottság 2019. őszi gazdasági előrejelzéséből származnak.
Megjegyzés: Az országok a fajlagos munkaköltség 2018. évi növekedése szerinti növekvő sorrendben szerepelnek.

13. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedésének bontása (2018)



Forrás: AMECO és a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a fajlagos munkaköltség 2018. évi növekedése szerinti növekvő sorrendben szerepelnek. Az összetétel a fajlagos munkaköltség növekedésének a nominális órabérre és a munkatermelékenységre való standard bontásán alapul, mely utóbbi a standard növekedés-számviteli keret felhasználásával tovább bontható a munkaórák, a teljes tényezőtermelékenység és a tőkefelhalmozás hozzájárulására.

14. ábra: Termelékenységnövekedés bontása (2002–2018)



Forrás: AMECO

Megjegyzés: Az egy foglalkoztatottra jutó GDP alapján mért munkatermelékenység. A termelékenységre és annak részösszetevőire (teljes tényezőtermelékenység és tőkeintenzitás-növelés) vonatkozó adatok három időszakot fednek le, a következők szerint balról jobbra: 2002–2007 (világoskék oszlopok és jelölők), 2007–2012 (középkék) és 2012–2018 (sötétkék).

A költség-versenyképesség csökkenése a reálárfolyamra vonatkozó intézkedésekben is kezdett megmutatkozni, részben a nominális felértékelődéseket tükrözve. A fajlagos munkaköltség növekedése a közelmúltig csak csekély mértékben tükröződött a fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyamok felértékelődésében, aminek fő oka az Unión kívüli partnerországokban a költségek és árak viszonylag erőteljes növekedése, valamint az euró leértékelődése volt, amely az évtized fordulója körül és 2015-ben következett be. Újabban, a fajlagos munkaköltségek tartós növekedése és az euró 2016 és 2018 közötti felértékelődése miatt a fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyamok romlás jeleit kezdték mutatni, ami részben megmutatkozik a különböző deflátorokra (GDP vagy fogyasztás) épülő, a reál effektív árfolyamra vonatkozó adatokban is. Ez 2018-ban oda vezetett, hogy nagyobb számú tagállam esetében jelezte az eredménytábla a reál effektív árfolyam küszöbértéket meghaladó mértékű növekedését. Jelenleg csupán egy tagállam van az alsó küszöbérték alatt leértékelődés miatt (az Egyesült Királyság), míg 5 másik tagállam túllépte a felértékelődésre vonatkozó küszöbértéket (Belgium, Csehország, Észtország, Németország és Litvánia).

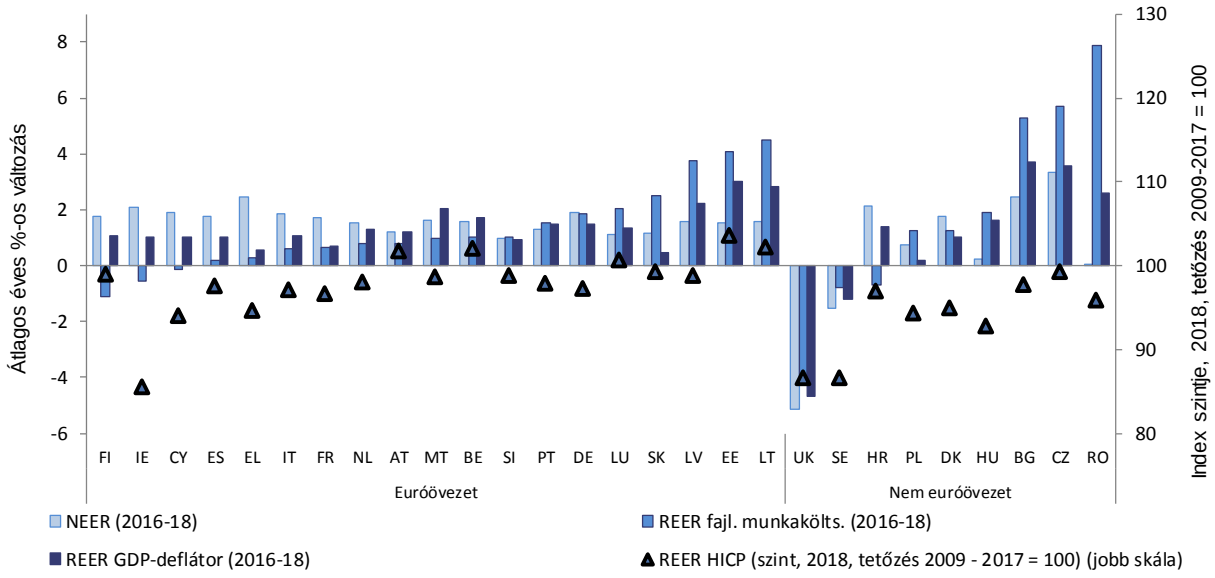
- **A fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyamok a tagállamok többségében növekednek, és a növekedés az elmúlt évekhez képest gyorsul.** Számos közép- és kelet-európai ország a 2016 óta legerősebb növekedést mutatta fel, főként az euróövezeten kívüliek, de jelentős növekedés figyelhető meg számos euróövezeti országban is, különösen a balti államokban, de Németországban, Luxemburgban, Portugáliában és Szlovákiában is (15. ábra).
- **A 2016 és 2018 közötti reál-felértékelődések egy részét a nominális felértékelődések tették ki, mindenekelőtt az euróé.** Ez a tendencia azonban 2019-ben megállt, és kissé megfordult. Az euróövezeten kívül 2016 és 2018 között Bulgáriában és Csehországban volt a legnagyobb a nominális effektív árfolyamok felértékelődése, míg leértékelődés következett be Svédországban és az Egyesült Királyságban.

- **Az ár-költség különbözet tekintetében némi szűkülés következhetett be**, mivel a fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyamok általában nagyobb mértékben értékelődtek fel, mint a GDP-n vagy HICP-deflátoron alapuló reál effektív árfolyamok. A fajlagos munkaköltségen és a GDP-deflátorokon alapuló reál effektív árfolyamok között jelentős eltérés volt megfigyelhető különösen Bulgáriában, Csehországban, Lettországban, Litvániában, Romániában és Szlovákiában[31]. A nominális felértékelődéseknek tulajdonítható visszafogott inflációs dinamika ellenére **a legtöbb uniós országban a HICP-alapú reál effektív árfolyammal mérve csökkent a versenyképesség.**

- Ezen közelmúltbeli csökkenés ellenére **a legtöbb uniós országban a jelenlegi versenyképességi pozíció továbbra is kedvezőbb, mint a válság előtt,** mivel a HICP-alapú reál effektív árfolyam szintje gyakran a közelmúltbeli tetőzésekkor mértnél alacsonyabban van. Mindazonáltal néhány országban, nevezetesen Ausztriában, Belgiumban, Észtországban és Litvániában a jelenlegi HICP-alapú reál effektív árfolyam számadatai a közelmúltbeli csúcsok felett vannak, ami az elhúzódó felértékelődéseket tükrözi.

- A reál leértékelődések gyakran egybeesnek a nem kereskedelemképes termékek relatív árának csökkenésével és **a kereskedelemképes áruk arányának növekedésével a gazdaságban**, javítva az exportvezérelt növekedési dinamika lehetőségét. Az adatok gyakran megerősítik ezt a mintát, amely mindazonáltal **lassulni**, vagy akár visszafordulni látszik számos uniós országban, nevezetesen a balti államokban (16. ábra).

15. ábra: Nominális és reál effektív árfolyamok (NEER és REER) dinamikája

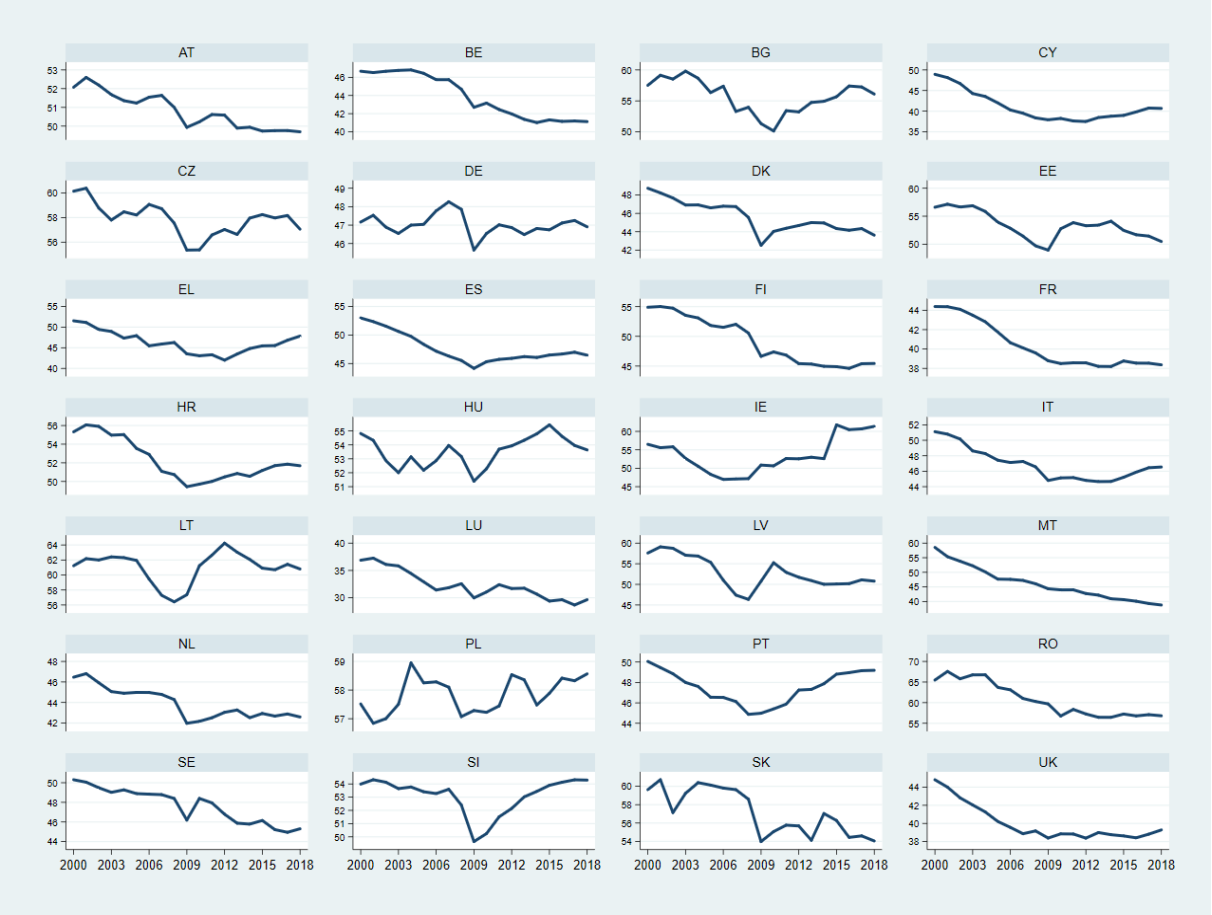


Forrás: AMECO

Megjegyzés: Az országok a fajlagos munkaköltség növekedésén alapuló reál effektív árfolyam (REER) 2016–2018 során tapasztalt átlagos éves változása szerinti növekvő sorrendben szerepelnek. A fajlagos munkaköltségen és a GDP-deflátoron alapuló reál effektív árfolyamok és a nominális effektív árfolyam (NEER) számítása 37 kereskedelmi partnerrel szemben történik, a harmonizált fogyasztói árindexen (HICP) alapuló árfolyam számítása pedig 42 kereskedelmi partnerrel szemben történik.

[31] Jóllehet az árrések szűkülése megakadályozza, hogy a költség-versenyképesség hatást gyakoroljon a kereskedelmi feltételekre, ezáltal korlátozza a termékdifferenciálással és piacra árazással jellemzett ágazatokban a kereskedelmi forgalomra gyakorolt hatást, a tartósan alacsonyabb jövedelmezőség idővel a kereskedelemképes ágazat zsugorodását vonja maga után.

16. ábra: Kereskedelemképes áruk aránya a gazdaságban



Forrás: AMECO

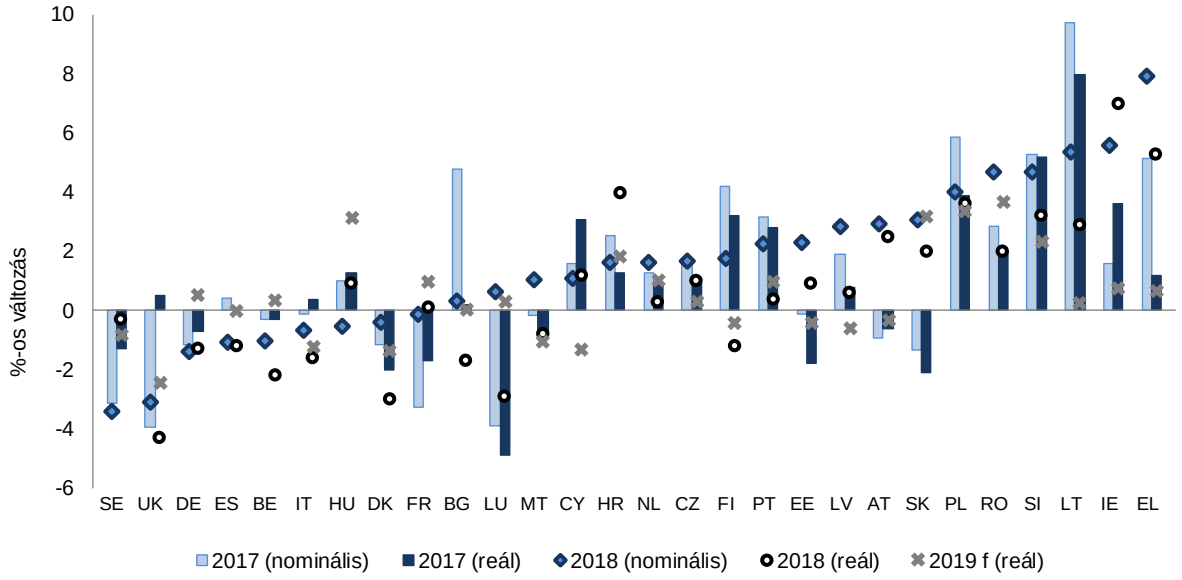
Megjegyzés: A kereskedelemképes áruk arányát a gazdaságban (mezőgazdaság, gyártás és kereskedelem, szállítás és kommunikációs szolgáltatások) a kereskedelemképes áruk hozzáadott értékének a gazdaság teljes hozzáadott értékén belüli részesedéseként (%) számítják ki.

Az exportpiaci részesedés a legtöbb tagállamban nőtt 2018-ban. A kumulált exportpiaci részesedés eredménytáblában szereplő ötéves változása pozitív értékeket mutat a legtöbb uniós országban. Csupán egyetlen tagállamban (Svédország) történt az eredménytábla küszöbértékét meghaladó részesedésvesztés. Az éves alapú újabb adatok szerint az exportpiaci részesedés növekedési rátái általánosságban pozitívak (17. ábra).

- Az uniós tagállamok piaci részesedésének közelmúltbeli növekedése továbbra is részben az uniós országokkal szoros kereskedelmi kapcsolatban álló területekről eredő viszonylag erős exportkereslethez kapcsolódik. A reál effektív árfolyam nemrégiben bekövetkezett leértékelődései szintén szerepet játszhattak. Az uniós országok piaci részesedése csökkent a válságot követő években, és akkor kezdett javulni, amikor az EU-n belüli exportkereslet újból megélénkült. Újabban **számos feltörekvő gazdaságban lelassult a külkereskedelem növekedése** az EU-n belüli kereskedelemhez képest, és valószínűleg ennek következtében nőtt az uniós országok exportpiaci részesedése a legutóbbi években. Ezt megerősíti, hogy az OECD-országokhoz viszonyítva korlátozottabb az exportpiaci részesedés növekedése (a melléklet 2.1. táblázata). A felértékelődő reál effektív árfolyamok miatt az exportpiaci részesedés növekedése mérsékeltebbnek tűnik reálértéken.

- **2018-ban a közép- és kelet-európai tagállamokban volt a legerőteljesebb az exportpiaci részesedés növekedése, de gyakran jelentős lassulással járt együtt**. Néhány nettó hitelező ország, például Németország részesedésvesztést könyvelt el. A nettó adós országok között az exportpiaci részesedés csökkent Spanyolországban és Bulgáriában, és lassul Portugáliában, míg javulás figyelhető meg Görögországban (a legerősebb részesedésnövekedés 2018-ban), Romániában és Cipruson.

17. ábra: Az exportpiaci részesedések változása



Forrás: Eurostat, a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a nominális exportpiaci részesedések 2018. évi éves változása szerinti növekvő sorrendben szerepelnek. A nominális exportpiaci részesedés kiszámítása úgy történik, hogy egy ország folyó árakon vett exportját elosztják a szintén folyó árakon vett teljes világpiaci exporttal. A reál exportpiaci részesedés növekedésének kiszámítása úgy történik, hogy a világpiaci export volumenben megadott növekedési rátáját ki kell vonni az adott ország volumenben megadott exportnövekedési rátájából.

A magánszektor adósságrátája számos tagállamban továbbra is magas a rendelkezésre álló referenciaértékek szerint.

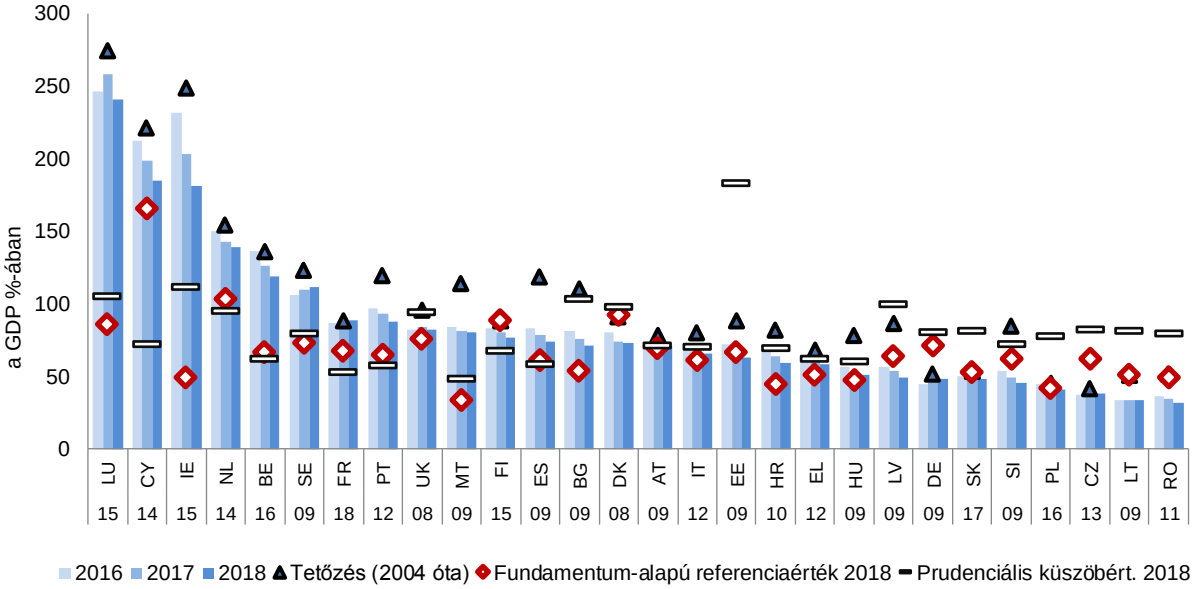
- **Tizenkét tagállam meghaladta az eredménytábla magánszektor adósságára vonatkozó küszöbértékét 2018-ban, vagyis ugyanannyian, mint 2016-ban és 2017-ben.** A magánszektor adósságrátája meghaladja a GDP 200 %-át Luxemburgban, Cipruson, Hollandiában és Írországban. Az adósságra vonatkozó adatokat ezekben az országokban befolyásolják a multinacionális vállalatok és a különleges célú gazdasági egységek tevékenységéhez kapcsolódó vállalaton belüli határokon átnyúló ügyletek. A GDP-arányos magánadósság Dániában és Svédországban a GDP 200 %-a vagy a körül mozog; Belgiumban, Franciaországban, Portugáliában és az Egyesült Királyságban megközelíti vagy meghaladja a GDP 150 %-át.

- Cipruson, Franciaországban, Hollandiában, Portugáliában, Spanyolországban és Svédországban **a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok egyaránt** hozzájárulnak a magánszektor nagy adósságrátáihoz (18. és 19. ábra). Írországban és Luxemburgban a **vállalatok** magas eladósodottsága miatt jelentős a magánszektor adósságállománya; Dániában, Finnországban és az Egyesült Királyságban inkább a **háztartások** adósságállománya magas.

- **Az országok magánszektorbeli adósságállományának különbségei** nagymértékben az adósság felhalmozódását indokoló alapvető tényezők eltéréseivel magyarázhatók, ideértve a növekedési és

beruházási kilátásokat és a pénzügyi fejlődést. Az adósságszintek értékelésénél ezért figyelembe kell venni ezeket a tényezőket, valamint a magas adósság által a jövőre nézve jelentett kockázatokat befolyásoló elemeket is[32]. A 2018. évi adatok alapján az eredménytábla küszöbértéke feletti magánadóssággal rendelkező minden ország meghaladja az országspecifikus prudenciális és alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékeket is.

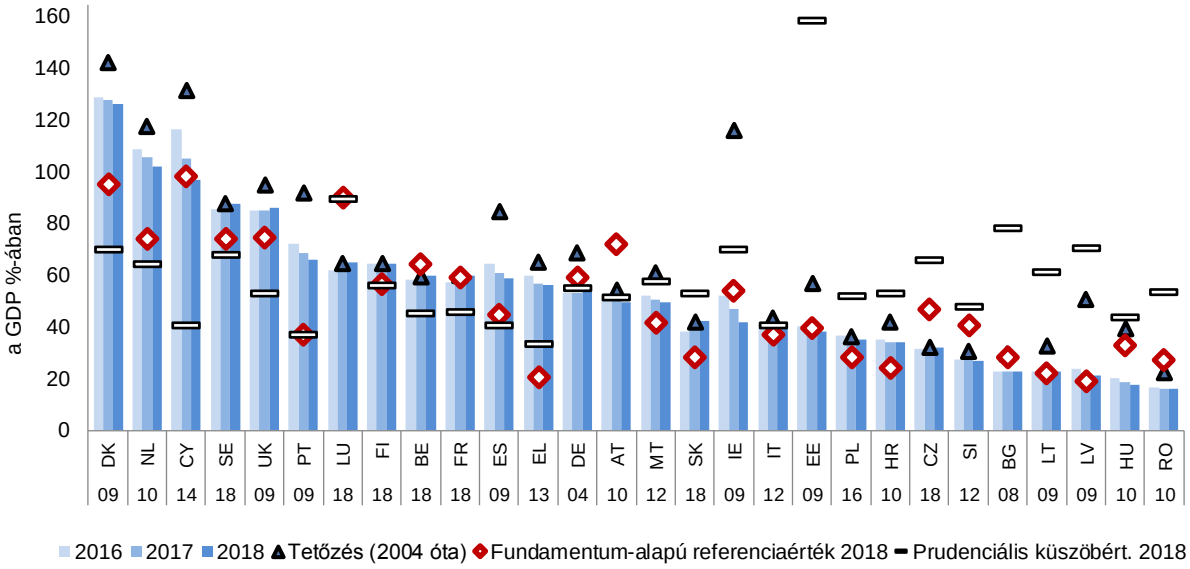
18. ábra: Nem pénzügyi vállalatok adósságállománya



Források: Eurostat nem konszolidált negyedéves ágazati számlák, a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzések: Az országok a nem pénzügyi vállalatok adósságának GDP-hez viszonyított 2018. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. Az országkódok alatti számok az adósságráta tetőzésének évét jelölik.

[32]Ezeket a tényezőket figyelembe veszik az Európai Bizottság által a Gazdaságpolitikai Bizottság LIME munkacsoportjával együttműködve kidolgozott országspecifikus referenciaértékek (Európai Bizottság, „Benchmarks for the assessment of private debt" (Referenciaértékek a magánszektor adósságának értékeléséhez), feljegyzés a Gazdaságpolitikai Bizottság számára, ARES (2017) 4970814), és azok későbbi frissítései. *Az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékek* lehetővé teszik a magánszektor adósságának olyan értékekhez viszonyított értékelését, amelyek alapvető gazdasági tényezők alapján megmagyarázhatók, és olyan regressziókból erednek, amelyek a hitelnövekedés fő tényezőit vizsgálják, és figyelembe veszik az adott induló adósságállományt. *A prudenciális küszöbértékek* azt az adósságszintet jelentik, amelyen túl a bankválság valószínűsége viszonylag nagy; ezek a szintek a banki válságok előrejelzésére szolgáló „jelerősség" maximalizálásán alapulnak azáltal, hogy minimalizálják a nem észlelt válság és a hamis riasztások valószínűségét, és magukban foglalják a bankok feltőkésítettségére, az államadósságra és a gazdasági fejlődés szintjére vonatkozó országspecifikus információkat is.

19. ábra: Háztartások adósságállománya



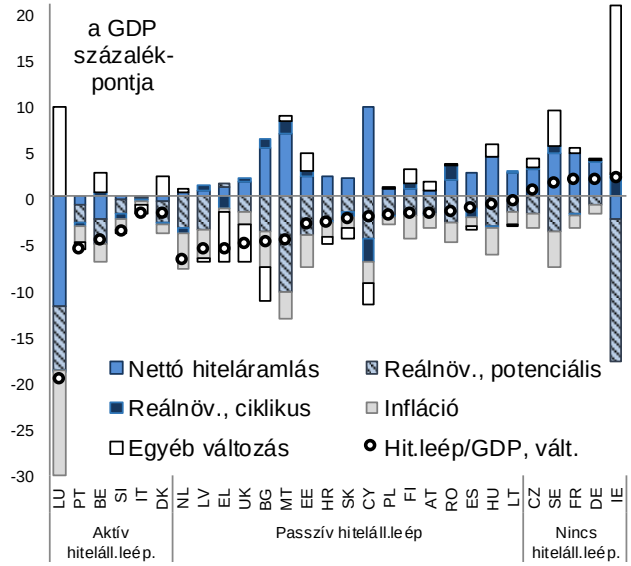
Források: Eurostat nem konszolidált negyedéves ágazati számlák, a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzések: Az országok a háztartások adósságának GDP-hez viszonyított 2018. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. Az országkódok alatti számok az adósságráta tetőzésének évét jelölik.

A magánszektor hitelállományának leépítésére főként a nominális GDP-növekedésnek köszönhetően, lassabb ütemben kerül sor, néhány esetben viszont a magas adósság ismét nő, ahelyett, hogy csökkenne. Az elmúlt években a nem pénzügyi vállalatok és a háztartások adósságállománya GDP-arányosan legalább 25 százalékponttal csökkent a tetőzés óta az olyan magas adóssággal rendelkező országokban, mint Ciprus, Írország, Portugália és Spanyolország (18. és 19. ábra). Észtországban, Magyarországon, Lettországban és Szlovéniában szintén jelentős volt a csökkenés, különösen a vállalati adósságráta tekintetében. A legutóbbi években visszaesett az adósságráták csökkenésének üteme. Ez nyilvánvalóbb a háztartások adósságállománya esetében. Miközben a legtöbb uniós gazdaságban továbbra is csökken az adósságráta, bizonyos mértékig a hitelállományok újbóli felépítése is megindult, különösen a háztartások esetében.

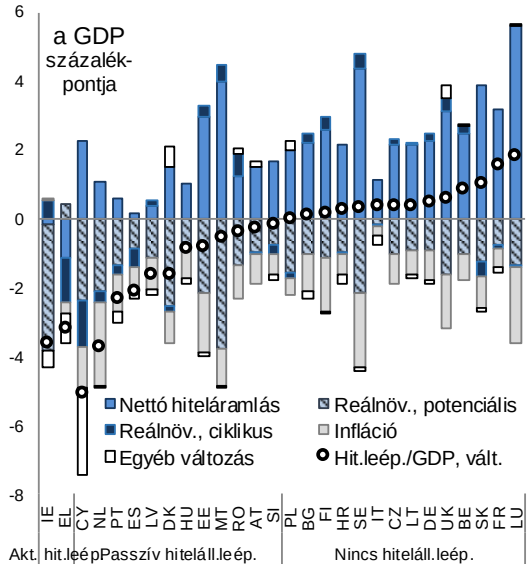
- **A hitelállomány-leépítés egyre inkább a nominális GDP-növekedésre támaszkodik.** A magánszektor hiteláramlása viszonylag mérsékelt maradt, és egyetlen tagállam sem lépte túl az erre a változóra vonatkozó eredménytáblabeli küszöbértéket 2018-ban. A nominális GDP-növekedés az elmúlt években számos ország számára lehetővé tette, hogy passzív hitelállomány-leépítésre váltson, vagyis hogy a pozitív hiteláramlások ellenére csökkenjen a GDP-arányos adósságráta. A folyamatos GDP-növekedés lazított az aktív hitelállomány-leépítés kényszerén, a nominális adósságszintek csökkenésének köszönhetően. 2017-hez képest valóban kevesebb országban figyelhető meg negatív hiteláramlás a vállalatok vagy a háztartások felé (20. és 21. ábra). Mivel azonban a gazdasági ciklus elérte a tetőpontját, a ciklikus GDP-fellendülés hozzájárulása egyre korlátozottabbá válik vagy akár meg is fordulhat, ami azt jelenti, hogy a jövőre nézve a további passzív hitelállomány-leépítés kilátásai döntően a potenciális GDP-növekedéstől függnek majd.
- Ami a **vállalati adósságállományt** illeti, a legtöbb uniós országban folytatódott a hitelállomány leépítése, egyre inkább a GDP-növekedésre támaszkodva. 2018 első negyedéve és 2019 első negyedéve között a nem pénzügyi vállalatok aktív hitelállomány-leépítésére csak Belgiumban, Dániában, Olaszországban, Luxemburgban, Portugáliában és Szlovéniában került sor (20. ábra, amely nem konszolidált adatokon alapul). Cipruson, Máltán és Bulgáriában a vállalati szektorba irányuló nettó hiteláramlás meghaladta a GDP 5 %-át, a nem pénzügyi vállalatok már eleve magas adósságállománya ellenére. A valamelyest dinamikus hiteláramlások képezték a nem pénzügyi vállalatok emelkedő adósságállományának alapját Franciaországban, Németországban és Svédországban. Franciaországban és Svédországban valójában tovább növekedett az eladósodottság annak ellenére, hogy a nem pénzügyi vállalatok adósságállománya meghaladja a referenciaértékeket[33].
- A **háztartások adósságállománya** tekintetében jelentősebb mértékben lassult a hitelállomány-leépítés. Az Egyesült Királyságban, Svédországban, Belgiumban és Franciaországban a háztartások GDP-arányos adóssága annak ellenére nőtt 2018-ban, hogy már viszonylag magas (a referenciaértékhez közeli vagy azt meghaladó) szinten volt. Csupán kevés tagállamban (Görögország és Írország) figyelhető meg aktív hitelállomány-leépítés (21. ábra). Ahol sor került hitelállomány-leépítésre, az lassabb ütemben történt, különösen Cipruson, Portugáliában és Spanyolországban.

[33] Írországban a nettó hiteláramlás negatív volt, a nominális GDP-növekedés pedig kedvező, de a pozitív értékelési változások ellensúlyozták ezeket a hatásokat, a 2018 első negyedéve és 2019 első negyedéve közötti időszakban sikertelenné téve a hitelállomány-leépítést (nem konszolidált értelemben), ami valószínűleg a multinacionális vállalatok tevékenységét is tükrözi.

20. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságállománya változásának összetétele (2018. első negyedév – 2019. első negyedév)



21. ábra: A háztartások GDP-arányos adósságállománya változásának összetétele (2018. első negyedév – 2019. első negyedév)



Források: Eurostat nem konszolidált negyedéves ágazati számlák, a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzések: Az ábrák a nem konszolidált GDP-arányos adósságráta éves alakulásának öt komponensre való bontását mutatják: hiteláramlás, a reál-GDP potenciális és ciklikus növekedése, infláció és egyéb változások. A GDP-növekedés ciklikus komponensének kiszámítása a tényleges és a potenciális növekedés különbségeként történik. Az aktív hitelállomány-leépítés az adósság nettó visszafizetését foglalja magában (negatív nettó hiteláramlás), amely általában a szektor mérlegének nominális szűküléséhez vezet. A passzív hitelállomány-leépítés esetében másrészről a pozitív nettó hiteláramlást ellensúlyozza a magasabb nominális GDP-növekedés, és ez az adósság/GDP arány csökkenéséhez vezet.

Az uniós bankszektort övező feltételek az elmúlt években jelentősen javultak, és nagyjából stabilizálódtak. A bankszektor számára továbbra is kihívást jelent különösen az alacsony jövedelmezőség és a nemteljesítő hitelek nagy állománya számos tagállamban. Az alapvető tőke arányának növekedése megállt, miután minden tagállamban a szabályozói követelményeket meghaladó szintet ért el, bár az egyes országok között lényeges eltérésekkel. A bankszektor tőkearányos jövedelmezősége az elmúlt években jelentős mértékben helyreállt, de újabban gyengült a javulás. Néhány tagállam, különösen Görögország, Olaszország és Portugália számára (22. és 23. ábra) kihívást jelent a viszonylag alacsony jövedelmezőségi ráták, az átlag alatti feltőkésítettségi mutatók és a nemteljesítő hitelek viszonylag magas arányának a kombinációja.

- **A pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedése továbbra is korlátozott, jóval az eredménytábla küszöbértéke alatt marad**, Finnország kivételével. A pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedése 2017-hez képest a tagállamok többségében némileg lassult 2018-ban[34]. Ettől függetlenül a banki hiteláramlás 2018-ban valamivel gyorsabb ütemben nőtt, mint

[34]A Finnországban jelentkező 2018. évi növekedés egybeesett azzal, hogy az egyik bank Svédországból Finnországba helyezte át székhelyét.

2017-ben, főként a háztartásoknak nyújtott hitelek esetében, majd 2019 első hónapjaiban a hitelezési feltételek kezdődő szigorítása közepette stabilizálódott[35].

- **A kapitalizáció aránya a legtöbb tagállamban stabilizálódott, miközben a tőkearányos jövedelmezőség számos esetben némileg romlott 2018-ban.** A tőkearányos jövedelmezőség Görögországban és Portugáliában negatív maradt 2018-ban, míg Cipruson pozitívvá vált. A bankok tőkeértékelési mutatói 2017 során növekedtek, míg 2018-ban és 2019 nagyobb részében az európai tőzsdeindexek általános pozitív teljesítménye ellenére csökkentek, ami többek között az ágazat jövedelmezőségi kilátásaival kapcsolatos módosult piaci nézeteket tükrözi.

- **Néhány uniós tagállam a viszonylag alacsony jövedelmezőség és feltőkésítettségi ráták, valamint a nemteljesítő hitelek magas arányának kombinációjával tűnik ki**[36]. Görögországban a nemteljesítő hitelek aránya még mindig 40 % feletti. Cipruson jelentősen javult a nemteljesítő hitelek aránya, főként a hitelértékesítések és egy nagy bank 2018. évi felszámolása következtében, és a jövedelmezőség pozitívba fordult. Portugáliában és Olaszországban a nemteljesítő hitelek aránya 2016 óta jelentősen csökkent, és a legfrissebb adatok szerint 2018-ban további, bár visszafogottabb csökkenés történt. A nemteljesítő hitelek aránya mindkét országban 10 % alá esett vissza. Bulgáriában, Horvátországban, Magyarországon, Írországban, Romániában és Szlovéniában 2018 során csökkent a nemteljesítő hitelek uniós átlagot meghaladó aránya.

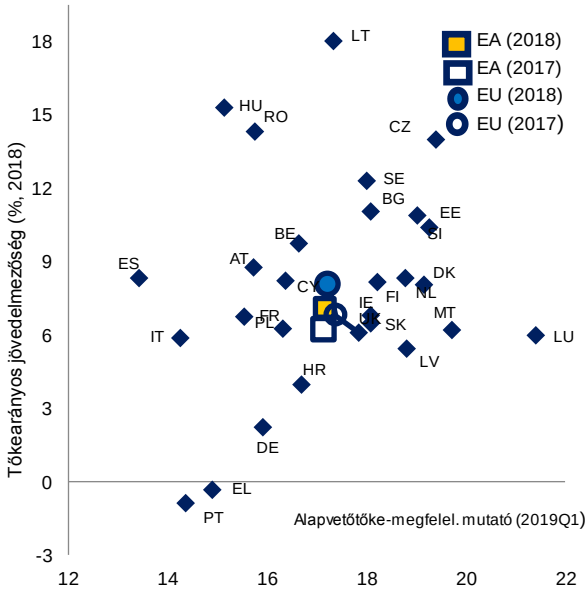
- **A hosszú távon alacsony kamatlábakkal jellemzett jelenlegi gazdasági kilátások miatt további kihívások merülnek fel**. A kamatlábak csökkenése főként hosszabb futamidőknél érződik, aminek következtében ellaposodnak a hozamgörbék és tovább szűkülnek a kamatrések. A hozamgörbe ellaposodása gátolja a bankok általi lejárati transzformációt, ami csökkentheti a jövedelmezőségüket. Mivel az alacsony hozamú környezet különösen az alacsony kockázatú pénzügyi eszközöket érinti, különösen a nagyrészt alacsony kockázatú eszközökbe fektetett eszközportfóliókkal rendelkező, olyan nem banki pénzügyi intézmények jövedelmezőségére és mérlegére jelenthet nyomást, mint a biztosítók, főként az életbiztosítási alszektor, és a nyugdíjalapok[37].

[35] Az euróövezeti banki hitelezésről szóló felmérés szerint, lásd: EKB, Economic Bulletin, 2019. augusztus.

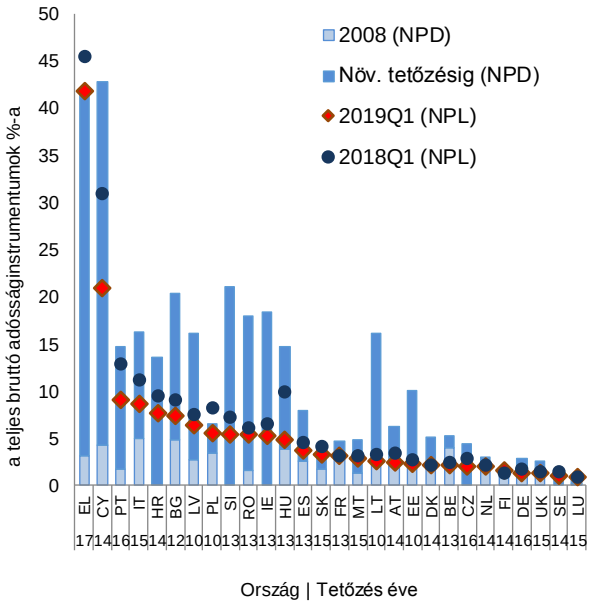
[36] Az eredménytábla kiegészítő mutatóiban a nemteljesítő hitelek meghatározása a következő: az összes bruttó nemteljesítő hitel és előleg, az összes bruttó hitel és előleg (bruttó könyv szerinti érték) százalékában, a „belföldi bankcsoportok és önálló bankok, külföldi ellenőrzött leányvállalatok és külföldi ellenőrzött fióktelepek, összes intézmény" beszámolási szektorban. Az értékek a melléklet 2.1. táblázatában találhatók. A nemteljesítő hitelek harmonizált arányai csak 2014 óta állnak rendelkezésre. Így a 2008-ra és a „tetőzésig tartó növekedésre" vonatkozó adatok esetében a 23. ábra a bruttó nemteljesítő hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok összes bruttó hitelviszonyt megtestesítő instrumentumhoz viszonyított arányára vonatkozó adatokat jeleníti meg, amelyhez hosszabb idejű adatsorok állnak rendelkezésre, és amely a hitelek mellett a bankszektor által tartott egyéb hitelviszonyt megtestesítő instrumentumokra is kiterjed. Ez utóbbi jellemzően némileg alacsonyabb, mint a nemteljesítő hitelek aránya, főként mivel a nevező nagyobb, vagyis az összes bruttó hitelviszonyt megtestesítő instrumentum nagyobb, mint az összes hitel. A két arány közötti legnagyobb különbség jelenleg 4 százalékpont (Görögország esetében), a legtöbb ország esetében pedig 1 százalékpont alatti.

[37] EKB, Financial Stability Review (pénzügyi stabilitási jelentés), 2019. május.

22. ábra:
A bankszektor jövedelmezősége és tőkéje



23. ábra: Nemteljesítő hitelek



Forrás: Horvátország, Csehország, Írország, Szlovénia és Svédország esetében 2008 vonatkozásában nem állnak rendelkezésre a hitelviszonyt megtestesítő, nemteljesítő instrumentumok (NDP) bruttó állományával kapcsolatos adatok.

Megjegyzés: A 23. ábrán a 2008-ra és a „tetőzésig tartó növekedésre" vonatkozó adatok a bruttó nemteljesítő hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok összes bruttó hitelviszonyt megtestesítő instrumentumhoz viszonyított arányára; a nemteljesítő hitelek (NPL) aránya 2018 első negyedévére és 2019 első negyedévre vonatkozóan szerepel; az országkódok alatti számok a nemteljesítő hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok tetőzésének évét jelölik.

A lakásárak 2018-ban is magas ütemben növekedtek, de az árdinamika lassult ott, ahol erőteljesebbek a túlértékeltség jelei. A lakásárak növekedésének felgyorsulása következtében egyre több ingatlanpiac közelíti vagy haladja meg a válság előtti csúcsértékeket (26. ábra). 2018-ban hét tagállamban (Csehország, Magyarország, Írország, Lettország, Hollandia, Portugália és Szlovénia) növekedtek a reál lakásárak az eredménytábla küszöbértékét meghaladó mértékben, ez eggyel több, mint 2017-ben. A lakásárak növekedése különösen erőteljes volt olyan uniós országokban, ahol eddig csak korlátozottan, vagy nem mutatkoztak a túlértékelt lakásárak jelei, lassulás pedig olyan országokban figyelhető meg, ahol a túlértékelés jelei erősebbek voltak. A 2019 második negyedévéig rendelkezésre álló adatok alapján Horvátország, Csehország, Magyarország, Lengyelország és Portugália az idén túllépheti az eredménytábla küszöbértékét, ha ezek a minták az év második felében is folytatódnak. Az idei év első felében, és a 2018. évvel összehasonlítva a lakásárak növekedése kiemelkedően gyorsult Horvátországban, Cipruson és Svédországban, és lassult Dániában, Írországban, Lettországban, Romániában és Szlovéniában.

- **A lakásár-növekedés felgyorsulása részben alapvető gazdasági tényezőkhöz kapcsolódik.** A lakásárak növekedése a 2013-ban megkezdődött gazdasági fellendülés és a kamatlábak csökkenése következtében indult újra. E tekintetben a lakásár-növekedés az alapvető gazdasági tényezőkkel magyarázható[38]. A felgyorsulás ellenére önmagában az új jelzáloghitelek növekedése

[38]A lakásárakra vonatkozó referenciaértékek lehetővé teszik a lakásárak túlértékeltsége vagy alulértékeltsége mértékének az országspecifikus jellemzők alapján történő értékelését. A szintetikus értékelési rések a különböző referenciaértékekből kapott réseken alapulnak: i. ár-jövedelem eltérés a hosszú távú átlagához képest; ii. ár-bérleti díj eltérés a hosszú távú átlagtól; iii. a regresszió-alapú referenciaértékektől való eltérés, figyelembe véve a

eddig nem játszott jelentős szerepet az árak alakulásában, ellentétben a válság előtti időszakkal. Mindazonáltal hozzájárulhat a lakásár-növekedés jelenleg zajló gyorsulásának fennmaradásához.

- **Az erőteljes lakásár-növekedés hatással van az értékelési szintekre.** Magyarországon, Írországban, Lettországban, Hollandiában, Portugáliában és Szlovéniában a reál lakásárak növekedése már 2017-ben magas volt, és 2018-ban tovább gyorsult (24. ábra és 25. ábra, jobb felső kvadráns). Az elhúzódó gyors növekedés számos országban fokozatosan növeli a túlértékelési kockázatokat: az elmúlt években emelkedett azon uniós országok száma, amelyekre az értékelés szerint a lakásárak túlértékeltsége jellemző. A túlértékelés jelei (a növekvő értékelési réssel mérve) az utóbbi időben erősebbé váltak többek között Németországban és Portugáliában. A lakásárak a 2000-es évek közepe óta csúcsértéken vagy afelett vannak számos országban (Ausztria, Belgium, Csehország, Németország, Luxemburg, Málta, Portugália; 26. ábra). A lakásárak szintje számos országban megfizethetőségi korlátokba ütközik, amint azt a lakásárszintek és az egy főre jutó rendelkezésre álló jövedelem aránya is mutatja. A becslések szerint az uniós országok mintegy felében több mint tízévnyi jövedelemre van szükség egy 100 négyzetméteres lakás megvásárlásához[39]. Hasonlóképp, minden tizedik európai olyan háztartásban él, amely jövedelmének legalább 40 %-át lakhatásra költötte 2017-ben[40].
- **A lakásárak növekedése valamelyest lassult a túlértékeltség jeleit mutató és a háztartások magas adósságállományával jellemzett számos országban, a svéd ingatlanpiacon pedig lefelé irányuló korrekció kezdődött**. A közelmúltbeli lakásár-növekedési ráták általában annál alacsonyabbak voltak, minél magasabb volt a túlértékeltség mértéke. Ez a minta, amely a korábbi években nem volt látható, egyértelműen megfigyelhető 2018-ban azon országok esetében, ahol a lakásárak a becslések szerint túlértékeltek. 2018-ban Ausztria, Belgium, Franciaország és az Egyesült Királyság tűnt ki a túlértékelt lakásárak, a háztartások magas eladósodottsága, valamint a 2017-hez képest 2018-ban kevésbé növekvő lakásárak miatt, mely jelenségek eltérő mértékben jelentkeztek az egyes országokban (25. ábra). Ez a lassulás tükrözhet megfizethetőségi korlátokat, a lakáskínálat bővülését, valamint országszinten, többek között a makroprudenciális területen bevezetett politikákat[41]. Ezen túlmenően 2018-ban Svédországban a lakásárak éves alapon nominális és reálértéken is visszaestek, de a 2019 első két negyedévére vonatkozó adatok némi stabilizálódást mutatnak. Ezzel szemben nem került sor kiigazításra Luxemburgban, ahol fokozódott a sebezhetőség és a túlértékeltség kockázata.

---

kereslet és kínálat alapvető gazdasági tényezőit (lásd: N. Philiponnet és A. Turini (2017), „Assessing house price developments in the EU" (A lakásárak alakulásának vizsgálata az Unióban), Európai Bizottság, 048. sz. vitaanyag, 2017. május). A regresszió-alapú referenciaértékek kiszámításánál a ciklikus magyarázó változókat úgy szűrik a lakásárakra, hogy visszafogják azok volatilitását.

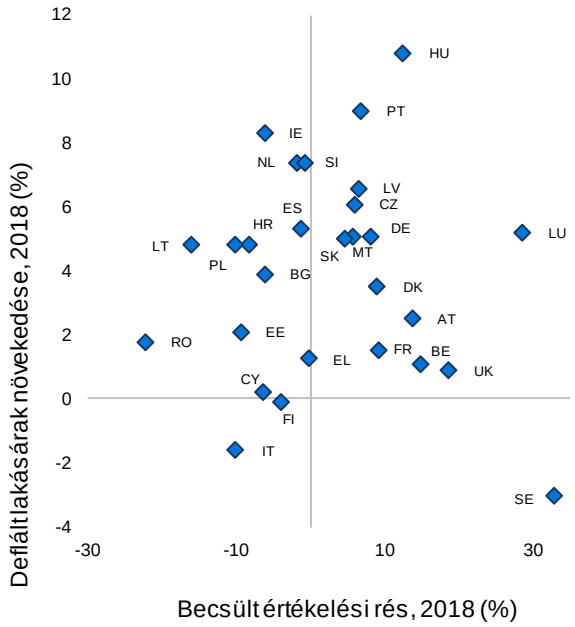
[39] Az árszintek becslései nemzeti számlák és népszámlálási adatok alapján, vagy ha nem állnak rendelkezésre, az ingatlanügynökségek weboldalain közzétett információk alapján készülnek. Lásd: J. C. Bricongne es mások, (2019), „Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates" (Lakásárak értékelése: Meglátások a „Houselev", az árszintbecslések adatkészlete kapcsán), European Economy, 101. sz. vitaanyag, 2019. július.

[40] Európai Bizottság (2019), Foglalkoztatási és szociális fejlemények Európában, 2019. évi éves jelentés, 4. fejezet.

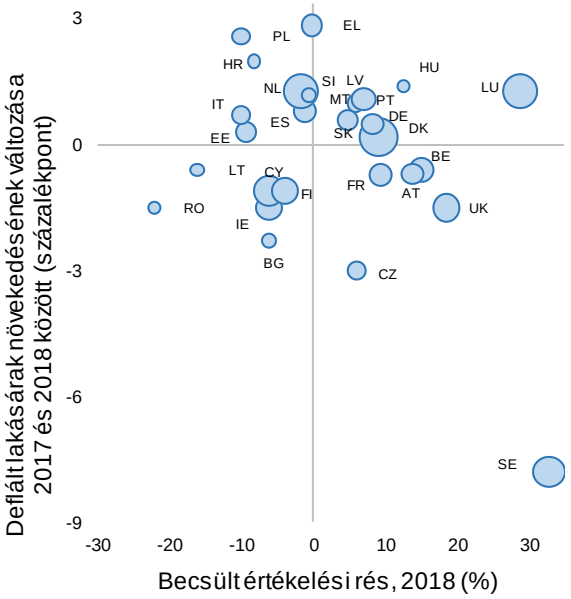
[41] Az építőipari beruházások 2015 óta gyorsabb ütemben növekedtek az egész EU-ban, és ott a legnagyobbak a növekedési ráták, ahol a lakásárak növekedése erőteljesebb. Az építési engedélyek száma is emelkedő tendenciát mutat az uniós országok többségében. Szerte az Unióban a nemrégiben bevezetett makroprudenciális intézkedések befolyásolhatták a lakásárak növekedésének sebességét. Ez áll fenn különösen a hitelfedezeti arányok felső határa és az adósságszolgálat/jövedelem arányok esetében. Az ingatlanok adóztatását az elmúlt években számos uniós tagállamban megreformálták, főként azzal a céllal, hogy visszafogják a jelzáloghitelek adókedvezményének mértékét.

- **Számos tagállamban a túlértékelt lakásárakkal párhuzamosan jelentős a háztartások eladósodottsága.** Ez igaz Dániára, Luxemburgra, Svédországra és az Egyesült Királyságra. Hollandiában igen magas a háztartások eladósodottsága, és a jövedelemhez képest magasak az árszintek. A jelzáloghitelek állományának 2018. évi növekedése különösen gyors volt Bulgáriában, Romániában és Szlovákiában (az előző évhez képest 10 % feletti), valamint Ausztriában, Belgiumban, Csehországban, Észtországban, Franciaországban, Magyarországon, Litvániában, Luxemburgban és Máltán (az előző évhez képest 5 % feletti). Egyes esetekben viszonylag magas szintről indult az erőteljes növekedés, például Belgiumban vagy Franciaországban. A kép némileg változik, ha csak az új jelzáloghitelekhez kapcsolódó adósság változását vesszük figyelembe, azaz kizárjuk a visszafizetések hatását (27. ábra). A lakásár és az új jelzáloghitel-áramlások közötti kapcsolat gyengének tűnik az országokat összevetve, és nincs egyértelmű jele annak, hogy az árak gyorsabban növekednének ott, ahol több az új jelzáloghitel. Ez arra utal, hogy a hitel eddig nem játszott kulcsfontosságú szerepet a lakásárak növekedésének felgyorsításában[42]. Mégis, a lakásárak erőteljes növekedéséhez számos országban a jelzáloghitelek számottevő növekedése társult, mindenekelőtt Szlovákiában, Luxemburgban, Németországban és Hollandiában.

24. ábra: A lakásárak változása és értékelési rések 2018-ban



25. ábra: Értékelési rések, árnövekedés változása 2017 és 2018 között, valamint a háztartások adósságállománya (a háztartások jövedelmének %-ában)



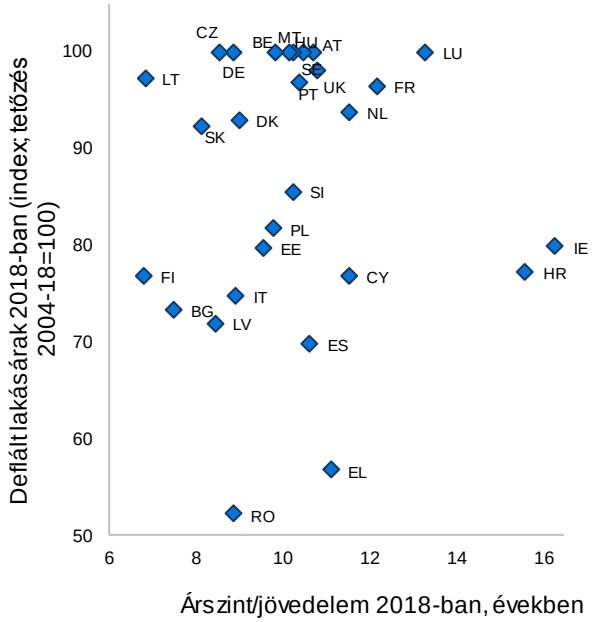
Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: A túlértékelési rés három mérőszám átlagaként kerül becslésre: az ár/jövedelem arányának és az ár/bérleti díj arányának eltérése azok hosszú távú átlagától és az értékelési rések alaptényezős modellezésének eredményei; lásd a 39. lábjegyzetet. A 25. ábrán a buborékok mérete a háztartások bruttó rendelkezésre álló

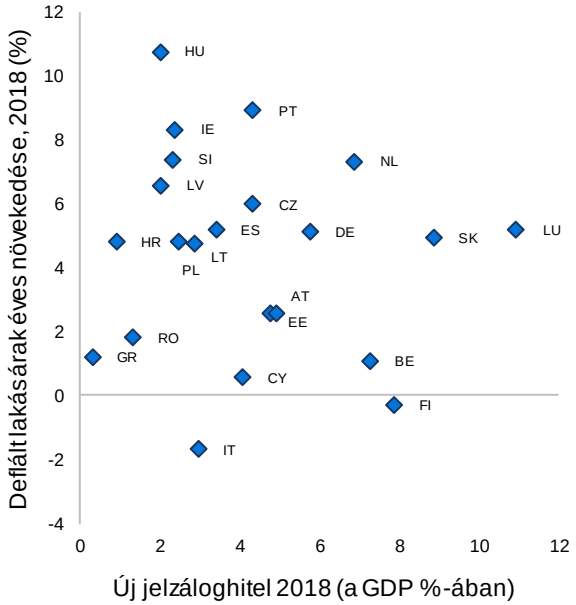
[42] A legtöbb euróövezeti országban a lakásár-növekedés válságot követő felgyorsulása megelőzte a jelzáloghitelek növekedésének felgyorsulását. Lásd például: Európai Bizottság, „Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses" (Euróövezeti ingatlanpiacok: Folyamatban lévő tendenciák, kihívások, és szakpolitikai válaszok), feljegyzés a Gazdaságpolitikai Bizottság számára – Euróövezet, Ares(2019)922432, 2019. február; valamint Európai Bizottság, „Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses" (Euróövezeti ingatlanpiacok: Folyamatban lévő tendenciák, kihívások, és szakpolitikai válaszok), technikai feljegyzés az eurócsoport számára, 2019. február.
https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

jövedelméhez (GDI) viszonyított háztartási adósságállománynak felel meg. Horvátország esetében a háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelmére vonatkozó 2012 utáni adatok nem állnak rendelkezésre, ezért a gazdaság GDI-növekedése alapján extrapoláltak; Málta esetében hiányoznak a háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelmére vonatkozó adatok, ezért a bruttó nemzeti jövedelem 56 %-ával közelített értékek szerepelnek.

26. ábra: Lakásárszintek a jövedelmekhez viszonyítva és a reál lakásárindexek a csúcsokhoz viszonyítva (2018)



27. ábra: Lakásár-növekedés és új jelzáloghitelek 2018-ban



Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: Hat ország esetében hiányoznak az új jelzáloghitelekre vonatkozó adatok (Bulgária, Dánia, Franciaország, Málta, Svédország és az Egyesült Királyság). Az árszint/jövedelemszint mérése a 100 négyzetméteres lakás árának és az átlagos rendelkezésre álló háztartási jövedelemnek a hányadosaként történik. Horvátország esetében a háztartások egy főre jutó bruttó rendelkezésre álló jövedelmére vonatkozó 2012 utáni adatok nem állnak rendelkezésre, ezért a gazdaság GDI-növekedése alapján extrapoláltak; Málta esetében hiányoznak a háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelmére vonatkozó adatok, ezért a bruttó nemzeti jövedelem 56 %-ával közelített értékek szerepelnek.

Az államadósság aránya tovább csökkent az EU legnagyobb részében, kivéve azt a néhány tagállamot, ahol a legmagasabb az adósság. A 2017. évi 15 helyett 2018-ban 14 tagállamban haladta meg az adósságráta az eredménytábla küszöbértékét. Belgium, Ciprus, Görögország, Olaszország és Portugália adóssága eléri vagy meghaladja a GDP 100 %-át, Franciaország és Spanyolország pedig éppen csak alatta van. Hét esetben (Belgium, Ciprus, Franciaország, Írország, Portugália, Spanyolország és az Egyesült Királyság) a GDP 60 %-át meghaladó államadósság az eredménytábla vonatkozó küszöbértékét túllépő magánszektorbeli eladósodottsággal párosul. 2018-ban az államadósság aránya tovább csökkent, de gyakran valamivel kisebb mértékben, mint az előző évben, ami azt tükrözi, hogy valamelyest lazítottak a költségvetési pozíciókon, és bizonyos mértékben már alábbhagyott a nominális GDP-növekedés. A legmagasabb államadósság-ráták némelyike azonban nem javult, sőt, tovább emelkedett 2018-ban: az államadósság változatlan maradt Franciaországban, és növekedett Cipruson, Görögországban és Olaszországban. Noha ez bizonyos esetekben a kivételesen nagy adósságnövelő SFA-tételeknek volt betudható, más esetekben a költségvetési konszolidáció hiányát tükrözi. Az államkötvény-hozamok mindazonáltal csökkentek, és 2019 folyamán is tovább szűkültek még a legeladósodottabb állami hitelfelvevők esetében is, és továbbra is mindenkori mélypontokat értek el. Az előrejelzések szerint az adósságráták 2019–2021 során növekedni fognak különösen Romániában, de

Olaszországban is, és kisebb mértékben Finnországban és Franciaországban is, míg a többi uniós ország többségében a jelenleginél valamivel kisebb mértékben csökkennek.

1. keretes írás: Foglalkoztatási és szociális jelenségek

2018-ban annak ellenére folytatódott az uniós munkaerőpiacok javulása, hogy az év második felében lassult a gazdasági aktivitás. A foglalkoztatás tovább nőtt az Unióban és új csúcsot ért el a foglalkoztatottak száma. A munkanélküliség valamennyi uniós tagállamban csökkent, különösen ott, ahol magas volt, és ez hozzájárult az országok közötti egyenlőtlenségek csökkenéséhez, bár a munkanélküliség számos országban továbbra is magas. A javulás 2019 első felében lelassult, ami kisebb fennmaradó munkaerő-tartalékokat is tükrözhet. A fellendülés hozzájárult a legtöbb szegénységi mutató javulásához is, de a szociális helyzet egyes tagállamokban továbbra is aggodalomra ad okot. A szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázata 2008 óta az EU nagy részében csökkent (7 millió fővel kevesebb, mint 2008-ban; mintegy 13 millióval kevesebb, mint 2012-ben), valamint csökkent a súlyos anyagi nélkülözés is, különösen azokban közép- és kelet-európai országokban, ahol kezdeti szintje magas volt. A relatív szegénységi kockázat azonban számos tagállamban még mindig meghaladja a válság előtti szintet. Összességében a komoly makrogazdasági gyengeségek felszámolása súlyos következményekkel járt az érintett országok foglalkoztatási és szociális helyzetére nézve. A gyengébb foglalkoztatási helyzet és a szociális feltételek alakulása továbbra is nyomot hagyott a túlzott egyensúlyhiánnyal szembesülő tagállamokon; ugyanakkor az egyensúlyhiánnyal rendelkező országok helyzete valamelyest sokrétűbb, amiben nagyban tükröződik az egyensúlyhiányok különböző jellege és súlyossága is.

2018-ban minden tagállamban tovább csökkent a *munkanélküliségi ráta*, de néhány tagállamban továbbra is magas. A javulás a magasabb munkanélküliségi rátával rendelkező országokban volt a legjelentősebb (több mint 2 százalékpontos csökkenés Horvátországban, Cipruson és Görögországban). Öt tagállam (Görögország, Spanyolország, Horvátország, Ciprus és Olaszország) esetében azonban 2018-ban a mutató még mindig meghaladta az eredménytábla küszöbértékét (az elmúlt három év átlagában 10 %). 2018-ban a munkanélküliségi ráták körülbelül 4 százalékponttal jelentősen alatta maradtak a 2013-ban elért csúcsértéknek, de a 2008-as adatoknál még mindig magasabbak a tagállamok körülbelül felében. 2019 első felében folytatódott a munkanélküliségi ráták csökkenése, és 2019 harmadik negyedévében az EU-ban 6,3 %-ot, az euróövezetben 7,5 %-ot ért el.

Minden tagállamban tovább javult a *foglalkoztatási ráta*. Az uniós foglalkoztatási ráta (20–64 év közöttiek) 2018-ban 73,2 %-kal legmagasabb szintjét érte el (72,0 % az euróövezetben), és 2019 második negyedévében tovább emelkedve 73,9 %-os rekordot ért el, ezzel jóval meghaladta a válságot megelőzően 2008-ban mért 70,2 %-os csúcsértéket. A foglalkoztatottak száma 2017-hez képest a legnagyobb mértékben Máltán növekedett (5,4 %), majd Ciprus (4,1 %), Luxemburg (3,7 %) és Írország (3,2 %) következik, míg a legalacsonyabb növekedés Lengyelországban (0,3 %), Romániában (0,2 %) és Olaszországban (0,9 %) volt megfigyelhető.

Az *aktivitási ráták* az Unióban szinte mindenhol tovább emelkedtek. Az aktivitási mutató (15–64 év közöttiek) az elmúlt három évben csak két országban csökkent: Horvátországban és Spanyolországban, és mindkét esetben meghaladta az eredménytábla szerinti –0,2 százalékpontos küszöbértéket (–0,6 százalékpont mindkét esetben). Összességében 2018-ban az uniós és az euróövezeti aktivitási ráták rekordmagas szintet értek el 73,7 %-kal, illetve 73,4 %-kal, ami mintegy 3,5 és 2,5 százalékponttal haladja meg a válság előtti szintet, főként az idősebb munkavállalók és a nők növekvő munkaerőpiaci részvételének köszönhetően.

A *tartós* és az *ifjúsági munkanélküliség* erőteljesebben javult a munkaerőpiac többi részéhez képest, de számos uniós országban továbbra is magas. A *tartós munkanélküliség* 2018-ban minden tagállamban csökkent, és minden országban alacsonyabbak voltak a ráták, mint három évvel korábban.

A tartós munkanélküliség legmagasabb rátái Görögországban (13,6 %), Spanyolországban (6,4 %), Olaszországban (6,2 %) és Szlovákiában (4 %) voltak megfigyelhetők, de Olaszország kivételével mindenhol jelentős csökkenés történt 2015-höz képest (5 százalékpont körül Spanyolországban, 4,6 százalékpont Görögországban és 3,6 százalékpont Szlovákiában). Az *ifjúsági munkanélküliségi ráta* a 2018-at megelőző három évben valamennyi uniós tagállamban visszaesett. Ugyanebben az időszakban legalább 10 százalékpontos csökkenés következett be Horvátországban, Cipruson, Portugáliában, Szlovákiában és Spanyolországban. Görögországban, Olaszországban és Spanyolországban azonban még mindig 30 % fölötti az ifjúsági munkanélküliség. Ugyanakkor 2018-ban az uniós fiatalok (15–24 év közöttiek) 9,6 %-a nem volt foglalkoztatott, és oktatásban vagy képzésben sem részesült. Továbbá több tagállamban is (Bulgária, Horvátország, Ciprus, Görögország, Olaszország, Románia és Spanyolország) 12 % feletti ez a ráta.

A szegénység és a társadalmi kirekesztődés tovább csökkent, de továbbra is magas számos tagállamban. 2018-ban a szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya az Unióban tovább, 21,9 %-ra csökkent. Ez körülbelül 3 százalékponttal marad el a 2012-ben megfigyelt csúcsértéktől[43]. Miközben a legtöbb országban csökkenés volt tapasztalható a 2018-ig tartó három évben, Észtországban, Luxemburgban, az Egyesült Királyságban és Hollandiában növekedés következett be, bár néhány esetben (Hollandia és Luxemburg) viszonylag alacsony szintről indult. Annak ellenére, hogy a közel 39 %-ról jelentős mértékben, 32,8 %-ra csökkent a szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya, Bulgária továbbra is a legmagasabb szintet jegyzi az EU-ban, majd Románia és Görögország követi, mindkét esetben 30 % feletti aránnyal, Lettország és Litvánia pedig kicsivel e szint alatt marad. A szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya Csehországban a legalacsonyabb (12,2 %), majd Szlovénia (16,2 %), Szlovákia (16,3 %), Finnország (16,5 %) és Hollandia (16,8 %) következik. A szegénység és társadalmi kirekesztődés terén mutatkozó általánosságban pozitív fejlemények ellenére néhány összetevő eltérően alakul, ami egyes uniós országokban aggodalomra ad okot, konkrétan:

- A szegénység kockázatának kitettek aránya a tagállamok egyharmadában nőtt az elmúlt években: hároméves időszakot tekintve a legnagyobb növekedést Luxemburgban (3 százalékpont), az Egyesült Királyságban (2,3 százalékpont), Hollandiában (1,7 százalékpont) és Belgiumban (1,5 százalékpont) mérték, míg jelentős csökkenés volt tapasztalható Görögországban, Magyarországon, Lengyelországban és Portugáliában, mindenhol 2 és 3 százalékpont között.
- Ezzel szemben a súlyos anyagi nélkülözésben élők aránya szinte valamennyi uniós tagállamban csökkent egy hároméves időszakban (és 2018-ban is); ebben a három évben több mint 13 százalékponttal csökkent Bulgáriában, míg Horvátországban, Cipruson, Görögországban, Magyarországon, Lettországban, Máltán és Romániában legalább 5 százalékpontos volt a visszaesés.
- Végül, a gazdaságélénkülés eredményeként majdnem az összes uniós országban csökkent azon

[43] A *szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek arányára* vonatkozó mutató azon személyek arányát fejezi ki, akik a következő három szociális mutató közül legalább az egyik alapján sebezhetőnek minősülnek: 1. A *szegénység kockázatára* vonatkozó mutató a monetáris szegénységet méri a nemzeti jövedelem eloszlásának arányában, és azon személyek arányát fejezi ki, akiknek rendelkezésre álló jövedelme (a háztartás összetételének megfelelően kiigazítva) nem éri el az országos medián 60 %-át; 2. A *súlyos anyagi nélkülözés* olyan mutatókat takar, amelyek erőforrások hiányához kapcsolódnak, és olyan személyek arányát jelzi, akik a kilenc nélkülözési tételből legalább négyben érintettek, az alapján, hogy bizonyos típusú kiadásokat nem tudnak megfizetni; 3. A *nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásokban élők* közé azok a 0–59 évesek sorolhatók, akik olyan háztartásban élnek, amelyben az elmúlt év során a (18–59 éves) felnőttek teljes munkapotenciáljuk kevesebb mint 20 %-át töltötték munkával. Az említett mérőszámokhoz kapcsolódó adatok jövedelmi referencia-időszaka 12 hónapban rögzített, így például az előző naptári év vagy adóév valamennyi ország vonatkozásában, kivéve az Egyesült Királyságot, ahol a jövedelmek szempontjából figyelembe veendő időszak a folyó év, illetőleg Írországot, ahol a felmérés folyamatos és a jövedelmi adatokat az utolsó 12 hónapra vonatkozóan gyűjtik.

(60 év alatti) személyek aránya, akik nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásokban élnek, Luxemburg és Svédország kivételével, ahol az arány nőtt, valamint Finnország kivételével, ahol a 2018-ig tartó három évben stabil maradt. Ezzel párhuzamosan a dolgozói szegénység az EU egészét tekintve valamelyest megemelkedett, 2018-ban 9,5 %-ra, így közel marad a 2016. évi 9,6 %-os csúcshoz.

4. A FŐ KIHÍVÁSOK ÖSSZEFOGLALÁSA ÉS FELÜGYELETI VONATKOZÁSOK

Még mindig nem teljes az egyensúly helyreállítása az euróövezetben, miközben a jelenlegi gazdasági környezetben sürgető a folyófizetésimérleg-hiányok és -többletek egyensúlyának helyreállítása is, ami minden tagállam számára előnyös lenne. Jóllehet a nagy folyófizetésimérleg-hiányokat korrigálták, nagy többlet áll fenn számos euróövezeti országban. Az euróövezet pozíciója fokozatosan többletbe fordult át, amely valamelyest szűkülni kezdett, főként a csökkenő külföldi exportkereslet fényében. Az állományi egyensúlyhiányok kiigazítása megkezdődött, de továbbra is jelentősek, mivel néhány euróövezeti ország még mindig nagyrész negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkezik, míg mások nagyrészt pozitív és növekvő nettó nemzetközi befektetési pozíciót mutatnak fel. A fajlagos munkaköltségek gyorsabban növekedtek a nettó hitelező országokban a nettó adós országokhoz képest, vagyis megfordulnak a pénzügyi válság előtt megfigyelt minták. Ez a tendencia tartósan fennáll, de a korábbi, válság utáni évekhez képest meggyengült, mivel a nettó adós országok szűkebb munkaerőpiacai a lassú termelékenység mellett nagyobb bérnövekedéshez vezetnek, míg a nettó hitelező országban a bérnövekedés korlátozott volt még az alacsony munkanélküliség éveit követően is. A folyófizetésimérleg-pozíciók egyensúlyának szimmetrikus helyreállítása hozzájárulna a jelenlegi alacsony inflációval és alacsony kamatlábakkal jellemzett környezet leküzdéséhez, miközben támogatná a nominális növekedést, és ezáltal a hitelállomány-leépítést és a nettó adós pozíciók egyensúlyának helyreállítását is.

Összességében számos tagállamban jelen vannak kihívások, különböző okokból és eltérő mértékben. A makrogazdasági stabilitással összefüggő kihívások súlyosságának foka tagállamról tagállamra igen eltérő, a sebezhetőség és a fenntarthatatlan tendenciák jellegétől és mértékétől, valamint azok egymásra hatásától függően. A potenciális egyensúlyhiányok fő forrásai számos, a következőknek megfelelő tipológia alapján kapcsolódnak össze:

- Számos tagállamot továbbra is elsősorban *különféle és összekapcsolódó állományjellegű* sebezhetőségek érintenek. Jellemzően ez áll fenn olyan országok esetében, amelyeket érintettek a fellendülési-visszaesési hitelciklusok, társulva a folyó fizetési mérleg előjelváltásával, és mindez hatást gyakorolt bankszektorukra és az államadósságra is.

    - Ciprus és Görögország esetében a magas eladósodottságot, valamint a jelentős negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciót a pénzügyi ágazatban tartósan fennálló problémák kísérik, jóllehet a nemteljesítő hitelek és a jövedelmezőség terén javulás figyelhető meg Cipruson, és 2018 óta felgyorsult a nemteljesítő hitelek csökkenése Görögországban, de szintjük még mindig nagyon magas. Görögország esetében a potenciális kibocsátás növekedése alacsony, miközben nagy (bár csökkenő) a munkanélküliség.

    - Horvátországban, Írországban, Portugáliában és Spanyolországban a korábbi állományi problémákból eredő sebezhetőségek is jelentősek, sokrétűek és összekapcsolódnak. Bulgáriában a vállalati eladósodottsághoz a pénzügyi szektor elhúzódó múltbeli problémái társulnak, amelyeket szakpolitikai szinten kezelnek. Az említett országokban az állományi egyensúlyhiányok az újraindult nominális növekedésnek köszönhetően csökkenőben vannak, és egyes esetekben ehhez a lakásárak visszatérő, erőteljes növekedése társul (Írországban, és újabban Portugáliában), valamint a fajlagos munkaköltségek folytatódó növekedése és a versenyképesség javulásának stagnálása Portugáliában és Spanyolországban, és a fajlagos munkaköltség erőteljes növekedése Bulgáriában.

- Néhány országban a sebezhetőségek főként a *nagy államadósság-állományból*, valamint a *potenciáliskibocsátás-növekedéssel* és a *versenyképességgel* kapcsolatos aggodalmakból erednek.

Ez különösen igaz Olaszország esetében, ahol a bankszektorhoz, valamint a nemteljesítő hitelek nagy, de gyors ütemben csökkenő állományához is sebezhetőségek kapcsolódnak, mindez a munkaerőpiac gyenge teljesítményével jellemzett környezetben. Belgiumban és Franciaországban főként az államháztartás magas adósságával és a potenciális növekedéssel kapcsolatos problémák állnak fenn, többek között romló versenyképesség közepette. Franciaországban növekvőben van a viszonylag nagy magánadósság-állomány. Belgiumban a háztartások adósságállománya viszonylag magas és növekszik, és becslések szerint túlértékelt ingatlanárakkal párosul; a külső pozíció továbbra is szilárd, de valamelyest gyengült.

- Néhány tagállamban *nagy és tartós folyófizetésimérleg-többlet* jellemző, amely változó mértékben olyan visszafogott magánfogyasztást és beruházást tükröz, amelyet a gazdasági fundamentumok nem indokolnak. Ez a helyzet különösen Németországban és Hollandiában. Hollandiában a jelentős többlet a háztartások magas adósságállományával és a lakásárak erőteljes növekedésével kapcsolódik össze; a lakásárakkal kapcsolatos nyomás nemrégiben Németországban is megjelent, de ott az adósságszintek viszonylag alacsonyak. A nagy és tartós többletek elszalasztott növekedési és belföldi beruházási lehetőségeket tükrözhetnek, ami – tekintettel a célkitűzésnél elhúzódóan alacsonyabb inflációra és a gyengülő külső keresletre – az euróövezet többi tagállama szempontjából is következményekkel jár.

- Néhány tagállamban *az ár- vagy költségváltozók alakulása a túlfűtöttség potenciális jeleit mutatja, különösen a lakáspiacon vagy a munkaerőpiacon*.

  - Svédországban, és kisebb mértékben Ausztriában, Dániában, Luxemburgban és az Egyesült Királyságban tartós lakásár-emelkedés volt megfigyelhető az utóbbi években, amelyhez esetleges túlértékelési rések és jelentős háztartási adósságállomány kapcsolódik. Az újabb adatok arra utalnak, hogy Svédországban az árak és a túlértékelés tekintetében némi lefelé történő kiigazítás történik, a többi esetben pedig (Luxemburg kivételével) lassul a lakásárak növekedése. Az erőteljesebb, de újabb keletű lakásár-növekedéshez a túlértékelés korlátozottabb jelei társulnak Csehországban, Magyarországon, Lettországban, Szlovákiában és Szlovéniában, amelyhez Csehország és Szlovákia esetében a háztartások folytatódó jelzáloghitel-felvétele és növekvő adóssága kapcsolódik. Finnországot úgy tűnik, nem az erős lakásár-növekedés vagy lehetséges túlértékelés érinti, hanem a háztartások magas és növekvő adósságállománya.

  - Csehországban, Észtországban, Magyarországon, Lettországban, Litvániában, Szlovákiában és Romániában a munkaköltség továbbra is viszonylag erős ütemben növekszik, míg az árversenyképesség csökken. Az utóbbi években a fajlagos munkaköltség erőteljes növekedéséhez a folyó fizetési mérleg többletének jelentős csökkenése társult Magyarországon, míg Szlovákiában visszafogott, de tartós folyófizetésimérleg-hiány tapasztalható. Románia esetében a fajlagos munkaköltség elhúzódó, igen erős növekedése volt jellemző, miközben a folyófizetésimérleg-hiány tovább romlik, az államháztartás pedig expanzív költségvetési politikát folytat.

Összességében tehát 13 tagállam esetében indokolt részletes vizsgálat, ezek: Bulgária, Horvátország, Ciprus, Franciaország, Németország, Görögország, Írország, Olaszország, Hollandia, Portugália, Románia, Spanyolország és **Svédország**. Minden említett tagállam részletes vizsgálat tárgyát képezte a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében végrehajtott felügyelet előző éves ciklusában, és esetükben egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány fennállását állapították meg. Az új részletes vizsgálatok segítségével átfogóbban elemezhetők az említett kihívások és lehetővé válik a szükséges szakpolitikák értékelése. A meglévő értékelések aktualizálására irányuló, elkövetkező részletes vizsgálatok mindenekelőtt annak értékelése céljából készülnek, hogy az

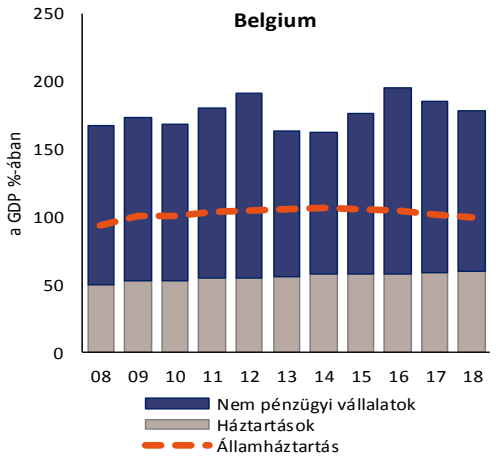
említett egyensúlyhiányok súlyosbodnak vagy folyamatban van a kiigazításuk. Ez a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés számos más tagállamban olyan kockázatok lehetséges kialakulására is rámutat, amelyek a jelenlegi információk alapján ebben a szakaszban nem teszik szükségessé a részletes vizsgálatot, de indokolják a szoros nyomon követést az elkövetkező országjelentésekben. Ezek a kockázatok elsősorban a versenyképesség (Csehország, Észtország, Magyarország, Lettország, Litvánia és Szlovákia), valamint a lakásárak és az ingatlanpiacok alakulását, illetve a háztartások adósságállományának alakulását (Ausztria, Belgium, Csehország, Dánia, Finnország, Magyarország, Luxemburg, Szlovákia, Szlovénia és az Egyesült Királyság) érintik.

5. EGYENSÚLYHIÁNY, KOCKÁZATOK ÉS KIIGAZÍTÁS: A TAGÁLLAMOKRA VONATKOZÓ ÉSZREVÉTELEK

Belgium: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Belgium tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a reál effektív árfolyam változása, valamint a magán- és az államadósság.

A folyó fizetési mérleg 2018-ban kismértékű hiányt mutatott, míg a pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíció erősödött. Bár a termelékenységnövekedés csekély, a fajlagos munkaköltségek emelkedése visszafogott maradt, mivel a bérnövekedés mérsékelt volt. A reál effektív árfolyam hároméves változása további felértékelődést jelez és meghaladta a küszöbértéket, bár az egyéves változás üteme csak kismértékben gyorsult. Az exportpiaci részesedés nagyjából stabil. A GDP-arányos magas vállalati adósságráta csökkenőben van, bár a több országon átívelő, kiterjedt csoporton belüli hitelezés növeli az adósságra vonatkozó adatokat. A háztartások főként jelzáloghitelhez kapcsolódó adósságállománya viszonylag magas és növekszik, miközben a reál lakásárak az elmúlt években mérsékelt ütemben emelkedtek, és a potenciális túlértékeltség jelei mutatkoznak. Az államadósság magas és csak lassan csökken. Folytatódott a munkahelyteremtés bővülése, és a munkanélküliségi ráta minden eddiginél alacsonyabb szintre esett vissza. Az inaktivitási ráta magas.

A1. ábra: ***Adósságállomány a gazdasági ágazatokban***

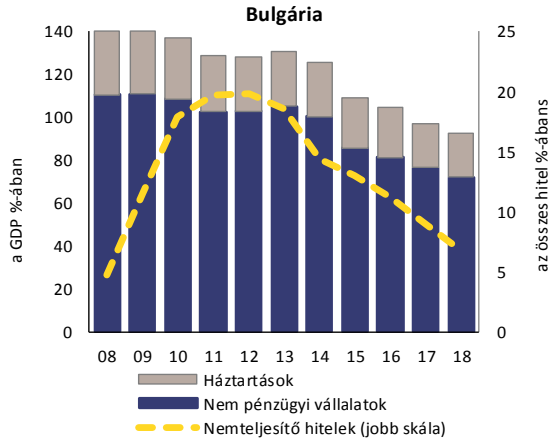


Forrás: Eurostat

Összefoglalva, a gazdasági elemzés nemcsak a közszféra, hanem a háztartások eladósodottságával összefüggő problémákat is kiemeli, bár a kockázatok továbbra is visszafogottak. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Bulgária: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Bulgáriában *egyensúlyhiány* áll fenn mindenekelőtt a pénzügyi szektor sebezhetősége és a kapcsolódó magas eladósodottság, valamint a vállalati szektorbeli nemteljesítő hitelek állománya miatt. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) és a nominális fajlagos munkaköltség növekedése.

A2. ábra: ***Magánadósság és nemteljesítő hitelek***



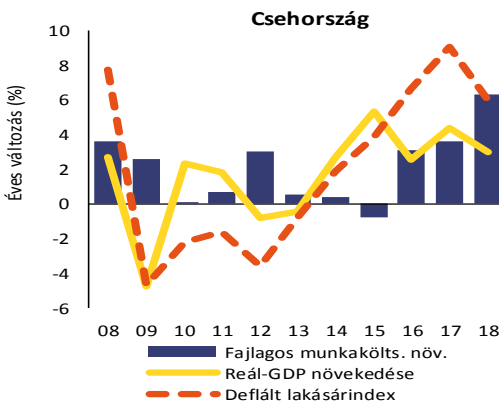
Forrás: Eurostat és EKB

A gazdaság külső pozíciója tovább erősödött a folyó fizetési mérleg többletének szélesedésével és a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció gyors javulásával, amely így már a küszöbértékhez közelít. A kumulált exportpiaci részesedésszerzés ellenére a szűk munkaerőpiac és a szakképzett munkaerő hiánya felerősítette a béremelkedést. Ennek eredményeként a fajlagos munkaköltségek növekedése jóval a küszöbérték fölé került, amit figyelemmel kell kísérni. A kedvező gazdasági és finanszírozási feltételek közepette a bankszektorban összességében javultak a tőke- és likviditási mutatók. A hitelállomány növekedése erőteljes, és azt teljes mértékben a betétállomány bővítésével finanszírozzák. Csökkenőben van a nemteljesítő hitelek állománya, de továbbra is viszonylag magas a nem pénzügyi vállalatok és a hazai tulajdonban lévő bankok esetében. Számos intézkedést vezettek és vezetnek be a banki és nem banki felügyelet megerősítése érdekében. Ugyanakkor továbbra is vannak kihívások és sebezhetőségek, amelyek az egyes bankok tőkehiányából és a biztosítási ágazatban fennálló problémákból erednek. A vállalati adósságállomány még mindig viszonylag magas, bár jelentősen csökkent. Az államadósság alacsony és csökken. A lakásárak változatlanul emelkednek, bár lassabb ütemben és a növekedés összhangban van az alapvető gazdasági tényezőkkel. A jelzáloghitel-nyújtás és az építési engedélyek kiadása jelentősen felgyorsult, és a jövőbeli fejleményeket szorosan figyelemmel kell kísérni. A munkanélküliség nagyon alacsony szintre esett vissza, és az aktivitási ráta – bár viszonylag alacsony – továbbra is növekszik.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a pénzügyi szektor még fennálló sebezhetőségével összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

Csehország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Csehország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a reál effektív árfolyam, a nominális fajlagos munkaköltség növekedése és a reál lakásárak emelkedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A3. ábra: ***GDP, fajlagos munkaköltség és lakásárak***



Forrás: Eurostat

A folyó fizetési mérleg egyenlege csekély, de csökkenő többletet mutat, miközben a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább szűkült. Az árfolyamra vonatkozó kötelezettségvállalás 2017. áprilisi lejáratát

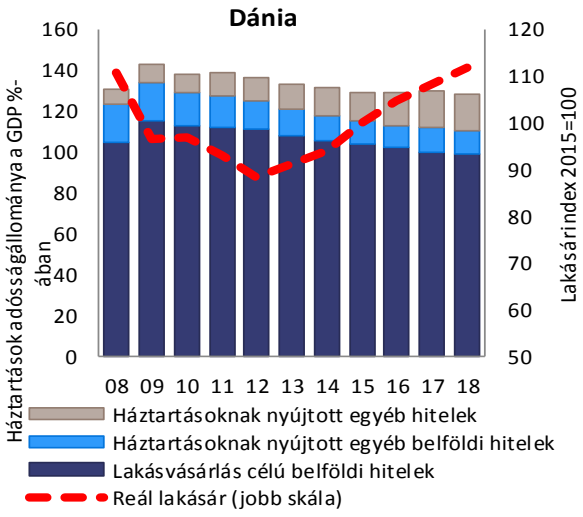
követően a reál effektív árfolyam – különösen 2018-ban – felértékelődött. Az erőteljes béremelkedések és a súlyos munkaerőpiaci hiányosságok nyomán jelentősen növekedtek a nominális fajlagos munkaköltségek, bár a jövőben lassulás várható. Az exportpiaci részesedés eddig javult. Ugyanakkor az ország ki van téve a kereskedelempolitikai körülményekkel kapcsolatos kockázatoknak és a globális értékláncok esetleges zavarának. A reál lakásárak emelkedése jelentős maradt, de 2017-hez képest 2018-ban lassult. Emellett a magánszektor – többek között a háztartások – adósságállománya viszonylag alacsony. A bankszektor rendkívül stabil, a nemteljesítő hitelek aránya nagymértékben visszaesett. Az államadósság tovább csökken, mivel az állami költségvetés 2016 óta többletet mutat. A rendkívül szűk munkaerőpiac miatt a munkanélküliségi ráta tovább csökkent.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a versenyképességgel és a lakáspiacon megjelenő nyomással összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok nagyrészt visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Dánia: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Dánia tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege és a magánszektor adóssága.

A folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is jelentős, bár szűkülő többletet mutat. A folyó fizetési mérleg többlete az utóbbi időben csökkent, mivel a vállalatok megtakarításai szűkültek, és beruházásaik inkább belföldre irányultak. A folyó fizetési mérleg több éven át elért többlete számottevő pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciót eredményezett, pozitív nettó elsődleges jövedelmet generálva, ami pedig hozzájárult a folyófizetésimérleg-egyenleg javulásához. A termelékenység növekedése visszafogott, ami hatással van a költség-versenyképességi mutatókra, és kismértékben csökkent az exportpiaci részesedés. A hitelállomány-leépítési nyomás, valamint a kockázatos hitelfelvételek korlátozására irányuló makroprudenciális szakpolitikai intézkedések hatására a háztartások megtakarítása bővült. Ugyanakkor az adósságfelhalmozáshoz hozzájárulnak az alacsony finanszírozási költségek és a kedvező adóügyi megítélés. Összességében a háztartások GDP-arányos eladósodottsága a csekély hitelállomány-leépítési tendencia ellenére továbbra is a legmagasabbak között van az EU-ban. Másfelől a vállalatok eladósodottsága nem számottevő. A reál lakásárak folyamatos, de mérsékelt ütemben növekednek, bár az értékelési mutatók csekély túlértékelésre utalnak. A munkaerőpiac továbbra is javul és a foglalkoztatásnövekedés stabil. A legtöbb ágazatban munkaerőhiány jelentkezik, de a közelmúltban enyhült, ami mérsékli a bérekre ható felfelé irányuló nyomást.

A4. ábra: ***Háztartások adósságállománya és lakásárindex***



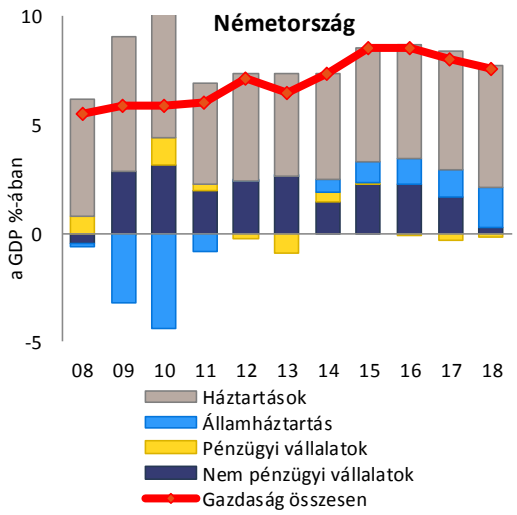
Forrás: Eurostat és EKB

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső többlettel és a háztartások magas adósságállományával, ehhez kapcsolódóan pedig a lakásszektorral összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok

visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Németország: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Németországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, ami mindenekelőtt a folyó fizetési mérleg jelentős – a magán- és a közszféra megtakarításaihoz képest visszafogott beruházásokat tükröző – többletével függ össze. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege, a reál effektív árfolyam, valamint az állami szektor adóssága.

A5.ábra: ***Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazatonként***



Forrás: Eurostat

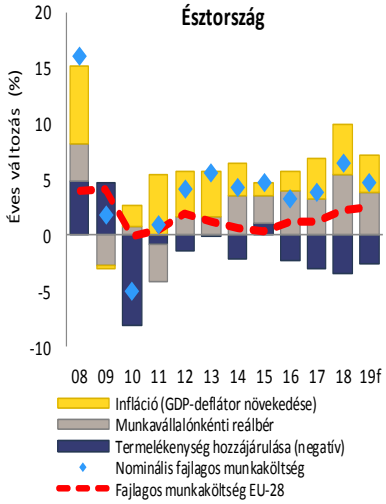
A folyó fizetési mérleg többlete változatlanul rendkívül nagy, bár 2018-ban némileg szűkült. A külkereskedelem gyengülése miatt a növekedést egyre inkább a hazai kereslet vezérli. Ennek megfelelően a folyó fizetési mérleg többlete várhatóan tovább szűkül, de magas szinten marad és a már amúgy is jelentős nettó nemzetközi befektetési pozíció további növekedéséhez vezet. A gyenge termelékenységnövekedés hozzájárult a fajlagos munkaköltségek növekedéséhez, és folytatódott a reál effektív árfolyam felértékelődése. Részben egyszeri szakpolitikai hatások miatt felgyorsult a nominális béremelkedés, összefüggésben a szűk munkaerőpiaccal, de a közeljövőben mérséklődés várható. Az export növekedése 2018-ban jelentősen lassult, és éves szinten az exportpiaci részesedés csekély romlása kísérte. A reál lakásárak és az építési költségek emelkednek, ami figyelmet érdemel, többek között az árak és a lakáskínálat regionális különbségeire tekintettel. A lakásépítésre irányuló beruházások tovább bővülnek, de még mindig elmaradnak a nagyvárosi térségekben jelentkező lakáskereslettől. A hitelállomány fokozatosan bővül. Az államadósság csökkenése folytatódott, és várhatóan 2019-re a GDP 60 %-ában meghatározott küszöbérték alá kerül. Ugyanakkor változatlanul jellemző az állami beruházások elmaradása, bár a beruházási tevékenység néhány éve bővül. Az általános munkanélküliség, valamint az ifjúsági és a tartós munkanélküliség minden eddiginél alacsonyabb szinten van, még úgy is, hogy a munkaerőpiaci helyzet javulása megtorpant.

Összességében a gazdasági elemzés a megtakarítások tartós, a beruházásokat meghaladó felhalmozódását emeli ki, amely a magas, de fokozatosan csökkenő folyófizetésimérleg-többletben tükröződik, rávilágítva annak szükségességére, hogy folytatni kell az egyensúly helyreállítását. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

Észtország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Észtország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a reál effektív árfolyam és a nominális fajlagos munkaköltség növekedése.

A folyó fizetési mérleg egyenlege stabil többletet mutat, míg a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció javult. A reál effektív árfolyam felértékelődése 2018-ban felgyorsult, és a mutató a küszöbérték fölé került. A különösen a közszférában jelentkező hazai ár- és bérnyomás tovább gyorsította a fajlagos munkaköltség növekedését, a szűk munkaerőpiacot tükrözve. Kismértékű kumulált exportpiaci részesedésszerzés következett be. Az állami és a magánszektorbeli hitelfelvétel és adósságállomány szintje viszonylag alacsony. Emellett a magánszektor adósságállománya tovább csökkent, tükrözve a további dinamikus hitelállomány-leépítést. A reál lakásárak növekedése mérséklődött. A szűk munkaerőpiac hatására uniós összehasonlításban viszonylag alacsony a munkanélküliségi szint és nagyon magas az aktivitási ráta.

A6. ábra: ***A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban***



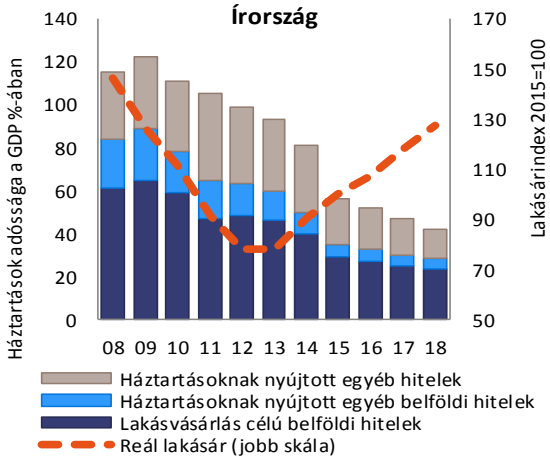
Forrás: A Bizottság szolgálatai

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a nominális fajlagos munkaköltségekkel és a reál effektív árfolyammal összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Írország: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Írországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, mindenekelőtt az állam- és a magánadósság jelentős állományából és a nettó külső kötelezettségekből eredő sebezhetőséggel összefüggésben. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a magánszektor adósságállománya, az államadósság, valamint a reál lakásárak emelkedése.

A folyó fizetési mérleg a 2017. évi nagyjából kiegyensúlyozott pozíciót követően 2018-ban jelentős többletet mutatott fel. Ez a számottevő változás elsősorban a multinacionális cégek tevékenységét tükrözi. A folyó fizetési mérlegre vonatkozó, a belföldi gazdasági tevékenységet jobban tükröző módosított mérőszám kisebb 2018. évi többletre utal. A nettó nemzetközi befektetési pozíció erősen negatív marad, ami többek között a multinacionális vállalatok tevékenységével, valamint a belföldi gazdasághoz csak kismértékben kapcsolódó jelentős offshore pénzügyi központ működésével függ össze. A számottevő gazdasági növekedés eredményeként csökken – bár még mindig magas – a GDP-arányos államadósság szintje. A magánadósság szintje változatlanul rendkívül magas, noha tovább csökkent. A háztartások tovább csökkentették adósságállományukat, és az ír bankok visszafogták a belföldi vállalatokkal szembeni kitettségeiket, ami arra utal, hogy folytatódik a vállalatok hitelállomány-leépítése. Bár 2018-ban folytatódott a reál lakásárak növekedése, az év során jelentősen lelassult.

A7. ábra: ***Háztartások adóssága és lakásárindex***



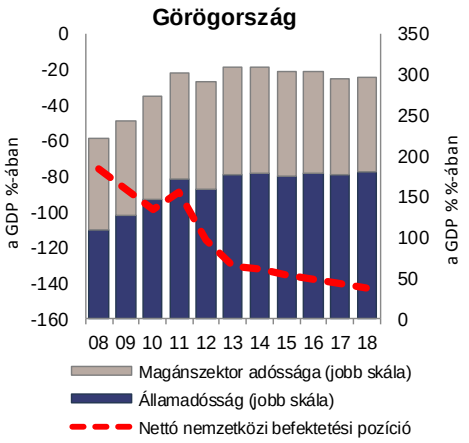
Forrás: Eurostat és EKB

A lakások megfizethetősége azonban továbbra is aggodalomra ad okot. A nemteljesítő hitelek aránya az elmúlt években folyamatosan csökkent, a bankok tőkeerősek, de a céltartalékok szintje viszonylag alacsony. A bankok jövedelmezősége – noha még mindig visszafogott – fokozatosan javul. A munkanélküliség folyamatosan csökken, és megközelíti a válság előtti szintet.

Összefoglalva, az eredménytábla gazdasági elemzése a külső pozíció volatilitásával, továbbá a magán- és az államadósság állományával, valamint a lakáspiaccal összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

Görögország: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Görögországban *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében elsősorban az államháztartás jelentős eladósodottsága, a negatív külső pozíció és a nemteljesítő hitelek nagy aránya áll, összefüggésben a magas – bár csökkenő – munkanélküliséggel és az alacsony potenciális növekedéssel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), az államháztartás bruttó adósságállománya és a munkanélküliségi ráta.

A8. ábra: ***NIIP, magánszektor adóssága és államadósság***



Forrás: Eurostat

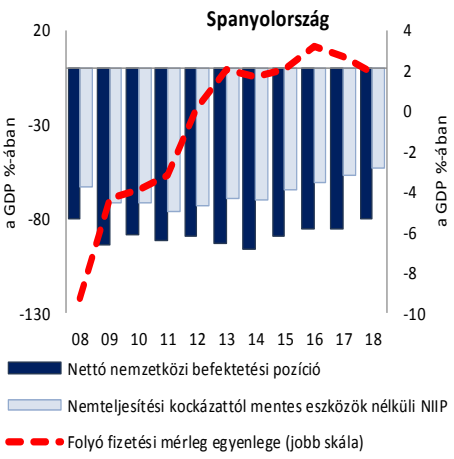
Görögország erősen negatív külső eszközpozíciója nagyrészt nettó adósságkötelezettségeket, főként a közszférabeli hitelezők által igen kedvező feltételek mellett birtokolt külső államadósságot foglal magában. A mérsékelt nominális GDP-növekedés és a 2018-ban kiszélesedett negatív folyófizetésimérleg-egyenleg megakadályozza a magas nettó külső kötelezettségállomány gyorsabb ütemű megszüntetését. A nominális fajlagos munkaköltségek a munkatermelékenység csekély növekedésével összefüggésben 2018-ban pozitív növekedést mutattak. A béremelések a reál effektív árfolyam további emelkedését eredményezték, míg az exportpiaci részesedés 2018-ban már második éve nőtt. Az államadósság nagyon magas, bár az előrejelzések szerint az elkövetkező években fokozatosan csökkenni fog, fenntarthatóságához pedig hozzájárulnak az európai partnerek által 2018-ban elfogadott adósságenyhítési intézkedések. A reál lakásárak egy évtizeden át tartó csökkenést követően 2018-ban emelkedni kezdtek. A hitelállomány-leépítés folytatódásával megállt a magánszektor hitelállományának növekedése és lassan csökken a nemteljesítő hitelek jelentős állománya. A munkanélküliség csökken, de – különösen a tartós és az ifjúsági munkanélküliség – továbbra is nagyon magas.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magas állami adósságállománnyal, a negatív nemzetközi befektetési pozícióval, valamint a nemteljesítő hitelek jelentős állományával, továbbá az ezeket övező magas munkanélküliséggel, alacsony termelékenységnövekedéssel és lanyha beruházási tevékenységgel összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

Spanyolország: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Spanyolországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amely a külső és belső magán- és államadósság magas szintjéhez kapcsolódik, összefüggésben a jelentős munkanélküliséggel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), az államadósság-ráta, a magánszektor adóssága, a munkanélküliségi ráta, valamint az aktivitási ráta csökkenése.

A folyó fizetési mérleg többlete változatlan, bár 2018-ban némileg szűkült. A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább javult, de nagyon magas maradt. A nominális fajlagos munkaköltségek kismértékben növekedtek a termelékenység nullához közeli növekedésével összefüggésben. A válság óta a költség-versenyképesség relatív javulása volt a versenyképességi előnyök fő forrása. Annak ellenére, hogy 2018-ban – részben átmeneti tényezők miatt – némi gyengülés következett be, az export mérsékelten nőtt, és az exportpiaci részesedés nagyjából stabil maradt. A magánszektor adósságállományának csökkenése 2018-ban folytatódott, de továbbra is fennáll a hitelállomány-leépítés szükségessége. A vállalati adósság GDP-hez viszonyított aránya tovább csökkent, de az új hitelek állományának kismértékű bővülése miatt lassult. A háztartások GDP-hez viszonyított adóssága tovább csökkent, bár a hitelnövekedés 2018-ban pozitívvá vált. Folytatódott a reál lakásárak emelkedése, és úgy tűnik, hogy az alulértékeltség véget ér. Az elmúlt években az államháztartási hiány csökkenésének fő mozgatórugója az erős gazdasági növekedés volt, de a tartós hiány azt jelzi, hogy a magas államadósság-ráta csak lassan csökken. A munkanélküliség gyorsan csökkent, de nagyon magas és meghaladja a válság előtti szintet, különösen a fiatalok és a képzetlen munkavállalók körében.

A9. ábra: ***NIIP és a folyó fizetési mérleg egyenlege***



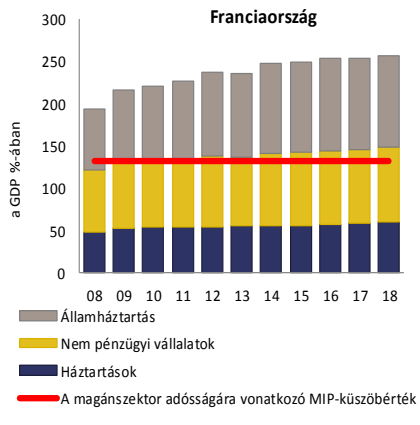
Forrás: a Bizottság szolgálatai

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső fenntarthatósággal, a magán- és államadóssággal kapcsolatos problémákat emeli ki, amelyek hátterében a magas munkanélküliség és a gyenge termelékenységnövekedés áll. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

Franciaország: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Franciaországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében mindenekelőtt a magas államadósság-állomány és az alacsony termelékenységnövekedéssel összefüggő gyenge versenyképesség áll. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az államháztartás és a magánszektor adóssága.

A folyó fizetési mérleg hiánya visszafogott és stabil, míg a nettó nemzetközi befektetési pozíció

A10. ábra: ***Adósság a különböző gazdasági ágazatokban***



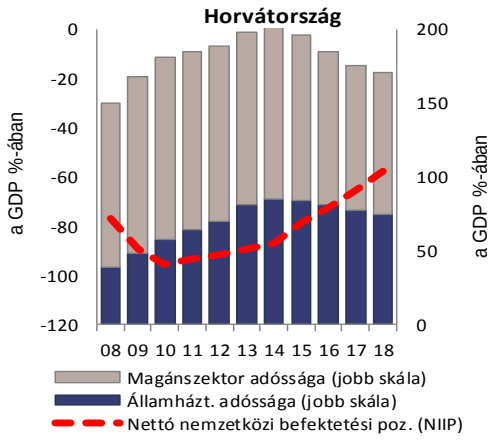
Forrás: Eurostat

kissé negatív. Az exportpiaci részesedés 2018-ban stabil maradt, mind éves szinten, mind az ötéves mutató alapján. A fajlagos munkaköltségek növekedése visszafogott és az euróövezeti átlag alatt van, bár a munkatermelékenység növekedése alacsony. Az államadósság 2018-ban rekordszinten stabilizálódott, ami megerősíti, hogy a jövőbeli sokkhatásokra való reagáláshoz szükséges költségvetési mozgástér korlátozott. A magánszektorbeli hiteláramlás viszonylag dinamikus maradt, így a magánszektor magas GDP-arányos adósságállománya kismértékben nőtt. A nem pénzügyi vállalatok adósságállománya meghaladta azt a szintet, amely az alapvető gazdasági tényezőkkel összefüggésben indokolt lenne, míg a háztartások eladósodottsága visszafogottabb volt. A reál lakásárak mérsékelt, de egyenletes ütemben emelkedtek az elmúlt években, és továbbra is fennállnak a lehetséges túlértékelés jelei. A bankszektor ellenállóképesnek tűnik, de a magas állami és magánadósság-ráták együttesen kockázatokat idézhetnek elő. Emellett a tartósan alacsony kamatlábak hatással lehetnek a bankok nyereségességére. A munkanélküliségi ráta tovább csökkent, és most a küszöbérték alatt van. A tartós és az ifjúsági munkanélküliség tovább javult.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a nagyarányú eladósodottsággal, valamint az alacsony termelékenységnövekedéssel összefüggő gyenge, bár stabil versenyképességgel kapcsolatos problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

Horvátország: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Horvátországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, ami az állami, magán- és külső adósság magas szintjéhez kapcsolódik, összefüggésben az alacsony potenciális növekedéssel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), az államadósság, a munkanélküliségi ráta és az aktivitási ráta csökkenése.

A11. ábra: ***NIIP, magánszektor adóssága és államadósság***



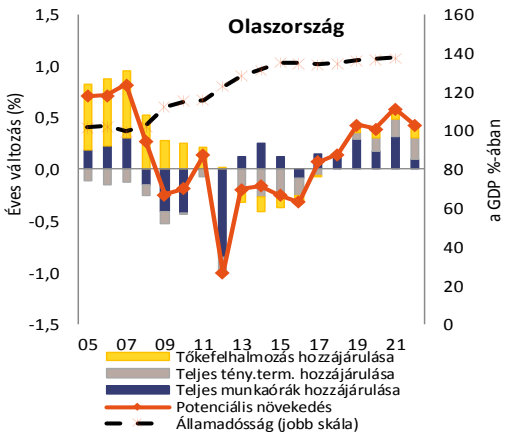
Forrás: Eurostat

A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció a folyó fizetési mérleg folyamatos többletével összhangban jelentősen csökkent, de továbbra is nagy. A fajlagos munkaköltség növekedése 2018-ban pozitívvá vált, mivel a munkatermelékenység növekedése nagyon alacsony volt. 2013 óta az exportpiaci részesedés folyamatosan javult, most azonban visszaesőben van. Az államadósság magas, de csökkenő tendenciát mutat, amelyhez hozzájárul a kismértékű költségvetési többlet. A háztartások és a vállalatok adósságállománya tovább csökken, de még mindig viszonylag magas. Általánosságban az adósságállomány jelentős része devizában denominált, ami árfolyamkockázatot eredményez. Bár a visszafogott hitelnövekedés hozzájárul a magánszektor adósságszintjének csökkenéséhez, aggodalomra ad okot, hogy a háztartások egyre nagyobb mértékben vesznek fel általános célú készpénzhitelt. Ugyanakkor a pénzügyi szektor számára terhet jelent a nemteljesítő hitelek magas – bár csökkenő – szintje és a devizakitettség. A munkanélküliség gyorsan csökken, de továbbra is viszonylag magas. Az aktivitási ráta tartósan alacsony, miközben a munkaképes korú népesség csökken. Mindez – különösen egy felzárkózó gazdasághoz képest – alacsony termelékenységnövekedéssel súlyosbítva akadályozza a potenciális növekedést.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső kötelezettségállománnyal, az állami és a magánszektor adósságával, valamint a nemteljesítő hitelek magas állományával és az ezt övező még mindig magas munkanélküliséggel és alacsony termelékenységnövekedéssel összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

Olaszország: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Olaszországban *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében mindenekelőtt a rendkívül magas államadósságból és a tartósan gyenge termelékenységnövekedésből eredő kockázatok állnak, összefüggésben a nemteljesítő hitelek még mindig nagy állományával és a jelentős munkanélküliséggel. Az aktualizált eredménytábla alapján az államadósság és a munkanélküliségi ráta még mindig meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A.12. ábra: ***Potenciális növekedés és államadósság***



Forrás: A Bizottság szolgálatai

A külső pozíció stabil, mivel a nettó nemzetközi befektetési pozíció egyensúlyközeli, és a folyó fizetési mérleg többletet mutat. A folyó fizetési mérleg többlete részben a visszafogott belső kereslethez és az alacsony béremelkedéshez kapcsolódik. A termelékenységnövekedés stagnálása hatással van a nem költségalapú versenyképességre és a potenciális GDP-növekedésre, ami viszont akadályozza az államadósság leépítését. A gyenge termelékenységnövekedés az alacsony beruházási és innovációs szinteknek, a kedvezőtlen üzleti környezetnek, a finanszírozási korlátoknak, a magasan képzett munkaerő hiányának, valamint az ágazati eltolódásoknak tudható be. A fajlagos munkaköltség növekedése visszafogott, az exportpiaci részesedés pedig nagyjából stabil. A GDP-arányos államadósság 2018-ban nőtt, és a gyenge gazdasági kilátások, valamint a romló elsődleges egyenleg miatt 2019-ben fennáll a további növekedés kockázata. Kedvező fejlemény, hogy az államkötvények hozama számottevően csökkent. A bankok mérlegének helyreállítása terén jelentős előrelépés történt, mivel a nemteljesítő hitelek állománya csökkent, de a nem pénzügyi vállalatok felé irányuló hitelezés továbbra is gyenge. A pénzügyi szektorban fennállnak sebezhetőségek különösen azon kis és közepes méretű bankok esetében, amelyek még mindig nemteljesítő hitelek korábban keletkezett nagy állományával rendelkeznek, és a nagyobb bankoknál jobban ki vannak téve a szuverén kockázatnak. A munkanélküliség és a foglalkoztatás szintje kedvezően alakult. A munkanélküliség azonban – elsősorban a fiatalok és a tartósan munkanélküli személyek körében – továbbra is magas, míg a munkaerőpiaci részvétel – különösen a nők esetében – változatlanul alacsony, ami kockázatot jelent a jövőbeli foglalkoztathatóságra és növekedésre nézve.

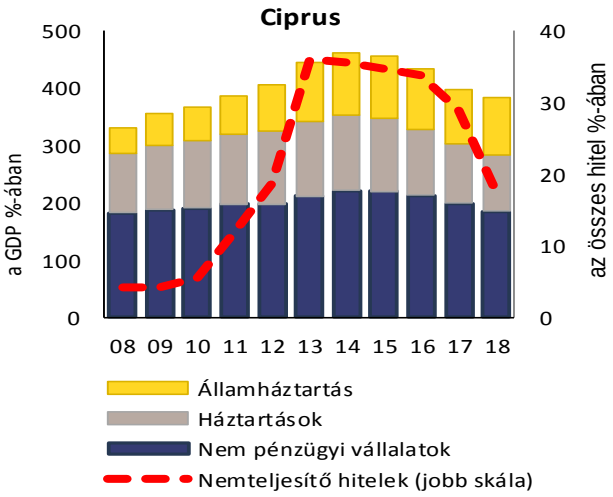
Összefoglalva, a gazdasági elemzés az államadósság magas szintjével, a gyenge termelékenységnövekedéssel és munkaerőpiaci teljesítménnyel, valamint a bankszektor sebezhetőségével kapcsolatos problémákat emeli ki, amelyek hozzájárulnak az alacsony potenciális növekedéshez, ami viszont akadályozza az államadósság leépítését. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

Ciprus: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Cipruson *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a nemteljesítő hitelek rendkívül nagy aránya, a

magán- és az államadósság, valamint a külső adósság jelentős állománya áll, összefüggésben a még mindig viszonylag magas munkanélküliséggel és a gyenge potenciális növekedéssel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató az indikatív küszöbérték felett marad, nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege, a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a magánszektor adóssága, az államadósság és a munkanélküliségi ráta.

A folyó fizetési mérleg hiánya 2018-ban erősen negatív maradt, ami az erős belső keresletet és a háztartások megtakarításainak hiányát tükrözi. A folyó fizetési mérleg alakulása még a különleges célú gazdasági egységek működését figyelembe véve sem biztosít prudens nettó nemzetközi befektetési pozíciót. A fajlagos munkaköltség növekedése visszafogott, míg az exportpiaci részesedés 2018-ban stabil volt. A magánszektor adósságállománya uniós összehasonlításban mind a háztartások, mind a vállalatok tekintetében a legmagasabbak között van, és a hiteláramlás pozitív maradt. A bankszektorban 2018-ban jelentősen csökkent a nemteljesítő hitelek aránya, bár továbbra is magas. A Cyprus Cooperative Bank értékesítéséhez nyújtott kormányzati támogatás egyszeri hatása miatt 2018-ban nőtt az államadósság. Előretekintve, az államadósság a folytatódó kedvező költségvetési teljesítménynek köszönhetően várhatóan újra csökkenő pályára áll. A munkanélküliség folyamatosan csökken, és ez a tendencia az erős gazdasági növekedés közepette várhatóan folytatódni fog.

A13. ábra: ***Adósság és nemteljesítő hitelek***

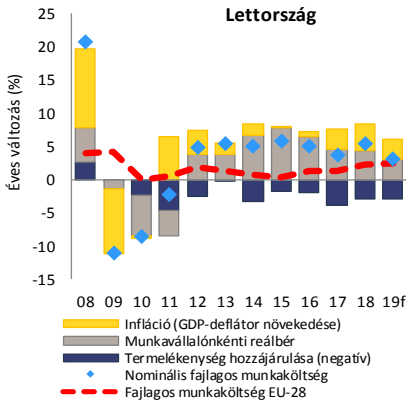


Forrás: Eurostat és EKB

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső adósság fenntarthatóságával, a magán- és államadóssággal, valamint a pénzügyi szektor sebezhetőségével összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

Lettország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Lettország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a fajlagos munkaköltségek növekedése és a reál lakásárak növekedése az indikatív küszöbérték fölött van.

A14. ábra: ***A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban***



Forrás: A Bizottság szolgálatai

A folyó fizetési mérleg 2018-ban újra kismértékű hiányt mutatott fel, de a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció viszonylag gyors javulása folytatódott, főként az államadósságot és a közvetlen külföldi befektetéseket tükrözve. Úgy tűnik, hogy a költség-versenyképességi mutatók gyengülnek, mivel a reál effektív árfolyam felértékelődött, és a fajlagos munkaköltségek növekedése – a folyamatos béremelkedés nyomán – továbbra is viszonylag

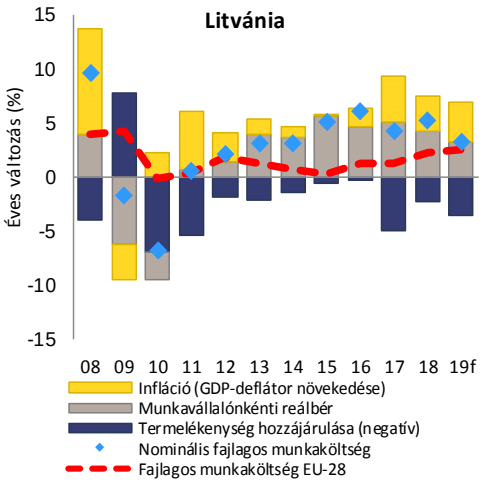
erős. A munkaerő létszámának zsugorodása miatt a bérekre nehezedő nyomás várhatóan továbbra is fennmarad. Eközben az exportpiaci részesedés növekedése lelassult, de továbbra is kumulált javulás jellemző. A reál lakásárak növekedése dinamikus és 2018-ban némileg felgyorsult, ami annak ellenére indokolttá teszi a lakáspiacra gyakorolt nyomás figyelemmel kísérését, hogy még nem jelentkeznek a lakáspiaci túlértékeltség egyértelmű jelei. Folytatódik a magánszektor hitelállományának leépítése, mivel a hitelállomány növekedése továbbra is visszafogott, miközben az államadósság alacsony és kismértékben csökken. A munkaerőpiaci oldalon a munkanélküliség tovább csökken, az aktivitási ráta pedig folyamatosan emelkedik.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a munkaerő-kínálatra és a költség-versenyképességre nehezedő nyomással összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Litvánia: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Litvánia tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a reál effektív árfolyam és a nominális fajlagos munkaköltség növekedése.

A folyó fizetési mérleg nagyjából egyensúlyban van, míg a nettó nemzetközi befektetési pozíció – főként az államadósságot és a közvetlen külföldi befektetéseket tükrözve – tovább javult és most a küszöbérték alatt van. Folytatódott a fajlagos munkaköltség viszonylag gyors növekedése, ami a szűk munkaerőpiacot és a szabályozási változásokat – többek között a minimálbér 2016 óta jellemző gyors növekedését – tükröző magas béremelkedés következménye. Emellett a reál effektív árfolyam 2018-ban viszonylag erősen felértékelődött, és a mutató a küszöbérték fölé került. Előretekintve azonban úgy tűnik, hogy a kockázatok enyhülnek, mivel a nominális béremelkedés mérséklődik, miközben a termelékenységnövekedés továbbra is megfelelő.

A15. ábra: ***A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban***



Forrás: A Bizottság szolgálatai

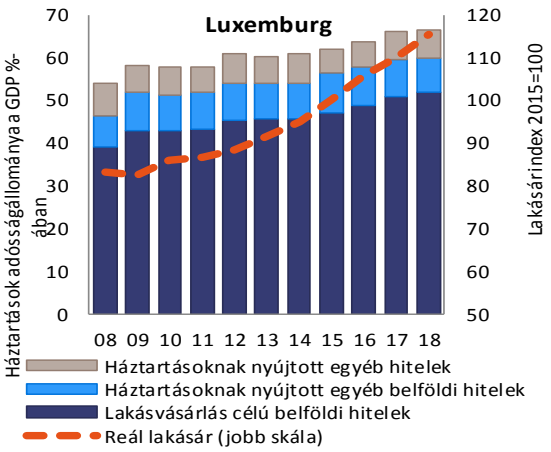
Az exportpiaci részesedés javulása stabil ütemben folytatódott. Az állam- és a magánadósság szintje továbbra is viszonylag alacsony és stabil, bár a hitelállomány bővül. Jelentős volt a reál lakásárak emelkedése, de az eredménytábla küszöbértékén belül maradt. A munkanélküliség továbbra is alacsony.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a költség-versenyképesség problémáit emeli ki, azonban a kockázatok jelenleg visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Luxemburg: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Luxemburg tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján a magánszektor adósságállománya meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A külső pozícióra a nagyjából stabil folyófizetésimérleg-többlet, valamint a pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíció jellemző. A kumulált exportpiaci részesedésszerzés mérséklődött, míg a fajlagos munkaköltség növekedése viszonylag erős volt. Több éve jellemző a reál lakásárak viszonylag nagymértékű emelkedése, aminek kiemelt figyelmet kell szentelni. A lakásárak növekedését alátámasztja a dinamikus munkaerőpiac, amelyhez hozzájárul a jelentős mértékű nettó migrációs beáramlás és a kedvező finanszírozási feltételek, miközben a kínálat továbbra is viszonylag korlátozott maradt. A vállalatok jelentős eladósodottsága elsősorban a határokon átnyúló vállalaton belüli hitelezéshez kapcsolódik. A háztartások főként jelzáloghitelhez kapcsolódó adósságállománya a lakásárak növekedése nyomán viszonylag magas szintet ért el. A bankszektor szilárdsága enyhíti a pénzügyi stabilitást övező kockázatokat. Emellett a munkaerőpiac stabil, a munkahelyteremtés jelentős, a munkanélküliség pedig viszonylag alacsony szinten stabilizálódik. Az államadósság változatlanul nagyon alacsony.

A16. ábra: ***Háztartások adósságállománya és lakásárindex***

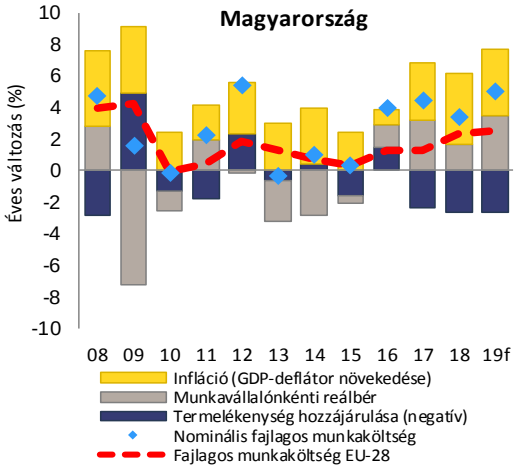


Forrás: Eurostat és EKB

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a lakásárak emelkedésével és a háztartások adósságállományával összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok jelenleg visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Magyarország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Magyarország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a fajlagos munkaköltség, a reál lakásárak emelkedése és az államadósság.

A17. ábra: ***A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban***



Forrás: A Bizottság szolgálatai

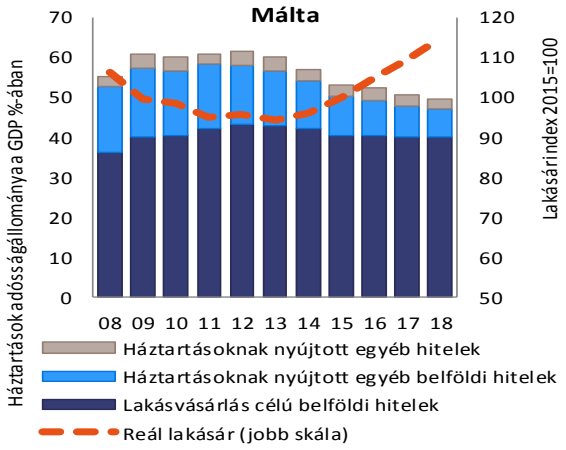
A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció tartós javulást mutat, de az import erőteljes növekedése miatt a folyó fizetési mérleg többlete erodálódik. Figyelmet érdemelnek a belföldi kereslet nyomásából eredő kockázatok. A fajlagos munkaköltség növekedése nagyon dinamikus volt, mivel a termelékenységnövekedés elmarad a szűk munkaerő-piac és az adminisztratív intézkedések által vezérelt jelentős bérnövekedéstől. A reál effektív árfolyam felértékelődését eddig enyhítette a valuta fokozatos nominális leértékelődése. Az elmúlt években azonban a gépjárműiparban és annak értékláncában tapasztalható átmeneti zavarok következtében az exportpiaci részesedés növekedése megállt, ami az ágazat jelentősége miatt hosszú távon kockázatot jelenthet. Folytatódott a reál lakásárak

gyors emelkedése. Bővül az új hitelek állománya, de a korábban felhalmozott adósságállomány fokozatos amortizációja miatt a magánszektor GDP-arányos adóssága tovább csökken. Az államadósság az elmúlt évek prociklikus költségvetési irányvonala miatt csak lassan csökken. A munkanélküliség 2018-ban tovább csökkent, mivel a munkaerőpiac változatlanul szűk.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a fajlagos munkaköltségekkel, a lakáspiaccal, valamint a gépjárműiparnak való kitettségből eredő esetleges kockázatokkal összefüggő problémákat emeli ki. A rövid távú kockázatok azonban visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért továbbra is nyomon követi a helyzetet, de ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Málta: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Málta tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérleg többletére vonatkozó mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A18. ábra: ***Háztartások adóssága és lakásárindex***



Forrás: Eurostat és EKB

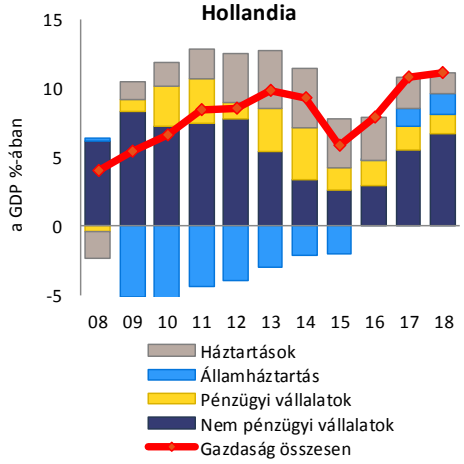
A folyó fizetési mérleg többlete 2018-ban – a 2017-es szinthez hasonlóan – nagyon magas maradt. A nettó nemzetközi befektetési pozíció csekély mértékben csökkent, de továbbra is erősen pozitív, a nemzetközi irányultságú pénzügyi üzleti tevékenységet és az online szerencsejátékokhoz kapcsolódó tevékenységet tükrözve. A nominális fajlagos munkaköltség továbbra is visszafogott növekedése mögött elsősorban a bérek mérsékelt alakulása húzódik meg. A reál effektív árfolyam kismértékben felértékelődött. A magánszektor adósságállománya 2018-ban tovább csökkent, amihez elsősorban az erős nominális GDP-növekedés járult hozzá. Miközben bővül a nem pénzügyi szektorba irányuló hiteláramlás, 2018-ig a háztartásoknak nyújtott hitelek szintje nagyjából stabil volt. A GDP-arányos államadósság csökkenése folytatódott. A lakásárak folyamatos emelkedése 2018-ban kissé felgyorsult, miközben a túlértékeltségnek még mindig nincsenek egyértelmű jelei. A pénzügyi szektor kötelezettségállománya 2018-ban csökkent, és a meglévő tőkepufferek miatt semmi nem utal arra, hogy a bankszektor sérülékeny lenne. A munkaerőpiac teljesítménye változatlanul jó, a munkanélküliség csökken, ideértve a tartós munkanélküliséget is, az aktivitási ráta pedig növekszik.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a folyó fizetési mérleg rendkívül magas egyenlegével és a viszonylag dinamikus lakásár-növekedéssel összefüggő problémákat emeli ki, noha a kockázatok ebben a szakaszban visszafogottnak tűnnek. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Hollandia: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Hollandiában *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a jelentős magánadósság-állomány, valamint a tetemes folyófizetésimérleg-többlet áll. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege, a magánszektor adósságállománya és a reál lakásárak emelkedése.

A folyó fizetési mérleg többlete nagyon magas, és továbbra is jóval az eredménytáblában meghatározott küszöbérték felett van. A többlethez a háztartások, az állam és a vállalatok – vagyis valamennyi gazdasági szereplő – hozzájárul. A növekedést az elmúlt években főként a nem pénzügyi vállalatok irányították, amelyek a viszonylag magas vállalati jövedelmezőséghez és a viszonylag alacsony belföldi beruházási rátához köthető megtakarítási többlettel rendelkeznek. A fajlagos munkaköltség növekedése visszafogott, mivel a bérnövekedés erősödött, de továbbra is mérsékelt, miközben a termelékenység növekedése megtorpant. A magánadósság GDP-hez viszonyított aránya továbbra is fokozatosan csökken, de még mindig jóval az eredménytábla küszöbértéke felett van. A vállalatok jelentős adósságállománya elsősorban a multinacionális vállalatok csoporton belüli eladósodottságával magyarázható. Különösen a háztartások adósságállománya rendkívül magas, ami főként a saját használatú ingatlanokra bejegyzett jelzáloghitelek nagyvonalú adóügyi megítéléséhez és az optimálistól elmaradó lakásbérleti piachoz kapcsolódik. Míg a háztartások GDP-arányos adóssága csökkenő tendenciát mutat, a nominális adósságállomány 2018-ban változatlanul növekszik, mivel a lakáspiac határozott élénkülése tovább gyorsult. Ennek eredményeként a reál lakásárak növekedése 2018-ban megerősödött, és az eredménytábla küszöbértékét meghaladó szintet ért el. Az államadósság-ráta viszonylag alacsony és csökken. A foglalkoztatás jelentős bővülésével a munkanélküliség is csökkent.

A19. ábra: ***Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazatonként***



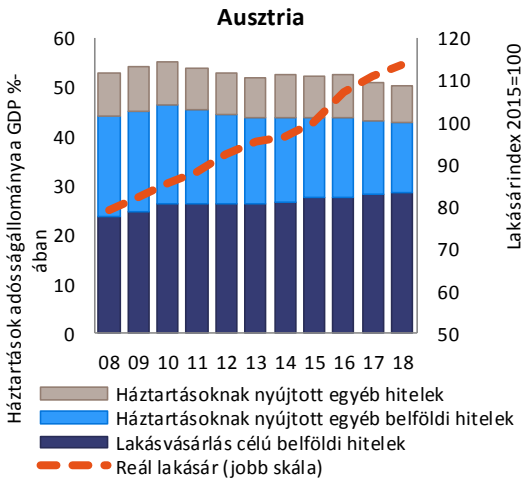
Forrás: Eurostat

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a háztartások magas adósságállományával és ezzel kapcsolatban a lakáspiaccal, valamint a jelentős belföldi megtakarítási többlettel összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

A20. ábra: ***Háztartások adóssága és lakásárindex***

Ausztria: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Ausztria tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján az államadósság mutatója haladja meg az indikatív küszöbértéket.

A folyó fizetési mérleg többlete 2018-ban mérsékelt szinten nagyjából stabil maradt, és a nettó nemzetközi befektetési pozíció kismértékben pozitív. Az exportpiaci részesedés némileg javult. Mivel a bérek emelkedése meghaladta a munkatermelékenység javulását, a fajlagos munkaköltség nőtt, de összességében viszonylag



Forrás: Eurostat és EKB

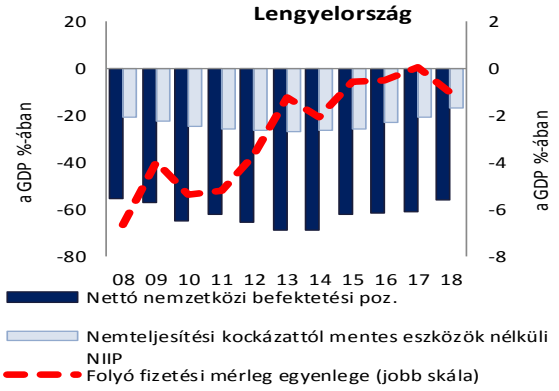
visszafogott maradt. A reál lakásárak emelkedésének tendenciája folytatódott, de a növekedés üteme tovább lassult. Bár figyelemmel kell kísérni, úgy tűnik, az áremelkedést nem a hitelek vezérlik. Ugyanakkor a vállalatok és a háztartások adósságrátája változatlanul csökken. Az államadósság szintén továbbra is csökkenő pályán van, ami az erős gazdasági növekedéssel és az államosított pénzügyi intézmények eszközeinek folyamatban levő elidegenítésével magyarázható. A banki ágazat helyzete tovább javult, részben a szomszédos országok gazdaságélénkülésének köszönhetően. E kedvező gazdasági feltételek között és a foglalkoztatás erős növekedésének eredményeként a munkanélküliségi ráta számottevően csökkent.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a lakásszektorral összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Lengyelország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Lengyelország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A folyó fizetési mérleg egyenlege a 2017. évi csekély többletről 2018-ban kismértékű hiányba fordult át, míg a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció egyértelműen szűkült, de a küszöbérték felett maradt. A külső sebezhetőség még mindig visszafogott, ami azzal magyarázható, hogy a külföldi kötelezettségek nagy része a közvetlen külföldi befektetésekhez kapcsolódik. 2018-ban tovább nőtt az exportpiaci részesedés. A nominális fajlagos munkaköltségek mérsékelt ütemben növekedtek, mivel a számottevő béremeléseket ellensúlyozta az erős termelékenységnövekedés. A lakásárak emelkedése 2018-ban erősödött, és megközelítette a küszöbértéket. A magánszektor GDP-arányos adóssága 2018-ban nagyjából stabil volt. A GDP százalékában kifejezett államadósság viszonylag alacsony szintről tovább csökkent a gyors nominális GDP-növekedés és az alacsony államháztartási hiány nyomán. A bankszektor viszonylag tőkeerős, likvid és nyereséges, bár a külföldi devizában denominált hitelek csökkenő, de még mindig tetemes állománya változatlanul sebezhetőséget eredményez. A kedvező munkaerőpiaci helyzet továbbra is fennáll, aminek eredményeként a munkanélküliségi ráta tovább süllyedt nagyon alacsony szintre.

A21. ábra: ***NIIP és a folyó fiz. mérleg egyenlege***



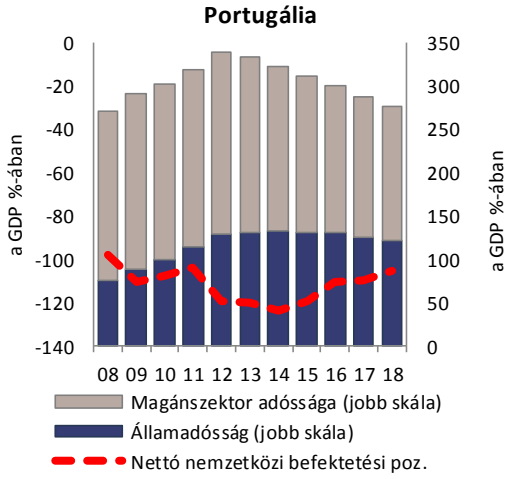
Forrás: A Bizottság szolgálatai

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a nettó nemzetközi befektetési pozícióval összefüggő problémákat emeli ki, de a kockázatok csekélyek. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Portugália: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Portugáliában *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a nettó külső kötelezettségek, az állam- és a magánadósság jelentős állománya és a nemteljesítő hitelek nagy aránya áll, összefüggésben az alacsony termelékenységnövekedéssel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), az államadósság, a magánszektor adósságállománya, valamint a reál lakásárak emelkedése.

A külső pozíció sérülékeny, mivel a nettó nemzetközi befektetési pozíció erősen negatív, és a kiigazítás üteme nagyon lassú, miközben a folyó fizetési mérleg egyenlege romlott. A fajlagos munkaköltségek növekedése miatt az elmúlt években némileg romlott az árak versenyképessége, miközben az exportőrök – bár lassabb ütemben – tovább bővítik piaci részesedésüket. A munkatermelékenység továbbra is alacsony, és az előrejelzések szerint az elkövetkező években csak csekély mértékben javul, ami akadályozza a felzárkózást a fejlettebb euróövezeti gazdaságokhoz. A magánszektor hitelállományának leépítése folytatódik, bár az adósság szintje mind a vállalatok, mind a háztartások esetében viszonylag magas. Az államadósság, bár még mindig nagyon magas, az előrejelzések szerint tartani fogja a fokozatosan csökkenő pályát. A bankszektor ellenállóbbá válik, noha a nemteljesítő hitelek állománya továbbra is aggodalomra ad okot annak ellenére, hogy 2017-ben és 2018-ban jelentősen csökkent. A lakásár-emelkedés változatlanul erős és üteme gyorsul, különösen az idegenforgalommal kapcsolatos tevékenységek által érintett piaci szegmensekben. A jelzáloghitel-állomány azonban nagyjából stabil, és az építőipari tevékenység fokozatosan felzárkózik a kereslethez. A munkaerőpiac tovább javult, és a munkanélküliségi ráta jelenleg a küszöbérték alatt van.

A22. ábra: ***NIIP, magánadósság és államadósság***

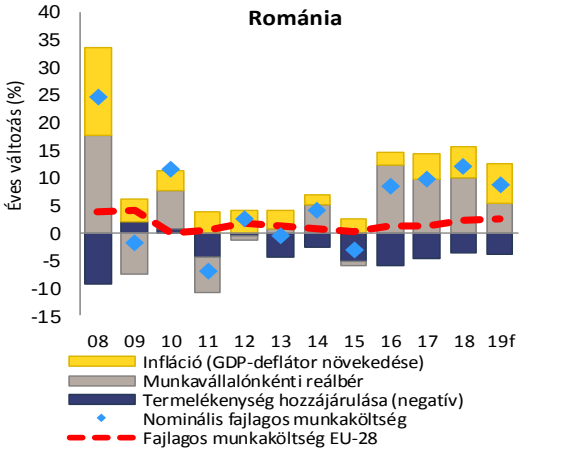


Forrás: Eurostat

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a stock változók egyensúlyhiányával, mindenekelőtt a külső adósság, valamint az állam- és a magánadósság állományával, a bankszektor sebezhetőségével és a gyenge termelékenységnövekedéssel összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

Románia: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Romániában *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amely különösen a költség-versenyképesség csökkenésének kockázatával, a külső pozíció folyamatos romlásával és a pénzügyi stabilitás kockázatával függ össze. Az aktualizált eredménytábla alapján két mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) és a nominális fajlagos munkaköltség növekedése.

A23. ábra: ***A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban***



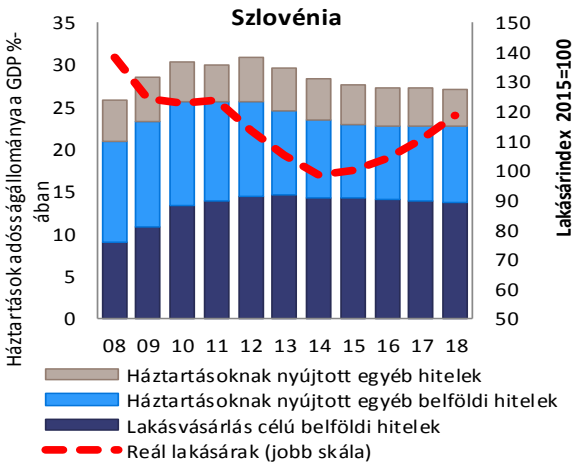
Forrás: A Bizottság szolgálatai

A jelentős folyófizetésimérleg-hiány 2018-ban tovább szélesedett, aminek hátterében a magas import- és a lassuló exportnövekedés állt. A nagyrészt közvetlen külföldi befektetésekből álló negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció 2018-ban az erős nominális GDP-növekedés mellett javult. Az exportteljesítmény 2018-ban is jó volt és tovább szélesedett az exportpiaci részesedés. A fajlagos munkaköltségek növekedése 2018-ban jelentősen megugrott, ami elsősorban a közszférabeli erős béremelkedés következménye. A korábbi tapasztalatok alapján várható, hogy a közszféra béreinek növekedése továbbgyűrűzik a magánszektorra, ami a költség-versenyképesség csökkenését eredményezheti. A magánszektor adósságállománya alacsony és folyamatosan csökken, míg a magánszektornak nyújtott hitelek növekedése visszafogott. Az üzleti környezetet gyakori és kiszámíthatatlan jogszabályi változások befolyásolják, amelyeket sokszor hatásvizsgálat vagy az érdekelt felekkel folytatott konzultáció nélkül fogadnak el. A GDP százalékában kifejezett államadósság viszonylag alacsony, de csökkenése megállt. Az ingatlanpiacon 2018-ban folytatódott a reál lakásár-emelkedés lassulása, és üteme mérsékelt marad. A bankok tőkeerősek és likvidek. Úgy tűnik, hogy a korábbi jogszabályokból eredő, a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatok mérséklődtek, bár a politikai és jogalkotási instabilitás továbbra is aggodalomra ad okot. A munkanélküliségi ráta 2018. évi csökkenése a munkaerőpiac folytatódó szűkülését tükrözi, míg az aktivitási ráta – bár nagyon alacsony szintről – tovább javult.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés az erősen emelkedő fajlagos munkaköltségekkel és a romló külső pozícióval összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

Szlovénia: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Szlovénia tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az államadósság és a lakásárak növekedése.

A24. ábra: ***Háztartások adóssága és lakásárindex***



Forrás: Eurostat és EKB

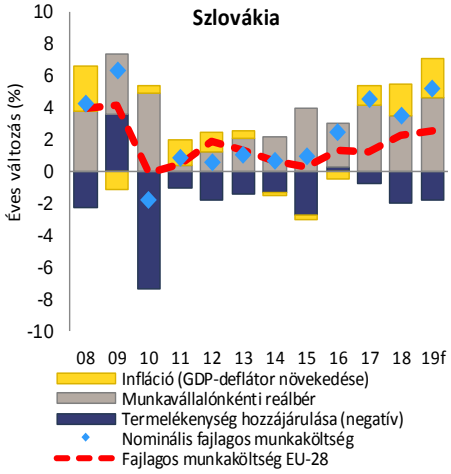
A folyó fizetési mérleg továbbra is jelentős többletet mutat, ami hozzájárul a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció további szűküléséhez. A bérnövekedés viszonylag alacsony volt, a munkatermelékenység javult, ami visszafogta a fajlagos munkaköltség növekedését, miközben folytatódott az exportpiaci részesedés javulása. A magánszektor adósságállománya viszonylag alacsony és csökken. A magánszektorba irányuló hitelezés 2017-ben pozitívvá vált, de visszafogott maradt. A beruházások szintje nem éri el az uniós átlagot, különösen ami a lakásépítést illeti. A lakásárak emelkedése a szűkös kínálat összefüggésében továbbra is jelentős, amit figyelemmel kell kísérni. Bár a GDP-arányos államadósság magas, határozottan csökkenő pályára került. Azonban az idősödéssel összefüggő várható költségek nyomást jelentenek a közép- és hosszú távú költségvetési fenntarthatóságra nézve. A bankszektor stabil, és a nemteljesítő hitelek arányának csökkenő tendenciája folytatódik. Ami a munkaerőpiacot illeti, a munkanélküliség folyamatosan csökken, az aktivitási ráta minden eddiginél magasabb szintet ért el.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés főként a költségvetési fenntarthatósággal és a lakásárak emelkedésével összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok jelenleg visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Szlovákia: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Szlovákia tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) és a nominális fajlagos munkaköltség növekedése.

A folyó fizetési mérleg hiánya 2018-ban kissé szélesedett, de mérsékelt marad. A nettó nemzetközi befektetési pozíció erősen negatív, de stabil és a kockázatok korlátozottak, tekintettel a nem rezidensek jelentős belföldi befektetésállományára, amely a gépjárműipar bővüléséből és a pénzügyi ágazatból ered. Ennek ellenére a gépjárműipar átmeneti zavarai és az ágazat jelentősége hosszú távon kockázatot jelenthet. Némileg javult az exportpiaci részesedés, és a reál effektív árfolyam a többéves stagnálást követően kismértékben felértékelődött. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése jelentősen felgyorsult és most meghaladja a küszöbértéket, amit a nagyon szűk munkaerőpiac és a jelentős munkaerőhiány által eredményezett erős bérnövekedés váltott ki. A lakásárak 2018-ban észrevehetően emelkedtek, bár a túlértékelés még nem nyilvánvaló. Az élénk lakáspiac hozzájárult ahhoz, hogy a háztartások adósságállománya – bár viszonylag alacsony szintről – folyamatosan növekedett. A nagyrészt külföldi tulajdonú bankszektor jól tőkésített. A teljes és a tartós munkanélküliség további csökkenése összekapcsolódott a munkaerőpiaci részvételi ráta növekedésével.

*A25. ábra: **A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban***



Forrás: A Bizottság szolgálatai

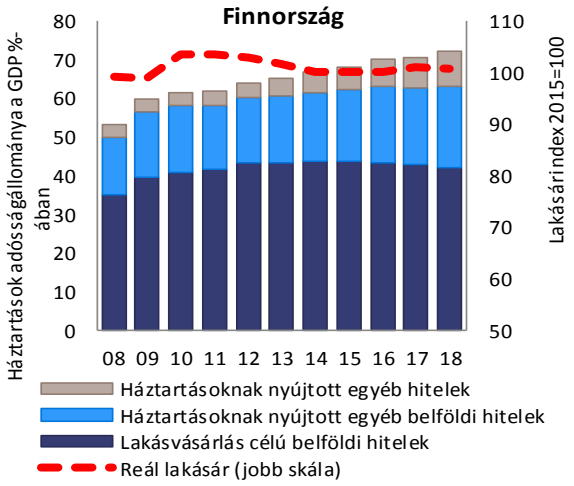
Összességében a gazdasági elemzés a külső fenntarthatósággal, a belföldi bérnyomással és a gépjárműiparnak való kitettségből eredő esetleges kockázatokkal kapcsolatos lehetséges problémákat emeli ki. A rövid távú kockázatok azonban visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Finnország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Finnország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a magánszektor adóssága és a pénzügyi szektor teljes kötelezettségállományában bekövetkezett változás.

A folyó fizetési mérleg hiánya 2018-ban nőtt, mivel a kereskedelmi egyenleg újra negatívvá vált, miközben a nettó nemzetközi befektetési pozíció egyensúlyban van. Az exportpiaci részesedés már harmadik éve javulóban van, csökkentve a kumulált veszteségeket. A fajlagos munkaköltségek növekedése 2018-ban pozitív volt, és a reál effektív árfolyam némileg felértékelődött, de a változás összességében csekély. Az államadósság tovább csökkent és jelenleg a küszöbérték alatt van, mivel a

GDP növekedése meghaladta az adósságnövekedést. A magánadósság állománya továbbra is magas, de lassan csökken. A kedvező hitelfeltételek és az alacsony kamatlábak továbbra is hozzájárulnak a magánszektor hitelállományának bővüléséhez, bár a hitelállomány növekedése 2018-ban gyengült. A háztartások GDP-arányos adóssága viszonylag magas, és továbbra is enyhén emelkedő pályán van. A reál lakásárak 2018-ban stabilak voltak. A jelzáloghitelek visszafogott növekedése és az új építési engedélyek csökkenő száma enyhíti a háztartási szektor adósságállományának fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatokat. A pénzügyi szektor tőkeerős, ami korlátozza a pénzügyi stabilitással összefüggő kockázatokat. A bankszektor teljes eszköz- és kötelezettségállományának 2018. végi jelentős növekedése annak tudható be, hogy egy bank Svédországból Finnországba helyezte át székhelyét. Míg 2018-ban mind a foglalkoztatás, mind a munkanélküliség jelentősen javult, a további javulás valószínűleg lassúbb lesz. A tartós és az ifjúsági munkanélküliségi ráta 2018-ban csökkent.

*A26. ábra: **Háztartások adóssága és lakásárindex***



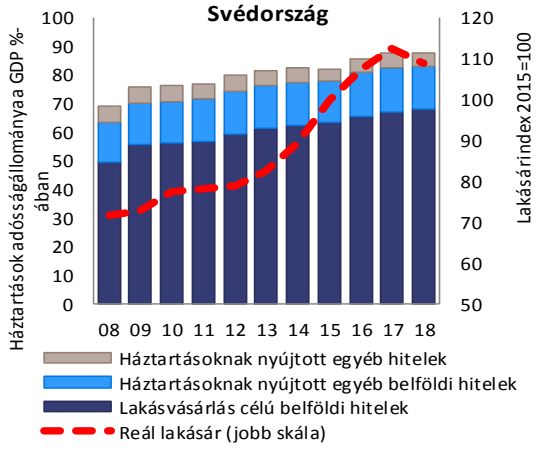
Forrás: Eurostat és EKB

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magánszektor adósságállományával összefüggő tartós kihívásokat emeli ki, de a kockázatok továbbra is korlátozottak. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Svédország: A Bizottság 2019 februárjában megállapította, hogy Svédországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a lakásárak túlértékeltsége és ezzel összefüggésben a háztartások adósságállományának folyamatos növekedése áll. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja a küszöbértéket, nevezetesen a magánszektor adósságállománya és az exportpiaci részesedés.

A folyófizetésimérleg-többlet szűkülésének tendenciája 2018-ban is folytatódott, miközben a nettó nemzetközi befektetési pozíció javult, és most egyértelműen pozitív tartományban van. Az exportpiaci részesedésvesztés 2018-ban erősödött, és a mutató most a küszöbérték fölött van. A nominális fajlagos munkaköltségek növekedése felgyorsult, miközben a reál effektív árfolyam a korona leértékelését követően leértékelődött. A magánszektor adósságállománya magas, ezen belül a háztartások adósságállományának alakulását elsősorban a jelzáloghitelek irányítják. 2018-ban a háztartások adósságállománya kismértékben tovább nőtt. A lakásárak 2017 végén csökkenni kezdtek, de 2018-ban változatlanok maradtak, ami 2018-ban éves szinten negatív növekedésre utal, és összességében nagyon magasak, a túlértékelésre utaló jelek mellett. A lakásárak és a háztartások eladósodottsága kockázatot jelent a

*A27. ábra: **Háztartások adóssága és lakásárindex***



Forrás: Eurostat és EKB

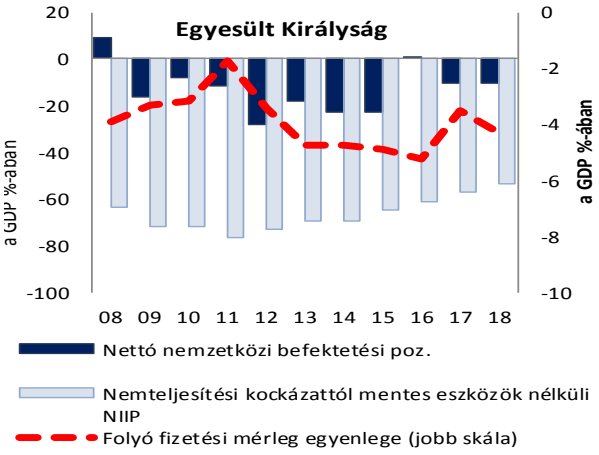
makrogazdasági stabilitás szempontjából, amit tovább súlyosbít a lakástulajdon kedvező adóügyi megítélése, a nagyon alacsony jelzáloghitel-kamatok és a jelzáloghitel-piac sajátos jellemzői, valamint a kínálati oldali korlátozások, amelyek kockázatot jelentenek a makrogazdasági stabilitásra nézve. A bankrendszerhez kapcsolódó kockázatok visszafogottnak tűnnek, mivel az eszközminőség és a jövedelmezőség változatlanul magas és a háztartások pénzügyi helyzete erős, miközben a makroprudenciális politika szigorúbbá vált. 2018-ban tovább javult a munkaerőpiac és csökkent a munkanélküliség, de a közelmúltbeli fejlemények gyengülést jeleznek.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magánszektor magas adósságállományával és a lakásszektorral kapcsolatos problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány februári megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni azt, hogy az egyensúlyhiány fennáll-e vagy folyamatban van-e a felszámolása.

Egyesült Királyság: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában az Egyesült Királyság tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg hiánya, a reál effektív árfolyam, valamint a magán- és az állami szektor adóssága.

A folyó fizetési mérleg már amúgy is nagy hiánya 2018-ban nőtt, ami számottevő külső finanszírozási igénnyel jár. Az áruforgalmi mérleg jelentős hiányát, valamint a transzferek és a befektetésekből származó bevételek kisebb hiányát csak részben ellensúlyozta a szolgáltatáskereskedelmi mérleg többlete. A tartós külső hiány ellenére a nettó nemzetközi befektetési pozíció egyensúlyközeli, amit a font sterling 2016. évi leértékelése is elősegített. A reál effektív árfolyam leértékelődésére és az árak versenyképességének a leértékelődést kísérő javulására azonban a kereskedelem nettó értelemben nem reagált megfelelően, és az exportpiaci részesedés a közelmúltban csökkent. A magánszektor GDP-arányos adósságállománya a válság utáni mérsékelt hitelállomány-leépítés időszakát követően magas szinten stabilizálódott. Konkrétan, a háztartások adósságállománya változatlanul magas, és továbbra is szoros nyomon követést tesz indokolttá. A reál lakásárak emelkedése megállt, de az árszint magas. Az államadósság jelentős és nagyjából stabil. A foglalkoztatás erőteljes növekedését továbbra is alacsony munkanélküliség kíséri, de a beruházási szint és a munkatermelékenység gyenge.

A28. ábra: ***NIIP és a folyó fiz. mérleg egyenlege***



Forrás: A Bizottság szolgálatai

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külgazdasággal, valamint a magánszektor adósságállományával összefüggő problémákat emeli ki. Úgy tűnik, ezek a problémák rövid távon korlátozott kockázatot jelentenek a stabilitás szempontjából. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

1.1. táblázat: Az egyensúlyhiány-eljárás eredménytáblája a 2018. évre

2018. év	Külső egyensúlyhiány és versenyképesség					Belső egyensúlyhiány						Foglalkoztatási mutatók[1]		
	Folyó fizetési mérleg egyenlege – a GDP %-ában (3 éves átlag)	**Nettó nemzetközi befektetési pozíció** (a GDP %-ában)	**Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor** (3 éves %-os változás)	**Exportpiaci részesedés – a világpiaci export %-ában** (5 éves %-os változás)	**Nominális fajlagos munkaköltség indexe (2010=100)** (3 éves %-os változás)	**A deflált lakásárak indexe (2015=100)** (1 éves %-os változás)	**Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált** (a GDP %-ában)	**A magánszektor adósságállománya, konszolidált** (a GDP %-ában)	**Az államháztartás bruttó adóssága** (a GDP %-ában)	**Munkanélküliségi ráta** (3 éves átlag)	**A pénzügyi ágazat teljes kötelezettség-állománya, nem konszolidált** (1 éves %-os változás)	**Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %-ában** (3 éves százalékpontos változás)	**Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %-ában** (3 éves százalékpontos változás)	**Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %-ában** (3 éves százalékpontos változás)
Küszöbértékek	-4/6%	-35%	±5% (euróövezet) ±11% (nem euróövezet)	-6%	9% (euróövezet) 12% (nem euróövezet)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0.3	41.3	6.9	-1.5	3.7	1.0	0.8	178.5	100.0	7.0b	-2.9	1.0	-1.5	-6.3
BG	4.0	-35.2	3.9	13.4	18.3p	4.5	3.9	95.0	22.3	6.3	6.8	2.2	-2.6	-8.9
CZ	1.2	-23.5	11.0	11.9	13.5	6.1p	5.3	70.7	32.6	3.0	7.4	2.6	-1.7	-5.9
DK	7.5	48.5	2.6	-1.5	4.0	3.5	2.4	199.4	34.2	5.6	-4.7	0.9	-0.6	-1.6
DE	8.0	62.0	5.3	3.1	5.6	5.1	6.6	102.4	61.9	3.8	2.0	1.0	-0.6	-1.0
EE	2.1	-27.7	7.7	0.8	14.3	2.1	3.7	101.5	8.4	6.0	6.9	2.4	-1.1	-1.2
IE	2.3	-165.0	2.3	77.4	-2.8	8.3	-7.8	223.2	63.6	7.0	5.1	0.8	-3.2	-6.4
EL	-2.2	-143.3	3.6	6.9	1.4p	1.3e	-1.1p	115.3p	181.2	21.5	-5.0	0.4	-4.6	-9.9
ES	2.6	-80.4	4.1	4.6	0.7p	5.3	0.4p	133.5p	97.6	17.4	-2.2	-0.6	-5.0	-14.0
FR	-0.6	-16.4	4.5	-0.2	2.4p	1.5	7.9p	148.9p	98.4	9.5	1.6	0.6	-0.8	-4.0
HR	2.4	-57.9	4.2	22.9	-2.4d	4.6	2.3p	94.0p	74.8	10.9	4.6	-0.6	-6.8	-18.9
IT	2.6	-4.7	3.3	0.3	2.7	-1.6	1.6	107.0	134.8	11.2	-0.1	1.6	-0.7	-8.1
CY	-4.6	-120.8	1.8	16.6	-0.4p	0.2	8.4p	282.6p	100.6	10.8	0.3	1.1	-4.1	-12.6
LV	0.6	-49.0	4.9	8.6	14.7	6.6	-0.2	70.3	36.4	8.6	-3.0	2.0	-1.4	-4.1
LT	-0.1	-31.0	6.4	3.5	16.5	4.6	4.3	56.4	34.1	7.1	8.2	3.2	-1.9	-5.2
LU	4.9	59.8	3.3	10.7	7.9	4.9	-0.5	306.5	21.0	5.8	-2.0	0.2b	-0.5	-2.5
HU	2.1	-52.0	2.0	8.4	12.4	10.9	4.3	69.3	70.2	4.3	-9.2	3.3	-1.7	-7.1
MT	8.9	62.7	4.9	24.0	3.2	5.1p	7.5	129.8	45.8	4.1	2.3	5.9	-1.3	-2.5
NL	9.9	70.7	3.2	1.7	3.0p	7.4	4.5p	241.6p	52.4	4.9	-3.3p	0.7	-1.6	-4.1
AT	2.2	3.7	4.8	3.9	4.7	2.5	3.9	121.0	74.0	5.5	1.7	1.3	-0.3	-1.2
PL	-0.5	-55.8	0.1	25.8	8.1p	4.9	3.4	76.1	48.9	5.0	3.0	2.0	-2.0	-9.1
PT	0.9	-105.6	3.1	9.4	5.3p	8.9	-0.1p	154.3p	122.2	9.1	0.7	1.7	-4.1	-11.7
RO	-3.3	-44.1	-0.7	23.7	33.6p	1.8	1.9p	47.8p	35.0	5.0	3.3	1.7	-1.2	-5.5
SI	5.5	-18.9	2.0	20.4	6.1	7.4	1.3	72.8	70.4	6.6	4.1	3.2	-2.5	-7.5
SK	-2.4	-68.1	2.5	3.2	10.9	5.0	2.0	90.9	49.4	8.1	8.9e	1.5	-3.6	-11.6
FI	-1.4	-2.0	3.0	-3.0	-2.6	-0.2	1.6	142.1	59.0	8.3	19.9	2.1	-0.7	-5.4
SE	2.8	10.3	-4.0	-6.3	7.4	-3.0	9.0	200.0	38.8	6.6	-2.9	1.2	-0.3	-3.6
UK	-4.3	-10.5	-13.0	-3.8	7.8	0.7	5.3	169.1	85.9	4.4	-0.6	1.0	-0.5	-3.3

A megjelölt adatok a küszöbértékkel egyenlő vagy azt meghaladó értékek. Jelzések: b: Break in time series (törés az idősorban), d: Definition differs (a fogalommeghatározás eltér), e: Estimated (becslés), p: Provisional (ideiglenes adat).

1) A foglalkoztatási mutatókhoz kapcsolódóan lásd a 2016. évi AMR 2. oldalát. 2) Lakásár-index e= becslés, forrás: EL nemzeti központi bankja. 3) Nominális fajlagos munkaköltség HR esetében d: a foglalkoztatási adatok a „belföldi" szemlélet helyett a „nemzeti" szemléleten alapulnak 4) Munkanélküliségi ráta BE esetében: módosítások a felmérés módszertanában. 5) Szlovákia esetében a pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállományában a származtatott termékekre vonatkozó adatok becslések.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, valamint a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (a reál effektív árfolyam esetében), és a Nemzetközi Valutaalap adatai, WEO (a világpiaci áru- és szolgáltatásexportra vonatkozó adatsorok esetében)

2.1. táblázat: Kiegészítő mutatók a 2018. évre

2018. év	Reál-GDP (1 éves %-os változás)	Bruttó állóeszköz-felhalmozás (a GDP %-ában)	A K+F-re fordított bruttó hazai kiadások (a GDP %-ában)	Folyó fizetési mérleg és tőkemérleg (nettó hitelnyújtás /hitelfelvétel) (a GDP %-ában)	Nettó nemzetközi befektetési pozíció a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélkül (a GDP %-ában)	Közvetlen külföldi befektetések az adatszolgáltató gazdaságban – tőkeáramlások (a GDP %-ában)	Közvetlen külföldi befektetések az adatszolgáltató gazdaságban – tőkeállomány (a GDP %-ában)	Energiatermékek nettó kereskedelmi mérlege (a GDP %-ában)	Reál effektív árfolyam – Euróövezeti kereskedelmi partnerek (3 éves %-os változás)	Az exporttelje sítmény változása a fejlett gazdaságokkal szemben (5 éves %-os változás)	A cserearány változása (5 éves %-os változás)	Az exportpiaci részesedés volumene (1 éves %-os változás)	Munkatermelékenység (1 éves %-os változás)	Hazai és külföldi szervezetek bruttó nemteljesítő hitelei (a bruttó hitelek %-a)	A fajlagos munkaköltség teljesítménye az euróövezetihez képest (10 éves %-os változás)	A lakásárak indexe (2015=100) – nominális (3 éves %-os változás)	Lakóingatlan-építés (a GDP %-ában)	Háztartások adóssága, konszolidált (beleértve NPISH, a GDP %-ában)	Konszolidált banki tőkeáttétel, hazai és külföldi szervezetek (összes eszköz/összes tőke)
BE	1.5	23.8	na	-1.0	36.6	-11.8	170.1	-3.5	2.8	-3.4	0.3	-2.2	0.1	2.3p	0.7	9.4p	5.8	60.9	13.1p
BG	3.1	18.8	0.8p	6.4	35.4	1.9	82.3	-3.4	-1.1	11.1	7.5	-1.7	3.2p	7.7p	43.3	24.0	2.7	23.4	7.5p
CZ	3.0	25.5	1.9p	0.6	28.3	3.5	77.5	-2.9	7.6	9.7	1.9	1.0	1.6	2.1p	5.0	30.0p	4.0	32.3	12.5p
DK	1.5	22.4	3.1p	7.1	11.0	0.3	55.5	-0.2	-1.8	-3.5	1.6	-3.0	-0.3	2.3p	-2.2	14.8	4.8	126.4	16.4p
DE	1.5	21.2	3.1e	7.4	44.7	2.7	44.7	-2.0	0.4	1.1	3.5	-1.3	0.2	1.4p	11.4	21.7	6.3	53.6	13.9p
EE	4.8	23.9	1.4p	3.4	25.7	3.8	92.7	-1.0	4.1	-1.3	4.3	0.9	3.5	1.3p	16.2	17.1	4.6	38.9	6.9p
IE	8.2	23.4	1.2	-5.8	-251.7	16.8	466.2	-1.4	-3.0	73.8	-0.5	7.0	4.8	5.5p	-42.0	31.4	2.4	41.7	6.7p
EL	1.9p	11.1p	1.2p	-2.6	-130.6	1.8	18.5	-2.4p	-1.5	4.7	3.6p	5.3p	0.2p	41.6p	-15.1	-1.9e	0.7p	56.5	11.5p
ES	2.4p	19.4p	na	2.4	-53.6	3.4	65.4	-2.1p	-0.2	2.5	-2.3p	-1.2p	0.1p	3.7p	-14.5	18.6	5.3p	59.0	13.6p
FR	1.7p	22.9p	na	-0.6	-33.0	2.2	45.8	-1.9p	-0.1	-2.2	2.8p	0.1p	0.7p	2.7p	-0.3	7.2	6.4p	60.0	15.3p
HR	2.6p	20.1p	na	3.3	-13.7	1.9	48.1	-3.2p	1.2	20.5	1.8p	4.0p	0.8d	7.3p	-15.5	11.1	na	34.2	7.5p
IT	0.8	17.7	na	2.6	-6.2	1.9	27.3	-2.3	-1.3	-1.7	6.0	-1.6	-0.1	8.4p	-1.2	-1.4	4.2	41.0	13.1p
CY	4.1p	19.1p	na	-3.8	-175.0	22.2	1890.1	-4.2p	-3.2	14.2	1.4p	1.2p	0.0p	20.2p	-9.7	4.4	5.8p	97.0	14.1p
LV	4.6	22.5	0.6p	1.1	-2.4	1.3	55.5	-3.4	1.3	6.5	5.0	0.6	3.0	5.3p	-4.4	29.3	2.2	20.8	7.8p
LT	3.6	20.5	0.9p	1.8	-2.7	2.7	43.4	-4.0	3.0	1.4	4.5	2.9	2.2	2.6p	7.9	23.2	2.7	22.9	10.4p
LU	3.1	16.8	na	6.1	-3523.8	-722.2	7466.2	-3.3	0.4	8.5	-0.2	-2.9	-0.6	0.8p	13.4	19.9	3.8	66.3	14.6p
HU	5.1	25.2	1.5	2.1	-4.2	-43.8	163.1	-3.8	-1.0	6.3	0.3	0.9	2.7	5.3p	9.1	45.5	3.0	18.0	9.4p
MT	6.8	19.0	0.6	12.3	248.0	32.2	1568.6	-8.5	0.3	21.5	2.0	-0.8	1.3	3.1p	4.5	17.5p	5.2	49.4	12.1p
NL	2.6p	20.3p	na	10.8	-14.0	-27.3	581.8	-1.5p	-0.8	-0.4	1.1p	0.3p	0.1p	1.9p	-1.8	23.6	4.8p	102.4p	16.1p
AT	2.4	23.9	3.2p	2.3	-5.0	0.9	67.4	-2.5	1.7	1.8	1.5	2.5	0.7	2.6p	4.7	19.6	4.5	49.6	11.4p
PL	5.1	18.2	1.2p	1.1	-16.9	2.8	47.8	-2.8	-3.0	23.2	3.8	3.6	4.8p	6.2p	-0.1	12.7	2.0	35.1	9.3p
PT	2.4p	17.6p	1.4p	1.4	-57.1	2.7	79.0	-2.5p	-0.3	7.2	4.8p	0.4p	0.1p	9.4p	-6.6	29.0	3.0p	66.9	11.0p
RO	4.0p	21.2p	na	-3.4	-3.9	3.1	44.0	-1.6p	-4.1	21.2	5.3p	2.0p	3.7p	5.3p	25.9	18.6	3.5p	16.0	9.3p
SI	4.1	19.2	2.0p	5.2	-1.9	2.8	39.1	-2.9	-0.4	18.0	2.6	3.2	0.9	6.0p	-0.3	22.5	2.1	27.0	8.2p
SK	4.0	21.2	0.8	-1.3	-16.5	2.4	69.2	-4.1	-0.4	1.1	-1.7	2.0	2.0	3.2p	3.9	21.3	3.4	42.1	9.5p
FI	1.7	23.7	2.8	-1.3	3.9	-1.9	48.9	-2.0	-1.4	-5.0	3.4	-1.2	-0.9	1.5p	1.9	2.9	7.3	65.4	16.1p
SE	2.3	25.9	3.3	1.7	-11.4	1.6	81.1	-1.3	-7.6	-8.2	-1.1	-0.3	0.4	1.0p	6.2	14.4	5.4	87.9	18.8p
UK	1.4	17.0	na	-4.5	4.9	1.3	83.9	-0.7	-16.2	-5.7	3.3	-4.3	0.2	1.2p	7.8	15.4	3.8	87.2	15.3p

Jelzések: d: Definition differs (a fogalommeghatározás eltér), e: Estimated (becslés), p: Provisional (ideiglenes).

1) A K+F-re fordított bruttó belföldi kiadásokra vonatkozó 2018. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2019. október 31., míg az adatfelvétel időpontja 2019. október 25. volt. 2) Lakásár-index e = becslés, forrás: EL nemzeti központi bankja. 3) Munkatermelékenység HR esetében d: a foglalkoztatási adatok a „belföldi" szemlélet helyett a „nemzeti" szemléleten alapulnak.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, valamint a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (a reál effektív árfolyam esetében), az Európai Központi Bank (konszolidált banki tőkeáttétel és bruttó nemteljesítő hitelek a hazai és külföldi szervezetek esetében), és a Nemzetközi Valutaalap adatai, WEO (a világpiaci áru- és szolgáltatásexportra vonatkozó adatsorok esetében)

2.1. tábla (folytatás): Kiegészítő mutatók a 2018. évre

2018. év	Foglalkoztatási ráta (1 éves %-os változás)	Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %-ában (%)	Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %-ában (%)	Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %-ában (%)	Nem foglalkoztatott, oktatásban és képzésben nem részesülő fiatalok – a teljes 15–24 év közötti népesség %-ában		Szegénységben vagy társadalmi kirekesztettségben élők – a teljes népesség %-ában		A szociális transzferek után is szegénységben élők – a teljes népesség %-ában		Súlyos anyagi nélkülözésben élők – a teljes népesség %-ában		Alacsony munkaintenzitású háztartásban élők – a teljes 0–59 év közötti népesség %-ában	
					%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás
BE	1.4	68.6	2.9	15.8	9.2	-3.0	19.8	-1.3	16.4	1.5	4.9	-0.9	12.1	-2.8
BG	-0.1p	71.5	3.0	12.7	15.0	-4.3	32.8	-8.5	22.0	0.0	20.9	-13.3	9.0	-2.6
CZ	1.3	76.6	0.7	6.7	5.6	-1.9	12.2	-1.8	9.6	-0.1	2.8	-2.8	4.5	-2.3
DK	1.8	79.4	1.1	10.5	6.8	0.6	17.4	-0.3	12.7	0.5	3.4	-0.3	11.1	-0.5
DE	1.4	78.6	1.4	6.2	5.9	-0.3	18.7	-1.3	16.0	-0.7	3.1	-1.3	8.1	-1.7
EE	1.2	79.1	1.3	11.9	9.8	-1.0	24.4	0.2	21.9	0.3	3.8	-0.7	5.2	-1.4
IE	3.2	72.9	2.1	13.8	10.1	-4.2	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.7p	68.2	13.6	39.9	14.1	-3.1	31.8	-3.9	18.5	-2.9	16.7	-5.5	14.6	-2.2
ES	2.2p	73.7	6.4	34.3	12.4	-3.2	26.1	-2.5	21.5	-0.6	5.4	-1.0	10.7	-4.7
FR	1.0p	71.9	3.8	20.7	11.1	-0.9	17.4	-0.3	13.4	-0.2	4.7	0.2	8.0	-0.6
HR	1.8d	66.3	3.4	23.4	13.6	-4.5	24.8	-4.3	19.3	-0.7	8.6	-5.1	11.2	-3.2
IT	0.9	65.6	6.2	32.2	19.2	-2.2	27.3	-1.4	20.3	0.4	8.5	-3.0	11.3	-0.4
CY	4.1p	75.0	2.7	20.2	13.2	-2.1	23.9	-5.0	15.4	-0.8	10.2	-5.2	8.6	-2.3
LV	1.6	77.7	3.1	12.2	7.8	-2.7	28.4	-2.5	23.3	0.8	9.5	-6.9	7.6	-0.2
LT	1.4	77.3	2.0	11.1	8.0	-1.2	28.3	-1.0	22.9	0.7	11.1	-2.8	9.0	-0.2
LU	3.7	71.1	1.4	14.1	5.3	-0.9b	21.9	3.4	18.3	3.0	1.3	-0.7	8.3	2.6
HU	2.4	71.9	1.4	10.2	10.7	-0.9b	19.6	-8.6	12.8	-2.1	10.1	-9.3	5.7	-3.7
MT	5.4	74.7	1.1	9.1	7.3	-3.2	19.0	-4.0	16.8	0.2	3.0	-5.5	5.5	-3.7
NL	2.5p	80.3	1.4	7.2	4.2	-0.5	16.7	0.3	13.3	1.7	2.4	-0.2	8.6	-1.6
AT	1.7	76.8	1.4	9.4	6.8	-0.7	17.5	-0.8	14.3	0.4	2.8	-0.8	7.3	-0.9
PL	0.3p	70.1	1.0	11.7	8.7b	-2.3b	18.9	-4.5	14.8	-2.8	4.7	-3.4	5.6	-1.3
PT	2.3p	75.1	3.1	20.3	8.4	-2.9	21.6	-5.0	17.3	-2.2	6.0	-3.6	7.2	-3.7
RO	0.2p	67.8	1.8	16.2	14.5	-3.6	32.5	-4.9	23.5	-1.9	16.8	-5.9	7.4	-0.5
SI	3.2	75.0	2.2	8.8	6.6	-2.9	16.2	-3.0	13.3	-1.0	3.7	-2.1	5.4	-2.0
SK	2.0	72.4	4.0	14.9	10.2	-3.5	na	na	na	na	na	na	na	na
FI	2.6	77.9	1.6	17.0	8.5	-2.1	16.5	-0.3	12.0	-0.4	2.8	0.6	10.8	0.0
SE	1.9	82.9	1.2	16.8	6.1	-0.6	18.0	-0.6	16.4	0.1	1.6	0.5	9.1	0.4
UK	1.2	77.9	1.1	11.3	10.4	-0.7	na	na	na	na	4.6p	-1.5p	na	na

Jelzések: b: Break in series (törés az idősorban), d: Definition differs (a fogalommeghatározás eltér), p: Provisional (ideiglenes adat).

1) Foglalkoztatási ráta HR esetében d: a foglalkoztatási adatok a „belföldi" szemlélet helyett a „nemzeti" szemléleten alapulnak. 2) A nem foglalkoztatott, oktatásban és képzésben nem részesülő fiatalokra vonatkozó adat PL esetében: a súlyozási módszer változása. 3) Ajövedelmekre és életkörülményekre vonatkozó (EU-SILC) 2018. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2019. november 30., míg az adatfelvétel időpontja 2019. október 25. volt.□ Forrás: Európai Bizottság, Eurostat