EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Strasbourg, 2022.11.22.
COM(2022) 781 final

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

A riasztási mechanizmus keretében készült 2023. évi jelentés

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

{SWD(2022) 381 final}

Európai Bizottság

A riasztási mechanizmus keretében készült 2023. évi jelentés

TARTALOMJEGYZÉK

Vezetői összefoglaló 1

1. Makrogazdasági környezet 7

2. Egyensúlyhiány, kockázatok és kiigazítás: főbb fejlemények 14

2.1. Külső szektor 14

2.2. Versenyképesség 21

2.3. Nem pénzügyi vállalatok 28

2.4. Lakáspiacok és a háztartások adósságállománya 35

2.5. Kormányzati szektor 43

2.6. Pénzügyi szektor 48

3. Az egyes tagállamokra vonatkozó észrevételek 53

1. melléklet: Megjegyzések az egyes tagállamokra vonatkozó szakaszban szereplő táblázatokhoz 126

2. melléklet: Az eredménytábla mutatóinak előrejelzései és szinkronidejű becslései 127

3. melléklet: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblája 129

Ezzel a riasztási mechanizmus keretében készült jelentéssel kezdetét veszi a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás tizenkettedik éves ciklusa. Az eljárás célja, hogy feltárja, megelőzze és korrigálja azokat az egyensúlyhiányokat, amelyek hátrányosan befolyásolják vagy hátrányosan befolyásolhatják egy tagállam gazdaságának, a gazdasági és monetáris uniónak vagy az Unió egészének a megfelelő működését, valamint hogy megfelelő szakpolitikai válaszintézkedéseket ösztönözzön. Az egyéb gazdaságfelügyeleti eszközök keretében kidolgozott elemzésekkel és ajánlásokkal való összhang biztosítása érdekében a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás végrehajtása a gazdaságpolitikai koordináció európai szemeszterének részét képezi (az 1176/2011/EU rendelet 1. és 2. cikke).

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés azonosítja, hogy mely tagállamok esetében kell részletes vizsgálatot végezni annak értékelése érdekében, hogy fennáll-e náluk szakpolitikai beavatkozást igénylő egyensúlyhiány (az 1176/2011/EU rendelet 5. cikke). A Bizottság részletes vizsgálatot fog készíteni az érintett tagállamokról, figyelembe véve az Európai Parlamenttel, a Tanácson és az eurócsoporton belül a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésről folytatott egyeztetéseket. A részletes vizsgálatok 2023 tavaszán kerülnek közzétételre, és alapul szolgálnak majd a makrogazdasági egyensúlyhiány fennállására és súlyosságára vonatkozó bizottsági értékeléshez, valamint a szakpolitikai hiányosságok meghatározásához. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a tagállamok makrogazdasági egyensúlyhiányának az euróövezet egészére gyakorolt hatásait is elemzi.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben közölt elemzés egy kiválasztott mutatókat tartalmazó eredménytábla gazdasági értelmezésén alapul; az eredménytábla szűrőként szolgál az esetleges kockázatok és sebezhetőségek első ránézésre meggyőző bizonyítékainak feltárására. Az 1176/2011/EU rendelettel összhangban a Bizottság feladata az eredménytábla értékeinek olyan gazdasági értékelése, amely lehetővé teszi az átfogó gazdasági környezet mélyebb megértését és az országspecifikus szempontok figyelembevételét. ([1]) A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés elemzési eszközökre és értékelési keretekre, valamint további közzétett adatokra, nevezetesen évközi adatokra is épít. ([2])

A korábbi években alkalmazott megközelítésre építve a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés az egyensúlyhiányok első átvilágításával előre tekint azzal a céllal, hogy már a korai szakaszban fel lehessen tárni a kialakuló egyensúlyhiányok kockázatát. Ez részletes vizsgálatok megindítását vonhatja maga után abban az esetben, ha a kedvezőtlen tendenciák egyensúlyhiány kialakulásának magas kockázatára utalnak. E célból ez a jelentés előrejelzéseket, szinkronidejű becsléseket és prognózisokat használ annak érdekében, hogy jobban felmérje a makrogazdasági stabilitást fenyegető kockázatok lehetséges alakulását. Az eredménytábla változóinak 2022-re és az azt követő évekre vonatkozó értékeit a Bizottság előrejelzési adatai alapján becsülték meg, a szinkronidejű becslések pedig évközi adatokon alapulnak (a részleteket lásd a 2. mellékletben). Ezeket az előrejelzéseket jelentős bizonytalanság övezi, és ezt szem előtt kell tartani az elemzés és a felhasznált adatok átláthatósága elvének, valamint a következtetésekkel kapcsolatos óvatosság elvének tiszteletben tartása érdekében.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés jelenlegi megközelítése összhangban van a makrogazdasági egyensúlyhiány felügyeletének jövőjéről szóló, a gazdasági kormányzás

---

([1]) 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, folyamat, alkalmazás: rövid összefoglalás), European Economy, Institutional Paper, 039. sz., 2016. november.

([2]) Az eredménytábla a 2022. október 21-ével bezárólag rendelkezésre álló adatokat vette figyelembe: ez az a nap, amikor az Eurostat adatbázisából e jelentés elkészítése céljából kinyerték az adatokat. Minden egyéb esetben a 2022. november 3-ával bezárólag rendelkezésre álló adatokat vették figyelembe.

felülvizsgálata keretében előterjesztett bizottsági javaslattal (3). A javaslat célja mindenekelőtt az, hogy a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás erőteljesebb megelőző szerepet töltsön be egy új kockázatokkal jellemzett környezetben. Az egyensúlyhiányok értékelése inkább a kockázatok alakulásán és a szakpolitikai intézkedéseken alapulna. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló megreformált eljárás a tagállamokat érintő makrogazdasági kérdésekre összpontosítana, ugyanakkor láthatóbbá tenné az egyensúlyhiány uniós és euróövezeti dimenzióit.

(3) Közlemény a gazdasági kormányzás uniós keretének reformjára vonatkozó irányvonalakról – A Bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Központi Banknak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának, COM(2022) 583 final.

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

E riasztási mechanizmus keretében készült jelentés az egyensúlyhiány alakulását egy olyan időszakban vizsgálja, amikor az uniós gazdaság a Covid19-világjárvány utáni helyreállítástól inflációs nyomás hatására a növekedés erőteljes lassulása felé mozdul el. 2022 elejére szinte valamennyi uniós gazdaság ellensúlyozta a 2020-ban a világjárvány kitörése miatt tapasztalt GDP-csökkenést, és a növekedés üteme erőteljes volt a még mindig fennálló kínálati oldali szűk keresztmetszetek és a növekvő munkaerőhiány ellenére. Oroszország Ukrajna elleni agressziós háborújának 2022. februári megindítása óta az energiaköltségek meredek emelkedése az uniós gazdaság kilátásainak nagymértékű romlásához vezetett. A jelenlegi kilátásokat a magas infláció és a csökkenő fogyasztói és termelői bizalom együttesen jellemzi. Az energiaválság lehetséges mélységével és időtartamával kapcsolatos bizonytalanság jelentős. A gazdasági aktivitás csökkenőben van, és az előrejelzések szerint 2022 utolsó negyedévében a növekedés negatívvá válik. A finanszírozási feltételek láthatóan szigorodtak, még inkább az euróövezeten kívül, mivel a monetáris hatóságok intézkedéseket hoznak az inflációs nyomás kezelésére. Az EU-n kívül a globális feltételeket Kínában lassulás, a feltörekvő piacokon pedig ingadozás jellemzi.

A gazdasági feltételek romlását megelőzően újra csökkenni kezdett néhány régóta fennálló, a világjárvány során növekvő egyensúlyhiány, miközben a lakásárak növekedése tovább gyorsult. A helyreállítással a magán- és az államadósság magas szintjének az elmúlt évtizedben számos országban folyamatban lévő csökkentése számos esetben újrakezdődött, de magasabb kiindulási szintekről. Lassan újraindult a külső egyensúly helyreállítása, ami a világjárvány alatt megtorpant, mivel számos, jelentős idegenforgalmi ágazattal rendelkező, nagy nettó adós országban romlott a folyó fizetési mérleg, ugyanakkor jelentős folyófizetésimérleg-többletek maradtak fenn. Az államadósság, amely az erős recesszió és a gazdaság támogatásának szükségessége miatt jelentősen nőtt a Covid19-válság közepette, 2021-től mérséklődni kezdett. A világjárvány idején felgyorsult a lakásárak növekedése, és az erőteljes növekedés a helyreállítás során is folytatódott. Néhány országban az erőteljes bérnövekedés felerősítette az egyes esetekben a világjárvány előtti időszakban fokozódó, költség-versenyképességgel kapcsolatos aggályokat.

Az eredménytábla 2021. évi eredményeket tükröző gazdasági értelmezése a Bizottság 2022. őszi előrejelzésének központi forgatókönyvén és az évközi gazdasági fejleményeken alapul. A központi forgatókönyvhöz a jelenlegi helyzet gazdasági fejleményeivel kapcsolatos fokozott bizonytalansággal összefüggő, megnövekedett kockázatok és sebezhetőségek társulnak; ezeket az alábbiakban tárgyaljuk. A gazdasági értelmezésből az alábbi tételes következtetések adódnak:

- 2021-ben a legtöbb tagállam **folyó fizetési mérlege** visszatért a Covid19-válság előtti, 2019. évi pozíciójához közeli szintre, annak ellenére, hogy néhány jelentős idegenforgalmi ágazattal rendelkező országban maradványhatás volt tapasztalható. A legtöbb nettó adós ország folyó fizetési mérlege a gyors korrekciót lehetővé tevő szint alatt maradt, miközben néhány nagy folyófizetésimérleg-többlet kis léptékű növekedésnek indult. A nagy külső állományi pozíciók a magasabb GDP-növekedésnek köszönhetően főként szűkültek, de továbbra is jelentősek. 2022 folyamán a sokkal magasabb energiaáraknak köszönhetően **jelentősen csökkent a folyó fizetési mérleg, mind a hiány, mind a többlet**. Egyes esetekben ezeket az energián kívüli kereskedelem mérlegeinek csökkenése kíséri, amiben szerepet játszanak az árfolyamhatások. Az

energiaválság hatásainak enyhítését célzó költségvetési intézkedések megváltoztatják a kormányzati és a magánszektor nettó hitelnyújtási és hitelfelvételi pozícióinak relatív hozzájárulását, és a folyó fizetési mérleg hiányának növekedését és a többletek csökkenését mozdítják elő.

- A **fajlagos munkaköltségek** alakulását az elmúlt években nehéz volt értelmezni a termelékenység mérésének súlyos zavarai miatt, de e költségek összességében növekedtek. 2021-ben egyes országokban erőteljesen emelkedtek a bérek, ami annak kockázatát jelzi, hogy az euróövezetben csökken a **költség-versenyképesség**, különösen azokban az országokban, amelyek már a világjárvány évei előtt is tartós nyomásnak voltak kitéve. Egyes országokban a munkaerőpiacok különösen szűkek, ami részben a világjárvány sajátos hatásának tudható be. 2022-ben a bérnövekedés felgyorsult, amit a termelékenység nem követett, ez további nyomást gyakorolt a versenyképességre; a háztartások rendelkezésére álló reáljövedelem azonban a magas infláció miatt csökken. Az egységes valuta leértékelődése miatt az euróövezetben **eddig összességében nem értékelődtek fel** az inflációalapú **reál effektív árfolyamok**, de az országok között jelentős eltérések figyelhetők meg. Ebben szerepet játszik az energiaársokk árdinamikára gyakorolt eltérő hatása, amelyet az energiaszerkezetben, az energiapiacok struktúrájában és a kormányzati támogatásban rejlő különbségek idéznek elő. A maginfláción alapuló effektív árfolyamok is markáns eltéréseket mutatnak, és a nagyobb árnyomással jellemzett országokban a folyó évben felértékelődés volt megfigyelhető az euróövezethez képest. Az euróövezeten kívüli országok esetében jelentős leértékelődés és felértékelődés is folyamatban van, ami részben a nominális árfolyam eltérő dinamikáit tükrözi, amelyeket néhány, de nem minden esetben a monetáris politika irányvonala vezérel.

- 2021-ben **az euróövezet folyófizetésimérleg-többlete** a világjárvány előtti szintre emelkedett. Az évközi adatok **2022-ben meredek visszaesést** mutatnak, amely főként a megnövekedett importnak tudható be, és a markáns árhatások miatt az energiaimport a legjelentősebb tényező. Ennek eredményeként az euróövezet folyó fizetési mérlege az előrejelzések szerint 2022-ben jelentősen csökken, 2023-ban pedig nagyrészt változatlan marad annak ellenére, hogy a reálkereslet stabilizálódik. A fajlagos munkaköltség világjárvány alatti változásai az **euróövezeten belül a külső pozíciók szimmetrikus kiigazításának** átmeneti megtorpanását eredményezték 2020-ban és 2021-ben együttesen. A növekedés összességében nagyjából hasonló volt a jelentősen pozitív és jelentősen negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országok esetében. 2022-től kezdődően a szimmetrikus kiigazítás valószínűleg újraindul és folytatódik az előrejelzés távlatában, miközben egyes többlettel rendelkező országokban a fajlagos munkaköltségek növekednek a legerőteljesebben.

- **A vállalatok eladósodottsági aránya** a gazdasági növekedés újrakezdődésével csökkent 2021-ben. A vállalatokat megnövekedett likviditás jellemzi, amely részben enyhíti a vállalati adósságállományhoz kapcsolódó közvetlen kockázatokat. Mindazonáltal az adósságállomány sok tagállamban továbbra is jelentős, és egyes esetekben meghaladja a világjárvány előtti szintet. 2022-ben folytatódik a GDP-arányos vállalati adósság csökkenése, mivel a gazdasági növekedés a folytatódó tőkemozgások közepette továbbra is pozitív marad, de ezt valószínűleg hátráltatja a nehéz makrogazdasági környezet. Egyes országokban 2022-ben megkezdődött a nemteljesítő hitelek és az üzleti csődök növekedése.

- A **lakásárak** a tartós növekedést követő években a legtöbb tagállamban felfutottak 2021-ben. Az árak 2022 első felében tovább emelkedtek, de az előrejelzések szerint mérséklődni fognak. A háztartások adósságrátája 2021-ben újra csökkenő tendenciát mutatott, de egyes országokban továbbra is magas, és meghaladja a világjárvány előtti szintet. Míg az előrejelzések szerint ezen adósságráta 2022-ben GDP-arányosan tovább csökken, a háztartások kamatterhei valószínűleg növekedni fognak. Az euróövezeten kívül a jelzáloghitel-kamatlábak 2022 folyamán jelentősen

emelkedtek, míg az euróövezetben a kamatlábak növekedése korlátozottabb, de várhatóan folytatódni fog.

- A GDP-arányos **államadósság** 2021-ben szinte minden tagállamban csökkent, de jóformán minden esetben jelentősen meghaladja a 2019. évi szintet. A hiány továbbra is magas maradt, de az erőteljes gazdasági növekedés hatására csökkent az adósságráta. Az államadósság-ráták 2022-ben összességében csökkentek a folytatódó gazdasági növekedés, valamint a hiányok e növekedéssel egyidejű további mérséklődése miatt, a magas energiaárakhoz kapcsolódóan a háztartásoknak és a vállalkozásoknak nyújtott jelentős támogatási csomagok ellenére. A 2023-ra vonatkozó kilátások országonként eltérőek, bár a legmagasabb adóssággal rendelkező országok körében tovább csökken az államadósság-ráta. Az energiaválság hatásainak enyhítésére irányuló új szakpolitikai intézkedések növelhetik az adósságszintet. Az adósságszolgálati kiadások 2021 óta emelkedni kezdtek, miközben az éveken át tartó, nagyon kedvező feltételeket követően szigorodtak a pénzügyi feltételek. Ez az euróövezeten kívüli országokban volt a legszembetűnőbb, amelyekben az államkötvények hozamfelárai erőteljesebben emelkedtek.

- A **bankszektor** tőkeerős, és reziliensnek bizonyult a pandémiával szemben. A korábban felhalmozott nemteljesítő hitelek csökkenése 2021-ben és 2022-ben is folytatódott, de a visszacsatolási spirál kialakulásának lehetősége nem zárható ki. Miközben a bankok nyereségessége helyreállt, strukturálisan továbbra is gyenge, és a kamatrések emelkedése ellenére várhatóan ismét csökkenni fog, mivel a romló gazdasági kilátások hatással vannak az eszközökre és a hitelkockázatokra. 2021-ben a hitelnyújtás az állami garanciák lejárta és néhány makroprudenciális szigorítás után is folytatódott. A világjárvány idején hozott támogatási intézkedések visszavonásának késleltetett hatása és a jelenlegi romló gazdasági kilátások közepette a nemteljesítő hitelek némi növekedése várható.

Tekintettel a gazdasági környezetre, vannak olyan konkrét kockázatok, amelyek még súlyosabb egyensúlyhiányhoz vezethetnek. Bekövetkezhetnek a fent leírtnál kedvezőtlenebb forgatókönyvek, amelyek olyan, akár akutabb, akár hosszabb ideig tartó fejleményeket eredményezhetnek, amelyek gyengíthetik a makrogazdasági stabilitást és általában véve a gazdaságok működését:

- Egy elhúzódó energiaválság, amely **továbbra is magas energiaköltségekkel** jár, nagyobb és tartósabb visszaeséshez vezethet, ami közvetlenül és közvetve egyaránt növeli az adósságállományt, és a fogyasztókra, a munkavállalókra, a vállalatokra és a bankszektorra gyakorolt hatás révén egy sor dominóhatást idézhet elő. A továbbra is magas energiaköltségek egyes országokban tartósan nagyobb folyófizetésimérleg-hiányt eredményezhetnek, ami nyomás alá helyezi külső fenntarthatóságukat.

- A fosszilis energiától – különösen az oroszországitól – való nagy fokú függőségtől távolodó, nagyobb mértékű **strukturális átalakulás** kilátásai pozitívak, de ez az átalakulás kockázatokkal és kiigazítási költségekkel jár. Az értékláncoknak a globálisan magasabb inputárakkal szembesülő, jobban érintett európai vállalatoktól való elmozdulása visszafoghatja a jövedelmezőséget, és az érintett ágazatokba és régiókba csoportosuló vállalatok csődjéhez, valamint az exportrészesedések és a potenciális növekedés visszaeséséhez vezethet a jobban kitett országokban.

- A **kockázatok világszerte bekövetkező újraárazása** visszaverődhet a pénzügyi piacokon keresztül, ami instabilitáshoz vezethet, és felhajthatja az államok és a magánszektorbeli hitelfelvevők hitelfelvételi költségeit, vélhetően idioszinkratikus módon.

A rosszabb gazdasági feltételek növelték a már meglévő egyensúlyhiányokhoz társuló sebezhetőségeket és kockázatokat. Az aktivitás folyamatban lévő erőteljes lassulása ellenére a nominális GDP növekedése az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban egyaránt hozzájárul az adósságráta csökkentéséhez, főként az infláció hatása miatt. A gyengébb gazdasági aktivitás és a szigorúbb finanszírozási feltételek azonban növelik a magas adósságszintekkel kapcsolatos kockázatokat. A nemteljesítő hitelek és a csődök növekedése kockázatot jelent mind a vállalati, mind a háztartási oldalon. A vállalatok termelési költségei megnövekedhetnek, és előfordulhat, hogy csak korlátozott mértékben tudják ezeket áthárítani, mivel a kiszolgáltatottabb vállalatok ágazati és földrajzi szempontból csoportosulva működnek. A legtöbb országban csökkent a háztartások rendelkezésére álló reáljövedelem, mivel a béremelkedés alacsonyabb, mint az infláció, de magasabb, mint a termelékenység növekedése. A lakásárak növekedése számos tagállamban korrekción megy keresztül a jelzáloghitel-kamatlábak növekedése és a rendelkezésre álló jövedelemre nehezedő nyomás közepette. Egyes országokban fennáll a kockázata, hogy a lakásárak folyamatos erőteljes növekedése rendellenesen visszafordul, különösen akkor, ha azt változó kamatlábú jelzáloghitelek kísérik. A vállalati és a háztartási stressz súlyosbíthatja egymást, és elterjedhet az egész gazdaságban, ami a pénzügyi szektorra nézve is következményekkel járhat. A kiszolgáltatott helyzetben lévő háztartások és a veszélyeztetettebb vállalatok támogatására irányuló további intézkedések az energiaválság költségeinek egy részét a kormányzati szektorra hárítanák át, és növelnék az államadósságot, ami a magas kiinduló adóssággal és hiánnyal rendelkező országok számára különös kihívást jelenthet, és célzott intézkedéseket, valamint ideiglenes és közös európai megoldásokat tesz szükségessé. A Bizottság konkrétan újra fogja értékelni a RePowerEU iránti igényeket. Emellett a magasabb kamatlábak és a gyengébb vagy negatív GDP-növekedés akadályozza az államadósság csökkentését, különösen a magas adósságállománnyal rendelkező országok esetében. Ez dominóhatást gyakorolhat más ágazatokra, ami negatív hatással lehet a növekedésre.

Amint a világjárvány utáni erőteljes növekedés megtorpan, új egyensúlyhiányok alakulhatnak ki, a közös kínálati sokk miatt eltérő árhatások kockázata mellett. Annak ellenére, hogy a nyersanyagárak emelkedése és a gázellátás kockázatai közös sokkot jelentenek az EU számára, e sokk hatása jelentős eltéréseket mutat. Bár az infláció várhatóan fokozatosan csökkenni kezd, a különböző országok relatív ár- és költségszintjeiben ugrásszerű változás következhet be, amikor visszaesik. Ez a költség-versenyképesség csökkenéséhez vezethet, amit költséges lehet feloldani. Ez különösen igaz az euróövezet országaira, és ahol külső hiány alakult ki, bár a nagyobb folyófizetésimérleg-többlettel rendelkező országokban a magasabb infláció elősegítheti az euróövezet egyensúlyának helyreállítását. Egyes euróövezeten kívüli országokban a leértékelődés megőrizheti a költség-versenyképességet azáltal, hogy ellensúlyozza az erősen emelkedő munkaerőköltségeket, de tovább fokozhatja az inflációt. Ez viszont szigorúbb finanszírozási feltételekhez vezethet, miközben a leértékelődés a külső hitelfelvétel és az adósságszolgálat költségeit is növeli.

Az euróövezet rövid távon némi jelet mutat az egyensúly helyreállítására, de általános teljesítményéhez a jövőben is szükség lesz a szakpolitikai válaszintézkedések folyamatos és fokozott összehangolására. Az euróövezeten belüli egyensúly helyreállítását néhány nettó hitelező országban a fajlagos munkaköltség erőteljesebb fejleményei ösztönzik. A folyó fizetési mérlegnek a kedvezőtlen külső sokkhatás kiváltotta, közelmúltbeli dinamikái szintén átfogóan támogatják az egyensúly helyreállítását, mivel a nettó hitelező országok jelentős többletei nagyobb mértékben csökkennek. Aggodalomra adnak okot a magas energiaárak hatásának enyhítését célzó, az energiaválság terhét a vállalati, a háztartási és az állami szektorra áthárító szakpolitikai beavatkozások nagyságrendjében mutatkozó különbségek, valamint a nem célzott árintézkedések elterjedtsége. Ezen intézkedések típusa és összetétele, abban az értelemben, hogy mennyiben érintik az energiakeresletet és az energiaárakat, valamint hogy milyen hatást gyakorolnak a vállalatokra és a háztartásokra, továbbgyűrűző hatásokkal járhat az euróövezet többi részére, és veszélyeztetheti az egyenlő versenyfeltételeket. Ezért szükséges, hogy ezek az

intézkedések célzottak és ideiglenesek legyenek. Az összehangolatlan szakpolitikai intézkedések fokozott eltéréseket eredményezhetnek, ezzel akadályozzák a monetáris transzmissziót, és felerősítik az energiaválság heterogén hatását.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben bemutatott elemzés rávilágít arra, hogy szorosan nyomon kell követni a közös tendenciákkal kapcsolatos fejleményeket és kockázatokat, amelyek mind a már meglévő egyensúlyhiányokkal, mind az újonnan felmerülő sebezhetőségekkel rendelkező tagállamokat érintik. Oroszország ukrajnai háborújának következményei, valamint a globális kínálati oldali korlátok és az inflációs nyomás közös sokkokat jelentenek, amelyek kockázattal járhatnak a makrogazdasági stabilitásra, valamint az uniós gazdaság egészének és különösen az euróövezetnek a működésére nézve. Tekintettel közös jellegükre, e sokkokat egy közös kereten belül kell vizsgálni annak érdekében, hogy kontextusba lehessen helyezni a differenciált országspecifikus elemzéseket.

A soron következő országspecifikus részletes vizsgálatokat alátámasztó elemzés részeként a Bizottság szolgálatai részletes tematikus értékeléseket fognak végezni a jelenlegi helyzetben kulcsfontosságú három kérdésben. Ezek az értékelések olyan problémákra terjednek majd ki, amelyek számos tagállamban közösek. Azonosítják az országspecifikus elemzés szempontjából releváns közös tényezőket, és azokra az országokra összpontosítanak részletesebben, amelyeket ez a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés az e problémákkal leginkább érintettként értékel. Az értékeléseket 2023 elején a Gazdaságpolitikai Bizottság elé is terjesztik, és felkérik az érintett tagállamokat, hogy szolgáltassanak a megbeszéléseket megalapozó információkat. Ez az európai szemeszter tavaszi csomagjában szereplő országspecifikus részletes vizsgálatok alapjául szolgál majd. A következő tematikus feljegyzések készülnek:

- A **lakáspiaci fejleményekről** szóló részletes tematikus feljegyzés megvizsgálja a lakásárak alakulásával, a jelzáloghitel-piacokkal és a háztartások adósságállományával kapcsolatos kockázatokat és mozgatórugókat. A feljegyzés Csehországra, Észtországra, Hollandiára, Lettországra, Litvániára, Luxemburgra, Magyarországra, Németországra, Portugáliára, Svédországra és Szlovákiára összpontosít.

- A **versenyképesség dinamikájáról** szóló részletes tematikus feljegyzés értékelni fogja az energiaköltségek inflációba való begyűrűzésének mértékét és hatását, valamint a bérek alakulását. Ez a feljegyzés Csehországra, Észtországra, Lettországra, Litvániára, Magyarországra, Romániára és Szlovákiára összpontosít.

- A **külső fenntarthatóságról és mérlegekről** szóló részletes tematikus feljegyzés horizontális megközelítés keretében vizsgálja majd a kereskedelmi mérlegek csökkenését. Ez a feljegyzés Ciprusra, Görögországra, Hollandiára, Lettországra, Litvániára, Magyarországra, Németországra, Portugáliára, Romániára és Szlovákiára összpontosít.

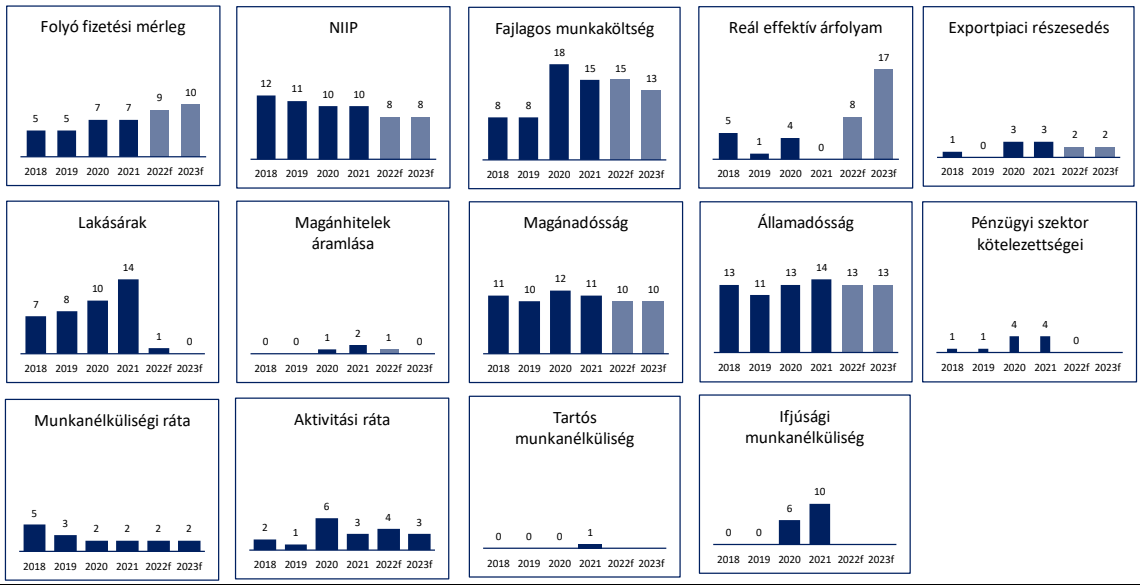
A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés értékelése alapján a részletes vizsgálatok további aggályokra és országspecifikus kérdésekre is kitérnek majd. Ide kell érteni a jelenlegi fejleményeknek a 2022. évi részletes vizsgálatokban azonosított egyensúlyhiányokra gyakorolt hatását (**Ciprus, Franciaország, Görögország, Hollandia, Németország, Olaszország, Portugália, Románia, Spanyolország** és **Svédország**).

E riasztási mechanizmus keretében készült jelentés megállapítja, hogy a meglévő túlzott egyensúlyhiányokkal vagy a meglévő egyensúlyhiányokkal küzdő tagállamok esetében indokolt részletes vizsgálatot végezni. A meglévő értékelések aktualizálása és az esetleges fennmaradó szakpolitikai igények felmérése céljából, azon tagállamokat illetően, amelyek esetében korábban egyensúlyhiányt vagy túlzott egyensúlyhiányt állapítottak meg, a 2023. évi részletes

vizsgálatok értékelik, hogy ezek az egyensúlyhiányok súlyosbodtak-e, korrekció alatt állnak-e vagy korrigálták-e őket. Ez vonatkozik majd **Ciprusra, Franciaországra, Görögországra, Hollandiára, Németországra, Olaszországra, Portugáliára, Romániára, Spanyolországra** és **Svédországra**.

Emellett részletes vizsgálatokra fog sor kerülni azon tagállamok tekintetében is, amelyek esetében különösen fennáll az újonnan kialakuló egyensúlyhiány kockázata. A részletes vizsgálatok alapjául a részletes tematikus értékelő feljegyzések szolgálnak majd, amelyek az elemzés hátterét képezik. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés megállapítja, hogy a részletes vizsgálat Csehország, Észtország, Lettország, Litvánia, Luxemburg, Magyarország és Szlovákia esetében is indokolt, amelyekre az előző ciklusban nem terjedt ki a részletes vizsgálat, de amelyek esetében fennállhat a makrogazdasági egyensúlyhiány kifejezett kockázata.

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

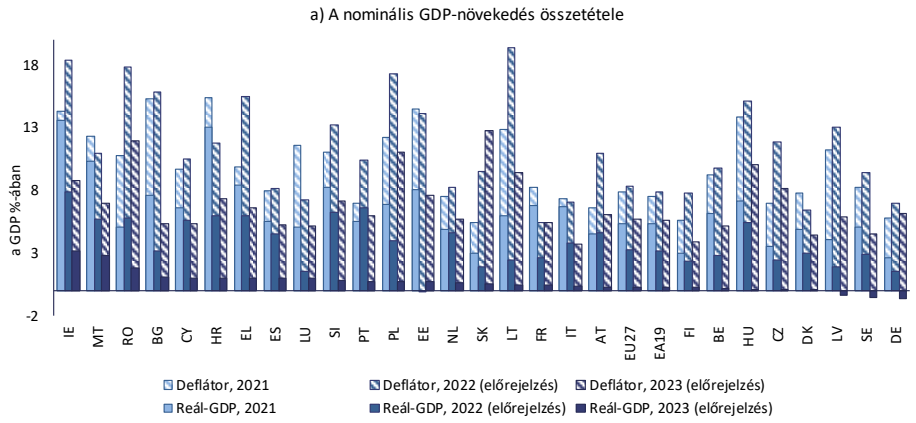


A küszöbértéket meghaladó eredménytábla-változókkal rendelkező országok száma a vonatkozó éves riasztási mechanizmus keretében készült jelentéssel együtt közzétett adott évi eredménytábla adatain alapul. Az esetleges utólagos adatmódosítások miatt különbségek lehetnek a küszöbértékeket meghaladó értékeknek az eredménytábla-változók legújabb számadatainak felhasználásával számított száma, és a fenti ábrán szereplő száma között; például azon tagállamok számának a fenti ábrán látható növekedése, amelyek folyófizetésimérleg-értékei a 2019-es és 2020-as adatok tekintetében kívül estek a küszöbértékeken, főként az adatok felülvizsgálatának tudható be. A pénzügyi szektor kötelezettségeire vonatkozó előrejelzéseket csak 2022-re vonatkozóan készítik el; a tartós munkanélküliségre és az ifjúsági munkanélküliségre vonatkozóan nem készültek előrejelzések.
Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai (lásd a 2. mellékletet).

1. MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET

Az Ukrajna elleni orosz inváziót követően az uniós gazdaság fordulóponthoz érkezett: a Covid19-világjárvány utáni helyreállításból a növekedés lassulása felé mozdul el inflációs nyomás közepette. 2022 elejére szinte valamennyi uniós gazdaság ellensúlyozta a világjárvány miatt 2020-ban bekövetkezett GDP-csökkenést, és erőteljes növekedés kezdődött. Az Ukrajna elleni orosz invázióval 2022 februárjában jelentősen megváltoztak az uniós gazdaság kilátásai. A Bizottság 2022. őszi előrejelzése szerint a reálnövekedés az EU-ban a 2021. évi 5,4 %-ról 2022-ben 3,3 %-ra, 2023-ban pedig 0,3 %-ra csökken, 2022 első felében stabil kibocsátásnövekedés mellett, amely elfedi a folyamatban lévő évközi romlást (1.1. ábra). ([4]) 2022 szeptemberére az infláció éves szinten 10,9 %-os új rekordmagasságot ért el az EU-ban, szemben a világjárvány előtti 2 % alatti inflációs rátával. Csak az euróövezetben az infláció minden eddiginél magasabb, 10,7 %-os szintet ért el októberben. A gázra mint energiaforrásra nagyobb mértékben támaszkodó uniós országokat várhatóan jobban érinti majd a közelmúltbeli sokk (1.2. b) ábra). A jelentős bizonytalanság közepette csökkent a fogyasztói és a termelői bizalom. A finanszírozási feltételek láthatóan nehezebben teljesíthetővé váltak, mivel a monetáris hatóságok elkezdték szigorítani politikájukat a magas inflációs nyomás kezelése érdekében, e nyomás 2023-ban várhatóan viszonylag magas marad.

1.1. ábra: **A GDP lassulása**



Forrás: Eurostat és Ameco. Az országok a 2023-ra vonatkozó reál-GDP-növekedési előrejelzés szerinti sorrendben szerepelnek.

Az infláció fő mozgatórugói a gyorsan emelkedő energiaárak voltak, de számos más tényező növelte az általános árnyomást. A világjárvány első hullámát követő gyors globális fellendülés felhajtotta az energia és az egyéb nyersanyagok iránti keresletet és azok árát. Ez volt az energiainflációs hullám első szakasza. ([5]) Az EU-ban ez összekapcsolódott a keresleti nyomással,

([4]) Az Európai Bizottság 2022. őszi gazdasági előrejelzése, Institutional Paper 187., 2022 november. 2022-től kezdődően az éves adatok megfelelnek az Európai Bizottság előrejelzéseinek.

([5]) Az euróövezetben az Ukrajna elleni orosz katonai agressziót megelőző infláció elemzése tekintetében lásd: C. Buelens és V. Zdarek, (2022): Euro area inflation shaped by two years of COVID-19 pandemic (Az euróövezet inflációja a Covid19-

amely az elhalasztott fogyasztás pótlásából és a világjárvány akut szakaszában felhalmozódott magas háztartási megtakarítások felszámolásából eredt, ami a korlátozások enyhülésekor a belső kereslet gyors bővüléséhez vezetett. ([6]) A költségvetési ösztönző intézkedések a világjárvány akut, korai időszakán túl is támogatták a keresletet az EU-ban. Ezt a keresleti nyomást tényleges kínálati szűk keresztmetszetek kísérték, amelyek felfelé ható nyomást gyakoroltak a termékek előállítási áraira. Az Ukrajna elleni 2022. februári orosz inváziót követően az Európába irányuló orosz gázellátás megszakadása az energiaárak megugrását eredményezte, ezért az energiaárak váltak a HICP-infláció fő mozgatórugójává (1.2. a) ábra).

A háztartások jövedelmének világjárvány alatti alakulása előkészítette a korlátozások feloldását követő erőteljes élénkülést, egyes országokban és ágazatokban pedig szigorodni kezdtek a munkaerőpiaci feltételek. 2020-ban és 2021-ben számos szakpolitikai intézkedés, köztük foglalkoztatástámogatási intézkedések védték a háztartások jövedelmét. Ennek eredményeként a háztartások rendelkezésére álló reáljövedelem 2019 és 2021 között a legtöbb uniós országban nőtt, bár jelentős eltérésekkel. Ezzel párhuzamosan számos országban a háztartások nettó megtakarítást halmoztak fel a világjárvány során, amiben szerepet játszottak a korlátozott fogyasztási lehetőségek. A rendelkezésre álló jövedelem nagyobb mértékű növekedése 2021-ben lehetővé tette a háztartások számára, hogy a kereslet csökkentése nélkül elviseljék a szélesebb körű áremelkedéseket, aminek eredményeként egyes nem pénzügyi vállalatok meg tudták őrizni, sőt növelték nyereségüket ebben az időszakban. ([7]) Ez a hatás valószínűleg mérséklődik, mivel a rendelkezésre álló bruttó reáljövedelem az előrejelzések szerint 2022-ben a legtöbb uniós országban csökkenni fog (lásd a 2.4. szakaszt). Míg a munkanélküliséget szakpolitikai intézkedésekkel stabilizálták, 2020-ban összességében erősödött a munkaerőpiaci pangás. Azóta a pangás a kereslet élénkülése és a betöltetlen álláshelyek számának 2021. évi meredek növekedése mellett enyhül. ([8]) A munkaképes korú népesség elöregedésnek és a migrációs tendenciák változásainak betudható hosszabb távú csökkenő tendenciája szintén hozzájárulhatott a munkaerőpiacok szűküléséhez egyes uniós országokban. A munkaerőpiaci pangás 2022 második negyedévében alacsony volt számos, magas maginflációról beszámoló uniós országban (1.2. d) ábra).

A visszafogásukra irányuló széles körű szakpolitikai intézkedések ellenére az energiaárak jelentik a jelentős gazdasági nyomás és bizonytalanság forrását. Az energiaárak emelkedése a külkereskedelmi cserearányok okozta olyan sokkot jelent, amely költségeket ró az EU gazdaságára. A kormányok Unió-szerte arra törekedtek, hogy a terhek újraelosztásával korlátozzák a magasabb energiaárak vállalatokra és háztartásokra nehezedő terhét, de nem tudják megszüntetni az általános gazdasági hatást. Az intézkedések országonként jelentősen eltérnek, az árbefagyasztástól és az adócsökkentéstől kezdve a jövedelemtámogatási rendszerekig, és további támogatások is megfontolás alatt állnak. Ezek az intézkedések nem tudják teljes mértékben ellensúlyozni az energiaárak emelkedésének a háztartásokra és a vállalatokra gyakorolt teljes hatását, amelyek költségei jelentősen megnövekedtek, bár az energiafelhasználásuktól és a magasabb kiskereskedelmi áraknak való kitettségüktől függően

világjárvány két éve alatt), Quarterly Report on the Euro Area (Negyedéves jelentés az euróövezetről) (QREA), Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (DG ECFIN), 21. kötet, 1. szám, 7. o.

([6]) A gyors helyreállítás infláció felhajtásában betöltött szerepének megvitatása tekintetében lásd még: R. Reis (2022): The Burst of High Inflation in 2021–2022: How and Why Did We Get Here? (A magas infláció kirobbanása 2021–2022-ben: Hogyan és miért jutottunk idáig?), a CEPR SP17514. sz. vitaanyaga.

([7]) Lásd még: Cseh Nemzeti Bank (2022): 2022. nyári monetáris politikai jelentés, 1. keretes írás.

([8]) Az Eurostat szerint a munkaerőpiaci pangás az összes kielégítetlen foglalkoztatási kereslet összegére utal, és négy csoportot foglal magában: 1. a Nemzetközi Munkaügyi Szervezet (ILO) meghatározása szerinti munkanélküliek; 2. alulfoglalkoztatott részmunkaidős munkavállalók (azaz olyan részmunkaidős munkavállalók, akik vállalnának több munkát); 3. olyan személyek, akik munkaképesek, de nem keresnek munkát; és 4. olyan személyek, akik munkát keresnek, de nem munkaképesek.

jelentős eltérésekkel. A villamosenergia-árak inflációja maga is eltérő volt Unió-szerte, nemcsak a kormányzati politikák miatt, hanem az országok energiaszerkezete és szerződéses megállapodásai, valamint a nagykereskedelmi villamosenergia-árak kiskereskedelmi árakba való begyűrűzése miatt is. Ez az infláció a költségek és a relatív árak nagymértékű változását mutatja, amely időtartamától és intenzitásától függően jelentős és tartós strukturális eltolódásokat eredményezhet az ágazatokban és az országokban.

A magas inflációs nyomás az energián túlra is terjedt, ami azzal a veszéllyel jár, hogy az inflációs különbségek állandósulnak. 2022-ben az összes uniós és euróövezeti országban jelentősen nőtt a maginfláció, és a bővülés bizonyos mértékben a magasabb energiaárak közvetett hatását tükrözi. 2022-ben a maginfláció jelentős eltéréseket mutatott az országok között, és az uniós országok körében 2,8 %-tól 11,5 %-ig, az euróövezeten belül pedig 2,8 %-tól 9,8 %-ig terjedt. Az energiaársokkra adott szakpolitikai válasz heterogenitását az infláció különböző mérőszámai tükrözik, köztük a kereskedelmi deflátorok és a GDP-deflátor. Bár szerepet játszik az energiainfláció továbbgyűrűzése, más tényezők – például a kínálati szűk keresztmetszetek és az elhalasztott fogyasztás fennmaradó pótlása – is valószínűleg jelentősek lesznek. A bérköltségek emelkedéséből eredő másodlagos hatások még nem láthatók, de egyes uniós országokban kialakulhatnak. A lakásárak nagyon magas szintre emelkedtek, amit a régóta fennálló kínálati korlátok táplálnak, és a növekvő finanszírozási költségek ellenére történő folyamatos emelkedésük idővel tovább fokozhatja az inflációt.

Az ellátási lánc szűk keresztmetszetei enyhülhetnek, de számos ágazatban továbbra is korlátozzák a kínálatot. Az ellátási lánc zavaraiból eredő nyomás még 2022-ben is fennáll, bár egyes ágazatokban enyhülhet. ([9]) A beszállítók teljesítési idejére vonatkozó beszerzésimenedzser-indexekkel (BMI) kapcsolatos, 2022. januári/februári adatok és az egyéb mutatókat (munkahátralék, a megrendelések és készletek aránya, a köztes inputárak és a szállítási költségek) is tartalmazó dinamikustényező-elemzés arra engednek következtetni, hogy az ellátási lánc keltette nyomás – bár még mindig történelmi magasságokban van – már tetőzött, és enyhülni kezdett az EU-ban. A 2022. októberi BMI továbbra is a teljesítési idők csökkenését és a kereslet visszaesését jelzi, ezek enyhítik a kínálati szűk keresztmetszeteket. ([10]) Az ukrajnai háborúhoz kapcsolódó esetleges zavarok azonban visszalépést eredményezhetnek. A növekvő energiaárak és a tágabb geopolitikai feszültségek jelentős zavarokat okoznak a kulcsfontosságú ágazatokban, például az energiaigényes iparágakban, és korlátozzák a kritikus fontosságú nyersanyagokhoz való hozzáférésüket. Az ellátási láncban való részvételtől függően ezek a fejlemények a maginfláció Unió-szerte eltérő alakulásához vezethetnek.

Annak ellenére, hogy számos országban növekednek a fajlagos munkaköltségek, a nominálbérek összességében nem tartanak lépést az inflációval, ami a vásárlóerő csökkenéséhez vezet. 2022-ben az egy munkavállalóra jutó bér az euróövezetben várhatóan 4,2 %-kal ([11]), a munkatermelékenység pedig 1,2 %-kal nő, ami a fajlagos munkaköltség 3 %-os növekedéséhez vezet. A fajlagos munkaköltségek alakulása azonban országonként eltérő volt (1.2. e) ábra). A nominálbérek várhatóan nem fognak lépést tartani az inflációval. Bár ez segít megvédeni a vállalatokat a termelési költségek további növekedésétől, és megőrzi a foglalkoztatottságot, a háztartások vásárlóerejének csökkenését eredményezi. A vásárlóerő csökkenése hatással van a keresletre, és növeli a kiszolgáltatott helyzetben lévő háztartások mérlegére nehezedő nyomás kockázatát.

([9]) https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202202_01~272e32f7f4.en.html

([10]) https://ihsmarkit.com/research-analysis/flash-pmi-data-to-highlight-recession-risks-and-varying-inflation-trends-at-start-of-fourth-quarter-October2022.html

([11]) Azok a munkavállalók, akik a munkahelymegtartási programokat követően visszatérnek a munkába, és nem bérben, hanem közvetlen támogatásokban részesültek, növelik a becsült fajlagos munkaköltséget a bérük elmozdulása miatt.

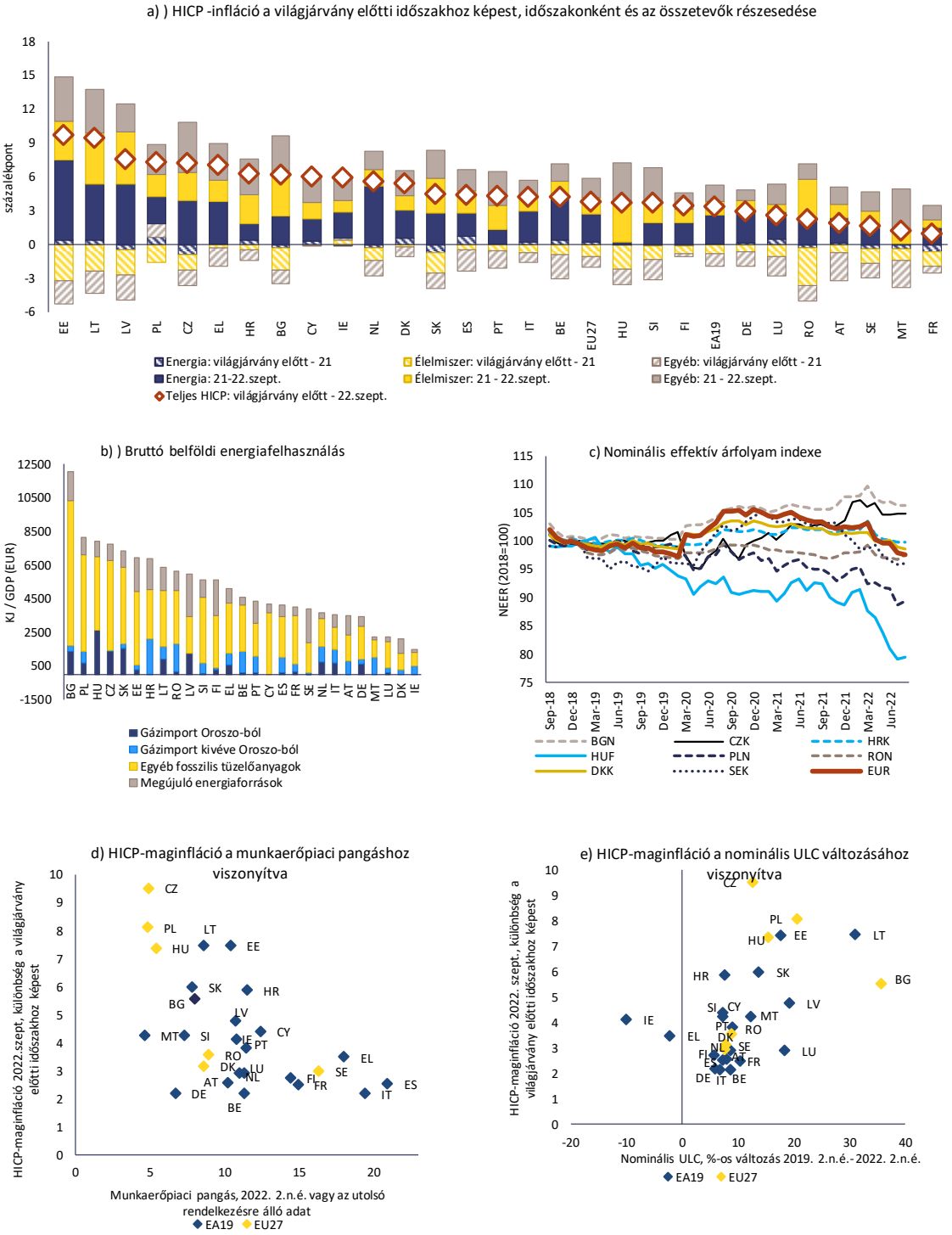
A monetáris politika kezd normalizálódni, ami a finanszírozási költségek emelkedésével jár és az eszközárak korrekciójára ösztönöz. Az EKB júliusban az eszközvásárlási volumen csökkentését követve újabb lépést tett a politikájának normalizálása útján, és 50 bázisponttal emelte a három irányadó kamatlábat, jelezte a további normalizálást, és jóváhagyta a transzmisszióvédelmi eszközt (TPI). Szeptemberben és októberben az irányadó kamatlábak további emelésére került sor. A bankok magasabb finanszírozási költségeit részben áthárították a magasabb banki hitelkamatlábakon keresztül, különösen a háztartások esetében, míg az eszközárakat egyes esetekben lefelé korrigálták. Az euróövezetben 2022 második negyedévében valamennyi hitelkategória esetében szigorodtak a hitelminőségi követelmények, és a harmadik negyedévben is tovább szigorodtak a bizonytalan makrogazdasági környezetben a hitelfelvevőket érintő kockázatokkal kapcsolatos aggályok miatt. Az euróövezeti állampapírhozamok 2022-ben volatilisek voltak, és jelentősen emelkedtek, bár az euróövezeti országok közötti jelentős névlegeskamatláb-különbözetek kockázatát várhatóan enyhíteni fogja a TPI bevezetése. A monetáris feltételek az euróövezeten kívüli tagállamokban is szigorodtak, mivel az euróövezeten kívüli uniós központi bankok a magas infláció közepette szigorították politikai irányvonalukat, ami a kormányzati és a magánszektor finanszírozási költségeinek növekedéséhez vezetett.

Az euró nominális effektív árfolyama gyengült, az euróövezeten kívüli uniós devizák változásai pedig vegyesek voltak. Az euró 2022-ben jelentős volatilitást tapasztalt a dollárral szemben, de a nyomás az euró leértékelődése felé vitt, mivel az Egyesült Államok központi bankja gyorsabban szigorította monetáris politikáját, mint az EKB. Az euró az ukrajnai háborúval kapcsolatos, az EU szempontjából sajátos geopolitikai és gazdasági kockázatoknak is ki van téve, miközben a dollár a menedékdeviza státuszából eredő pénzáramlásoknak köszönhetően erősödik, amint az bizonytalan időkben általában lenni szokott. Tekintettel arra, hogy az euróövezeti tagállamok eltérő mértékben vannak kitéve az EU-n kívüli kereskedelemnek és tőkemozgásoknak, az euró önálló mozgása aszimmetrikus sokkokra utal, amelyek a nominális effektív árfolyamok (NEER) eltérő mozgásához vezethetnek, amit a szakirodalom is dokumentált. ([12]) Az euróövezeten kívüli uniós devizák közül a cseh korona jelentős felértékelődése volt tapasztalható a monetáris politika jelentős szigorításához társuló árfolyam-intervenció közepette (1.2. c) ábra). A lengyel złoty és különösen a magyar forint a hazai monetáris szigorítások ellenére folyamatosan leértékelődött. 2022 márciusában mindkét ország valutája erősen leértékelődött az Ukrajna elleni orosz agressziót és a globális pénzügyi feltételek szigorodását követő fokozott bizonytalanság idején. Horvátország lépéseket tett annak érdekében, hogy továbbra is stabilizálja devizáját az euróhoz képest, míg Dánia fenntartotta régóta fennálló euróárfolyam-rögzítési rendszerét, Bulgária pedig euróalapú valutatanácsot működtet. A kuna ERM-II-ben való, több mint kétéves, feszültségmentes részvételét követően Horvátország várhatóan 2023 januárjában csatlakozik az euróövezethez. ([13]) A svéd korona az elmúlt évben a monetáris politika folyamatos szigorítása ellenére leértékelődött.

([12]) Lásd: P. Honohan, és P.R. Lane (2003): Divergent inflation rates in EMU (Eltérő inflációs ráták a GMU-ban), Economic Policy, 18(37), 357. o.; valamint I. Angeloni, és M. Ehrmann (2007): Euro area inflation differentials (Euróövezeti inflációs különbözetek), The BE Journal of Macroeconomics, 7(1).

([13]) A Tanács által rögzített átváltási árfolyam 7,53450 HKR/EUR. A TANÁCS RENDELETE (2022. július 12.) a 2866/98/EK rendeletnek az euro horvátországi átváltási árfolyama tekintetében történő módosításáról.

1.2. ábra: **Makrogazdasági környezet**



(1) A világjárvány előtti infláció a HICP-index 2017–2019 közötti átlagos éves változási ütemének felel meg. A 2022. évi 9 havi maginflációt az energiát, az élelmiszereket, az alkoholt és a dohányt nem tartalmazó, 2022 első kilenc hónapjában megfigyelhető HICP-index átlagaként számítják ki, összehasonlítva 2021 azonos időszakának átlagával.
Forrás: Eurostat és Ameco.

1.1. keretes írás: Foglalkoztatási és szociális fejlemények

Oroszország Ukrajna elleni katonai agressziója előtt erőteljes munkaerőpiaci fellendülésre került sor az EU-ban. A Covid19 okozta recessziót követő jelentős mértékű gazdasági helyreállítást erőteljes munkahelyteremtés és a munkanélküliség csökkenése kísérte

(1.3. a) ábra). A (15–74 évesek körében mért) uniós munkanélküliségi ráta 2021 végén 6,4 %-os volt, majd 2022-ben tovább csökkent, augusztusban és szeptemberben 6 %-ra, ami több mint két évtizede a legalacsonyabb. Az általános munkaerőpiaci feltételek 2022-re tovább javultak, ami a gazdaságok teljes megnyitásának, a járványügyi helyzet javulásának, az elhalasztott fogyasztás pótlásából eredő hatásnak és a könnyebbé vált mobilitást követő jó idegenforgalmi szezonnak tudható be. A feldolgozóipari foglalkoztatás azonban továbbra is stagnált. A kereslet gyors növekedése következtében a munkaerőhiány új csúcsokat ért el, és bár a hiányok különböző ágazatokban jelentek meg, a szolgáltatások terén nagyobb mértékben nőttek, mint a feldolgozóiparban. A foglalkoztatás növekedése megközelítette a 1½ %-ot, és a (20–64 évesek körében mért) uniós foglalkoztatási ráta 2021 negyedik negyedévében 74,1 %-ot ért el, bár a feldolgozóiparban 2 százalékponttal elmaradt a világjárvány előtti szintjeitől. Ezzel szemben a munkahelyteremtés meglehetősen erőteljes volt a személyes kontaktust kevésbé igénylő szolgáltatások (például az egészségügy, a közigazgatás és az IKT) és az építőipar esetében (1.3. b) ábra).

A romló gazdasági kilátások miatt a munkaerőpiac várhatóan lassulni fog. 2022-ben a munkaerőpiac reziliens maradt a gazdaságnak a kijárási korlátozások utáni újbóli megnyitását követő helyreállítás még mindig pozitív hatása miatt. Az energiaárak emelkedése azonban komoly kockázatot jelent a munkaerőpiac számára is a jövőben. Bár a magasabb energiaköltségek az energiától nagyobb mértékben függő ágazatokra vannak erőteljes hatással, szinte minden ágazatban érvényesül a dominóhatásuk. A gázársokk foglalkoztatásra gyakorolt hatása az egyes országok versenyképességétől függően eltérő lehet. Az ökonometriai becslések szerint a földgázárak 10 %-os emelkedése két év elteltével 0,6 %-kal csökkentheti a kibocsátást, míg a foglalkoztatás 0,3 %-kal, a reálbérek pedig 0,2 %-kal csökkennének. ([14]) A foglalkoztatásra gyakorolt hatást enyhítheti az egy foglalkoztatottra jutó munkaórák számának csökkentése. A munkanélküliség növekedéséhez való hozzájárulás a szolgáltatások esetében nagyobb lehet, mint a feldolgozóipar esetében, mivel az utóbbiban gyakoribb a munkaerő-tartalékolás, míg az előbbiben, ahol viszonylag magasabb az ideiglenes munkavállalók aránya, a foglalkoztatás jobban reagál a gazdasági ciklusra. ([15])

- A 2021. évi éves adathoz képest 2022 második negyedévében a munkanélküliségi ráta valamennyi országban csökkent, különösen Görögországban (–2,5 százalékpont), Spanyolországban (–2,3), Írországban (–1,9), Ausztriában (–1,8) és Litvániában (–1,6 százalékpont). Spanyolország legmagasabb munkanélküliségi rátája (12,5 %) és a Csehországra jellemző legalacsonyabb ráta (2,4 %) közötti különbség 10,1 százalékpontra csökkent, ami a legalacsonyabb különbség 2008 októbere óta.

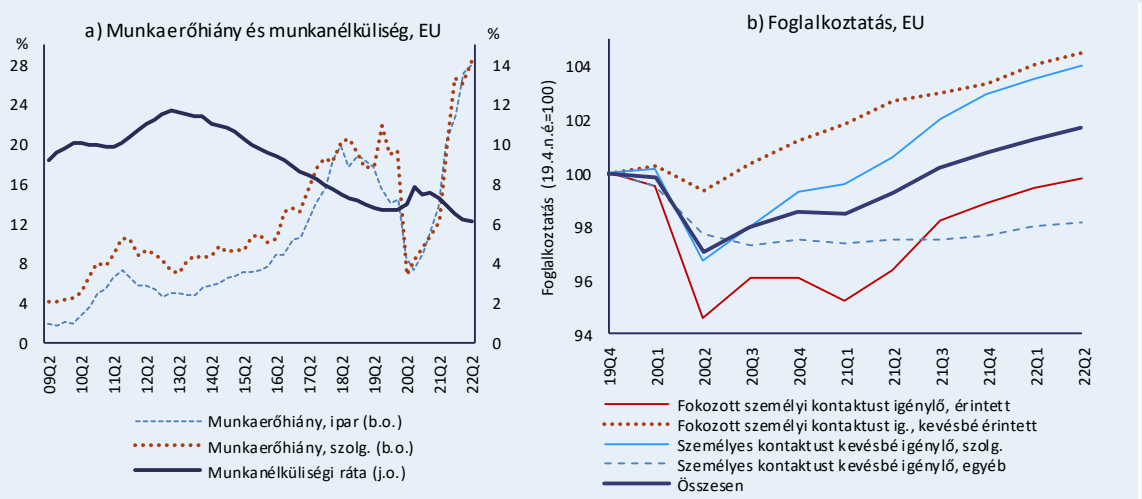
- 2021-ben a (20–64 évesek körében mért) foglalkoztatási ráták szinte minden tagállamban gyorsan helyreálltak, és meghaladták a világjárvány előtti szintet. 2020 és 2021 között a legnagyobb növekedés Görögországban (4,3 százalékpont), Írországban (2,8), Lengyelországban (2,7), Spanyolországban (2) és Luxemburgban (2 százalékpont) volt megfigyelhető. A foglalkoztatási ráta csak Lettországban csökkent (–1,6 százalékpont). 2022 első felében a foglalkoztatási ráta tovább nőtt valamennyi országban, különösen Írországban (2022 első felében átlagosan +3,6 százalékpont a 2021. évi éves adathoz képest) és Görögországban (2022 első felében átlagosan +3,8 százalékpont a 2021. évi éves adathoz képest).

([14]) Részletesebb elemzés az Európai Bizottság 2022. évi Labour Market and Wage Developments in Europe (A munkaerőpiac és a bérek alakulása Európában) című, rövidesen megjelenő jelentésében található.

([15]) A Covid19 okozta recesszió alatt a ledolgozott órák teljes számának csökkenése az ideiglenes munkavállalók esetében főként a munkahelyek megszűnésével, míg az állandó munkavállalók esetében az egy munkavállalóra jutó óraszám csökkenésével valósult meg.

- 2022 második negyedévében a feldolgozóiparban foglalkoztatottak száma néhány tagállamban, köztük Bulgáriában, Romániában, Spanyolországban, Lengyelországban, Szlovákiában és Németországban jóval elmaradt a világjárvány előtti szinttől.

1.3. ábra: **Foglalkoztatás, munkanélküliség és munkaerőhiány**



Megjegyzések: (1) Fokozott személyes kontaktust igénylő, érintett ágazatok: nagy- és kiskereskedelem; közlekedés, szálláshely-szolgáltatás, művészet, háztartási tevékenységek. Fokozott személyes kontaktust igénylő, kevésbé érintett ágazatok: építőipar, közigazgatás, egészségügy, oktatás. Személyes kontaktust kevésbé igénylő ágazatok, szolgáltatások: információ és kommunikáció, pénzügyek, szakmai tevékenységek, ingatlan. Személyes kontaktust kevésbé igénylő ágazatok, egyéb: feldolgozóipar, bányászat, vízügy és mezőgazdaság.
Forrás: Az Európai Bizottság szolgálatai.

2. EGYENSÚLYHIÁNY, KOCKÁZATOK ÉS KIIGAZÍTÁS: FŐBB FEJLEMÉNYEK

2.1. KÜLSŐ SZEKTOR

A legtöbb tagállam folyó fizetési mérlege 2021-ben kismértékű vagy mérsékelt változásokat mutatott, és gyakran csak részben fordultak meg az egy évvel ezelőtti változások. Különösen a turisztikai mérlegek helyreállása járult hozzá a folyó fizetési mérleg részleges javulásához néhány nagy nettó adós országban. A javulás ellenére 2021-ben ezen uniós országok némelyikének folyó fizetési mérlege továbbra is jelentős hiányban volt, és nettó nemzetközi befektetési pozíciójuk (NIIP) továbbra is rendkívül negatív. Ugyanakkor egyes nagy folyófizetésimérleg-többletek növekedtek, és a 2020. évi kismértékű csökkenést követően megközelítik a 2019. évi szintet. Összességében egyes országok nagy folyófizetésimérleg-többlete továbbra is jelentősen meghaladta a fundamentumokkal magyarázható mértéket. ([16]) Néhány más országban kismértékű csökkenés volt tapasztalható, és néhány esetben a mérlegek jelentősen elmaradtak a 2019-ben rögzítettektől (2.1.1. a) ábra).

A folyó fizetési mérlegek 2022-ben erőteljesen csökkennek, ami elsősorban a magas energiaáraknak tudható be (2.1.1. a) ábra). A folyó fizetési mérlegek 2021-ben és 2022-ben eddig bekövetkezett változásai mögött meghúzódó két legfontosabb mozgatórugó az alacsonyabb energiakereskedelmi mérleg ([17]) és – az ellenkező irányba hatva– a nemzetközi utazások fellendülése volt. A turizmus fellendülése főként a nettó adós országok javát szolgálja, de továbbra is részleges; az idegenforgalmi exportra nagymértékben támaszkodó legtöbb ország turisztikai mérlege még mindig a világjárvány előtti szint alatt van, bár a fő turistaszezonra vonatkozó adatok 2022 harmadik negyedévére várhatók. Ezenkívül a turisztikai mérleg javulását gyakran felülmúlja a magas energiaárak hatása, amelyek szinte minden országot érintenek (2.1.3. d) és e) ábra). Számos ország esetében 2022-ben az energián kívüli kereskedelem mérlegei is észrevehetően romlanak. Egyes esetekben ezt reziliens belső kereslet vezérli. Az összhatás a folyó fizetési mérleg erőteljes visszaesése 2022-ben, minthogy számos, az előző években többlettel rendelkező ország hiányt könyvelhetett el. A 2023-ra vonatkozó előrejelzés némi enyhe növekedést jelez a folyó fizetési mérlegben számos, de nem az összes uniós ország esetében, de ez a növekedés gyakran egyértelműen kisebb mértékű, mint a 2022-ben regisztrált romlás.

([16]) A gazdasági fundamentumokon alapuló folyó fizetési mérlegeket („folyófizetésimérleg-normákat”) egyszerűsített regresszió alkalmazásával – a megtakarítás-beruházás egyenleg fő tényezőinek, vagyis a gazdasági fundamentumoknak, a szakpolitikai tényezőknek és a globális pénzügyi körülményeknek a figyelembevételével – számítják. A gazdasági fundamentumokon alapuló folyó fizetési mérleg e jelentésben használt számítási módszertana tekintetében 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; lásd még S. Phillips és mások (2013): The External Balance Assessment (EBA) Methodology (A külső egyenleg értékelésének módszertana), IMF Working Paper, 2013/272.

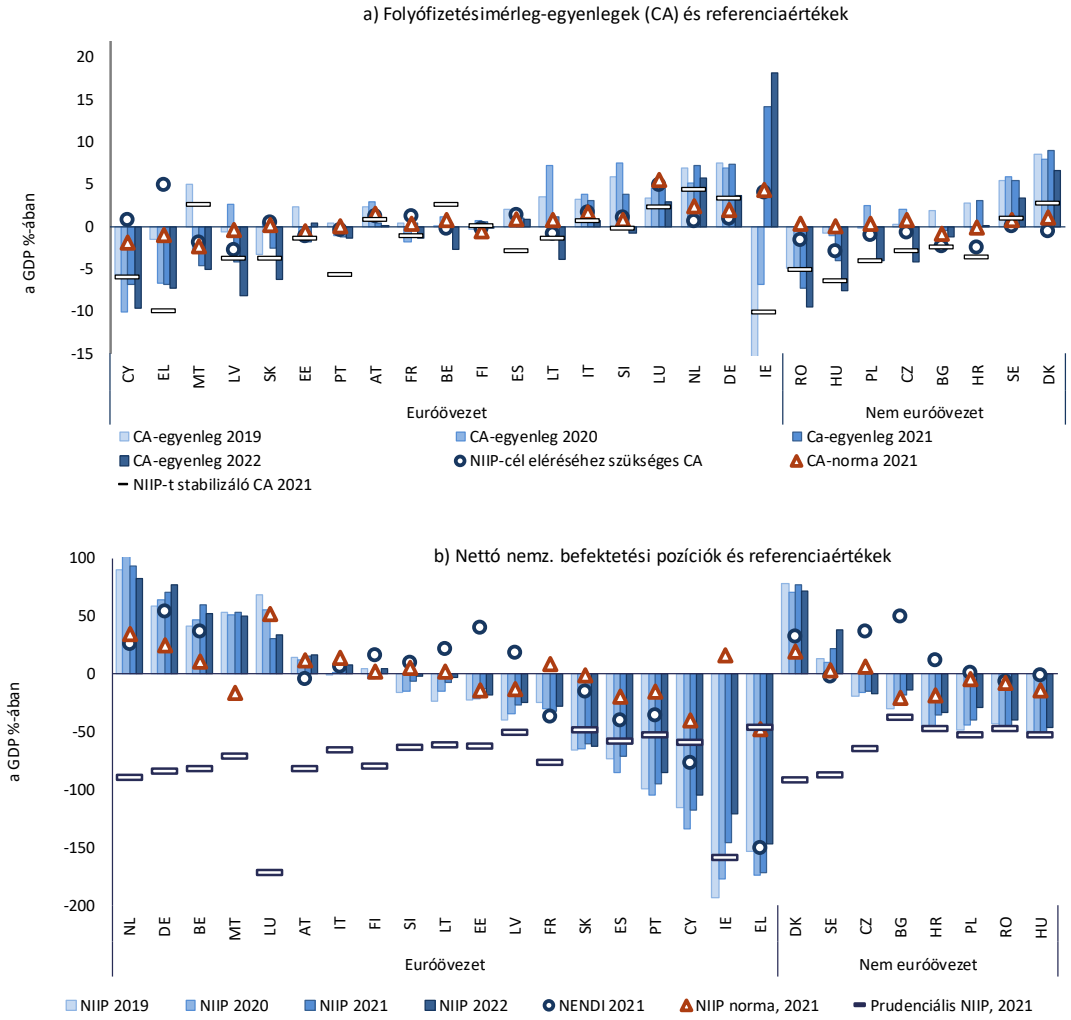
([17]) Az energiamérleg az egységes nemzetközi kereskedelmi áruosztályozás (SITC) „3. Ásványi fűtőanyagok, kenőanyag és hasonló anyagok” tételében szereplő árukereskedelmi mérlegnek felel meg.

A 2021. évi erőteljes nominális GDP-növekedés következtében mind a negatív, mind a pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciók csökkentek. 2021-ben a gazdasági növekedés markáns fellendülésének köszönhetően az erős nevezőhatás csökkentette, de nem mindig szüntette meg teljes mértékben a nettó nemzetközi befektetési pozíciók 2020-ban bekövetkezett szórását (2.1.1. b) ábra és 2.1.3. a) ábra). Ez a mintázat 2022-ben is folytatódott, mivel a nagy nettó adós országok nettó nemzetközi befektetési pozíciójának GDP-hez viszonyított aránya gyakran további jelentős javulást mutat, bár a legtöbbjük a nettó nemzetközi befektetési pozíció prudenciális szintje alatt marad. ([18]) E nettó adós országok többsége esetében a folyó fizetési mérleg közelmúltbeli eredménye elmarad a negatív állományuk gyors korrekcióját lehetővé tevő szinttől (amit a nettó nemzetközi befektetési pozícióra vonatkozó konkrét célérték eléréséhez szükséges folyó fizetési mérleg tükröz), még ha csak csekély mértékben is Spanyolország és Portugália esetében (2.1.1. a) és b) ábra). Ezzel szemben több nettó hitelező ország nettó nemzetközi befektetési pozíciója jelentősen magasabb maradt a gazdasági fundamentumok által indokoltnál.

Ágazati szempontból a háztartások nettó hitelnyújtási pozíciói 2022-ben csökkennek a vásárlóerő visszaesése miatt. 2021-ben a legtöbb tagállamban a nettó hitelnyújtási/hitelfelvételi pozíciókat az államháztartás nettó hitelfelvétele és a magánszektor – mind a háztartások, mind a vállalatok – pozitív nettó hitelnyújtása jellemezte (2.1.3. b) ábra). A világjárvány okozta válság enyhítése érdekében 2020-ban nyújtott rendkívüli költségvetési támogatás kismértékben megfordult, ami nagyjából ellensúlyozta a magánszektor nettó hitelnyújtási pozícióinak kismértékű csökkenését. 2022-ben a költségvetési támogatás várhatóan továbbra is érvényben marad, még akkor is, ha a legtöbb tagállam várhatóan tovább javítja az államháztartás nettó pozícióit (2.1.3. c) ábra). Ugyanakkor a háztartások nettó hitelnyújtásának visszaesése várhatóan dominálni fog, ami a legtöbb esetben az általános nettó hitelfelvételi/hitelnyújtási pozíciók csökkenéséhez járul hozzá.

([18]) A NIIP-stabilizáló folyófizetésimérleg-referenciaérték a folyó fizetési mérleg azon egyenlege, amely mellett a nettó nemzetközi befektetési pozíció a következő 10 évben a jelenlegi szinten stabilizálódik. A nettó nemzetközi befektetési pozíció konkrét célértékének eléréséhez szükséges folyó fizetési mérleg a folyó fizetési mérleg azon egyenlege, amely mellett a prudenciális küszöbérték elérhető a következő 10 évben, vagy megfelelhető a nettó nemzetközi befektetési pozíciótól való eltérés a fundamentumokkal összhangban, attól függően, hogy melyik a magasabb. A prudenciális NIIP-küszöböt a fizetésimérleg-válságra vonatkozó előrejelző képesség maximalizálásával határozzák meg, az egy főre jutó jövedelemben összesített országspecifikus információk figyelembevételével. A fundamentumokkal összhangban lévő nettó nemzetközi befektetési pozíciókat („a nettó nemzetközi befektetési pozíció normái") a folyófizetésimérleg-normák értékének időbeli kumulációjával kapjuk meg. A NIIP prudenciális és fundamentális referenciaértékeinek számítási módszertana tekintetében lásd Turrini és S. Zeugner (2019): Benchmarks for Net International Investment Positions (A nettó nemzetközi befektetési pozíciókra vonatkozó referenciaértékek), European Economy, 97. sz. vitaanyag, 2019.

2.1.1. ábra: **Folyó fizetési mérlegek és nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP)**



Az országok növekvő sorrendben szerepelnek a 2021-es folyó fizetési mérlegük szerint, és csökkenő sorrendben a nettó nemzetközi befektetési pozíció GDP-hez viszonyított 2021-es aránya tekintetében. A CA a folyó fizetési mérleget jelöli. A NENDI a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP. FFM-normák: lásd a 16. lábjegyzetet. A nettó nemzetközi befektetési pozíció normája, a NIIP prudenciális küszöbértéke és a NIIP-stabilizáló folyófizetésimérleg-referenciaérték, valamint a konkrét NIIP-célérték eléréséhez szükséges folyó fizetési mérleg fogalma tekintetében: lásd a 18. lábjegyzetet.

Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.

A magas infláció és a megnövekedett geopolitikai kockázatok közepette a globális monetáris szigorítások hatással lehetnek egyes euróövezeten kívüli tagállamok külső finanszírozási feltételeire. Az 1. szakaszban foglaltak szerint mind a világjárvány, mind pedig – az Ukrajna elleni orosz agressziót követően – a közelmúltban megnövekedett bizonytalanság következtében néhány euróövezeten kívüli árfolyam megváltozott, a lengyel złoty és a magyar forint leértékelődött. Ha külső (újra)finanszírozási kockázatok merülnének fel, a jelentős devizatartalékokkal, valamint a külső pénzáramlásokban stabil többlettel rendelkező országok kevésbé lennének kitéve a kockázatnak. E tekintetben a külső finanszírozási igények, többek között a kormányzati szektor külső finanszírozási igényei is szerepet játszanak (lásd a kormányzati szektorról szóló 2.6. szakaszt).

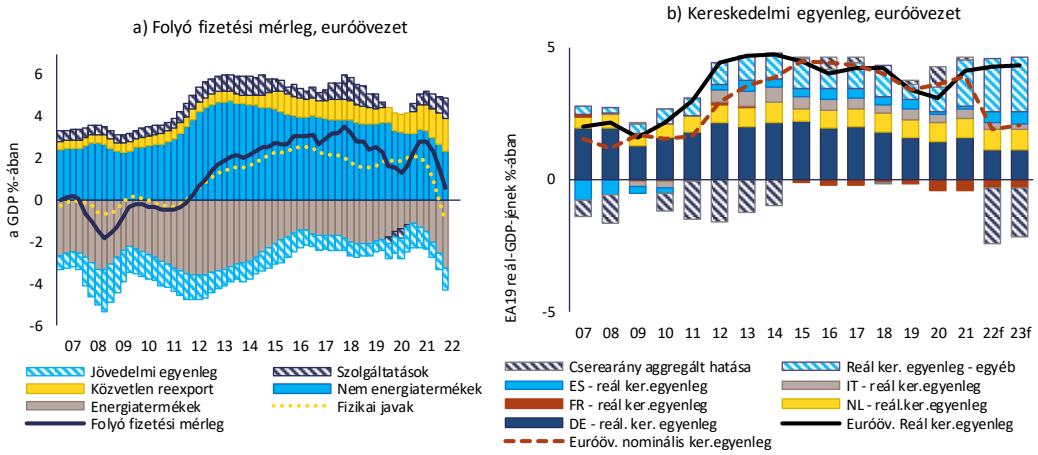
Az euróövezet folyófizetésimérleg-többlete 2022-ben meredeken csökken. Az euróövezet folyó fizetési mérlegének év közbeni erőteljes csökkenésében az energiaköltségek jelentik a kulcstényezőt (2.1.2. a) ábra). 2021 óta a globális ellátási problémák a nyersanyagokon kívüli áruk

importárainak markáns emelkedéséhez vezettek. Ez tükröződik az euróövezet Kínával szembeni külkereskedelmi mérlegében, amely 2019-hez képest a GDP több mint egy százalékpontjával csökkent. A Kínából származó magas készletbehozatal és importárak magyarázzák a kereskedelmi többlet erőteljes csökkenésének egy részét, különösen Németország esetében. Emellett az európai export iránti globális kereslet mérséklődik, mivel a kínai lassulás és az USA-beli monetáris szigorítások nemcsak e két kereskedelmi partner, hanem a legtöbb feltörekvő piac keresletére is hatással vannak. Az 1. szakaszban foglaltak szerint az euró erősen leértékelődött, különösen az USA-dollárral szemben. Ez megterheli az euróövezet kereskedelmi mérlegét, mivel a dollárban denominált import részesedése – különösen az energiatermékek esetében – jelentősen meghaladja a dollárban denominált exportot. A dollárban denominált külföldi eszközökből, valamint a közvetlen reexportból származó jövedelem és a globális árukereskedelemből származó bevétel azonban némileg enyhítette a külkereskedelmi cserearányok okozta sokk által a külső egyenlegre gyakorolt általános hatást.

Az euróövezet kereskedelmi mérlegének 2022. évi csökkenését a külkereskedelmi cserearányok okozta sokk vezérelte, a reálkereslet továbbra is erős maradt. A jóval magasabb energia-importárak és a gyengébb euró miatt 2022-ben bekövetkező, külkereskedelmi cserearányok okozta sokk az euróövezet nominális kereskedelmi mérlegének és ennek következtében a folyó fizetési mérlegnek a csökkenését idézte elő (2.1.2. b) ábra). Reálértéken, azaz változatlan árakon mérve a kereskedelmi mérleg az előrejelzések szerint 2022-ben némileg erősödni fog, mivel a reál aggregált kereslet a GDP-nél valószínűleg valamivel kisebb mértékben növekszik majd. Az előrejelzések szerint a reálkereslet növekedése 2022-ben meghaladja a kibocsátásnövekedést a nagy nettó hitelező országokban, és csökkentette az euróövezet folyó fizetési mérlegének többletéhez való hozzájárulásukat (2.1.2. b) ábra). Ez az előrejelzés szerint 2023-ban is így lesz. Számos nettó adós ország javította reálkereskedelmi mérlegét azáltal, hogy a kereslet nem tartott lépést a helyreálló GDP növekedéssel. 2022-ben az összes kisebb ország együttesen mozdítja elő a reálkereskedelmi mérleg stabilitását, és ellensúlyozza az euróövezethez legnagyobb mértékben hozzájáruló Németország reálegyensúlyának csökkenését.

A 2023-ra vonatkozó előrejelzés az euróövezet kereskedelmi mérlegének általános stabilitását vetíti előre, beleértve annak összetételét is, de ez nagy bizonytalanságnak van kitéve. Az ellátási lánc szűk keresztmetszetei és az importárak 2023-ban valószínűleg némileg enyhülnek, de várhatóan továbbra is hatnak az euróövezet kereskedelmi mérlegére. A globális kereslet lassulása visszafogja az exportlehetőségeket, de bizonyos mértékben enyhítheti a nyersanyagárakat. Ennek eredményeként az előrejelzések szerint a külkereskedelmi cserearányok hatása valamelyest mérséklődni fog, ami elhanyagolható javulást eredményez az euróövezet általános kereskedelmi mérlegében. Ehelyett a belső kereslet növekedése lesz továbbra is kulcsfontosságú tényező az euróövezet 2023-as külső mérlegének dinamikája szempontjából. Az összetételét tekintve a nagy nettó hitelező országok hozzájárulásától távolodó átrendeződés az előrejelzések szerint fennmarad.

2.1.2. ábra: **Az euróövezet folyó fizetési mérlege és kereskedelmi mérlege**



„Fizikai javak": az összes SITC kereskedelmi mérlege; az „energiatermékek" a SITC 3. kategóriája kereskedelmi mérlegének felelnek meg, míg a „nem energiatermékek" a kettő közötti különbségnek. „Közvetlen reexport": a fizetési mérlegből származó árukereskedelmi egyenleg és a „fizikai javak" egyenlege közötti különbség.
Forrás: Az Európai Bizottság szolgálatai.

Kékkel jelölve azok az országok, amelyek folyó fizetési mérlegének GDP-arányos egyenlege (hároméves átlag - %) 2021-ben meghaladta a 6%-ot vagy –4% alatt volt																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Kékkel jelölve azok az országok, amelyek esetében a (GDP %-ában kifejezett) NIIP (% of GDP) 2021-ben -35% alatt volt																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Az országok szintjén a következő fejleményeket érdemes kiemelni:

- 2021-ben négy tagállam hároméves átlagon alapuló folyó fizetési mérlege volt az eredménytábla GDP –4 %-ának megfelelő alsó küszöbértéke alatt; e tagállamok: Ciprus, Görögország, Írország és Románia. Ugyanakkor három tagállamban voltak megfigyelhetők a GDP 6 %-ában meghatározott felső küszöbértéket meghaladó átlagok: Dániában, Hollandiában és Németországban. A nettó nemzetközi befektetési pozícióra vonatkozó adatok tíz tagállam esetében voltak az eredménytábla GDP –35 %-ában meghatározott küszöbértéke alatt; e tagállamok: Ciprus, Horvátország, Görögország, Írország, Lengyelország, Magyarország, Portugália, Románia, Spanyolország és Szlovákia.

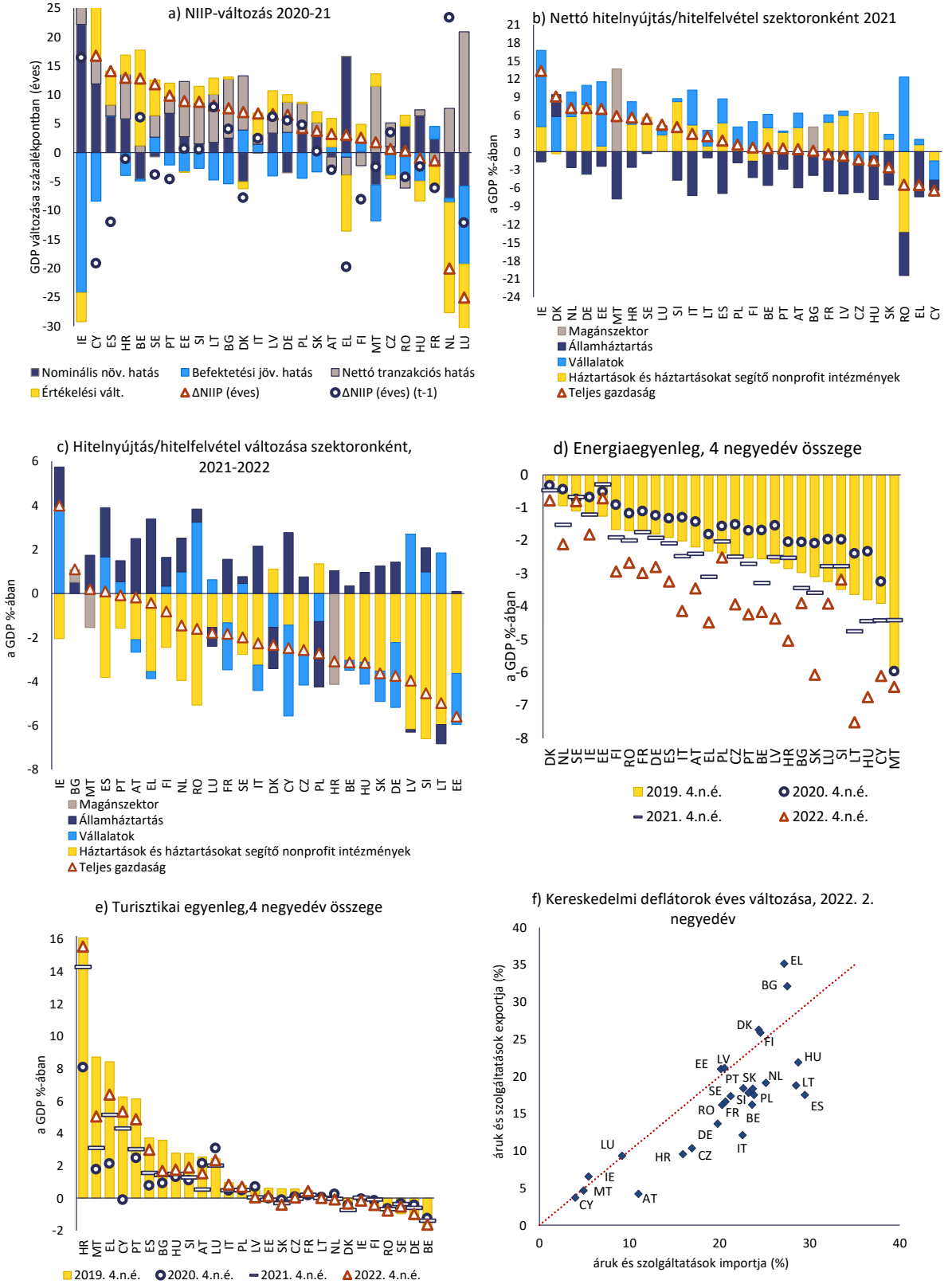
- Néhány nagy nettó adós ország, például Ciprus és különösen Görögország folyó fizetési mérlege továbbra is jelentős hiányt mutatott, annak ellenére, hogy Ciprus mérsékelt javulást könyvelt el. Míg Spanyolország csekély többlete kismértékben nőtt, Portugália mérsékelt hiánya 2021-ben nagyrészt változatlan maradt. Ezekben az országokban Spanyolország kivételével a folyó fizetési mérleg a gazdasági fundamentumok által indokolt szint alatt marad, még ha eltérő különbözettel is. 2022 első két negyedévében a nemzetközi turizmus további stabil helyreállása és az ágazat árainak emelkedése erőteljesen hozzájárul a turisztikai mérleg többletéhez, különösen Portugália és – valamivel kisebb mértékben – Ciprus, Görögország és Spanyolország esetében is, és a fő turistaszezon adatai még az év harmadik negyedévében várhatók. Spanyolország kivételével ugyanakkor ezen országokban a folyó fizetési mérlegre vonatkozó adatok romlása várható az év egészére nézve, ami elsősorban a rosszabb energiamérlegeket tükrözi. Az egyértelműen negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióik főként az erős nominális gazdasági növekedésnek köszönhetően javultak, de a javulást némileg gyengítették Görögország esetében a negatív értékelési hatások.

- Magyarország és Románia esetében a folyó fizetési mérleg hiánya igen jelentős, és évek óta most van a legmagasabb szinten. Románia folyó fizetési mérlege a már amúgy is magas szintű hiányról kiindulva romlott, és 2022-ben tovább romlik, sőt jövőre sem várható jelentős javulás. Magyarországon is érzékelhető romlás tapasztalható, 2023-ban csak enyhe javulás várható, az energiamérlege tekintetében pedig az egyik legerőteljesebb romlás. A magyar forint leértékelődése növeli a külső szektor fejleményeivel kapcsolatos aggodalmakat. Mindkét ország esetében a nettó nemzetközi befektetési pozíciók egyértelműen negatívak, de ennek jelentős részét a befelé irányuló közvetlen külföldi tőkebefektetések teszik ki. Emiatt a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nettó nemzetközi befektetési pozíciója (NENDI) az esetükben kedvezőbb.

- Lettországban, Máltán és Szlovákiában a folyó fizetési mérleg 2021. évi hiánya nem elhanyagolható mértékű volt. Sok esetben 2022-ben és 2023-ban jelentős romlás várható. Csehországban, Bulgáriában és Lengyelországban a folyó fizetési mérleg 2021. évi enyhe hiánya az előrejelzések szerint nőni fog. A złoty leértékelődése tovább növeli a külső szektor lengyelországi fejleményeivel kapcsolatos aggodalmakat. Belgiumban és Litvániában az előrejelzések szerint 2022-ben számottevő hiány alakul ki. A romló energiamérlegek következtében Szlovákiában és Litvániában a legnagyobbak között volt a kereskedelmi mérleg romlása. Szlovákia hiánya várhatóan tovább nő, meghaladva a világjárvány előtti szintet. Lengyelország és Szlovákia esetében, amelyek szembetűnően negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkeznek, valamint más közép- és kelet-európai tagállamok esetében a befelé irányuló közvetlen külföldi tőkebefektetések a külső kötelezettségeik jelentős részét teszik ki. Következésképpen NENDI-mutatójuk kedvezőbb.

- Dánia, Hollandia, Németország és Svédország nagy többlete továbbra is meghaladja folyófizetésimérleg-normáikat. Míg a folyó fizetési mérleg többlete ezekben az országokban – Svédország kivételével – 2021-ben nőtt, 2022-ben pedig várhatóan markáns csökkenést fog mutatni. Különösen Hollandia, Németország és Svédország folyó fizetési mérlege csökkent észrevehetően, és meghaladta az energiamérleg romlását. Dánia többlete az év első felében növekedett, de 2022-re összességében csökkenés várható. Hollandia, Dánia, Németország és Belgium nettó nemzetközi befektetési pozíciója jóval meghaladja a gazdasági fundamentumok által indokolt szintet.

2.1.3. ábra: **Külső szektor kiválasztott grafikonok**



Forrás: Az Európai Bizottság szolgálatai.

2.2. VERSENYKÉPESSÉG

A fajlagos munkaköltség 2020–2021-ben gyorsabban nőtt, mint a világjárvány előtti időszakban, és növekedési üteme 2022-ben gyorsul. 2020-ban a legtöbb tagállamban a fajlagos munkaköltségek erőteljes növekedése volt megfigyelhető a mért termelékenység mechanikus esései következtében, mivel a munkahelymegtartási programok a markánsan alacsonyabb kibocsátás ellenére enyhítették a foglalkoztatás visszaesését. 2021-ben ez a tendencia részben megfordult, mivel a termelékenység fellendülése vagy a fajlagos munkaköltségek csökkenéséhez, vagy növekedésük látható lassulásához vezetett csaknem az EU egészében (2.2.1. a) ábra). Az előrejelzések szerint a fajlagos munkaköltség idén és jövőre is emelkedni fog, néhány esetben jelentős mértékben (2.2.1. b) ábra). A fajlagos munkaköltségek növekedését várhatóan az egy munkavállalóra jutó nominálbér erőteljes emelkedése fogja vezérelni, amely valószínűleg szinte valamennyi uniós országban jelentősen meghaladja majd a reál munkatermelékenység növekedését (2.2.3. a) és b) ábra), gyakran alacsony és csökkenő munkanélküliség mellett. Egyes esetekben ezek a hatások a Covid19-válság előtti esetleges túlhevülési nyomással kapcsolatos aggályokhoz vezető tendenciák folytatódásával járhatnak. A gazdasági lendület lassulásával a termelékenység növekedése alacsonyabb lesz, és a fajlagos munkaköltségeket a közelmúltban tapasztaltnál kisebb mértékben fogja visszafogni.

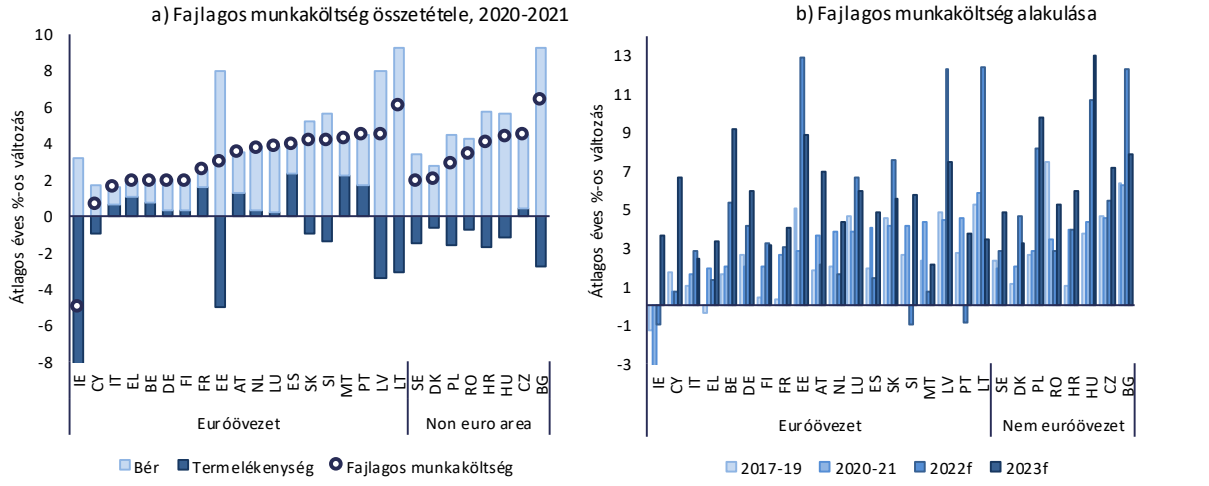
A reálárfolyam-dinamikák összességében még nem voltak jelentősek, bár eltérések mutatkoztak, különösen az euróövezeten kívül. A HICP-alapú reál effektív árfolyamok (REER) változásai 2021-ben visszafogottak maradtak, bár 2020-hoz képest több országban voltak megfigyelhetők kisebb leértékelődések. A HICP-alapú és a GDP-deflátoron alapuló reál effektív árfolyam változásai a 2021-ig tartó három év során szintén korlátozottak voltak (2.2.3. c) ábra). 2022-ben a nominális effektív árfolyam (NEER) eddig szinte valamennyi euróövezeti tagállamban leértékelődött, tükrözve az euró leértékelődését, míg a HICP-alapú reál effektív árfolyam változásai mérsékeltek maradtak, kivéve néhány olyan esetet, amikor az infláció sokkal magasabb volt, mint máshol, vagy ahol a NEER sokkal gyorsabban értékelődött le (2.2.3. e) ábra). Néhány euróövezeten kívüli országban a reál effektív árfolyam évközi változásai markánsabbak voltak. A GDP-deflátoron alapuló reál effektív árfolyam a legtöbb tagállamban nem mutat a romló árversenyképességre utaló határozott jeleket, bár az egyes országok között figyelemreméltó eltérések tapasztalhatók (2.2.3. d) ábra). A jövőben kihívások merülhetnek fel az euróövezeten belüli reál effektív árfolyamok tekintetében, mivel a különböző euróövezeti országokban eltérőek az inflációs ráták és különbségek vannak az euró nominálisárfolyam-változásaival szembeni kitettségek terén is. Az euróövezeten kívüli országokban nagyobb heterogenitás várható, ami részben a nominális árfolyamok eltérő dinamikáját tükrözi.

A magas és eltérő inflációs ráták veszélyeztetik a versenyképességet, amennyiben állandósulnak, az euróövezeten belül pedig különleges kockázatot jelentenek. Az 1. szakaszban foglaltak szerint az inflációs ráták nemcsak magasak, hanem nagyon eltérőek is, az euróövezeten belül is. Összességében ez az eltérés a gazdaságok eltérő energiaintenzitásában gyökerezik, és befolyásolja a kormányzati intézkedések nagyságrendje és összetétele. Annak ellenére, hogy az inflációt nagyrészt az energiaköltségek növekedése vezérli, és hogy várhatóan csökkenni fog, az inflációs ráták eltérése két szempontból veszélyezteti a versenyképességet. Először is előfordulhat, hogy az energiaárak nem térnek vissza a korábbi szintre, hanem magasabb szinten stabilizálódnak. Ez jelentős költségekkel járna bizonyos ágazatok, például az energiaigényes iparágak számára. Amennyiben ezek a költségek állandóvá válnak, az energiaköltségek közvetlen hatása miatt magasabb inflációval jellemzett országok tartósan magasabb árszinttel

rendelkeznének. Ez a relatív növekedés negatív hatással lehet versenyképességükre, és az áthelyezés kockázatához vezethet, ami végső soron az exportrészesedések és a potenciális növekedés csökkenését eredményezheti a leginkább kitett országokban. Idővel ez szükségessé teheti üzleti modelljük megváltoztatását, és költséges strukturális eltolódásokat is maga után vonhat. Másodszor, az inflációs különbségek az energián kívül is áremelkedésekhez vezethetnek. Az országok közötti különbségek nemcsak az általános inflációs rátákhoz kapcsolódnak, hanem a maginflációban is egyre markánsabbak. A 2.2.1. keretes írás azt a kockázatot tárgyalja, hogy ezek állandósulhatnak, és további emelkedéseket idézhetnek elő, többek között a bérek tekintetében is. Az ilyen szélesedő különbségek reál felértékelődést eredményezhetnek, ami csökkenti a versenyképességet. A versenyképesség ebből eredő relatív változásai az egyensúly helyreállását eredményezhetik az euróövezetben, ha a már meglévő versenyképességi gyengeségekkel jellemzett országok javulnak a többi országhoz képest. Jelenleg azonban az infláció legszembetűnőbb különbségei összességében nem érintik a nagy nettó hitelezőket vagy a nettó adósokat. Ezenkívül egyes esetekben a heterogén inflációs várakozások az euróövezeten belüli sebezhetőségek növekedéséhez vezethetnek, ha egyes országokban a túl alacsony várható reálkamatlábak túlzott adósságfelhalmozást eredményeznek. Az euróövezeten kívül a devizák leértékelődése egyéb kockázatokkal is jár, például a külső hitelfelvétel és az adósságszolgálat költségei tekintetében.

A jelenlegi helyzet, amelyben az inflációs különbségek növekednek, eltér a globális pénzügyi válság előtti helyzettől, de ebben a helyzetben is felmerülhet a makrogazdasági egyensúlyhiány kockázata. A pénzügyi válságot megelőző időszakban egyes euróövezeti országokban a magas infláció olyan ciklust eredményezett, amelyben az alacsony reálkamatlábak túlzott keresletet és adósságfelhalmozást váltottak ki, fokozva a reálárfolyamok felértékelődését. Ezúttal azonban a megtapasztalt sokk túlnyomórészt egy szűkülést okozó, költségnövelő energiasokk, nem pedig bővülést eredményező. Míg ezúttal a leginkább érintett országokban a magas inflációval alacsonyan tarthatók a reálkamatlábak és rövid távon enyhülhet a magasabb energiaszámlák miatt a keresletre gyakorolt kedvezőtlenebb hatás, az árak vagy bérek állandósult emelkedése megnehezítheti az infláció csökkentésére irányuló erőfeszítéseket, ami a versenyképesség romlásához vezethet, ez pedig visszafoghatja a gazdasági növekedést a jövőben.

2.2.1. ábra: **Fajlagos munkaköltség**



1) Az országok a fajlagos munkaköltség 2020–2021. évi szintje szerinti növekvő sorrendben szerepelnek.
Forrás: Ameco; a 2022. és 2023. évi adatok az Európai Bizottság 2022. őszi gazdasági előrejelzéséből származnak. Az adatok a munkavállalók és foglalkoztatott személyek számára vonatkoznak

Az exportpiaci részesedés 2021. évi alakulása a Covid19-válság hatásainak részleges megfordulását tükrözi, de a magasabb energiaköltségek és a kereskedelem lassulása

közepette a közeljövőben valószínűleg csökkenni fog. A világjárvány hatására csökkent azon gazdaságok exportpiaci részesedése, amelyekben jelentős a nemzetközi idegenforgalmi ágazat, és amelyek közül többen negatívabb külső pozícióval rendelkeznek, illetve számos nettó hitelező ország exportpiaci részesedése nőtt a válság előtti szinthez képest. Az előrejelzések szerint 2023-ban a legtöbb uniós országban csökkenni fog az exportrészesedés, amelyet hátrányosan érint az európai energiaköltségek különösen magas növekedése, és amiben az ellátási lánc zavarai is szerepet játszanak. Erősebb hatás várható néhány jelentős feldolgozóipari ágazattal rendelkező nettó hitelező ország esetében.

A versenyképesség változásai általában véve ismét elősegítették a külső pozíciók egyensúlyának szimmetrikusabb helyreállítását az euróövezeten belül. (2.2.3. f) ábra). A fajlagos munkaköltségek alakulása a nettó adós országokban valamivel mérsékeltebb, mint a nettó hitelező országokban. Az infláció, és különösen a maginfláció alakulása azonban vagy nagyjából hasonló, vagy néha visszafogottabb volt a nettó hitelező országokban, ami a jövőben megzavarhatja az egyensúly helyreállítását, kivéve, ha a bérek alakulása a munkaerőpiaci pangásra tekintettel továbbra is eltér. Míg a nettó hitelező országok általában nagyobb hasznot húznak az euró leértékelődéséből, tekintettel az euróövezeten kívüli kereskedelemből való nagyobb részesedésükre, ebben az esetben az exportpiaci részesedés dinamikája a külső egyensúly helyreállítására mutat, mivel a nettó adós országok visszanyerik az elvesztett exportpiac egy részét, míg a nettó hitelezők részesedése a jövőben várhatóan csökkenni fog.

Kékkel azok az országok, amelyek esetében a nominális fajlagos munkaköltség növekedése (3 éves %-os változás) 2021-ben meghaladta a 9%-ot (euróövezet) vagy a 12%-ot (euróövezeten kívül)																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Kékkel jelölve azok az országok, amelyek esetében az REER/HICP-deflátor (3 éves %-os vált.) 2021-ben +/- 5% fölött (euróövezet) vagy +/- 11 % fölött (euróövezeten kívül) volt																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Kékkel jelölve azok az országok, amelyek exportpiaci részesedése a világ exportjából (5 éves %-os változás) 2021-ben -6% alatt volt																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Az országok szintjén a következő fejleményeket érdemes kiemelni a versenyképességgel kapcsolatban:

- A fajlagos munkaköltségnek a 2021-ig tartó hároméves időszakban kumulált növekedése 15 tagállamban haladta meg az eredménytábla küszöbértékét, ezek: Ausztria, Bulgária, Csehország, Észtország, Hollandia, Lettország, Litvánia, Luxemburg, Magyarország, Málta, Portugália, Románia, Spanyolország, Szlovénia és Szlovákia. A HICP-alapú reál effektív árfolyam esetében a hároméves változások visszafogottabbak voltak, és egyetlen tagállam sem lépte túl az eredménytábla küszöbértékeit. Az exportpiaci részesedés ötéves változásai Franciaországban, Olaszországban és Spanyolországban elmaradtak az eredménytábla küszöbértékétől 2021-ben. Míg Franciaországban a visszaesés elsősorban az árukivitel csökkenő részesedésére vezethető vissza, Spanyolországban és Olaszországban a visszaesést a szolgáltatások csökkenő exportrészesedése okozta. A fent említett csökkenés mindhárom országban a 2020. évi világjárvány alatt volt a legszembetűnőbb.

- A költségnyomással kapcsolatos aggodalmak néhány országban évek óta jelentősek, és fokozódnak, vagy nem enyhülnek kellőképpen, többek között Bulgáriában, Csehországban, Észtországban, Lettországban, Litvániában, Luxemburgban, Magyarországon, Romániában és Szlovákiában. E költségnyomás jellemzően már a Covid19-válság előtt is jelentős volt, és a legtöbb esetben 2021-ben és 2022 első felében is folytatódott a viszonylag szűk munkaerőpiacokkal jellemzett körülmények között. Az előrejelzések szerint a fajlagos munkaköltség növekedése a jövő évben továbbra is magas marad, vagy ismét erőteljesen

növekedni fog ezen országok többségében. Közülük többen a versenyképességüket érintő további kockázatokkal is szembesülnek az infláció megugrásával összefüggésben, amely sokkal magasabb, mint az EU többi részében és az euróövezet országaiban. Míg ezen országok többségében a reál effektív árfolyam az előrejelzések szerint 2023-ban leértékelődik, Szlovákia esetében enyhe felértékelődés várható.

- Máltán és Szlovéniában hasonló hatások voltak megfigyelhetők, mint a fent említett országokban a Covid19 előtti időszakban, de a versenyképesség csökkenésével kapcsolatos aggályok – ha voltak ilyenek – 2021-ben mérsékeltebbek voltak, és várhatóan idén is csekélyek maradnak. Belgiumban és Lengyelországban a fajlagos munkaköltségek az előrejelzések szerint idén és jövőre jelentősen emelkedni fognak. Ezzel szemben a fajlagos munkaköltség növekedése Olaszországban visszafogottabb volt, és az előrejelzések szerint továbbra is az lesz, ami a versenyképesség kismértékű viszonylagos javulására utal.

- Néhány nagy nettó adós országban, köztük Cipruson, Görögországban, Portugáliában és Spanyolországban enyhültek a költség-versenyképességgel kapcsolatos aggodalmak. Konkrétabban: a fajlagos munkaköltség valamivel kisebb mértékben nőtt, mint a kereskedelmi partnerek és az euróövezet többi része esetében.

2.2.1. keretes írás: Az infláció potenciális állandósulása és a versenyképesség-csökkenés

Az EU-ban 2021 vége óta megfigyelhető magas és eltérő infláció hátrányosan befolyásolhatja a versenyképességet, különösen ha tartósan fennáll. Ha az aggregált béremelések teljes mértékben vagy részben kiegyenlítik a munkavállalók vásárlóerejének csökkenését, ezek a béremelések magasabb fajlagos munkaköltségekben fognak kifejeződni, kivéve, ha azokat a termelékenység növekedése ellensúlyozza. A fajlagos munkaköltség ilyen növekedése másodlagos hatásokhoz és a magasabb jövőbeli infláció kockázatához vezethet. ([19]) Az euróövezeti tagállamok versenyképességében eltérések alakulhatnak ki, ha az inflációs sokk nagyon különböző az egyes országokban, vagy ha az inflációs sokk nyomán nagyon különböző másodlagos hatások alakulnak ki. Ha azonban a béremelés iránti igények figyelembe veszik, hogy az infláció valószínűleg csökkenni fog, akkor az ár-bér spirál kockázata továbbra is korlátozott. A Bizottság euróövezetről szóló, 2023. évi jelentése tárgyalja az inflációs várakozásoknak a béremelésekben játszott szerepét. ([20]) A legtöbb tagállamban az emelkedő energiaárak felelnek az áremelkedések nagy részéért. Ha azonban az infláció az energián túl más termékekre és szolgáltatásokra is nagymértékben kiterjedt, az életszínvonalat csak akkor lehet fenntartani, ha a jövedelemnövekedés az energiaárak esése esetén is fennmarad. Az átfogó árindexek energia- és élelmiszer-összetevői meglehetősen volatilisek lehetnek, és a monetáris politikai döntések aránylag nem érintik őket, mivel ezeket az árindexeket jellemzően erőteljesen befolyásolják a nemzetközi piacok, legalábbis rövid távon, azaz szabályozási vagy fiskális politikai beavatkozás hiányában.

([19]) Az IMF közelmúltbeli elemzése azt mutatja, hogy a bér-ár spirál kockázata viszonylag visszafogott lehet. A következtetés az infláció, a bérek és a munkanélküliség jelenlegi alakulásának a fejlett gazdaságok hasonló történelmi epizódjaival való összehasonlításán alapul, azzal a fenntartással, hogy ezeknek az epizódoknak nem kell teljes mértékben reprezentatívnak lenniük a jelenlegi eseményekre nézve, különös tekintettel a Covid19-sokk sajátos jellegére. Ezenkívül az elemzés nem veszi figyelembe a 2022. évi fejleményeket, amikor az energiaárak okozta sokk a legtöbb uniós országra teljes intenzitással csapott le. Lásd: IMF (2022): Wage dynamics after-COVID-19 and wage-price spiral risks (A bérek dinamikája a Covid19 után és a bér-ár spirál kockázatai), in: World Economic Outlook (Világgazdasági kilátások): Countering the cost-of-living crisis (A megélhetési költségek válsága elleni küzdelem). 2. fejezet, 2022. október.

([20]) SWD(2022) 382. Bizottsági szolgálati munkadokumentum. Az euróövezet gazdaságpolitikájára vonatkozó tanácsi ajánlásra vonatkozó ajánlást kísérő 2023. évi jelentés az euróövezetről.

Ennek eredményeként a központi bankok a maginfláció mérőszámait használják az alapul szolgáló inflációs trend jobb megértéséhez. ([21])

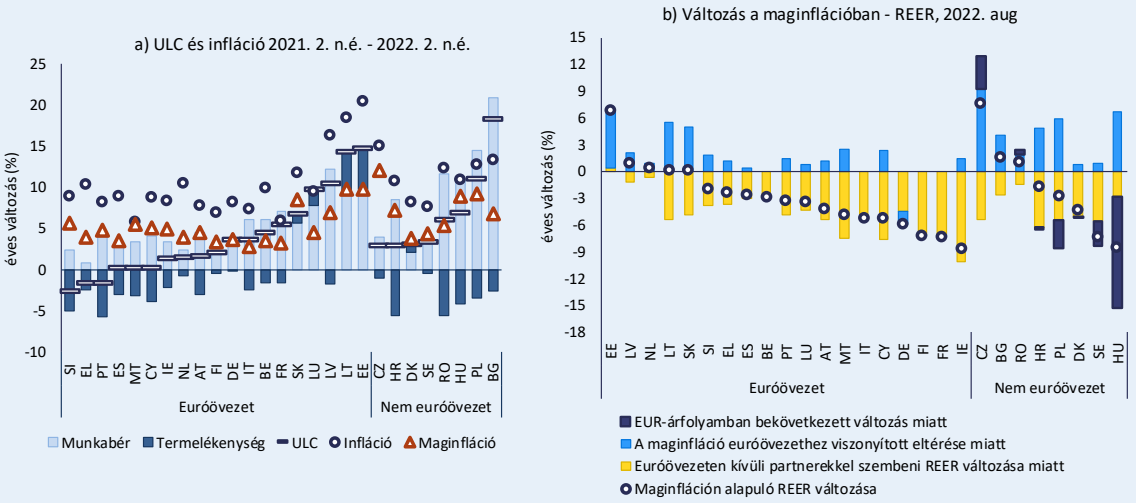
Több uniós ország, köztük Észtország, Lettország, Litvánia és Luxemburg, valamint két euróövezeten kívüli tagállam, Bulgária és Lengyelország fajlagos munkaköltsége ugrott meg az év során, 2022 második negyedévéig (2.2.2. a) ábra). Ennek oka az egy munkavállalóra jutó bér igen erőteljes növekedése volt, amely meghaladta a 10 %-os mértéket, vagy ahhoz nagyon közel volt. Mindazonáltal csak négy tagállamban nőtt az egy munkavállalóra jutó bér az áraknál nagyobb mértékben, és a különbség Bulgáriában különösen nagy volt. A termelékenységi változások nem voltak elegendőek a fajlagos munkaköltség növekedésének mérsékléséhez, és egyes esetekben meg is erősítették azt. Bulgáriában és Luxemburgban a fajlagos munkaköltségek az áraknál nagyobb mértékben emelkedtek, míg Észtországban, Lengyelországban, Lettországban és Litvániában növekedésük meghaladta a maginflációt. Míg ez utóbbi Belgiumra, Franciaországra, Olaszországra és Romániára is igaz, a fajlagos munkaköltség növekedése az esetükben némileg visszafogottabb volt. A fajlagos munkaköltségek árnövekedéssel szembeni többlete további áremelések kockázatát hordozza magában, amelyekre azért van szükség, hogy a vállalatok megőrizhessék az ár-költség különbözeteket.

Az eltérő maginfláció és a fajlagos munkaköltség alakulása jelentős és tartósabb következményekkel járhat egyes országok versenyképességére nézve, ami különösen releváns az euróövezet országai tekintetében. A maginfláción alapuló reál effektív árfolyam változása (2.2.2. b) ábra) Észtország, Litvánia és Szlovákia versenyképességének nem elhanyagolható romlására utal, ami az euróövezet többi részéhez képest sokkal magasabb maginflációnak tudható be. Az utóbbi két ország esetében ezt ellensúlyozzák a reál effektív árfolyamnak az euróövezeten kívüli országokkal szembeni változásai. Ezzel szemben Németország, és kisebb mértékben Finnország, Franciaország és Olaszország versenyképességének kedvez az euróövezet többi részéhez viszonyított alacsonyabb maginfláció. A reál effektív árfolyam euróövezeten kívüli országokkal szembeni, széles körben megfigyelt leértékelődése tovább erősíti ezen országok versenyképességének javulását.

Egyes euróövezeten kívüli országok esetében a nominális árfolyam mozgásai erősen befolyásolták a reál effektív árfolyamot. A legszembetűnőbb Magyarország esete, ahol az erőteljes nominális leértékelődés a viszonylag magas maginfláció ellenére a versenyképesség javulásához vezetett. Hasonló hatások figyelhetők meg Lengyelországban és Svédországban is. Ezzel szemben Csehországban felértékelődött a nominális (effektív) árfolyam, ami a viszonylag magas maginflációs ráta mellett erős reál felértékelődéshez vezetett. Meg kell jegyezni, hogy bár a devizaleértékelés enyhítheti a költségnyomást, más kockázatokat is maga után vonhat, például a devizában denominált, mind belföldi, mind külföldi adósság magasabb adósságszolgálati költségeit. Ez korlátozhatja, hogy a nominális leértékeléseket a megnövekedett költségek versenyképességre gyakorolt hatásának enyhítésére alkalmazzák.

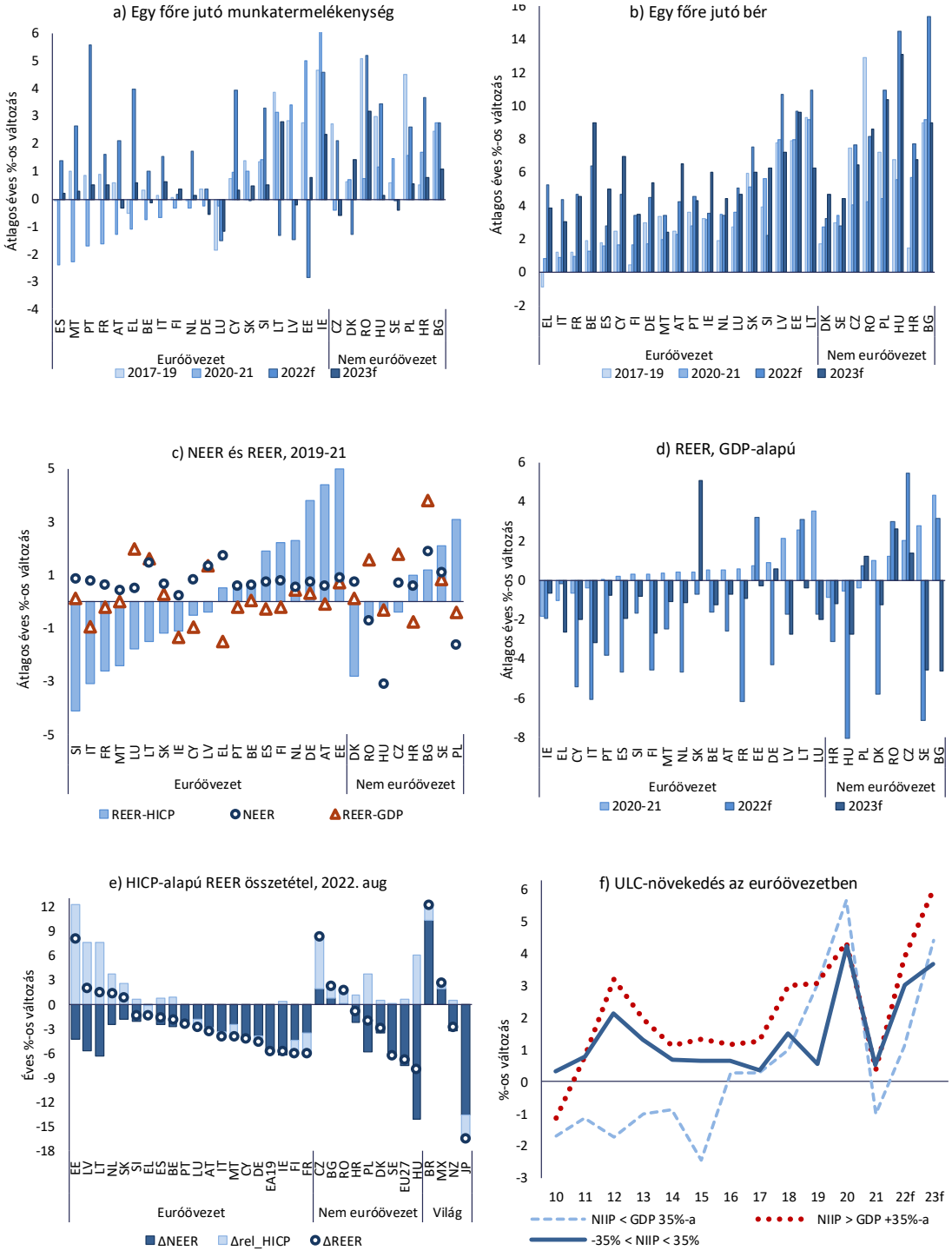
([21]) Lásd: M. Ehrmann és mások (2018): Measures of underlying inflation for the euro area (A mögöttes infláció mérése az euróövezetben), EKB Gazdasági jelentés, 4/2018. kiadás.

2.2.2. ábra: **Fajlagos munkaköltség, (mag)infláció és versenyképesség**



Az országok a fajlagos munkaköltség változásának növekvő sorrendjében, azaz a maginfláción alapuló reál effektív árfolyam csökkenő sorrendjében szerepelnek. A maginflációs mérőszám nem tartalmazza az energiát, az élelmiszert, az alkoholt és a dohányt. A maginfláción alapuló reál effektív árfolyamot elemzési célokra számították ki, amelyben a kínai és japán kereskedelmi partnerekre vonatkozó maginflációs rátákra közelítő értéket alkalmaztak a fogyasztói árindexük általános növekedése alapján, mivel a maginfláció mérőszáma nem állt rendelkezésre.
Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.

2.2.3. ábra: **Versenyképesség: kiválasztott grafikonok**



Forrás: Az Európai Bizottság szolgálatai.

2.3. NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK

A nem pénzügyi vállalatok adósságának GDP-hez viszonyított aránya 2021-ben számos országban jelentős maradt, bár tovább csökkent. Az elmúlt évtizedben számos tagállamban lezajlott jelentős adósságcsökkentést követően a nem pénzügyi vállalatok adósságának GDP-hez viszonyított aránya 2021-ben a legtöbb uniós országban elmaradt a világjárvány előtti csúcsértéktől. Mindazonáltal 2021-ben az adósságráta meghaladta a gazdasági fundamentumok és a prudenciális aggályokhoz kapcsolódó szintek által indokolt szinteket az uniós országok csaknem felében, és számos országban a 2019-ben, a Covid19-világjárvány kezdete előtt regisztrált szintek felett volt (2.3.1. a) és b) ábra). ([22]) 2021-ben a legtöbb tagállamban csökkent a vállalati adósság GDP-hez viszonyított aránya, főként a GDP-növekedés markáns fellendülésének köszönhetően (2.3.3. a) ábra). A nem pénzügyi vállalatokra irányuló nettó hitelnyújtás pozitív volt az EU-ban, és 2021-ben a legtöbb uniós országban élénkülni kezdett, többek között számos olyan esetben, amikor a beruházások bővülése miatt magas volt a nem pénzügyi vállalatok adósságállománya (2.3.3. c) ábra).

Az adósságcsökkentési folyamat, amely 2021-ben újraindult, 2022-ben folytatódott, de a jövőben a nehéz makrogazdasági környezet valószínűleg hátráltatni fogja e folyamatot. A vállalati adósság GDP-hez viszonyított aránya 2022 első felében szinte minden tagállamban tovább csökkent a hitelek növekedése ellenére, ami a növekvő likviditási igények jele is lehet. Az új nettó hiteleknek a vállalati adósság GDP-hez viszonyított arányára gyakorolt hatását több mint ellensúlyozta a reál-GDP növekedése és az infláció meredek emelkedése (2.3.3. b) ábra). A passzív hitelállomány-leépítés várhatóan összességében folytatódni fog, nem annyira a reál-GDP növekedése, mint inkább az infláció növekedése miatt, de jelentős a kockázata annak, hogy az adósságráta csökkenése lelassulhat vagy megfordulhat. Az infláció növekedése csökkentheti a haszonkulcsokat, ha a növekvő költségeket nem lehet áthárítani a fogyasztókra, és összességében csökkenti a keresletet. A vállalatok nyereségrészesedése 2022 első felében mérséklődni kezdett, de továbbra is meghaladja a Covid19 előtti szintet. A vállalatoknak nyújtott, rövid lejáratú új hitelek nagy aránya szinte minden euróövezeti országban azzal jár, hogy a hitelezési feltételek szigorítása és az emelkedő kamatlábak meglehetősen gyorsan érinthetik a vállalatokat. ([23]) Számos euróövezeten kívüli tagállamban jelentősen emelkedtek a vállalatokra vonatkozó hitelkamatlábak, ami a devizában denominált vállalati hitelek magas aránya mellett további sebezhetőségeket is jelez.

A vállalati nemteljesítő hitelekkel és csődökkel kapcsolatos aggályok fokozódása a Covid19-válságot követően hozzáadódik a vállalati és a pénzügyi szektor általános

([22]) Az országspecifikus adósságcsökkentési referenciaértékeket az Európai Bizottság a Gazdaságpolitikai Bizottság LIME munkacsoportjával együttműködve dolgozta ki (Európai Bizottság: Benchmarks for the assessment of private debt [Referenciaértékek a magánszektor adósságállományának értékeléséhez], feljegyzés a Gazdaságpolitikai Bizottság számára, ARES (2017) 4970814), továbbá J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini és S. Zeugner: Is Private Debt Excessive? (Túlzott mértékű a magánadósság?) (Open Economies Review, 3. szám, 471–512. o., 2020.) munkája alapján. A fundamentumokon alapuló referenciaértékek a magánszektor adósságállományát értékelik a hitelállomány bővülésének fő meghatározó tényezőit vizsgáló regressziók alapján, figyelembe véve az adott kezdeti adósságállományt. A prudenciális küszöbértékek azt az adósságszintet jelzik – minimálisra csökkentve az elmaradt válság és a hamis riasztások valószínűségét –, amely felett a bankválság valószínűsége viszonylag magas.

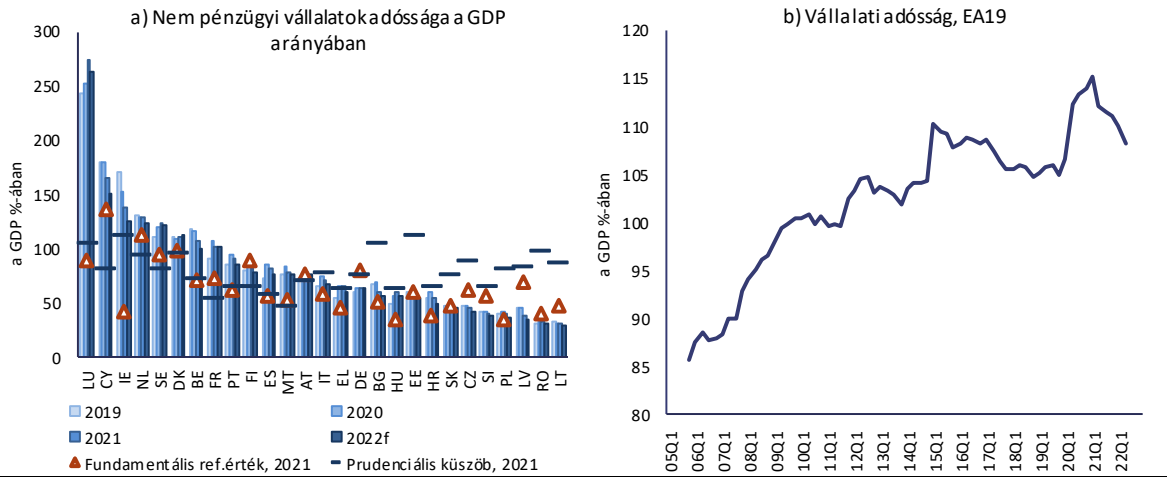
([23]) Európai Központi Bank (2022), Pénzügyi stabilitási jelentés– 2022. május. 2021. évi adatok: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.pdf

sebezhetőségéhez. Egyes iparágakat, például a szálláshely-szolgáltatást és a közlekedést súlyosan érintette a Covid19-válság. ([24]) A nemteljesítő hitelek aránya és az üzleti csődök a legtöbb tagállamban csökkentek 2020 óta, még az adósságtörlesztési moratóriumok fokozatos megszüntetése után is. A kiszolgáltatott helyzetben lévő vállalatok aránya azonban a Covid19 után különösen magas néhány olyan országban, ahol jelentős a nemteljesítő hitelek aránya (2.3.3. f) ábra). Míg a nemteljesítő vállalati hitelek aránya a legtöbb tagállamban még 2022 első felében is tovább csökkent, egyes tagállamokban növekedésnek indult (2.3.3. e) ábra). Emellett 2022 első felében egyes tagállamokban emelkedni kezdett az üzleti csődök száma. Emellett, miközben a hitelállomány továbbra is erőteljesen növekszik, a hitelminőségi követelmények jelentősen szigorodnak, és a 2013 óta tapasztalt legmagasabb szinten vannak (2.3.3. c) és d) ábra). Míg az elmúlt években nőttek a likviditási tartalékok és a nettó megtakarítások, a nehéz makrogazdasági környezet – a strukturális átalakulásokkal és az ellátási lánc zavaraival párosulva – a mérlegek romlásához, a haszonkulcsok csökkenéséhez vezethet, és az adósságszolgálatra, valamint a vállalati megtakarításokra és befektetésekre is hatással lehet (lásd: 2.3.1. keretes írás).

Az energiaválság egyes iparágakat különösen súlyosan érint majd az áremelkedések és az ellátási zavarok miatt, és tartós hatást gyakorolhat, ami strukturális átalakulásokhoz vezethet. Az energiaigényes iparágak különösen veszélyeztetettek, és mérlegeikre nyomás nehezedhet. Az energiaválság felgyorsítja a strukturális átalakulásokat. Bár az energiaárak és -ellátás várhatóan normalizálódni fog, állandó strukturális változás következhet be, amely széles körű hatást gyakorolhat a nagyobb mértékben érintett országok termelési kapacitására és potenciális növekedésére, energiaintenzitásuktól és termelésük szakosodásától függően. Az energiaválság akut szakasza vállalatok bezárásához és/vagy a kereslet más – kevésbé érintett – helyszíneken zajló termelés felé történő eltolódásához vezethet, ami külföldre történő tartós kiszervezést eredményez. Az árak és a bérek magasabb szinten normalizálódhatnak, ami növelheti az energetikai átálláshoz kapcsolódó költségeket, és összességében a versenyképesség csökkenéséhez vezethet, különösen egyes energiaigényes iparágakban, továbbá különbségek alakulhatnak ki az egyes országok között.

([24]) Lásd: L. Archanskaia, P. Nikolov és W. Simons (2022): Estimates of corporate cleansing during COVID-19 – using firm-level data to measurement its productivity impact (A vállalati tisztogatás becslései a Covid19 során – vállalati szintű adatok felhasználása a termelékenységre gyakorolt hatás mérésére), Quarterly Report on the Euro Area (Negyedéves jelentés az euróövezetről) (QREA), 21. kötet, 2. szám (2022).

2.3.1. ábra: **A nem pénzügyi vállalatok adósságállománya**



Az országok a nem pénzügyi vállalatok adósságának GDP-hez viszonyított 2021. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek.

Forrás: Eurostat ágazati pénzügyi mérlegek – hitelek (F4) + hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (F3), Ameco és a Bizottság szolgálatainak becslései.

A szakpolitikai beavatkozások fontos szerepet játszanak a nemzetgazdaságok vállalati stresszel szembeni védelmében, de a koordináció hiánya aggályokat vethet fel az euróövezet és a belső piac szempontjából. A nemzeti szakpolitikai beavatkozások méltányosabban osztják meg az energiaválság terhét a vállalati, a háztartási és az állami szektor között. E beavatkozások különösen fontosak lesznek a kitett iparágak védelme, valamint az aktivitás csökkenésének, a bezárásoknak, a kihelyezéseknek és a hitelek nemteljesítésének elkerülése szempontjából. Ilyen intézkedések nélkül a vállalati stressz elterjedhetne a nemzetgazdaságokban. Bár eddig ez nem bizonyított, a pénzügyi feltételek és a rendelkezésre álló költségvetési mozgástér végső soron szerepet játszhat a nemzeti beavatkozások lehetséges mértékében és hatókörében, és az országok közötti eltérő megközelítések növelhetik a vállalatok likviditási vagy fizetőképességi kockázatainak eltéréseit, különösen abban az esetben, ha a válság elmélyülne vagy elhúzódna. Ez viszont hatással lenne az árakra, mivel a vállalati beruházások és az árképzési magatartás különbségei a keresletnövekedés és a monetáris transzmissziós mechanizmus eltéréseihez vezethetnek, tekintettel az euróövezetben meglévő és kialakuló inflációs és versenyképességi különbségekre. További integrációs erőfeszítések segíthetnek a kihívások e kombinációjának leküzdésében, valamint a vállalatok sebezhetőségének, továbbá a növekedés és a termelékenység terén mutatkozó eltéréseknek a csökkentésében. Nemzeti oldalon a megfelelő fizetésképtelenségi rendszerek fontosak a vállalati fizetésképtelenség hosszú távú gazdasági hatásának minimalizálása szempontjából.

Az országok szintjén a következő fejleményeket érdemes kiemelni:

- Svédországban és Dániában a nem pénzügyi vállalatok adósságállománya nagyon magas, meghaladja a GDP 100 %-át, a fundamentális és prudenciális referenciaértékeket, és további jelek utalnak a sebezhetőségre. Svédországban a vállalati adósság GDP-hez viszonyított aránya még mindig meghaladja a Covid19-válság előtti csúcsot, és növekszik. Dániában a vállalati betétek a már amúgy is alacsony szintről tovább csökkentek.

- Belgiumban, Cipruson, Írországban, Luxemburgban és Hollandiában a nem pénzügyi vállalatok adósságának GDP-hez viszonyított aránya szintén nagyon magas, 100 % feletti, és meghaladja a fundamentális és prudenciális referenciaértékeket. Ez azonban a közvetlen külföldi befektetésekhez nyújtott hitelek és a határokon átnyúló, vállalaton belüli hitelfelvétel jelentős részesedésének is köszönhető, amelyek részben korlátozhatják a sebezhetőséget.

- Franciaországban, Görögországban, Máltán és Portugáliában csökkenő pályán vannak a nem pénzügyi vállalatok adósságának GDP-hez viszonyított magas, a fundamentális és prudenciális referenciaértékeket meghaladó arányai. Franciaországban és Máltán a magas adósságszintet részben enyhítik a jelentős likviditási tartalékok. Ausztriában a vállalati adósság GDP-hez viszonyított aránya meghaladja a prudenciális küszöbértéket, és a hitelállomány növekedése erőteljes volt. A Covid19-válság aránytalanul érintett számos iparágat, és kiszolgáltatottá tette a vállalati szektort olyan országokban, mint például Görögország és Olaszország.

- Spanyolországban a vállalati adósság GDP-hez viszonyított aránya meghaladja a fundamentális és prudenciális referenciaértékeket. Bulgáriában a vállalati adósság GDP-hez viszonyított aránya mérsékelt, bár meghaladja a fundamentális referenciaértéket, és magasabb, mint a régió országaié.

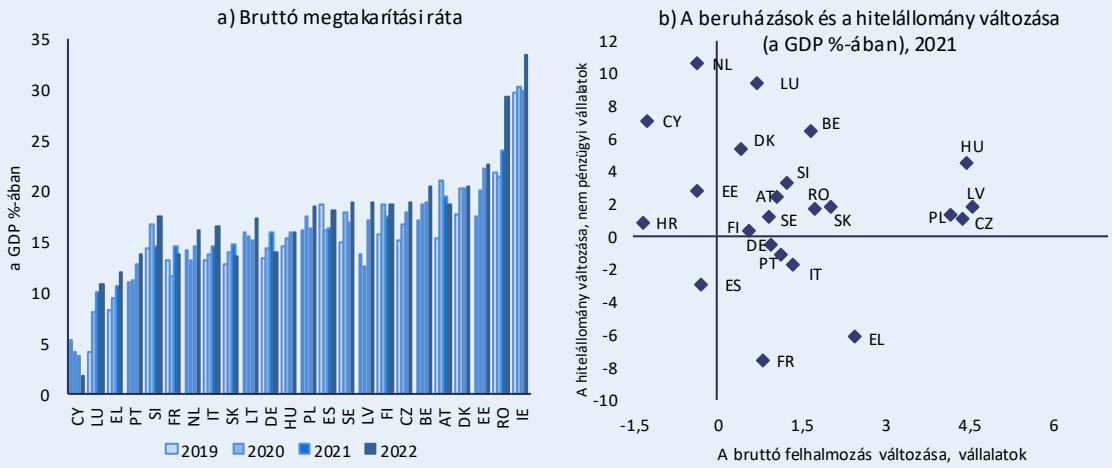
2.3.1. keretes írás: A vállalati megtakarítások és beruházások alakulása

A vállalati megtakarítások és beruházások alakulása hasznos információkkal szolgálhat a vállalati stabilitásról és a vállalati adósságállományokhoz kapcsolódó sebezhetőségekről. A beruházások finanszírozásához igénybe vett vállalati adósság növekedése közgazdasági értelemben különbözik a váratlan költségek fedezésére szolgáló vállalatiadósság-növekedéstől, mivel a beruházások finanszírozására szolgáló további hitelek felvétele általában növeli a termelékenységet és a termelési kapacitást, és ezáltal a vállalat stabilitását. Ugyanakkor a magas adósságállományhoz kapcsolódó vállalati sebezhetőség részben enyhíthető a megtakarítások vagy a betétek növelésével. E keretes írás részletesebben megvizsgálja, hogy a Covid19-világjárványból való kilábalással és a közelmúltbeli gazdasági lassulással összefüggésében milyen szerepet játszik a vállalati megtakarítások és beruházások alakulása a vállalati sebezhetőségek mérséklésében.

A Covid19-világjárvány óta számos tagállamban nőttek a vállalati megtakarítások (2.3.2. a) ábra). Sok vállalat a Covid19-világjárvány kezdetén elővigyázatossági megtakarításokat képzett likviditási helyzetének javítása érdekében, amit részben támogatási intézkedések is elősegítettek. A vállalati bruttó megtakarítások 2021 negyedik negyedévében csökkenni kezdtek, és 2022 első felében az egy évvel korábbihoz képest továbbra is erőteljesen csökkentek, de a legtöbb országban változatlanul meghaladják a Covid19 előtti szintet. A GDP százalékában kifejezett vállalati megtakarítások azonban 2022-ben az előrejelzések szerint összességében nőhetnek a legtöbb tagállamban (2.3.2. a) ábra). A betétállomány a tagállamok többségében csökkenni kezdett 2022 első felében, hiszen sok vállalatnak jelentős likviditásra van szüksége a termelési költségek erőteljes növekedése miatt, de továbbra is a 2019-es szint felett maradt. Az Unióban a nem pénzügyi vállalatok nyereséghányada 2022 első felében mérséklődni kezdett ugyan, de továbbra is meghaladja a Covid19 előtti szintet.

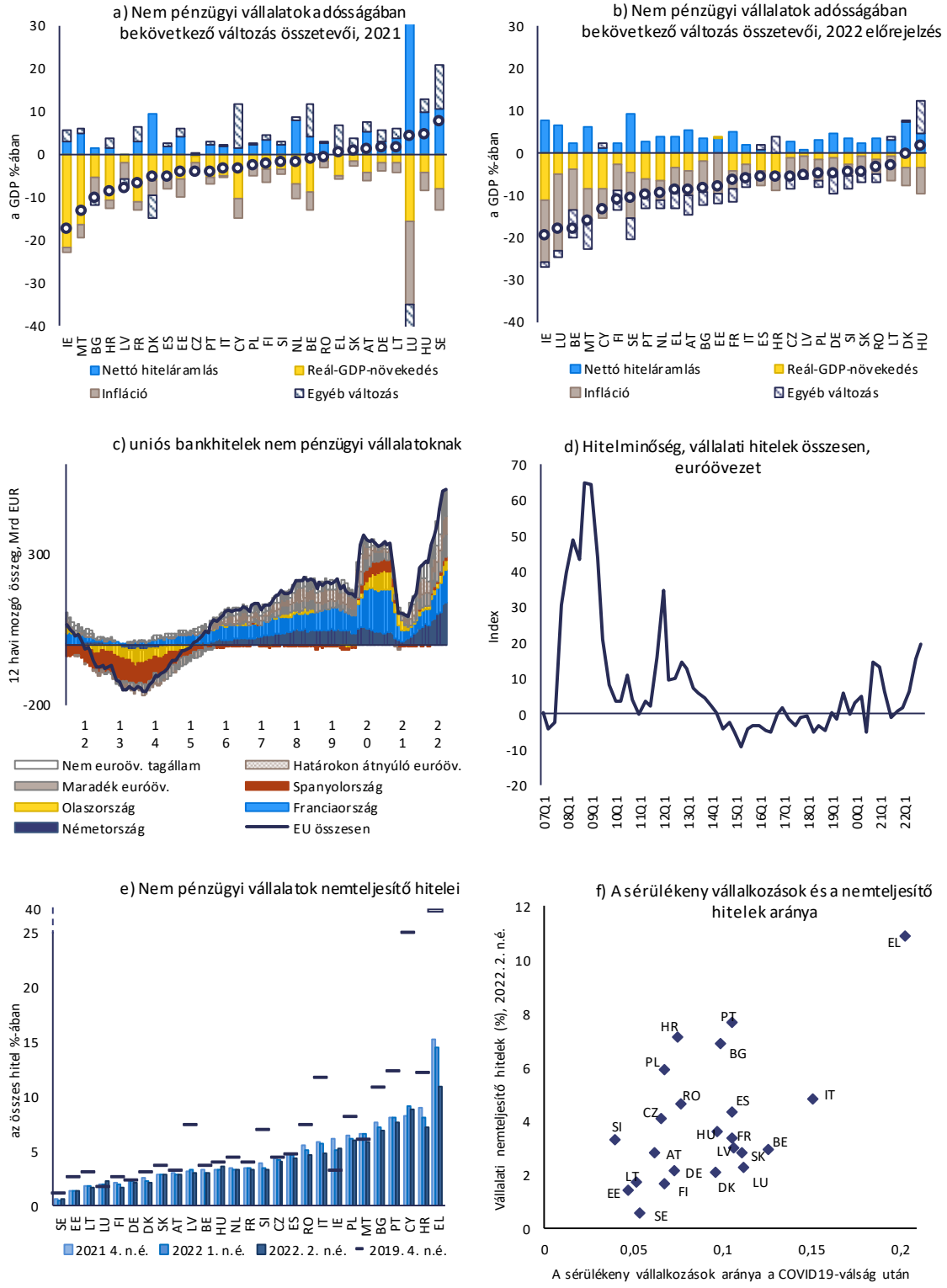
A Covid19-válsággal erőteljesen visszaestek a vállalati beruházások, de 2021-ben a legtöbb országban helyreálltak. Erőteljes fellendülés volt tapasztalható: a GDP-arányos vállalati bruttó felhalmozás 2021-ben Ausztria, Ciprus, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Spanyolország és Szlovákia kivételével 16 tagállamban (csak 24 tagállam tekintetében állnak rendelkezésre adatok) meghaladta a 2019-es szintet. 2021-ben számos tagállamban nőttek a beruházások és a nettó hiteláramlások – mindkét esetben a GDP százalékában kifejezve (2.3.2. b) ábra). Ez arra utal, hogy egyes országokban további hiteleket vettek igénybe a beruházások finanszírozására. Az EKB banki hitelezésről szóló felmérése szerint az állóeszköz-beruházások finanszírozási igénye 2022 folyamán jóval kisebb jelentőséggel bírt a hitelkereslet szempontjából. Reálértéken az EU egészét tekintve a beruházások 2022 első felében továbbra is enyhén növekedtek, de a korábbiaknál jóval kisebb ütemben, és még nem tértek vissza a 2019-es szintre.

2.3.2. ábra: **A nem pénzügyi vállalatok befektetései, hitelei és megtakarításai**



(1) Írországot azért távolítottuk el az ábra jobb oldaláról, mert a befektetések 2021-ben nagyon volatilisek voltak.
Forrás: Eurostat és Ameco.

2.3.3. ábra: **Nem pénzügyi vállalatok: kiválasztott grafikonok**



A nettó hiteláramlások (hitelügyletek) az Eurostat vonatkozó szektorális pénzügyi tranzakciós számláin – F4 (Hitelek) és F3 (Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok) – nyilvántartott ügyleteknek felelnek meg.
A vállalkozásokra vonatkozó átlagos hitelminőségi követelmények, hitelkínálat, súlyozott nettó százalékos arány (szigorított, mínusz, enyhített vagy fordított), az egyes országoknak a terület összesített fennálló hitelkinnlevőségének összegén belüli részaránya alapján. A kiszolgáltatott helyzetben lévő vállalkozások meghatározását lásd a 24. lábjegyzetben.

Forrás: Ameco, Eurostat, EKB.

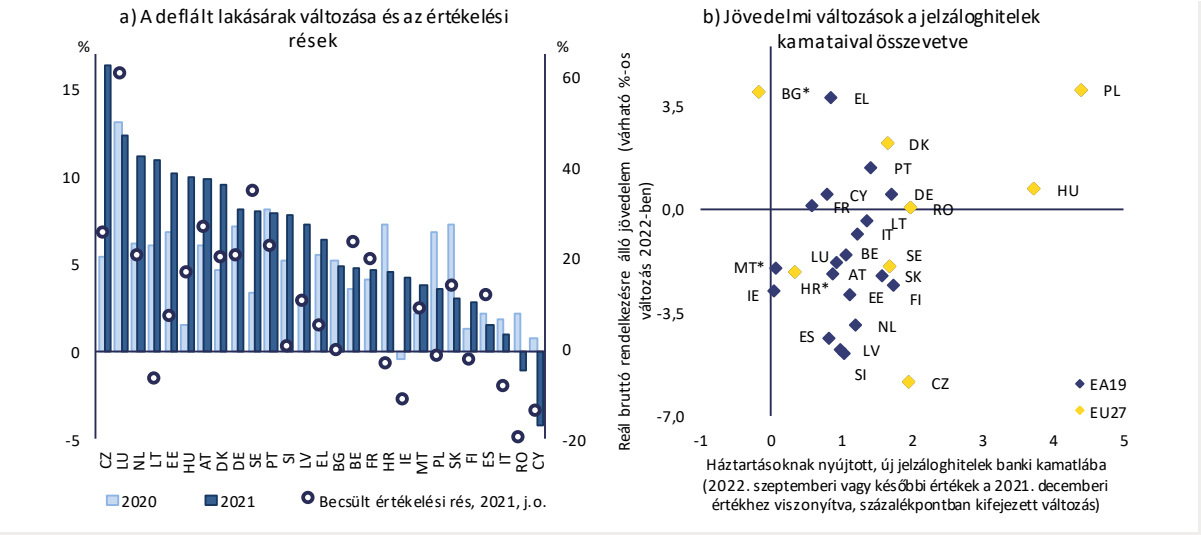
2.4. LAKÁSPIACOK ÉS A HÁZTARTÁSOK ADÓSSÁGÁLLOMÁNYA

A lakásárak emelkedése 2021-ben tovább gyorsult, és a becslések szerint a lakásárak az uniós tagállamok felében több mint 10 %-kal túlértékeltek. A Covid19-világjárvány kitörése óta felgyorsult a lakásárak növekedése, és 2021 végén a becslések szerint az árak több tagállamban több mint 10 %-kal, sok tagállamban pedig több mint 20 %-kal túlértékeltek (2.4.1. a) ábra). ([25]) A lakásárak emelkedésének gyorsulása nominális értéken sokkal szembetűnőbb, de a legtöbb országban – a magas infláció jellemezte időszakban – még a deflált lakásárak növekedése is felgyorsult. A lakáspiacot továbbra is a korlátozott kínálat jellemzi, és ez a magas építési költségekkel együtt, erős kereslet mellett hozzájárult a magasabb lakásárakhoz.

A lakásárak 2022 első felében rekordmértékű növekedési ütemet mutattak, rövid és középtávon azonban mérséklődés várható. Az alacsony jelzáloghitel-kamatok és a jövedelemnövekedés a hitelek és a lakásárak elmúlt évtizedben tapasztalható növekedésével egyaránt összefüggtek, bár a világjárvány kitörése óta túl nagy a gyorsulás üteme ahhoz, hogy azt e tényezőknek lehessen betudni. A kamatlábak emelkedésével várhatóan némileg mérséklődnek majd a lakásárak, és a 2022-es közelmúltbeli évközi adatokból az derül ki, hogy ha nem is az összes, de számos uniós tagállamban ez már folyamatban van. A jelzáloghitel-kamatok továbbra is jelentősen elmaradnak az inflációtól, ami rekordmértékű negatív reálkamatlábakat eredményez és további ingatlanvásárlásokra ösztönöz, de az új jelzáloghitelek költségének várható emelkedése idővel mérsékelni fogja a lakáskeresletet és a lakásárakat. Ehhez hasonlóan a vásárlóerő magasabb infláció okozta csökkenése, valamint a gazdaság erejével és a háztartások jövedelmével kapcsolatos bizonytalanság ugyancsak mérsékli a lakások iránti keresletet, és ily módon szintén hozzájárul a lakásárak növekedésének megfékezéséhez. Egyes országokban már jelentősen nőttek a jelzáloghitel-kamatok, miközben a reáljövedelmek a legtöbb uniós tagállamban csökkennek vagy stagnálnak (2.4.1. b) ábra).

([25]) A lakásárak értékelési különbözeteit országspecifikus referenciaértékek alapján számítják ki. Az összesített értékelési különbözet az egyes referenciaértékekhez viszonyított következő különbözeteken alapul: i. az ár/jövedelem arány eltérése a hosszú távú átlagtól; ii. az ár/lakbér arány eltérése a hosszú távú átlagtól; iii. eltérés az alapvető keresleti és kínálati tényezők regresszióján alapuló referenciaértékektől – 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.

2.4.1. ábra: **A lakásárak alakulása és fundamentális tényezők**



(1) Az a) ábrában az országok a deflált lakásárindex 2021. évi növekedése szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. Részletes leírásért és a módszertanért lásd a 25. lábjegyzetet.
(2) A b) ábrában a háztartásoknak nyújtott új jelzáloghitelek banki kamatlábai a (hitelköltségek szempontjából meghatározott) mozgó átlaggal súlyozott volumenek alapján számított teljes hitelállomány átlaga az euróövezet országai esetében (kék gyémántok), illetve a volumenek súlyozása nélkül számított havi átlag az euróövezeten kívüli országok esetében (sárga gyémántok). (*) A rendelkezésre álló bruttó reáljövedelmet a munkavállalói reáljövedelemmel közelítik. A Magyarországra vonatkozó legfrissebb rendelkezésre álló kamatláb 2022. augusztusi.
Forrás: Eurostat, Ameco. EKB, az Európai Bizottság 2022. őszi gazdasági előrejelzése és a Bizottság szolgálatainak a lakásárak 2021. évi becsült értékelési különbözeteivel kapcsolatos becslései.

A 2020-as növekedést követően 2021-ben a háztartások GDP-arányos adósságrátája a legtöbb uniós tagállamban csökkent, bár a nettó hiteláramlás megélénkült. A háztartások GDP-arányos adósságrátája 2021-ben 2020-hoz képest csökkent a GDP növekedése miatt, de több országban továbbra is meghaladta a 2019-es értéket, és 2022-ben sem várható alapvető változás (2.4.3. a) és b) ábra). A háztartások felé irányuló nettó hiteláramlás azonban szinte minden uniós tagállamban pozitív volt, és még ott is nőtt, ahol a háztartások adósságállománya már eleve magas volt. A háztartások adósságállománya az országspecifikus gazdasági fundamentumokon alapuló referenciaértékekkel és a prudenciális küszöbértékekkel összehasonlítva az EU közel felében magasnak tűnik. ([26])

A bankhitelek 2022-ben nem alakultak egyenletesen az Unióban, a hitelállomány növekedése különösen az euróövezeten kívüli országokban lassult. Az euróövezeten kívül a jelzáloghitel-kamatlábak a pénzpiaci kamatlábakkal együtt jelentősen nőttek. Ez különösen a nominális árfolyamuk leértékelődésével küzdő országok esetében volt így. Az euróövezetben egyenetlenebbül alakultak a bankhitelek, de az utóbbi időben is nőttek a hitelköltségek (2.4.1. b) ábra). A nettó banki hiteláramlás csak nagyon kevés euróövezeti országban lassult, míg az euróövezeten kívüli országokban jobban látható a lassulás (2.4.2. b) ábra).

A jövőre nézve a háztartások jelzáloghitel-törlesztési képességével kapcsolatban kockázatok merülnek fel. A legtöbb tagállamban magas a legfeljebb öt éves időtartamra rögzített kamatozású hitelek részaránya: nyolc uniós tagállamban 80 % fölött van, további kilenc tagállamban pedig 40 % és 80 % között mozog, ami ezekben az országokban kiszolgáltatottabbá teszi a háztartásokat a kamatlábemelésekkel szemben. A háztartási jövedelmekre nyomás nehezedik, mivel az emelkedő energiaszámlák csökkentik az egyéb kiadásokra rendelkezésre álló

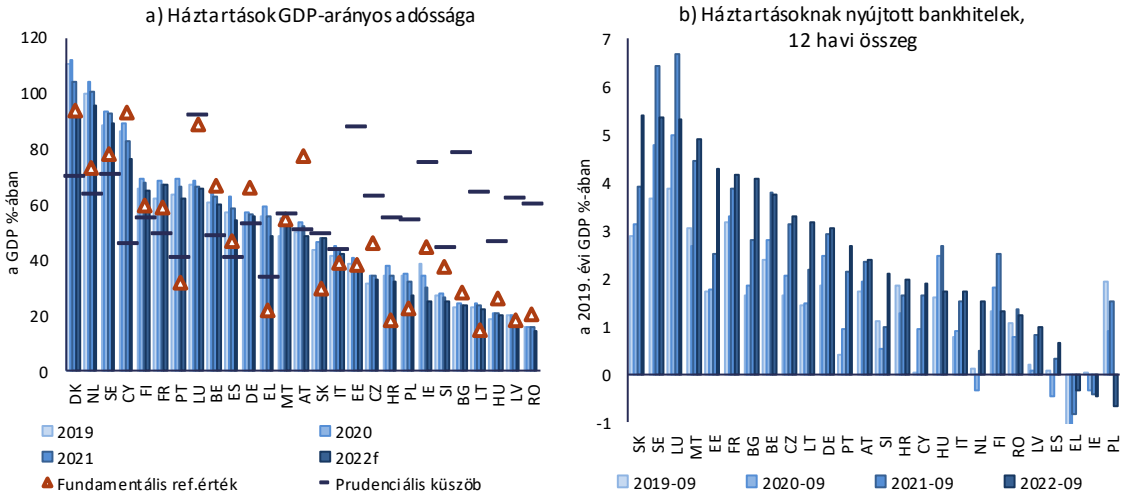
([26]) Lásd a 22. lábjegyzetet.

jövedelmet. E két hatás azzal a kockázattal jár, hogy a nagyon alacsony, sőt negatív reálkamatlábak ellenére nyomás nehezedik a mérlegre. Egy jelentősebb mértékű vagy hosszabb ideig tartó – a foglalkoztatást kedvezőtlenül érintő – gazdasági visszaesés további hiteltörlesztési nehézségeket idézhet elő és a hitelek tovább átstrukturálására lehet szükség.

A lakásárak jelentős negatív korrekciójából eredő gazdasági kockázatokat – bár kizárni nem lehet – némileg enyhíti, hogy a szektor kisebb súllyal van jelen a gazdaságban, valamint makroprudenciális intézkedésekre került sor. 2021-ben az építőipari aktivitás magasabb volt azokban az országokban, ahol a lakásárak a leginkább túlértékeltek, de még mindig elmaradnak a csúcsértéktől. Ez csökkentheti az árak negatív korrekciójának hatását, mivel a hozzáadott értéket és a foglalkoztatást kevésbé érintené, mint a globális pénzügyi válság előtt, bár a vagyonhatások csökkenthetik a háztartások fogyasztásának növekedését. Emellett a lakásárak csökkenése valószínűleg visszafogottabb lesz, mivel a lakáskínálat szűküléséhez vezető strukturális tényezők továbbra is fennmaradhatnak. A hatályos makroprudenciális intézkedések a lakáspiaccal kapcsolatos, általános pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatokat is csökkentették (lásd a 2.4.1. keretes írást). Ezen enyhítő körülmények ellenére továbbra is fennállnak olyan kockázatok, amelyek átterjedhetnek más ágazatokra, és negatív visszacsatolási spirált hozhatnak létre, amelyek felszínre hozzák a rendszerszintű gyengeségeket.

Az egyes országok eltérő lakáspiaci dinamikája a közös monetáris politikával együtt az euróövezeten belül eltérő tendenciákhoz vezethet. Még ha a nagymértékű lakásárkorrekciók kockázata mérsékeltnek is tűnik, a magas jelzálog-eladósodottságot illetően kihívások merülnek fel, különösen rövid kamatlábrögzítési időszakok, hosszú lejáratú jelzáloghitelek és a fundamentumokkal indokolható szint feletti ingatlanértékelés esetén. Az euróövezeti tagállamokban igen eltérő a helyzet, ami a közös monetáris politika szempontjából bizonyos kihívásokat vethet fel. A nagyon korlátozott lakáskínálattal rendelkező országokban nem biztos, hogy az euróövezeten belüli monetáris és finanszírozási feltételek jelenlegi szigorítása elegendő lesz a lakásárak mérsékléséhez. Ezzel szemben a rugalmasabb kínálattal rendelkező országokban a pénzügyi feltételek szigorítása a lakásárak csökkenéséhez vezethet, ami kedvezőtlen hatással lenne az építőiparra. Ezért nagyobb hangsúlyt kaphatnak az országspecifikus szakpolitikák, különösen az ingatlanadózással, a háztartások adósságállományával és a törlesztésekkel kapcsolatban, valamint a kínálatoldali makroprudenciális intézkedések és politikák.

2.4.2. ábra: **Háztartások adósságállománya és lakossági bankhitelek**



(1) Az a) ábrában az országok a háztartások adósságának GDP-hez viszonyított 2021. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. Az adósság hitelekből (F4) és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból (F3) áll. Részletes leírásért és a módszertanért lásd a 25. lábjegyzetet.
(2) A b) ábrában az országok a bankhitelek GDP-hez viszonyított aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. A hitelek az EKB jelentése szerinti kiigazított hitelek (nettó forgalom). Dániára vonatkozóan nem álltak rendelkezésre adatok.
Forrás: Eurostat, Ameco, EKB, az Európai Bizottság 2022. őszi gazdasági előrejelzése és a Bizottság szolgálatainak becslései.

Kékkel jelölve azok az országok, amelyek esetében a deflált lakásárindex növekedése (1 éves %-os változás) 2021-ben 6% fölött volt																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Országos szinten a lakáspiacot és a háztartások adósságállományait illetően a következő fejleményeket érdemes kiemelni:

- 2021-ben a deflált lakásárak növekedése a következő 14 tagállamban meghaladta az eredménytábla szerinti 6 %-os küszöbértéket: Ausztria, Csehország, Dánia, Észtország, Görögország, Hollandia, Lettország, Litvánia, Luxemburg, Magyarország, Németország, Portugália, Svédország és Szlovénia. 2022 második negyedévében Csehországban, Észtországban, Litvániában és Magyarországon még mindig gyorsuló ütemben emelkedtek a lakásárak, és nominális értéken több mint 20 %-kal nőttek az egy évvel korábbihoz képest; további 12 tagállamban – Ausztriában, Bulgáriában, Hollandiában, Horvátországban, Írországban, Lengyelországban, Lettországban, Luxemburgban, Németországban, Portugáliában, Szlovákiában és Szlovéniában – 10–20 %-os áremelkedés volt megfigyelhető.

- Ausztria, Belgium, Csehország, Dánia, Hollandia, Luxemburg, Németország, Portugália és Svédország azon tagállamok közé tartozik, ahol a lakásárak a becslések szerint több mint 20 %-kal túlértékeltek. Franciaországban és Svédországban a háztartások adósságállománya meghaladja a prudenciális szintet, magas a lakossági hitelszint, és a háztartások adósságállománya a becslések szerint 2022 végén meghaladja majd a 2019-es szintet. Míg Franciaország esetében a jelzáloghitelek többsége fix kamatozású, addig Svédországban a jelzáloghitelek több mint kétharmada változó kamatozású, és legfeljebb csak egy évre lehet rögzíteni a kamatokat, így a háztartások esetében nagyobb a kockázata annak, hogy a magasabb kamatlábak miatt nőnek a jelzáloghitelek törlesztőrészletei. Az Unión belül Luxemburgban a legmagasabb a lakásárak túlértékeltsége, és a háztartások jövedelméhez

viszonyítva nagyon magas a háztartások adósságállománya; továbbá a hitelállomány is gyorsan bővül. Ausztriában, Csehországban és Németországban a háztartások adósságállománya a prudenciális szint alatt vagy azzal megegyező szinten van, de nőtt a háztartások felé irányuló hiteláramlás. Az ERKT a közelmúltban ajánlásokat adott ki Ausztria és Németország számára a lakóingatlanpiacukkal kapcsolatban. Belgiumban a háztartások adósságállománya a prudenciális szint felett van, Portugáliában pedig a prudenciális és az alapvető szintet egyaránt meghaladja. Portugáliában a jelzáloghitelek kétharmada esetében szintén legfeljebb csak egy évre rögzítik a kamatlábakat, a fennmaradó jelzáloghitelek esetében pedig többnyire egytől öt évig terjedő időtartamra rögzítik a kamatlábakat.

- A lakásárak Észtországban, Franciaországban, Görögországban, Lettországban, Magyarországon, Máltán, Spanyolországban és Szlovákiában is túlértékeltek voltak 2021-ben, 2022 első felében pedig gyorsan emelkedtek. A háztartások adósságállománya Észtország és Lettország kivételével ezekben az országokban is a prudenciális küszöbérték felett van vagy növekszik és megközelíti a referenciaértékeket. Szlovákiában az idők során nőtt a háztartások adósságállománya, most meghaladja az alapvető referenciaértéket, és az előrejelzések szerint még az idén átlépi a prudenciális küszöbértéket.

- Bulgáriában, Horvátországban, Írországban, Lengyelországban, Litvániában és Szlovéniában a nominális lakásárak szintén gyors ütemben emelkednek – 2022 első felében az egy évvel korábbihoz képest 10 %-ot meghaladó mértékben nőttek.

- Cipruson és Finnországban a lakásárak nem tűnnek túlértékeltnek, de a háztartások adósságállománya terén vannak problémák. Cipruson csökken és jelenleg az alapvető referenciaérték alatt van a háztartások adósságállománya, de a becslések szerint még jóval a prudenciális küszöbérték felett van. Finnországban a háztartások adósságállománya szintén az alapvető és a prudenciális szint felett van. Mindkét országban a jelzáloghitelek több mint 90 %-a változó kamatozású, illetve a kamatlábakat legfeljebb csak egy évre rögzítik.

2.4.1. keretes írás: A lakóingatlanokhoz kapcsolódó sebezhetőségek ERKT általi értékelése

Az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) 2016 óta rendszeresen értékeli az Európai Gazdasági Térség (EGT) országaiban a lakóingatlanokkal kapcsolatos középtávú sebezhetőségeket ([27]). Az ERKT az egész EGT-ben aktívan értékelte a lakóingatlanokkal kapcsolatos sebezhetőségeket, és miután 2016-ban kiadta az első figyelmeztetéseket, 2019-ben országspecifikus ajánlásokat, valamint további figyelmeztetéseket adott ki a lakóingatlan-szektorral kapcsolatos középtávú sebezhetőségekről. Az ERKT figyelmeztetéseket adhat ki, ha szükségesnek tartja jelezni az olyan sebezhetőségeket és tendenciákat, amelyek megingathatják a pénzügyi stabilitást, ellenben ajánlásokat nemcsak a pénzügyi stabilitási kockázatok jelzése érdekében ad ki, hanem azért is, hogy jelezze a szükséges korrekciós intézkedéseket. A legutóbbi értékelést 2022 februárjában tette közzé.

Az ERKT 2022. februári értékelése arra a következtetésre jutott, hogy több országban tovább nőttek a lakásárak gyors növekedéséből és a háztartások növekvő eladósodottságából eredő, lakóingatlan-szektort érintő kockázatok. Az ERKT értékelése által kiemelt legfőbb sebezhetőségek középtávúak, és országtól függően a lakásárak gyors növekedéséhez és a lakóingatlan-szektor esetleges túlértékeléséhez (lévén növekszik az emelkedő lakásárak és a háztartások rendelkezésére álló jövedelem közötti különbség), a háztartások eladósodottsági szintjéhez és dinamikájához, a lakáshitelek növekedéséhez és a hitelezési szabályok lazítására utaló jelekhez kapcsolódnak. A konkrét sebezhetőségek országonként eltérőek, és az aggályosabb eseteket az egyes figyelmeztetések és ajánlások részletesebben ismertetik. A makroprudenciális politikai megfontolásokon túlmenően számos országban a lakhatási és adópolitika reformjával hatékonyabban lehetne enyhíteni néhány alapvető sebezhetőséget.

2.4.1. táblázat:

		LU	SE	NL	DK	AT	CZ	DE	PT	BE	SK	MT	EE	HU	SI	HR	BG	LT	FR	PL	FI	IE	LV	ES	EL	IT	CY	RO
Az EKRT kockázatértékelése 2022	Stock kockázatok	M	M	M	M	K	K	K	K	K	K	K	K	A	A	A	A	A	K	K	K	K						
	Flow kockázatok	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	K	K	K	K						
	Összes kockázat	M	M	M	M	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Megfelelő és elegendő szakpolitika, 2022		Nem	Nem	Nem	Nem	Nem	Igen	Nem	Igen	Igen	Nem	Igen	Igen	Nem	Igen	Nem	Nem	Igen	Igen	Igen	Nem	Igen						
Figyelmeztetés (F) vagy ajánlás (A) az adott évben	2016	F	F	F	F	F				F											F							
	2019	A	A	A	A		F	F		A									F		A							
	2022					A		A			F			F		F	F											

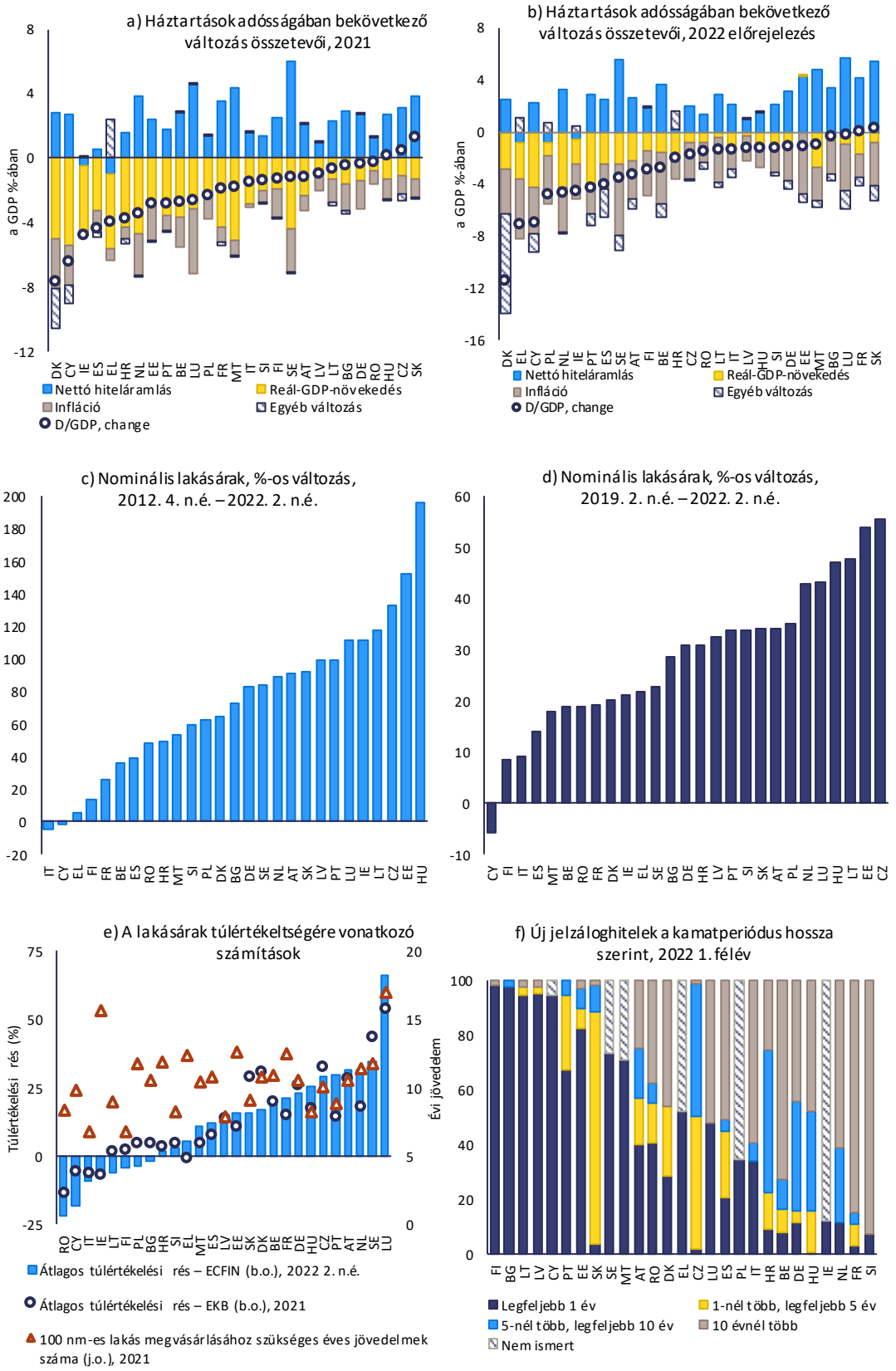
(1) NA – Nincs értékelve.
Forrás: ERKT.

Értékelését követően az ERKT négy országspecifikus figyelmeztetést és két ajánlást adott ki az uniós tagállamok számára a lakóingatlanokkal kapcsolatos középtávú sebezhetőségekről. Figyelmeztetést adott ki négy olyan uniós tagállam kapcsán, amelyekben újonnan azonosított sebezhetőségeket: Bulgária, Horvátország, Magyarország és Szlovákia. Ajánlásokat adott ki Ausztria és Németország részére, amelyek már 2016-ban, illetve 2019-ben is kaptak figyelmeztetést az ERKT-tól, és amelyek nem kezelték kellőképpen a sebezhetőségeiket. Továbbra is jelentősek a lakóingatlan-szektorral kapcsolatos sebezhetőségek azokban az országokban, amelyek 2019-ben ajánlásokat kaptak az ERKT-tól. Dániában, Finnországban, Hollandiában, Luxemburgban és Svédországban a sebezhetőségek a kezelésük érdekében nemrégiben bevezetett intézkedések ellenére továbbra is fennállnak. A legtöbb ilyen esetben a lakásárak tovább emelkedtek vagy a

([27]) ERKT (2016), „Vulnerabilities in the EU residential real estate sectors" (Az uniós lakóingatlan-szektorban mutatkozó sebezhetőségek), 2016. november, ERKT (2019), „Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries" (Az EGT-országok lakóingatlan-szektorában mutatkozó sebezhetőségek), 2019. szeptember és ERKT (2022), „Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries" (Az EGT-országok lakóingatlan-szektorában mutatkozó sérülékenységek), 2022. február.

korábbiakhoz képest még gyorsabban nőttek, ami a lakásárak változatlan vagy fokozott túlértékeltségéhez vezetett. A háztartások eladósodottságával kapcsolatos kockázatok több országban szintén változatlanok maradtak vagy növekedtek. A többi EGT-ország esetében az ERKT a lakóingatlan-szektorban vagy nem azonosított jelentős sebezhetőségeket, vagy igen, de azok kezelésére elegendőnek ítélte a jelenlegi szakpolitikai irányvonalat.

2.4.3. ábra: **Háztartások adósságállománya és lakásárak: kiválasztott grafikonok**



Forrás: Ameco, Eurostat, EKB, a Bizottság szolgálatai.

2.5. KORMÁNYZATI SZEKTOR

A legtöbb tagállamban 2021-ben csökkent az államadósság-ráta, de továbbra is jóval meghaladja a világjárvány előtti szintet. 2021-ben szinte az összes uniós tagállamban csökkent a GDP-arányos adósságráta, uniós összesítésben pedig mintegy két százalékponttal esett vissza. Ez a csökkenés annak tudható be, hogy 2020 után helyreállt a nominális GDP, miközben továbbra is kedvező finanszírozási feltételek álltak fenn. Ezzel szemben a költségvetési hiányok – ugyan alacsonyabbak voltak, mint 2020-ban – gyakran továbbra is jelentős mértékűek voltak: az euróövezetben átlagosan a GDP 5,1 %-át, az Unióban pedig a GDP 4,6 %-át tették ki, mivel a költségvetési politikák továbbra is expanziós irányvonalat képviseltek. A költségvetési hiányok továbbra is különösen a világjárvány által érintett háztartások és cégek támogatására szolgáló, a Covid19-cel kapcsolatos jelentős ideiglenes szükséghelyzeti intézkedések hatását tükrözték, amelyek uniós összesítésben a GDP mintegy 3¼ %-ának feleltek meg.

A GDP-arányos államadósság 2022-ben várhatóan tovább csökken a legtöbb uniós tagállamban. 2022-ben az államadósság az előrejelzések szerint összességében 3,5 százalékponttal csökken a legtöbb tagállamban, de még mindig meghaladja a 2019-es szintet, egyes esetekben közel 15 százalékponttal. A javulás az adósság implicit költségét meghaladó mértékű folyamatos nominális gazdasági növekedésnek, valamint a költségvetési hiányok annak ellenére bekövetkező további csökkenésének köszönhető, hogy a Covid19-világjárvánnyal összefüggésben két éven keresztül nyújtott jelentős költségvetési támogatást követően a háztartások és a vállalatok számára a magas energiaárakhoz kapcsolódóan jelentős támogatási csomagokat biztosítottak. A leginkább eladósodott országokban jelentősebb mértékben csökkent az államadósság-ráta, mivel a gazdasági növekedés erőteljesebb adósságcsökkentési hatással bír, ha nagyobb a GDP-arányos államadósság. Néhány alacsony vagy mérsékelt államadósság-rátával rendelkező országban ez várhatóan tovább növekszik.

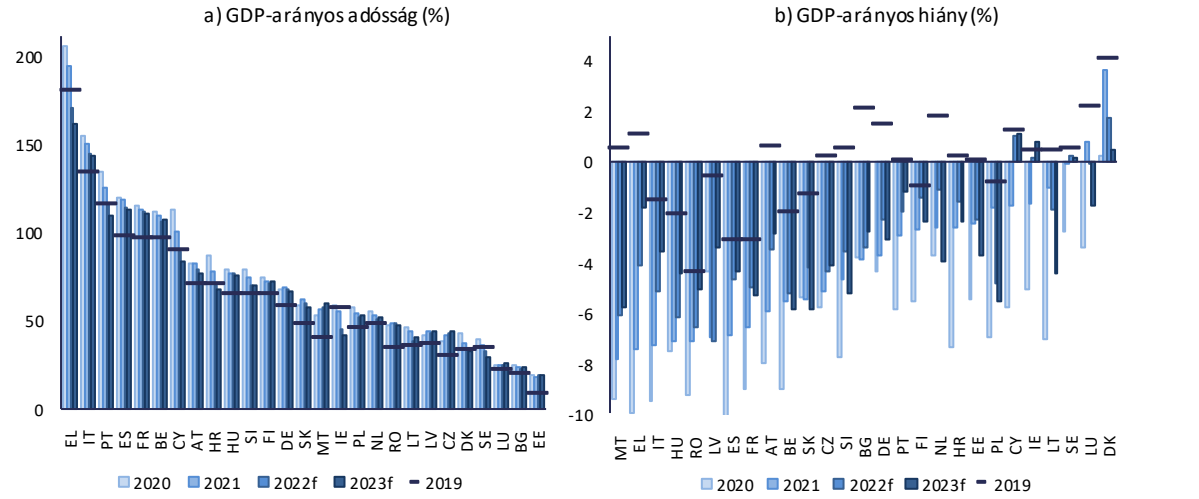
A 2023-ra vonatkozó kilátások a legtöbb uniós tagállamban enyhébb csökkenést jeleznek vagy az államadósság-ráta stabilizálódását vetítik előre. Az előrejelzések szerint 2023-ban a gazdasági aktivitás gyengülése az államadósság-ráta kisebb mértékű csökkenéséhez vezet, míg a költségvetési hiányok összességében várhatóan növekedni fognak, némi eltéréssel az egyes országok között. Az előrejelzések szerint az államadósság-ráta 2023-ra csak a tagállamok egy kisebb részében éri majd el a Covid19 előtti szintet (2.5.1. ábra). Az elkövetkező hónapokban a kiszolgáltatott helyzetben lévő háztartások és cégek támogatására további célzott intézkedéseket vezethetnek be, amelyek az energiaválság költségeinek egy részét a kormányzati szektorra hárítanák és növelnék az államadósságot. Emellett a finanszírozási feltételek további szigorítása vagy az árfolyamváltozások kedvezőtlen hatással lehetnek a költségvetési teljesítményre, különösen az euróövezeten kívüli országokban, ahol gyakran jelentős a devizában denominált adósság aránya. A magasabb infláció – amennyiben növeli a nominális GDP-t – csökkentheti az adósságterhet, de a magasabb kockázati felárak és a gyengébb gazdasági aktivitás hozzájárulhat az államadósság-ráta növekedéséhez, ami viszont nemcsak a költségvetési fenntarthatóság szempontjából, hanem a gazdaság más részeit illetően is kihívást jelenthet (lásd a 2.5.1. keretes írást).

A magasabb nominális kamatlábak miatt növekedhetnek az adósságszolgálati kiadások. A reálkamatlábak az aktuális előrejelzések szerint negatívak maradnak az euróövezetben. 2022-ben az egész euróövezetben emelkedtek az államkötvényhozamok, és valamelyest nőttek a hozamkülönbözetek, ahogy a piacok beárazzák a kockázatot. A monetáris politika szigorítása

ellenére a reálkamatlábak az előrejelzések szerint negatívak fognak maradni, és az euróövezeti államkötvényhozamok továbbra is a világ legalacsonyabbjai közé fognak tartozni. A nagy adóssággal rendelkező tagállamok kötvényhozamai esetében azonban a harmadik negyedévben némileg erőteljesebb emelkedés volt megfigyelhető, de a hosszabb futamidejű állampapírok segítenek tompítani a hatást. Nem lehet kizárni a kamatláb-emelkedés és a negatív nominális GDP lehetőségét, ami a jelenlegi előrejelzésnél kedvezőtlenebb helyzetet jelentene. Ebben az esetben a kamatlábak meghaladhatják a nominális GDP-növekedést, ami egyes magas adóssággal rendelkező országokban növelné a költségvetési helyzet javítására irányuló nyomást. Az EKB által 2022 júliusában bevezetett transzmisszióvédelmi eszköz – amelynek célja, hogy az összes euróövezeti tagállamban biztosítsák a rendezett monetáris transzmissziót – némi biztosítékot nyújt a finanszírozási feltételek erőteljes romlásával szemben, amennyiben teljesülnek annak gazdaságpolitikai feltételei.

Az euróövezeten kívüli tagállamok magasabb adósságszolgálati kiadásokkal szembesülnek az államkötvények növekvő hozamfelára és a devizában denominált adósságnak való kitettség miatt. A finanszírozási feltételek globális szigorodása az euróövezeten kívül még erőteljesebb hatást gyakorolt. Lengyelországban, Magyarországon és Romániában különösen magasak az államkötvényhozamok. Emellett az euróövezeten kívüli tagállamok – különösen Bulgária([28]) (74 %) és Románia (52 %), de Lengyelország (22 %), Magyarország (22 %) és Svédország (17 %) is – jelentős arányban rendelkeznek devizában denominált államadóssággal.

2.5.1. ábra: **GDP-arányos államadósság és költségvetési hiány**



(1) Az országok az államadósság és a költségvetési hiány GDP-hez viszonyított 2021. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek.
Forrás: Ameco és az Európai Bizottság szolgálatai.

Kékkel jelölve azok az országok, amelyek államadóssága (a GDP %-ában kifejezve) 2021-ben meghaladta a 60%-ot																								
BE	**BG**	**CZ**	**DK**	**DE**	**EE**	**IE**	**EL**	**ES**	**FR**	**HR**	**IT**	**CY**	**LV**	**LT**	**LU**	**HU**	**MT**	**NL**	**AT**	**PL**	**PT**	**RO**	**SI**	**SK**	**FI**	**SE**

Országos szinten a kormányzati szektoron belül a következő fejleményeket érdemes kiemelni:

([28]) Bulgária valutatanácsi megállapodáson keresztül rögzített árfolyamot tart fenn az euróval szemben, és 2020 júliusában csatlakozott az ERM II-höz.

- 2021 végén az államadósság GDP-hez viszonyított aránya Ausztriában, Finnországban, Horvátországban, Magyarországon, Németországban, Szlovéniában és Szlovákiában meghaladta 60 %-ot, Görögországban, Olaszországban, Portugáliában, Spanyolországban, Franciaországban, Belgiumban és Cipruson pedig a 100 %-ot. 2021-ben Németország és Szlovákia kivételével az összes említett tagállamban csökkent a GDP-arányos államadósság, és az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban a legtöbbjükben tovább csökken.

- Görögországot rövid távon magas költségvetési fenntarthatósági kockázatok jellemzik (lásd a 2.5.1. keretes írást). Az Unióban Görögországban a legmagasabb az államadósság GDP-hez viszonyított aránya – jóval 100 % fölött van –, a költségvetési hiány pedig továbbra is jelentős, de várhatóan erőteljesen csökkenni fog. A bruttó finanszírozási igény a következő években várhatóan csökkenni fog.

- Az értékelések szerint középtávon kilenc tagállam – mégpedig Belgium, Franciaország, Görögország, Olaszország, Portugália, Románia, Spanyolország, Szlovákia és Szlovénia – néz szembe magas költségvetési fenntarthatósági kockázatokkal. A legmagasabb államadósság-rátával rendelkező országok különösen érzékenyek a finanszírozási feltételek változásaira. A növekedési ráta és a kamatláb közötti különbség 1 százalékpontos növekedését feltételező forgatókönyv szerint Olaszországban, Görögországban, Spanyolországban és Portugáliában az államadósság 2023-ra GDP-arányosan több mint 10 százalékponttal nőne (lásd a 2.5.1. keretes írást).

- Romániát és Magyarországot tartósan magas költségvetési hiány és növekvő kötvényhozamok jellemzik, és a devizában denominált államadósság mindkét ország – de különösen az előbbi – esetében jelentős. Magyarországon az államadósság szintén meghaladja a GDP 60 %-át, és a bruttó kormányzati finanszírozási igény is magas. Romániában – a várhatóan jobb költségvetési eredményekre tekintettel – az előrejelzések szerint kissé csökkenni fog a GDP-arányos államadósság.

2.5.1. keretes írás: A finanszírozási feltételek változása – a kamatláb és a növekedési ráta közötti különbség (r-g) kedvezőtlen forgatókönyve

A Bizottság értékeli a tagállamok rövid, közép- és hosszú távú fenntarthatósági kockázatait. Megállapítja, hogy Görögország esetében mind költségvetési, mind makroszintű pénzügyi változók miatt rövid távú sebezhetőségek figyelhetők meg. ([29]) Az értékelések szerint középtávon kilenc tagállam – mégpedig Belgium, Franciaország, Görögország, Olaszország, Portugália, Románia, Spanyolország, Szlovákia és Szlovénia – néz szembe magas költségvetési fenntarthatósági kockázattal. A kockázatok a következőkből adódnak:

- a különösen kedvezőtlen költségvetési helyzethez kapcsolódó magas vagy növekvő államadósság-ráta,
- az alapprognózisokkal kapcsolatos fokozott bizonytalanság,
- a kedvezőtlen makroszintű pénzügyi forgatókönyvekkel szembeni kitettség,
- az államadósság GDP-hez viszonyított arányának középtávon 60 %-ra való csökkentéséhez szükséges költségvetési kiigazítás mértéke, azaz az S1 mutató.
- **Az adósságelemzésen és a kockázati besoroláson túl más tényezők is befolyásolhatják a költségvetési fenntarthatóságot. ([30])** Negatívumként kell megemlíteni, hogy az EU egészét tekintve magas, de országonként nagy különbségeket mutató függő kötelezettségek jelentős hatást gyakorolhatnak az államadósságra és a költségvetési hiányra. Ez a függő kötelezettségekkel kapcsolatos, bankszektorból származó kockázatra is vonatkozik. Pozitívum viszont, hogy az állampapírok futamidejének elmúlt években megfigyelhető meghosszabbodása, illetve a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszközhöz kapcsolódó reformok és beruházások GDP-növekedésre gyakorolt – inkább közép- és hosszú távon várható – hatása mérsékli a költségvetési fenntarthatósági kockázatokat.

A kamatszinteknek a növekedési rátához viszonyított („r-g”) kedvezőtlen alakulása esetén a 2032-re várható adósságrátára gyakorolt hatás (százalékpontban)

Ország	Hatás
IT	11,86
EL	10,92
FR	8,62
ES	8,42
BE	7,89
PT	7,48
HU	5,97
HR	5,61
AT	5,47
SI	5,20
FI	5,00
DE	4,95
PL	4,65
CY	4,45
NL	4,33
SK	4,23
MT	4,21
RO	4,00
CZ	3,62
LT	2,75
LV	2,72
BG	2,20
IE	1,98
DK	1,85
EE	1,84
LU	1,66
SE	1,38

Forrás: Európai Bizottság szolgálatai

A bizonytalanság és a változó gazdasági környezet döntő szerepet játszhat a költségvetési fenntarthatóságban. Az elmúlt évtizedben a finanszírozási feltételek kedvezőek voltak, mivel a társadalom elöregedése, a kisebb termelékenységnövekedés és a központi bankok által folytatott monetáris politika alacsony kamatlábak jellemezte környezetet teremtett. Ha a kamatláb és a növekedési ráta közötti különbség negatív, azaz a gazdasági növekedés meghaladja a kamatlábakat, ez bizonyos mértékig enyhíti a költségvetési kihívásokat, de nem szünteti meg azokat, hiszen a feltételek változásával megfordulhat a különbség. Éppen ezért jelenleg – amikor a finanszírozási feltételek változása és az általános gazdasági helyzet romlása miatt növekednek a kamatlábak (r), a növekedési ráta (g) viszont csökken – különösen fontos

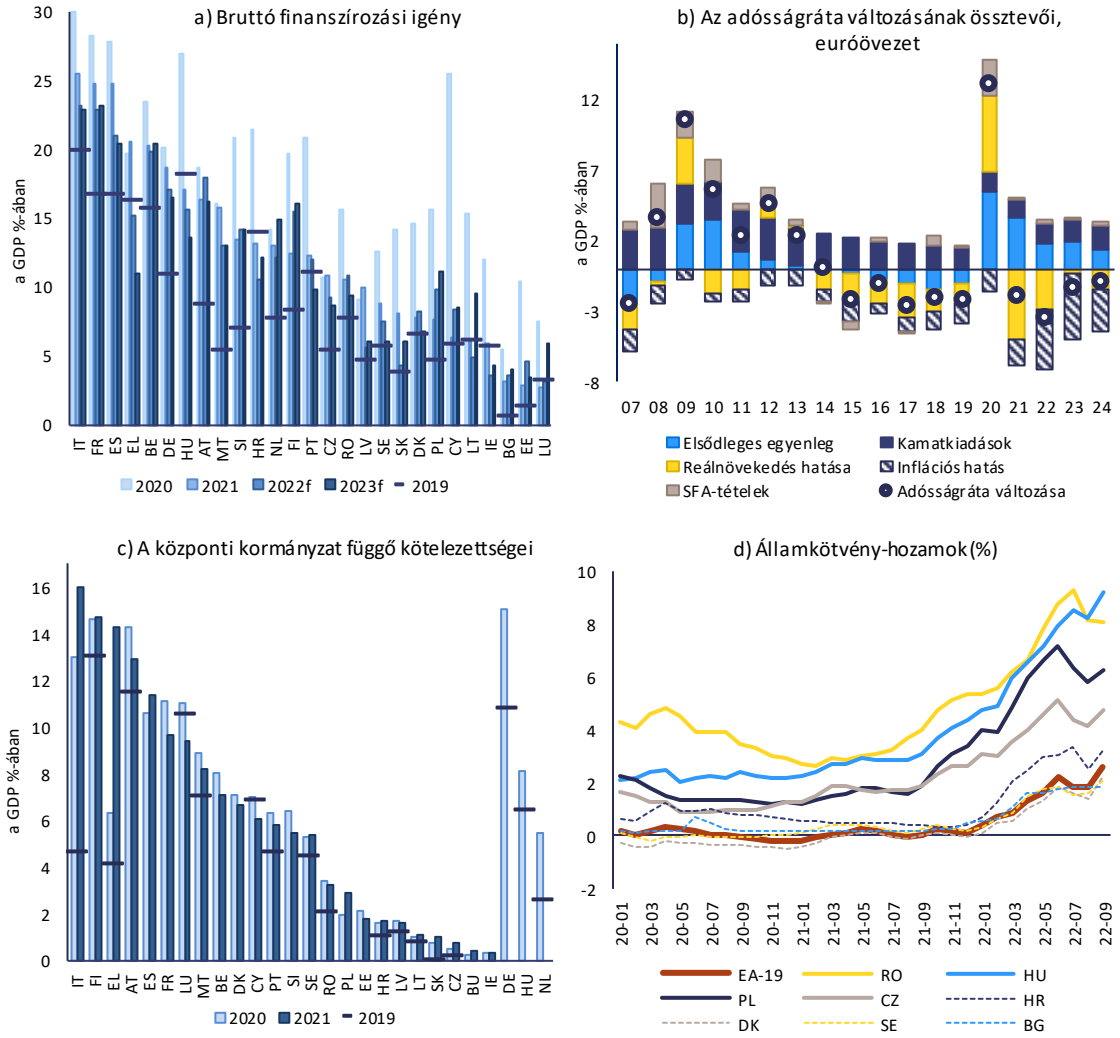
([29]) A költségvetési fenntarthatósági kockázati besorolás a Bizottság 2022-es tavaszi előrejelzésén alapul (amelynek ismertetése e riasztási mechanizmus keretében készült jelentés országokra vonatkozó részében is szerepel).

([30]) Európai Bizottság (2022): Jelentés az államháztartások fenntarthatóságáról, Institutional Paper, 171. sz.

értékelni a fenntarthatósági kockázatokat.

A rosszabb növekedési eredmények vagy a magasabb kamatlábak a következő évtizedben szakpolitikai intézkedések hiányában magasabb államadósság-rátához vezethetnek. A költségvetési fenntarthatósággal kapcsolatos alapelemzést kedvező finanszírozási feltételeket feltételezve végeztük el. Emellett egy kedvezőtlen forgatókönyvet is kidolgoztunk, hogy figyelembe lehessen venni a növekedési ráta közötti különbség (r-g) növekedését vagy akár megfordulását is. E forgatókönyv szerint a legtöbb uniós tagállamban a kamatláb és a növekedési ráta közötti különbségre (r-g) vonatkozó előrejelzés 2032-ben várhatóan negatív marad, de magasabb lesz, mint amit az alapforgatókönyvben feltételeztek. Ennek eredményeképpen a kedvezőtlen forgatókönyvben az alapforgatókönyvhöz képest 2032-re magasabb lenne az előre jelzett államadósság.

2.5.2. ábra: **Kormányzati szektor: kiválasztott grafikonok**



Forrás: Az Európai Bizottság szolgálatai.

2.6. PÉNZÜGYI SZEKTOR

Az uniós bankszektor 2021-ben reziliensnek bizonyult a világjárvány hatásaival szemben, a strukturálisan alacsony jövedelmezőség azonban továbbra is kihívást jelent. Az elsődleges alapvetőtőke-megfelelési (CET1) mutató magas és stabil maradt az elmúlt évben (2021. harmadik negyedév–2022. második negyedév) (2.6.1 a) ábra). A tőkearányos jövedelmezőség az ebben az időszakban megfigyelt magasabb működési bevételek és alacsonyabb céltartalékok közepette a világjárvány előtti szintet meghaladó szintre tért vissza, de a jövedelmezőség a kapacitásfelesleg és az alacsony költséghatékonyság miatt továbbra is strukturális kihívást jelent az egész Unióban. ([31]) 2021-ben és 2022 első felében folytatódott a korábbi nemteljesítő hitelek értékesítése, ugyanakkor a Covid19-világjárvány kitörése után bevezetett hiteltörlesztési moratóriumok fokozatos kivezetése ellenére nem nőtt számottevően az új nemteljesítő hitelek száma (2.6.1 b) ábra). A Covid19-világjárvány kitörése során nyújtott állami garanciák fokozatos lejárta és – egyes országokban – a makroprudenciális szigorítás ellenére folytatódott a nem pénzügyi vállalatok részére történő hitelnyújtás. 2021-ben folyamatosan bővültek a lakossági hitelek, miközben Unió-szerte megugrottak a lakásárak (2.6.2 a) ábra). 2021 második felében szigorodni kezdtek a hitelfeltételek, és a monetáris szigorítással párhuzamosan megemelkedtek a hitelkamatok, különösen az euróövezeten kívüli országokban (2.6.2 b) és c) ábra).

A jövőre nézve a romló gazdasági kilátások valószínűleg kedvezőtlen hatással lesznek az eszközminőségre és a banki jövedelmezőségre. Bár az Ukrajna elleni orosz invázió az alacsony közvetlen pénzügyi kitettségek miatt eddig korlátozott hatást gyakorolt az uniós pénzügyi szektorra, fennáll a másodlagos hatások kockázata. A romló gazdasági kilátások és a támogatási intézkedések kivezetésének késleltetett hatása megemelheti a nemteljesítő hitelek arányát, amely a közepes és nagy uniós bankok esetében 2022 második negyedévének végén 1,8 % volt. ([32]) Ezt támasztja alá a nagy fokú átstrukturálás és a 2. kategóriába (Stage 2) tartozó alulteljesítő hitelek aránya (2.6.2 d) ábra), amely 2022 második negyedévében 9,5 % volt az euróövezetben. ([33]) ([34]) Ez jóval meghaladja a világjárvány előtti szintet, és a beáramlás folytatódik azon ágazatok esetében, amelyek még nem lábaltak ki teljesen a világjárványból. ([35]) 2022 elején – a kockázattal súlyozott eszközök növekedése közepette – némileg csökkentek a tőkemegfelelési mutatók, de 2022 második negyedévében stabilak maradtak, a nagybankok összesített elsődleges alapvető tőkemegfelelési mutatója pedig 15 %-on maradt. ([36]) A tőkearányos jövedelmezőség a nettó kamatbevételnek köszönhetően 2022 második negyedévében 7,9 % volt. ([37]) A magasabb

([31]) EKB, Financial Stability Review (pénzügyi stabilitási jelentés), 2022. május.

([32]) EBH, fő kockázati mutatók.

([33]) Az IFRS 9 szerint a hatály alá tartozó jogalanyoknak mostantól három különböző – „teljesítő” (1. kategória), „alulteljesítő” (2. kategória) és „nem teljesítő” (3. kategória) – kategóriába kell sorolniuk a pénzügyi eszközöket. 2. kategória – azokra a hitelekre vonatkozik, amelyek esetében jelentősen nőtt a hitelkockázat a kezdeti megjelenítés óta.

([34]) EKB, bankfelügyeleti adatok.

([35]) Az Európai Bankhatóság (EBH) 2022 szeptemberében indította el az Unió egészére kiterjedő 2022. évi éves átláthatósági vizsgálatát, és várhatóan december elején teszi közzé a bankok kitettségére és eszközminőségére vonatkozó információkat, az EBH kockázatértékelési jelentésével együtt.

([36]) EBH, fő kockázati mutatók. Az EBH 2022 júliusában tette közzé az Unió egészére kiterjedő 2023. évi stressztesthez kapcsolódó módszertan tervezetét, amelyről jelenleg egyeztetések folynak az iparággal. A módszertan az összes kockázati területet lefedi, és az Unió egészére kiterjedő 2021. évi stressztesthez készített módszertanra épül, amelyet némileg továbbfejlesztenek, és amely a bankok nagyobb mintáján fog alapulni.

([37]) Az EBH kockázati jelzőrendszere, 2022. második negyedév, valamint az EKB bankfelügyeleti statisztikái, 2022. második negyedév.

energiaárak és a romló gazdasági kilátások számos hitelfelvevőt korlátoznak, és a hitelkockázatok várható növekedése már 2022-ben a pénzügyi szektort érintő értékelések csökkenésében is tükröződött, bár ez nagyjából összhangban van az általános piaci tendenciával. Az euróövezeti banki hitelezésről szóló felmérések szerint a bankok 2022-ben tovább szigorították a háztartásokra és a vállalkozásokra vonatkozó hitelezési szabályokat, és 2022 harmadik negyedévében jelentős szigorítás történt. ([38]). 2022 szeptemberében az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) igazgatótanácsa figyelmeztetést adott ki az uniós pénzügyi rendszerben fennálló sebezhetőségekről, hangsúlyozva, hogy nőttek az EU pénzügyi stabilitását érintő kockázatok, és nőtt az extrém eseményhez fűződő kockázatok jellemezte forgatókönyvek bekövetkezésének valószínűsége is. Az azonosított kockázatok a következőkhöz kapcsolódnak: i. a makrogazdasági kilátások romlása, ii. a pénzügyi stabilitást érintő, az eszközárak esetleges erőteljes korrekciójából eredő kockázatok, valamint iii. az ilyen fejlemények eszközminőségre gyakorolt hatásai. ([39])

A növekvő kamatlábak egyszerre jelentenek lehetőséget és kihívást az európai pénzügyi szektor számára, és növelik a kockázatot. A tartósan alacsony kamatkörnyezet az előző évtizedben kihívás elé állította az uniós pénzügyi szektort, és ez volt az alacsony jövedelmezőség egyik oka. Bár a megemelt kamatlábak növelik a bankok kamatbevételét, a jövőre nézve a finanszírozási költségeiket is növelhetik. Ráadásul a magasabb kamatlábak kedvezőtlen hatással lehetnek a banki eszközök és biztosítékok, köztük az ingatlanok és az értékpapírok értékelésére. A bankokat és az intézményi befektetőket, különösen a biztosítótársaságokat a lapos vagy inverz hozamgörbék is kihívások elé állíthatják egy olyan környezetben, amelyet fenyegető recesszióval kapcsolatos kockázatok jellemeznek. A finanszírozási költségek emelkedése magas inflációval és alacsony gazdasági növekedéssel párosulva várhatóan nyomást gyakorol a kiszolgáltatott helyzetben lévő hitelfelvevőkre. ([40]) Az euróövezetben az adósságfinanszírozási költségek tartósan fennálló vagy fokozódó szétaprózódása kedvezőtlen hatással lehet az erősen belföldi irányultságú bankszektorokra. Míg a magasabb kamatlábak pozitív fejleményt jelentenek a főként alacsony kockázatú eszközökbe fektetett eszközportfóliókkal rendelkező biztosítótársaságok számára, a befektetési és nyugdíjalapok a fix hozamú portfóliójuk tekintetében értékelési veszteségeket szenvedhetnek el. Az emelkedő kamatlábak és emellett az eszközárak újrameghatározása az üzleti ingatlanokra is hatással vannak, amelyeknek a bankok egyre nagyobb mértékben ki vannak téve. ([41]) Az üzleti ingatlanok piacának összetettsége – ahol banktól eltérő egyéb pénzügyi intézmények és nemzetközi szereplők is jelen vannak –, valamint a jelentős adathiány azonban megnehezíti a kockázatértékelést. ([42])

([38]) EKB, Az euróövezeti banki hitelezésről szóló felmérés, 2022. harmadik negyedév.

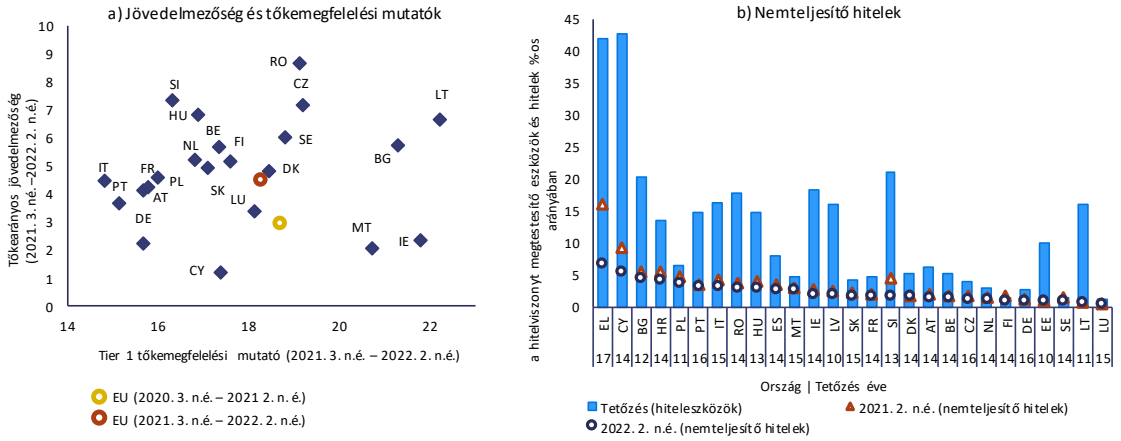
([39]) ESRB/2022/7

([40]) EKB, Financial Stability Review (pénzügyi stabilitási jelentés), 2022. május.

([41]) Az üzleti ingatlanok az euróövezeti banki kockázati kitettség több mint 9 %-át teszik ki. Az euróövezetben a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek 2019 negyedik negyedéve és 2022 második negyedéve közötti 12,6 %-os növekedésének csaknem felét (5,6 százalékpont) ingatlan- és szakmai szolgáltatásokra fordították.

([42]) „Commercial real estate and financial stability – new insights from the euro area credit register", az EKB makroprudenciális hírlevele, 19. szám, 2022. október.

2.6.1. ábra: **Bankok: jövedelmezőség, tőkemegfelelési mutatók és nemteljesítő hitelek**



Az elsődleges alapvetőtőke-megfelelési (CET1) mutató magában foglalja a törzsrészvényeket és az eredménytartalékot is. Az alapvetőtőke-megfelelési mutató és a tőkearányos jövedelmezőség az elmúlt egy év (2021 harmadik negyedéve–2022 második negyedéve) negyedéves adatainak az átlaga. Az Unióra vonatkozó átlagérték nem súlyozott a gazdaság mérete szerint. A bal oldali ábrában nem szerepel az erősen negatív (–6 %-os) tőkearányos jövedelmezőséggel rendelkező Görögország (EL). A „tetőzésre" vonatkozó adatok a hitelviszonyt megtestesítő nemteljesítő instrumentumok bruttó értékének a hitelviszonyt megtestesítő összes instrumentum bruttó értékéhez viszonyított arányát jelölik; a nemteljesítő hitelek aránya 2021 második negyedévére és 2022 második negyedévére vonatkozóan szerepel; az országkódok alatti számok a hitelviszonyt megtestesítő nemteljesítő instrumentumok tetőzésének évét jelölik.
Forrás: EKB, konszolidált banki adatok, az Európai Bizottság szolgálatai.

A globális pénzügyi stabilitási kockázatok jelentősen nőttek az elmúlt évben. 2022-ben a magas infláció, a pénzügyi feltételek szigorodása és a megnövekedett piaci volatilitás közepette világszerte nőttek a pénzügyi stabilitási kockázatok. ([43]) A kockázatok átárazódása világszerte visszahathat a pénzügyi piacokra és instabilitáshoz vezethet, valamint növelheti a hitelfelvételi költségeket az állami és a magánszektorbeli hitelfelvevők számára, néha akár sajátos módon is. Ez a pénzügyi ágazat különböző részeit eltérő kihívások elé állítja, és a globális pénzügyi rendszer összekapcsolódása miatt nehéz megjósolni, hogy hol merülhetnek fel sebezhetőségek.

A pénzügyi rendszer új rendszerkockázatoknak van kitéve, amelyek eltérő hatással lehetnek az Unión és az euróövezeten belül egyaránt. Az Unió egészét tekintve nőtt bizonyos kedvezőtlen rendszerkockázatok – különösen a piaci működési zavarokkal és a likviditás elapadásával kapcsolatos kockázatok – valószínűsége, ami a banki és a nem banki pénzügyi intézményeket egyaránt érintheti. ([44]) E rendszerszintű kockázatok megjelenése eltérő hatással járhat az Unióban. Míg az euróövezetben a tagállamok heterogén szakpolitikai beavatkozásai eltérő fejleményeket idézhetnek elő, addig az euróövezeten kívüli tagállamok a likviditás elapadásával és a devizapiac működésével kapcsolatos további kockázatoknak vannak kitéve. A működési kockázatok várhatóan továbbra is magasak maradnak, ami a fokozódó digitalizáció közepette a kibertámadások nagyobb kockázatával függ össze. ([45]) Az éghajlati kockázatok és a kriptoeszközökkel szembeni növekvő kitettség különös kihívást jelentenek egyes nem banki pénzügyi intézmények számára.

([43]) IMF (2022): Global Financial Stability Report: Navigating the High-Inflation Environment, 2022. október.

([44]) Az ERKT által kiadott figyelmeztetés az uniós pénzügyi rendszerben fennálló sérülékenységekről (ERKT/2022/7), 2022. október.

([45]) Az EBH kockázati jelzőrendszere, 2022. második negyedév.

Kékkel jelölve azok az országok, amelyek esetében a magánszektorba irányuló konszolidált hiteláramlás (a GDP %-ában) 2021-ben 14% fölött volt																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Kékkel jelölve azok az országok, amelyek esetében a pü szektor teljes nem konszolidált kötelezettségállománya (1 éves %-os változás)2021-ben 16,5% fölött volt																									
BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

Országos szinten a pénzügyi szektoron belül a következő fejleményeket érdemes kiemelni:

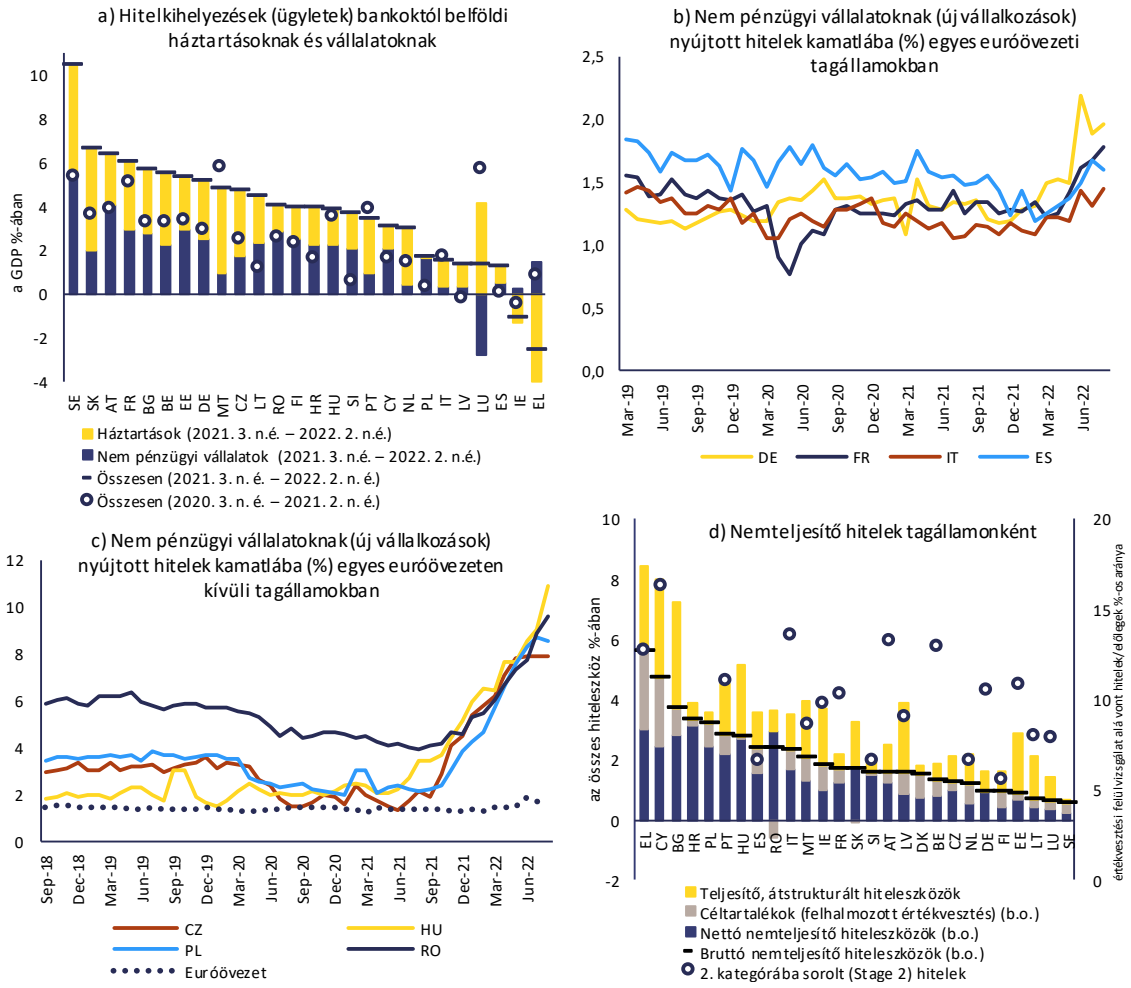
- Néhány ország, köztük Ciprus, Görögország és Olaszország a pénzügyi szektor alacsony jövedelmezőségének, a kiszolgáltatott helyzetben lévő vállalati szektornak és a magas államadósságnak az együttes hatásától szenved, ami növeli a negatív visszacsatolási hurkok kockázatát. Mindhárom ország jelentős javulást könyvelhetett el a nemteljesítő hitelek aránya terén, amely ennek ellenére továbbra is az uniós átlag felett van (Olaszország esetében csak kis mértékben), ugyanakkor magas a 2. kategóriába tartozó hitelek és az átstrukturált hitelek aránya. Görögországban a nemteljesítő hitelek értékesítésének köszönhetően jelentősen csökkent a bankok nemteljesítő hiteleinek aránya, miáltal a bankok irányában kiküszöbölték ugyan a kockázatot, de azt részben átirányították néhány, bankszektoron kívüli pénzügyi intézményre. További aggodalomra ad okot a bankok negatív jövedelmezősége és a 2021-es negatív hiteláramlás, miközben a tőkemegfelelési mutató továbbra is az egyik legalacsonyabb az Unióban. A ciprusi bankok 2021-ben is nagyon alacsony jövedelmezőséget értek el, ugyanakkor a tőkemegfelelési mutató az uniós átlag közelében volt. Az olasz bankok esetében átlag alatti volt tőkemegfelelési mutató és magas volt államadóssággal szembeni kitettség.

- A bankok eszközeinek minősége problémát jelent Bulgáriában, ahol a nemteljesítő hitelek állománya változatlanul magas, még ha csökkent is a magas átstrukturált adósságállománnyal összefüggésben. Az euróövezeten belül Ausztriában különösen magas a 2. kategóriába tartozó hitelek állománya. Magyarországon 2021-ben jelentősen nőtt az átstrukturált adósság aránya.

- Németország, Málta és Írország bankszektorát változatlanul nagyon alacsony jövedelmezőség jellemzi, és a romló gazdasági kilátások miatt fennáll a kockázata annak, hogy ez a helyzet tovább romlik.

- 2021-ben Észtországban, Írországban, Litvániában és Szlovákiában a pénzügyi szektor kötelezettségei a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának 16,5 %-os küszöbértékét meghaladó mértékben nőttek. A magánszektorbeli hiteláramlás Luxemburgban és Svédországban meghaladta a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának 14 %-os küszöbértékét.

2.6.2. ábra: **Pénzügyi szektor: kiválasztott grafikonok**



Forrás: EKB.

3. AZ EGYES TAGÁLLAMOKRA VONATKOZÓ ÉSZREVÉTELEK

3.1. BELGIUM

Belgiumban a magánszektor és az állam GDP-arányos adóssága magas, bár a kapcsolódó kockázatok korlátozottnak tűnnek. A költség-versenyképességgel kapcsolatban aggályok merülnek fel, és a nominális fajlagos munkaköltségek várhatóan erőteljesen emelkedni fognak. Belgium államadóssága a közelmúltbeli csökkenés ellenére továbbra is magas.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Belgium esetében. A Bizottság úgy véli, hogy Belgium vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 2,8 %-os, 2023-ban pedig 0,2 %-os lesz. Az infláció magas, az előző évhez képest októberben 13,1 %-ra nőtt, a maginfláció pedig a becslések szerint 4,8 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Belgiumra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben három mutató – nevezetesen a magánszektor adósságállománya, az államadósság és az ifjúsági munkanélküliségi ráta alakulása – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatban aggályok merülnek fel. A nominális fajlagos munkaköltségek a világjárványhoz kapcsolódó 2020. évi erőteljes növekedést követően 2021-ben kismértékben csökkentek, de az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban jelentősen emelkedni fognak a nominálbérek viszonylag erőteljes növekedése miatt. Ez a növekedés a közvetlenül a világjárvány előtti időszakhoz képest gyorsulást jelez, és markánsabb, mint Belgium euróövezeti versenytársai esetében. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé felértékelődött, azonban 2022 augusztusára az előző évhez képest leértékelődés következett be.

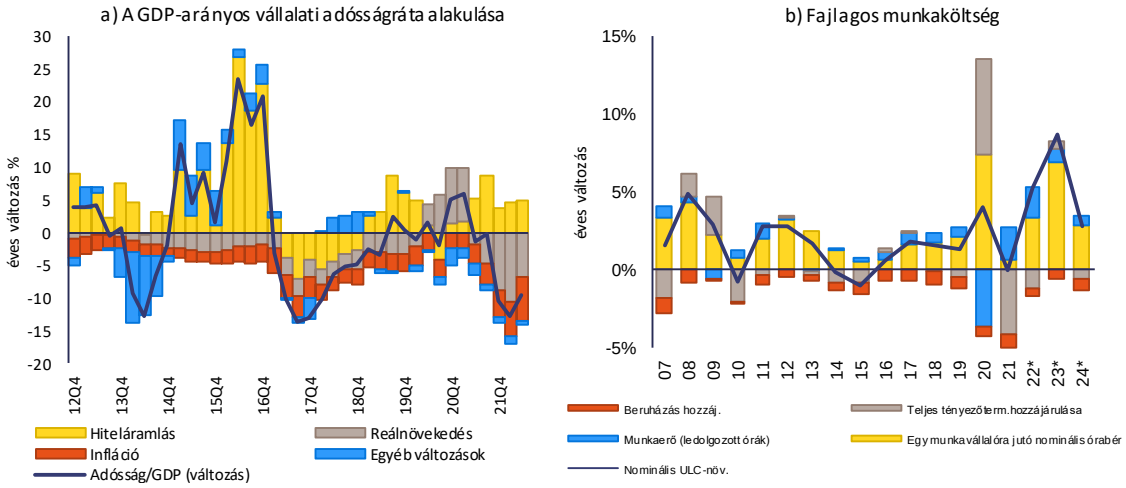
- A **nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos **adóssága** továbbra is a legmagasabbak között van az EU-ban, de csökkenő pályán halad. 2021-ben mérsékelten visszaesett (106,9 %-ra), mivel az erőteljes növekedés ellensúlyozta a hiteláramlás újraindulását. 2022 első felében tovább csökkent, de van néhány, a makrogazdasági környezethez kapcsolódó kockázati tényező. Az adósság jelenleg 11 százalékponttal alacsonyabb, mint 2019-ben, de továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértékeket. A vállalatok adósságállományában a határokon átnyúló, csoporton belüli hitelezés magas aránya csökkenti a kockázatokat.

- A **háztartások** GDP-arányos **adósságrátája** csökken, de továbbra is magas. A 2020. évi erőteljes növekedést követően 2021-ben csökkent, mivel a nettó hiteláramlás várhatóan mérsékelt marad. A háztartások adósságrátája 2022 első felében kismértékben szintén csökkent, és megközelítette a világjárvány előtti szintet. Az inflációs ráta miatt a nominális kibocsátás növekedése 2022-ben valószínűleg továbbra is elősegíti a hitelállomány-leépítést. A háztartások adósságállománya meghaladja az alapvető referenciaértéket, de elmarad a prudenciális referenciaértéktől. A háztartások nemteljesítő adósságállománya továbbra is alacsony, a hosszú kamatperiódusú, fix kamatozású jelzáloghitelek magas aránya és a bérek várható reálnövekedése rövid távon csökkenti a háztartások adósságállományával kapcsolatos kockázatokat.

- A **lakásárak** alakulásával kapcsolatos aggályok egyre súlyosabbak. A nominális lakásárak emelkedése 2021-ben 7,1 %-ra gyorsult. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 5,9 %-os volt. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 23,4 %-kal túlértékeltek.

- Belgium magas **államadósságával** kapcsolatban kockázatok merülnek fel. Az államadósság 2021-ben a GDP 109,2 %-ára csökkent, mivel az erőteljes növekedés markáns nevezőhatást eredményezett, ugyanakkor még mindig mintegy 12 százalékponttal meghaladja a 2019. évi szintet. Az államadósság 2022-ben várhatóan ismét csökken, de az előrejelzések szerint 2023-ban és 2024-ben emelkedni fog. Az államháztartási hiány továbbra is magas, bár 2021-ben 5,6 %-ra csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben enyhén csökkenni fog, mielőtt ismét emelkedne. A költségvetés fenntarthatósági kockázatai mind közép-, mind hosszú távon magasak az adósság alakulására vonatkozó hosszú távú előrejelzések és a népesség elöregedésével kapcsolatos költségek növekedése miatt.

3.1.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Belgium**



Forrás: Ameco, Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.1.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Belgium**

	Küszöbérték	I. Referéktk	II. Referték	2019	2020	2021	forecast 2022	2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**0.0**	**0.1**	**0.5**	**-0.4**	**-1.7**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.8 (1)	2.2 (2)	0.1	1.1	0.4	-2.7	-2.9
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-81.5 (3)**	**11.1 (4)**	**40.9**	**47.0**	**59.9**	**51.7**	**45.7**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				36.1	34.6	37.3		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**4.8**	**7.1 p**	**5.4 p**	**9.6**	**15.0**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				1.4	4.1 p	-0.1 p	5.4	9.2
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**2.7**	**2.5**	**0.6**	**-1.9**	**-5.0**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.2	1.3	0.5	-3.6	-2.0
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**-2.3**	**10.1**	**2.4**	**2.2**	**2.4**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-0.5	4.7	-0.5	0.1	-1.3
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**178.3**	**180.9 p**	**169.0 p**	**159.9**	**154.1**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**4.7**	**-3.3 p**	**3.8 p**	**5.9**	**7.6**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		48.8 (6)	66.8 (7)	60.4	65.6	62.1	60,7	60,3
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		72.3 (6)	71.9 (7)	117,9	115,3	106,9	99,2	93,8
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**2.5**	**3.3**	**4.5**	**-2.1**	**-1.4**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		23.4 (8)		4,0	4,2	7,1	3,5	1,1
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**97.6**	**112.0**	**109.2**	**106.2**	**107.9**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-1,9	-9,0	-5,6	-5,2	-5,8
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**5.8**	**8.8**	**7.5**	**6.1**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				8,6	5,9	9,9		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		15,5	17,1	17,6		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				2.1e	2.1e	1.6p	1,4	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**6.2 b**	**5.8**	**5.9**	**6.0**	**6.2**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		6.4 (10)		5.5	5.8	6.3	5.8	6.4
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**1.4**	**0.4 b**	**1.1**	**1.9**	**2.3**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.6**	**-1.0**	**0.0**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-5.8**	**-3.5**	**2.2**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.2. BULGÁRIA

Bulgáriában aggályok merülnek fel a költség-versenyképességgel és a vállalati adóssággal kapcsolatban, noha a kapcsolódó kockázatok korlátozottnak tűnnek. A nominális fajlagos munkaköltségek az elmúlt években erőteljesen emelkedtek, és várhatóan tovább fognak emelkedni a nagyon magas maginflációra és az erőteljes nominálbér-emelkedésre tekintettel. A nem pénzügyi vállalatok adósságállománya csökken, de továbbra is viszonylag magas.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Bulgária tekintetében. A Bizottság úgy véli, hogy Bulgária vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 3,1 %-os, 2023-ban pedig 1,1 %-os lesz. Az infláció magas, többek között Bulgária számos euróövezeti kereskedelmi partneréhez képest is. Az előző év azonos időszakához viszonyítva szeptemberben 15,6 %-ra nőtt, míg a maginfláció a becslések szerint 9,4 %. A bérek az árakkal összhangban gyorsan emelkednek.

Az eredménytábla Bulgáriára vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben egy mutató – nevezetesen a nominális fajlagos munkaköltség növekedése – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggályok nem jelentősek. A folyó fizetési mérleg 2021-ben kis, a GDP 0,5 %-ának megfelelő hiányt mutatott, ami várhatóan tovább növekszik. A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), amely nagyrészt külföldi közvetlen befektetésekből áll, 2021-ben javult, és 2024-re várhatóan egyensúlyközeli szintre kerül. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP pozitív és magas.

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos nyomások, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is megvoltak, továbbra is fennállnak. A nominális fajlagos munkaköltségek az elmúlt években erőteljesen emelkedtek, és várhatóan tovább fognak emelkedni a nagyon magas maginflációra, a munkaerőhiányra és az erőteljes nominálbér-emelkedésre tekintettel. A HICP-alapú effektív reálárfolyam 2021-ben kissé felértékelődött, 2022 augusztusáig pedig tovább erősödött.

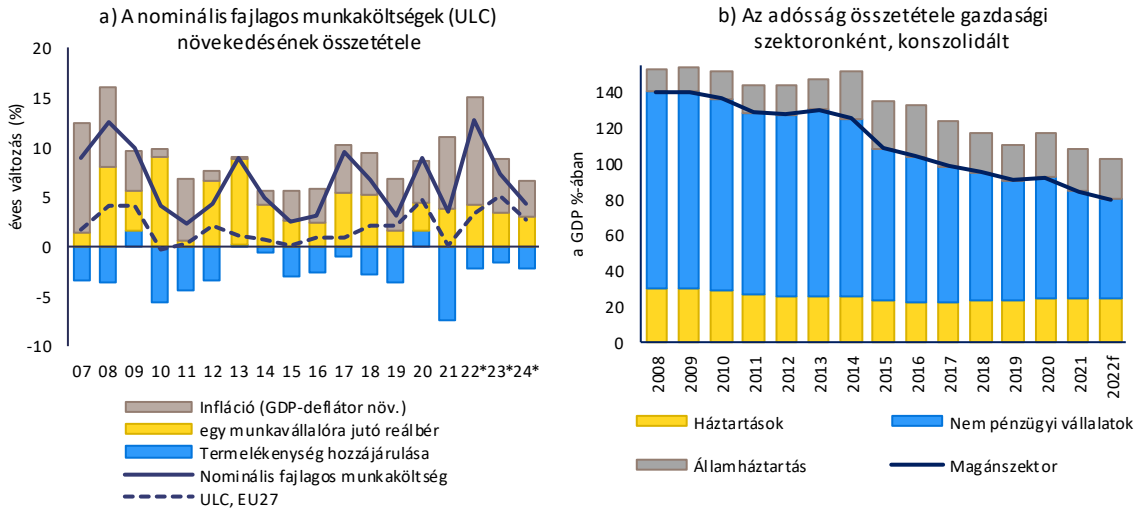
- A **nem pénzügyi vállalatok adósságállománya** továbbra is magas a regionális versenytársakhoz képest, és meghaladja az alapvető tényezőket, de csökkenő pályán van. A Covid19-válság hatására 2020-ban bekövetkezett némi emelkedést követően a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságrátája 2021-ben ismét csökkent, 59,5 %-ra. Ez 2022 első felében tovább csökkent, de a makrogazdasági környezethez kapcsolódó kockázatok merülnek fel. Sok más euróövezeten kívüli tagállamhoz hasonlóan a devizában denominált vállalati hitelek aránya szintén magas. A vállalatok eladósodottságát magas likviditási tartalékok kísérik, ami mérsékli a kockázatokat, de előfordulnak nemteljesítő hitelek. A háztartások GDP-arányos adósságrátája a prudenciális és az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékek alatt van, azonban a lakáscélú hitelek változó kamatlábainak túlsúlya az eladósodott háztartásokat a magasabb kamatlábak kockázatának teszi ki.

- A **lakásárak** alakulásával kapcsolatban aggályok merülnek fel. A nominális lakásárak emelkedése 2021-ben 4,6 %-ról 8,7 %-ra gyorsult. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 14,6 %-os volt. Az értékelési különbözettel kapcsolatos mutatószámok azonban nem utalnak potenciális túlértékelésre.

- A **bankszektorban** továbbra is fennállnak az eszközök minőségével kapcsolatos aggályok. A nemteljesítő hitelek aránya 2021-ben tovább csökkent, 4,8 %-ra, de továbbra is jóval az uniós átlag felett van. Az alulteljesítő (stage 2) hitelek és átstrukturált hitelek aránya, amely a

világjárvány után megnőtt, továbbra is magas. A magánhitelekre vonatkozó moratórium csak 2021 decemberében járt le. Míg az alapvetőtőke-megfelelési mutató jóval meghaladja az uniós átlagot, a tőkearányos jövedelmezőség alacsony.

3.2.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Bulgária**



Forrás: Ameco, Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.2.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Bulgária**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**2.0**	**0.9**	**0.5**	**-0.6**	**-1.6**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		-0.8 (1)	-4.0 (2)	1.9	0.0	-0.5	-1.2	-3.0
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-37.2 (3)**	**-20.9 (4)**	**-30.2**	**-26.1**	**-18.4**	**-13.7**	**-13.3**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				40.2	47.9	49.8		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**20.4**	**19.9**	**16.4**	**26.9**	**25.5**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				3.1	9.0	3.6	12.3	7.8
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**4.6**	**7.1**	**3.8**	**4.6**	**-1.6**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				0.0	2.9	0.8	1.0	-3.5
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**15.1**	**15.7**	**12.2**	**10.6**	**9.2**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				2.7	-0.7	5.0	3.1	-1.1
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**90.7**	**92.5**	**84.4**	**80.0**	**75.2**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**5.6**	**3.6**	**4.4**	**7.1**	**6.0**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		78.6 (6)	28.5 (7)	23.0	24.4	24.9	24,1	25,5
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		105.3 (6)	52.0 (7)	67,7	68,1	59,5	55,9	49,7
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**3.9**	**5.2**	**2.5 p**	**0.9**	**0.5**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		-0.5 (8)		6,0	4,6	8,7	9,3	5,3
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**20.0**	**24.5**	**23.9**	**22.5**	**23.6**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				2,1	-3,8	-3,9	-3,4	-2,8
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**5.2**	**10.6**	**9.5**	**2.6**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				11,2	4,9	8,8		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		18,4	22,0	22,0		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				6.5e	5.9e	4.8p	4,3	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**6.2**	**5.8**	**5.5**	**5.5**	**5.2**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		4.9 (10)		5.2	6.1	5.3	5.2	5.2
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**4.5**	**0.9**	**0.6**	**0.6**	**1.7**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-2.1**	**-1.2**	**-1.0**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-8.3**	**1.3**	**-0.1**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.3. CSEHORSZÁG

Csehországban továbbra is fennállnak a költség-versenyképességgel és a lakásárak alakulásával kapcsolatos aggályok, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is jelen voltak. A nominális fajlagos munkaköltségek tovább növekednek, a reál effektív árfolyam felértékelődése folyamatban van, a maginfláció pedig Csehország euróövezeti versenytársaihoz képest rendkívül magas. A nominális lakásárak növekedése az egyik legmagasabb az EU-ban, miközben a becslések szerint a lakásárak túlértékeltek.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Csehország esetében. A Bizottság úgy véli, hogy Csehország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az újonnan felmerült sebezhetőségeket és azok hatását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 2,5 %-os, 2023-ban pedig 0,1 %-os lesz. Az infláció jelenleg nagyon magas Csehország euróövezeti kereskedelmi partnereihez képest, szigorú monetáris politika mellett is. Az előző év azonos időszakához viszonyítva szeptemberben 17,8 %-ra nőtt, míg a fő monetáris politikai kamatláb 7 %-ra emelkedett. A maginflációt szeptemberben 13,7 %-ra becsülték. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Csehországra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben két mutató – nevezetesen a nominális fajlagos munkaköltség növekedése és a reál lakásárak emelkedése – meghaladta az indikatív küszöbértékét. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggályok továbbra is korlátozottak. Hét évnyi többletet követően a folyó fizetési mérleg 2021-ben a GDP 0,8 %-ának megfelelő hiány felé mozdult el, ami a növekvő import mellett jelentkező csökkenő árutöbbletnek és a magasabb energiaköltségeknek tudható be. Az előrejelzések szerint a hiány növekedni fog, és az évközi adatok az árumérleg további csökkenésére utalnak. Az enyhén negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) azonban tovább javult, ugyanakkor az előrejelzések szerint a jövőben némileg romlani fog. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP pozitív és magas.

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is megvoltak, továbbra is fennállnak. A nominális fajlagos munkaköltségek az elmúlt években a szűk munkaerőpiac hatására erőteljesen emelkedtek. A 2021. évi ideiglenes mérséklődést követően a fajlagos munkaköltség növekedése az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban ismét magas lesz. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben felértékelődött, és 2022-ben ugyancsak folyamatban van a felértékelődés. Ehhez a növekedéshez mind az inflációs különbözet, mind a nominális effektív árfolyamnak az euróövezethez viszonyított erősödése hozzájárult.

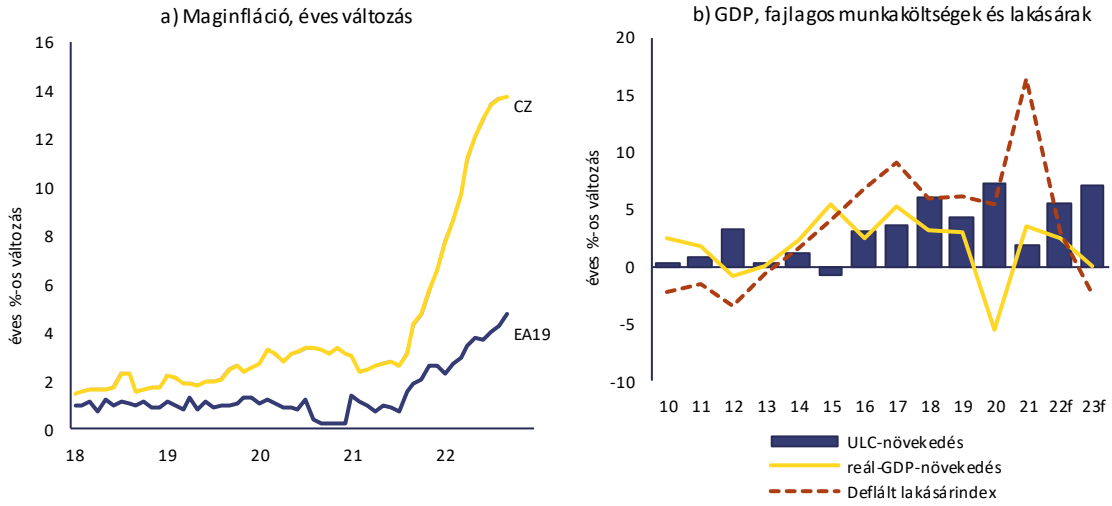
- A **lakásárak** rendkívüli növekedése továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak emelkedése a 2020. évi 8,5 %-ról 2021-re 19,7 %-ra gyorsult, és az EU-ban az egyik legnagyobb ütemben nőtt. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 23,1 %-os volt. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 25 %-kal túlértékeltek. 2021-ben a jelzáloghitelek száma is jelentősen nőtt, beleértve a monetáris szigorításra vonatkozó várakozások miatt felvett új hiteleket is. Ez a tendencia 2022-ben megfordult, miután szigorú makroprudenciális intézkedéseket vezettek be, és a jelzáloghitelek kamatlábai jelentősen emelkedtek. A háztartások GDP-arányos adósságrátája nagyjából változatlan maradt, továbbra is a referenciaértékek alatt van.

- Az **államadóssággal** kapcsolatos kockázatok továbbra is viszonylag alacsonyak. A GDP-arányos államadósság még mindig viszonylag alacsony, bár 2021-ben 42 %-ra nőtt, és az előrejelzések szerint kissé tovább növekszik. Az államháztartási hiány 2021-ben 5,1 %-ra

csökkent, és az előrejelzések szerint a jövőben tovább fog javulni. Emellett a hosszú távú költségvetési fenntarthatósági kockázatok a népesség elöregedése miatt magasak.

- A **bankszektor** stabil és reziliens. A bankok tőkeerősek, jövedelmezőségük pedig magas. A nemteljesítő hitelek aránya továbbra is alacsony. A hitelkamatlábak jelentős emelkedése csökkentheti a viszonylag magas hitelezési volument, és hozzájárulhat az ingatlanárak bizonyos mértékű korrekciójához.

3.3.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Csehország**



Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.3.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Csehország**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referérték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**0.8**	**0.9**	**0.5**	**-1.0**	**-3.5**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.8 (1)	-2.9 (2)	0.3	2.0	-0.8	-4.1	-5.4
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-64.0 (3)**	**6.5 (4)**	**-19.8**	**-16.3**	**-15.6**	**-17.1**	**-15.8**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				30.2	37.3	36.4		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**14.5**	**18.7**	**13.9**	**15.2**	**15.0**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				4.3	7.3	1.8	5.5	7.1
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**8.7**	**5.6**	**5.0**	**8.7**	**7.5**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				0.3	0.7	3.9	3.9	-0.3
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**4.8**	**8.1**	**-1.1**	**-1.6**	**-2.4**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-1.0	2.4	-4.5	0.7	0.1
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**78.6**	**81.7**	**78.8**	**74.9**	**69.4**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**1.4**	**0.6**	**2.9**	**5.9**	**5.6**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		62.8 (6)	46.3 (7)	31.5	33.9	34.4	34,1	33,7
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		88.5 (6)	63.1 (7)	47,1	47,8	44,4	40,8	35,7
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**6.2**	**5.4**	**16.4**	**3.8**	**-4.4**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		25.3 (8)		9,2	8,5	19,7	15,1	2,8
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**30.0**	**37.7**	**42.0**	**42.9**	**44.2**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,3	-5,8	-5,1	-4,3	-4,1
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**4.6**	**4.8**	**7.9**	**0.2**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				13,9	6,7	10,6		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		18,2	20,3	19,8		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				1.7e	1.9e	1.7p	1,4	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**2.4**	**2.3**	**2.5**	**2.7**	**2.9**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		2.7 (10)		2.0	2.6	2.8	2.7	3.3
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**1.7**	**0.5**	**0.0**	**-1.7**	**-0.9**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.1**	**-0.4**	**0.1**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-4.9**	**0.1**	**1.5**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.4. DÁNIA

Dániában a lakásárak növekedése és a magánszektor adósságállománya magas, bár a kapcsolódó kockázatok korlátozottnak tűnnek. A folyó fizetési mérleg többlete jelentős. A nominális lakásárak növekedése az egyik legmagasabb az EU-ban, miközben a lakásárak a becslések szerint mérsékelten túlértékeltek. A háztartások és a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságrátája magas, és meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékeket, de mindkettő csökkenőben van.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Dánia tekintetében. A Bizottság úgy véli, hogy Dánia vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 3,0 %-os, 2023-ban pedig 0 %-os lesz. Az infláció magas, a monetáris politika jelentős szigorítása mellett. Az előző évhez képest szeptemberben 11,1 %-ra nőtt, míg a maginfláció a becslések szerint 5,2 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Dániára vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben három mutató – nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege, a reál lakásárak emelkedése és a magánszektor adósságállománya – meghaladta az indikatív küszöbértékét. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső szektor** problémái a rendkívül magas folyófizetésimérleg-többlethez kapcsolódnak, amely 2021-ben a GDP 9 %-ára nőtt. Az előrejelzések szerint a többlet 2022-ben csökkenni fog, de egyértelműen a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felső küszöbértéke felett marad, mivel a szolgáltatások egyenlege egyre erősebbé válik. A felhalmozott többletek magas nettó nemzetközi befektetési pozícióhoz vezettek, amely 2021-ben elérte a GDP 77 %-át, bár az előrejelzések szerint a jövőben csökkenni fog. A nagy nettó nemzetközi befektetési pozíció pozitív nettó elsődleges jövedelmet generál, ami megerősíti a folyó fizetési mérleg nagy többletét.

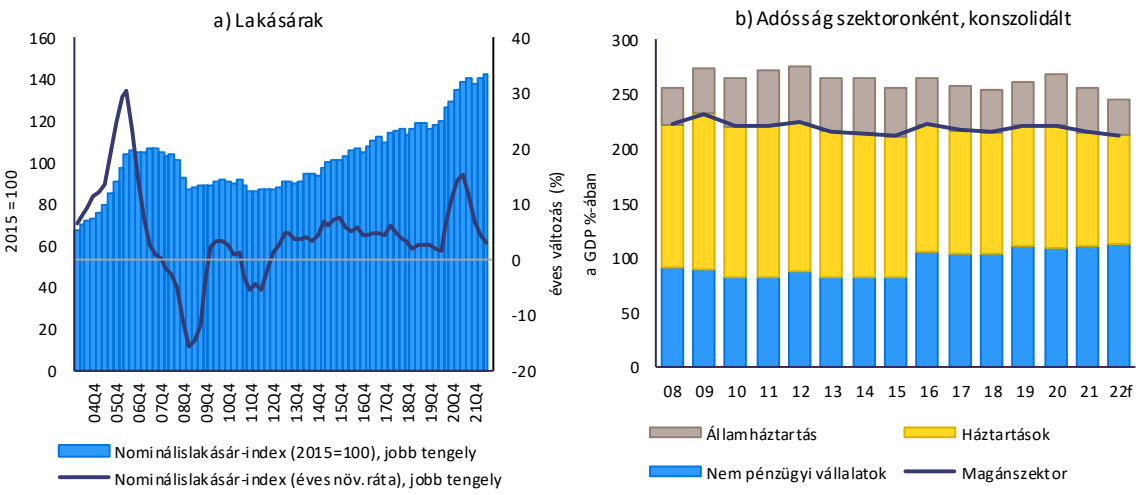
- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok továbbra is korlátozottak. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben emelkedett, és az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban még erőteljesebben nőni fog. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé leértékelődött. Az előző évhez képest 2022 augusztusáig folytatódott a leértékelődés.

- A **nem pénzügyi vállalatok adósságállománya** magas, és 2021-ben mérsékelten, a GDP 110,4 %-ára nőtt. Mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértékek felett marad. A nem pénzügyi vállalatok hiteláramlása a GDP %-ában magas, de 2022 második negyedévében csökkent.

- A **háztartások** GDP-arányos **adósságrátája** továbbra is a legmagasabb az EU-ban, meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékeket. 2021-ben azonban csökkent, majd 2022 első felében még tovább csökkent, mivel a nettó hiteláramlás mérsékelt maradt. A nominális GDP 2022-ben várhatóan továbbra is elősegíti a hitelállomány-leépítést. A háztartások nemteljesítő adósságállománya továbbra is alacsony. A jelzáloghitelek mintegy fele változó kamatozású vagy legfeljebb öt évre rögzített kamatozású.

- A **lakásárak** rendkívüli növekedése továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak emelkedése 5,1 %-ról 2021-re 11,7 %-ra gyorsult, és az EU-ban az egyik legnagyobb ütemben nőtt. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 2,8 %-ra lassult. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 20 %-kal túlértékeltek.

3.4.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Dánia**



Forrás: Eurostat, EKB és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.4.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Dánia**

	Küszöbérték	I. Ref.érték	II. Ref.érték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**7.9**	**7.9**	**8.5**	**7.9**	**7.7**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		1.1 (1)	2.7 (2)	8.5	7.9	9.0	6.7	7.4
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-91.7 (3)**	**19.9 (4)**	**77.7**	**70.0**	**77.0**	**71.7**	**80.6**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				29.0	32.6	32.1		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**3.4**	**6.7**	**6.1**	**8.9**	**8.6**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				1.9	3.5	0.6	4.6	3.2
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**-0.2**	**0.9**	**-1.1**	**-4.9**	**-8.7**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.8	1.5	-0.9	-5.5	-2.5
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**1.7**	**10.6**	**6.5**	**8.7**	**9.3**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				2.3	6.6	-2.3	1.5	1.0
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**221.2**	**221.3**	**214.7**	**212.2**	**206.9**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**10.5**	**5.0**	**12.3**	**10.4**	**13.6**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		69.7 (6)	93.7 (7)	110.6	111.9	104.3	100,5	97,8
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		96.2 (6)	99.6 (7)	110,6	109,4	110,4	111,7	109,1
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**1.4**	**4.7**	**9.5**	**-6.3**	**-1.6**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		20.0 (8)		2,4	5,1	11,7	1,1	-0,7
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**33.7**	**42.2**	**36.6**	**33.7**	**32.8**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				4,1	0,2	3,6	1,8	0,5
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**13.4**	**5.6**	**11.7**	**0.3**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				8,7	4,5	8,2		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		18,0	19,1	18,7		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				1.9e	1.9e	1.8p	1,5	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**5.3 b**	**5.2**	**5.2**	**5.1**	**5.0**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		4.7 (10)		5.0	5.6	5.1	4.5	5.5
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**1.6 b**	**1.1 b**	**1.4**	**3.0**	**2.6**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-0.4**	**-0.3**	**0.0**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-2.1**	**-0.8**	**0.3**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.
Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.5. NÉMETORSZÁG

Németország nagy folyófizetésimérleg-többlete a közelmúltban jelentősen csökkent a külkereskedelmi cserearányok kedvezőtlen külső sokkhatásból eredő romlása miatt. 2022 elejéig a nominális lakásárak növekedése a legmagasabbak között volt az EU-ban, a lakásárak pedig a becslések szerint túlértékeltek. Németországban a maginfláció és a béremelések elősegíthetik az euróövezet egyensúlyának helyreállítását.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és arra a következtetésre jutott, hogy Németországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Németország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az egyensúlyhiány tartós fennállását, illetve felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 1,6 %-os, 2023-ban pedig –0,6 %-os lesz. Az infláció az előző évhez képest októberben 11,6 %-os volt és növekedett, bár alacsonyabb volt, mint a legtöbb euróövezeti országban, a maginfláció pedig 5,1 %-ra becsülhető. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Németországra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben három mutató – nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege, a reál lakásárak emelkedése és az államadósság – meghaladta az indikatív küszöbértékét. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

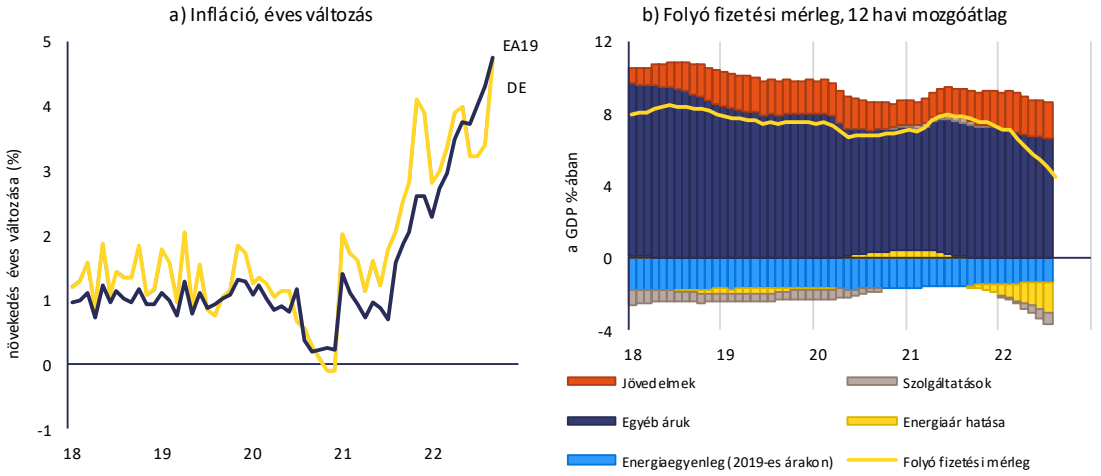
- A **folyó fizetési mérleg többlete** 2021-ben kismértékben, a GDP 7,4 %-ára nőtt, ami a kedvező finanszírozási feltételek ellenére visszafogott magán- és közberuházásoknak tudható be. 2022-ben a folyófizetésimérleg-többlet 2010 óta első alkalommal a GDP 6 %-a alá fog csökkenni. Ez a csökkenés az energiaárak emelkedését és a külkereskedelmi cserearányok ezzel összefüggő romlását, a viszonylag rugalmas belföldi keresletet és a készletnövekedést tükrözi. Az előrejelzések szerint a többlet 2023-ban ismét növekedni fog, miközben jóval a GDP 6 %-a alatt marad.

- A **költség-versenyképesség** alakulása elősegítheti az euróövezet egyensúlyának helyreállítását. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése a szűk munkaerőpiac ellenére visszafogott maradt, de az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban erősödik. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2022-ben csökkent.

- A **lakásárak** növekedése továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak emelkedése 7,8 %-ról 2021-re 11,5 %-ra gyorsult, és az EU-ban az egyik legnagyobb ütemben nőtt. A nominális lakásárak emelkedése tovább gyorsult, és 2022 második negyedévében az előző év azonos időszakához viszonyítva elérte a 10,2 %-ot, lényegében változatlan ár/jövedelem arány mellett. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 21 %-kal túlértékeltek.

- Az **államadóssággal** kapcsolatos kockázatok továbbra is mérsékeltek. A GDP-arányos államadósság meghaladta az eredménytábla 60 %-os indikatív küszöbértékét, és 2021-ben 68,6 %-ra emelkedett. Az államadósság az előrejelzések szerint a jövőben csökkenni fog, és a hosszú távú költségvetési fenntarthatósági kockázatokat közepesnek tekintik. Az államháztartási hiány 2021-ben a GDP 3,7 %-ára csökkent, ami az euróövezeti átlagnál kisebb hiányt jelent. Az előrejelzések szerint 2022-ben tovább csökken, 2023-ban azonban szélesedni fog.

3.5.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Németország**



Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.5.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Németország**

	Küszöbérték	I. Ref.érték	II. Ref.érték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**7.8**	**7.5**	**7.3**	**6.0**	**5.2**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		1.9 (1)	2.9 (2)	7.6	7.0	7.4	3.7	4.6
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-83.3 (3)**	**25.1 (4)**	**58.5**	**64.1**	**70.7**	**76.8**	**76.4**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				51.0	54.9	54.6		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**8.1 p**	**10.3 p**	**7.4 p**	**8.3**	**11.0**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				3.3 p	3.4 p	0.6 p	4.1	6.0
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**2.0**	**2.4**	**0.5**	**-2.3**	**-5.5**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.5	1.4	0.8	-4.3	-2.0
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**-1.2**	**0.9**	**-5.9**	**-7.0**	**-7.3**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-1.9	2.1	-3.6	-2.4	-1.7
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**112.7 p**	**121.2 p**	**120.4 p**	**120.2**	**111.3**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**6.4 p**	**6.4 p**	**5.7 p**	**7.7**	**5.2**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		52.8 (6)	65.9 (7)	53.4	57.0	56.7	56,1	55,2
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		76.9 (6)	80.6 (7)	59,3	64,2	63,7	64,1	56,1
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**4.4**	**7.1**	**8.2 p**	**4.6**	**-0.9**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		20.5 (8)		5,8	7,8	11.5 p	8,2	2,2
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**58.9**	**68.0**	**68.6**	**67.4**	**66.3**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				1,5	-4,3	-3,7	-2,3	-3,1
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**7.3**	**11.4**	**7.2**	**9.7**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				2,1	2,2	4,0		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		15,5	16,0	15,7		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				1.2e	1.2e	1.1p	1,0	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**3.3**	**3.3 b**	**3.4 b**	**3.5**	**3.4**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		3.3 (10)		3.0	3.7 b	3.6	3.1	3.5
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**1.3**	**0.3 b**	**1.2**	**1.5**	**1.9**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-0.5**	**-0.4 b**	**-0.2**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-1.3**	**0.8 b**	**0.3**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.6. ÉSZTORSZÁG

Észtországban fokozódnak a költség-versenyképességgel kapcsolatos aggályok. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése emelkedni fog, a maginfláció pedig Észtország euróövezeti versenytársaihoz képest magas. A nominális lakásárak növekedése az egyik legmagasabb az EU-ban, miközben a lakásárak a becslések szerint mérsékelten túlértékeltek.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Észtország tekintetében. A Bizottság úgy véli, hogy Észtország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az újonnan felmerült sebezhetőségeket és azok hatását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben –0,1 %-os, 2023-ban pedig 0,7 %-os lesz. Az infláció Észtország euróövezeti kereskedelmi partnereihez képest is magas. Az előző év azonos időszakához viszonyítva októberben 22,4 %-ra csökkent, miközben a maginfláció a becslések szerint szeptemberben 12,5 % volt. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Észtországra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben öt mutató – nevezetesen a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a reál lakásárak emelkedése, a pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedése, az aktivitási ráta változása és az ifjúsági munkanélküliségi ráta alakulása – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggályok továbbra is visszafogottak. Míg a folyó fizetési mérleg 2021-ben a GDP 1,8 %-ának megfelelő hiányt mutatott, az előrejelzések szerint 2022-ben enyhe többletet ér el, és a jövőben tovább javul. Az államháztartási hiány 2021-ben a GDP 2,4 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben nagyjából változatlan marad, azonban 2023-ban növekedni kezd. A nettó nemzetközi befektetési pozíció negatív, de némileg javult 2021-ben. A NIIP a 2022. évi átmeneti romlást követően az előrejelzések szerint 2023-ban tovább fog javulni. Mivel a közvetlen külföldi befektetések felhalmozott állománya teszi ki a kötelezettségállomány nagy részét, a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíció pozitív és magas.

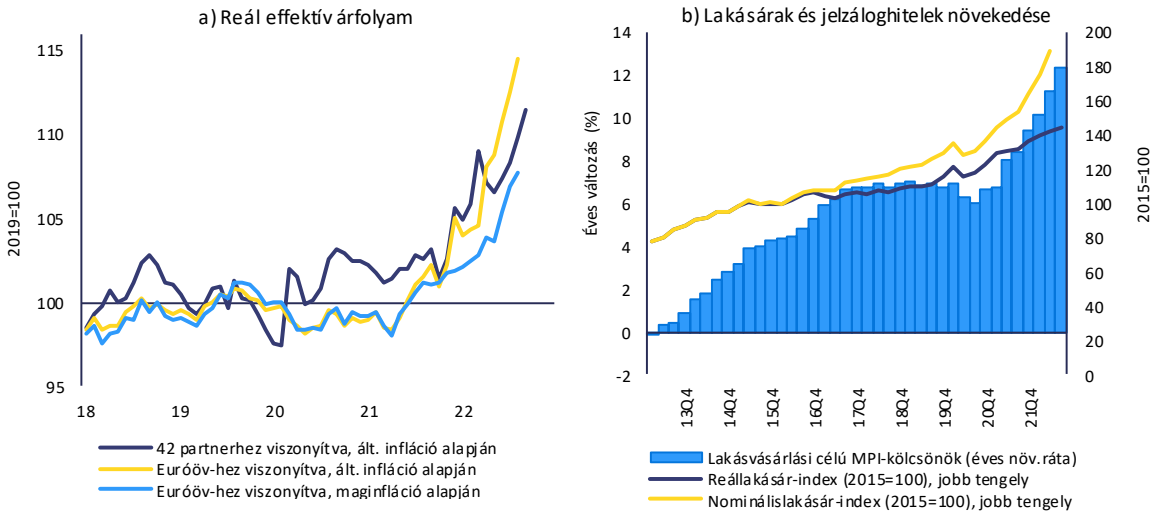
- Fokozódnak a **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok. A nominális fajlagos munkaköltségek 2021-ben emelkedtek, és az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban erőteljesen emelkedni fognak, miközben Észtország magas nominálbér-emelkedése nem párosul termelékenységgel. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben felértékelődött, és 2022-ben még erőteljesebb felértékelődés folyamatban várható.

- A **lakásárak** rendkívüli **növekedése** továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak emelkedése a 2020. évi 6 %-ról 2021-ben 15,1 %-ra gyorsult, az elmúlt negyedévekben az EU-ban az egyik legnagyobb ütemű volt, és 2022 második negyedévében elérte a 27,4 %-ot. Az EU egyik legmagasabb ár/jövedelem aránya a megfizethetőséggel kapcsolatos aggályokat vet fel. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 7 %-kal túlértékeltek.

- A **háztartások** GDP-arányos **adósságrátája** közel van az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékhez, és nem éri el a prudenciális küszöbértéket. A háztartásokba irányuló nettó hiteláramlás 2021-ig mérsékelt volt, a GDP mintegy 2 %-át tette ki. Miközben a nettó hiteláramlás 2022-ben a GDP közel 4 %-ára nőtt, a GDP-arányos államadósság 2022 első felében tovább csökkent.

- A **munkanélküliségi ráta** 2021-ben 6,2 %-ra csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben enyhén csökken, 2023-ban viszont nőni fog. Az aktivitási ráta 2021-ben csökkent, továbbra is a pandémiás korlátozások miatt; a ráta a jövőben ismét emelkedni fog. Az ifjúsági munkanélküliség továbbra is magas, bár csökkent.

3.6.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Észtország**



Forrás: Eurostat, EKB (BSI) és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.6.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Észtország**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**1.8**	**0.8**	**-0.1**	**-0.8**	**-0.2**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		-0.6 (1)	-2.6 (2)	2.4	-1.0	-1.8	0.4	0.7
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-61.6 (3)**	**-14.3 (4)**	**-22.6**	**-21.9**	**-13.0**	**-18.4**	**-14.2**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				31.0	41.5	39.9		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**15.8**	**15.7**	**10.7**	**19.5**	**25.2**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				4.7	3.9	1.8	12.9	8.8
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**6.1**	**5.3**	**1.9**	**0.0**	**-3.5**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				0.0	0.7	1.2	-2.1	-2.9
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**1.7**	**16.4**	**17.8**	**19.4**	**16.0**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				2.6	4.8	7.8	1.2	-1.1
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**98.9**	**101.4**	**95.3**	**91.3**	**81.5**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**3.4**	**3.0**	**6.5**	**7.8**	**3.9**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		87.8 (6)	38.2 (7)	38.6	40.7	37.8	37,3	37,5
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		111.8 (6)	61.0 (7)	60,3	60,7	57,5	54,0	44,0
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**4.4**	**7.0**	**10.4**	**1.3**	**-0.6**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		6.9 (8)		7,0	6,0	15,1	20,8	7,0
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**8.5**	**18.5**	**17.6**	**18.7**	**19.3**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,1	-5,5	-2,4	-2,3	-3,7
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**11.6**	**17.9**	**17.5**	**1.5**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				8,3	7,4	9,5		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		25,7	27,0	23,3		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				1.6e	1.6e	1.1p	1,0	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**5.2**	**5.6**	**5.9**	**6.4**	**6.3**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		6.2 (10)		4.5	6.9	6.2	6.1	6.6
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**1.3**	**0.4**	**-0.2**	**4.8**	**2.0**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.3**	**-0.8**	**0.3**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-2.4**	**6.2**	**4.7**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.
Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.7. ÍRORSZÁG

Írországban a külső adósság, a háztartások adóssága, a nem pénzügyi vállalatok adóssága, valamint az államadósság GDP-hez viszonyított aránya egyaránt magas, de továbbra is komoly csökkenést mutatnak. Következésképpen úgy tűnik, hogy a kapcsolódó aggályok továbbra is korlátozottak. Írországban az adósságrátákra hatással van a multinacionális vállalatok jelenléte. A nominális lakásárak emelkedése gyorsul, és a lakások megfizethetősége aggodalomra ad okot.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és arra a következtetésre jutott, hogy Írországban már nem áll fenn egyensúlyhiány. A Bizottság úgy véli, hogy Írország vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 7,9 %-os, 2023-ban pedig 3,2 %-os lesz. Az infláció magas. Az éves infláció októberben 9,6 %-ra emelkedett, míg a maginfláció a becslések szerint szeptemberben 5,1 % volt. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Írországra vonatkozó elemzése azt mutatja, hogy 2021-ben négy mutató – nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege, a nettó nemzetközi befektetési pozíció, a magánszektor adósságállománya és a pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedése – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggodalmak jelentősen mérséklődtek az elmúlt években. A külső szektort jelentősen felerősítik a multinacionális vállalatok tevékenységei. A folyó fizetési mérleg 2021-ben jelentős, a GDP 14,2 %-ának megfelelő többletet mutatott, és az előrejelzések szerint 2022-ben tovább növekszik. A folyó fizetési mérleg multinacionális vállalatok hatásával korrigált többlete 2021-ben is magas maradt. A nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) 2021-ben a GDP –145,5 %-ára javult. A következő két évben a nettó nemzetközi befektetési pozíció további javulása várható.

- A **nem pénzügyi vállalatok adósságállománya** magas, de csökkenő pályán van. 2021-ben mérsékelten, a GDP 138 %-ára, azaz a módosított bruttó nemzeti jövedelem (GNI) 252 %-ára csökkent. A nem pénzügyi vállalatok adósságállománya 2022 első felében csökkent, de felmerült néhány, a makrogazdasági környezethez kapcsolódó kockázati tényező. Az adósságállomány továbbra is meghaladja mind az alapvető, mind a prudenciális küszöbértékeket, bár a határokon átnyúló, csoporton belüli hitelezés magas aránya a vállalati adósságállományban csökkenti a kockázatokat. A devizában denominált vállalati hitelek aránya (12 %) az euróövezet országai között az egyik legmagasabb, azonban az a multinacionális vállalatok jelenlétéhez kapcsolódik. A **háztartások** GDP-arányos **adósságrátája** viszonylag alacsony és csökkenő pályán van. Értéke a referenciaértékek alatt van, de az ír GDP-t túlértékelik a multinacionális vállalatok tevékenységével. A háztartásoknak a háztartások bruttó hazai jövedelme arányában kifejezett adósságállománya jelentősen csökkent, de továbbra is közel van a 100 %-hoz. A változó kamatozású jelzáloghitelek aránya viszonylag alacsony, 2021-ben 20 % volt.

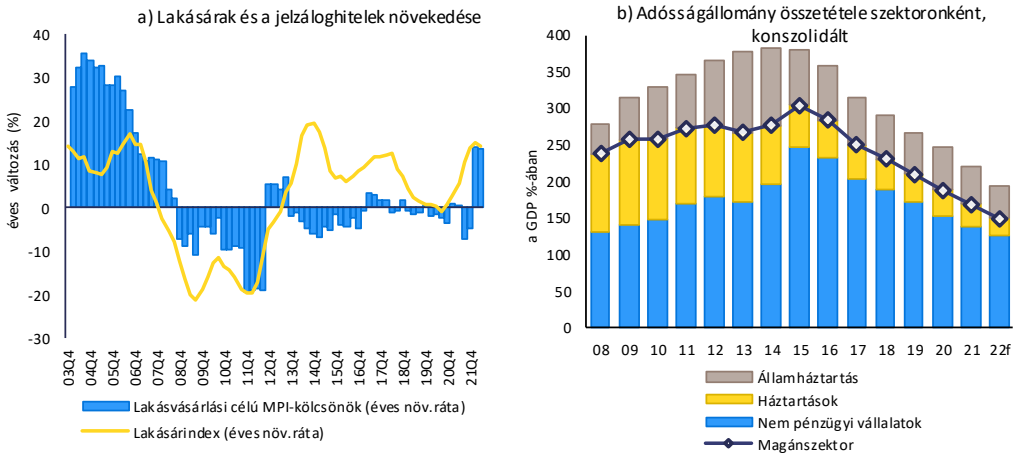
- A **lakásárak** alakulásával kapcsolatos aggályok egyre súlyosabbak. A nominális lakásárak emelkedése 2021-ben 0,3 %-ról 8,3 %-ra gyorsult. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 14,4 % volt. Az EU egyik legmagasabb ár/jövedelem aránya a megfizethetőséggel kapcsolatos aggályokat vet fel. A Bizottság szolgálatainak az értékelési különbözettel kapcsolatos mutatószámai azonban nem utalnak potenciális túlértékelésre.

- A **bankszektor** összességében stabil. A bankok tőkeerősek, és a jövedelmezőség 2021-ben nőtt, bár az európai versenytársakhoz képest alacsony maradt. A nemteljesítő hitelek állománya tovább csökkent, még akkor is, ha az alulteljesítő (stage 2) kategóriába eső hitelkitettségek –

különösen a nem pénzügyi vállalatokkal szemben – aránya továbbra is viszonylag magas. Az ír nem banki pénzügyi szektor igen nagy, de csak kis mértékben kapcsolódik a hazai gazdasághoz.

- A GDP-arányos **államadóssággal kapcsolatos kockázatok** meglehetősen alacsonyak. A kockázatok szintje 2021-ben 55,4 %-ra csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben is erőteljesen csökkenni fog. Ezzel szemben az államadósság a GNI értékéhez viszonyítva továbbra is nagy (100 % körüli). A költségvetési egyensúly az előrejelzések szerint 2022-ben csekély többletbe fordul át, és várhatóan tovább fog javulni. A hosszú távú költségvetési fenntarthatósági kockázatok közepesek.

3.7.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Írország**



Forrás: Eurostat, EKB (BSI) és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.7.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Írország**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**-4.7**	**-7.2**	**-4.2**	**8.5**	**16.9**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		4.3 (1)	-4.9 (2)	-19.8	-6.8	14.2	18.2	18.3
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-159.0 (3)**	**17.0 (4)**	**-193.4**	**-177.0**	**-145.5**	**-121.4**	**-93.7**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-282.6	-294.4	-335.1		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**-3.9**	**-6.3**	**-7.9**	**-10.0**	**-1.7**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				1.3	-5.1	-4.2	-1.0	3.6
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**-1.4**	**-1.2**	**-2.6**	**-6.1**	**-7.2**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-2.7	0.3	-0.1	-6.3	-0.9
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**73.1**	**51.5**	**39.9**	**47.3**	**41.3**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				9.7	23.2	-4.0	6.8	1.9
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**209.3 p**	**187.3 p**	**168.1 p**	**149.4**	**144.0**
Private sector credit flow, consolidated (% of GDP)	**14%**			**-9.6 p**	**-3.6 p**	**2.6 p**	**7.2**	**13.2**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		74.6 (6)	44.9 (7)	38.6p	34.4p	29.7p	24,6	22,9
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		112.8 (6)	42.0 (7)	170,7	152,9	138,4	124,8	121,1
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**0.5**	**-0.5**	**4.2**	**5.5**	**0.4**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		-11.5 (8)		2,3	0,3	8,3	12,5	12,7
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**57.0**	**58.4**	**55.4**	**44.7**	**41.2**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,5	-5,0	-1,7	0,2	0,8
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**15.4 p**	**7.4 p**	**18.8 p**	**2.1**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				3,7	-2,2	4,5		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		22,3	22,3	22,2		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				3.4e	3.4e	2.4p	2,0	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**5.8**	**5.6**	**5.7**	**5.5**	**5.1**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		5.1 (10)		5.0	5.9	6.2	4.4	4.8
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**0.6**	**-1.8**	**1.8**	**1.6**	**3.5**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**0,5 százalékpont**			**-2.6**	**-1.6**	**-0.3**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves válto	**2 százalékpont**			**-4.3**	**1.4**	**0.7**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.8. GÖRÖGORSZÁG

Görögországban a GDP-arányos államadóssággal és a külső adósságrátával kapcsolatos aggályok továbbra is fennállnak, bár a Covid19-válságot követően újra csökkenő pályára kerültek. A folyó fizetési mérleg hiánya tovább növekszik, és az előrejelzések szerint továbbra is nagy marad. Továbbra is fennállnak a bankszektorral kapcsolatos aggályok, amelyet a nemteljesítő hitelek magas, bár jelentősen csökkent állománya terhel. A jelentős javulás ellenére változatlanul fennállnak munkaerőpiaci hiányosságok.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és arra a következtetésre jutott, hogy Görögországban túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Görögország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni a túlzott egyensúlyhiány tartós fennállását, illetve felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 6 %-os, 2023-ban pedig 1 %-os lesz. Az infláció magas, az előző év azonos időszakához viszonyítva októberben 9,8 %-ra csökkent, míg a maginfláció a becslések szerint 6,9 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Görögországra vonatkozó elemzése azt mutatja, hogy 2021-ben hat mutató – nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege, a nettó nemzetközi befektetési pozíció, a reál lakásárak emelkedése, az államadósság, a munkanélküliségi ráta változása, valamint az aktivitási ráta változása – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatóság** továbbra is aggodalomra ad okot. A folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 6,8 %-ára nőtt 2021-ben. Az erős idegenforgalmi szezon várhatóan javítja a szolgáltatási egyenleget, és részben, de nem teljes mértékben ellensúlyozza az áruforgalom – többek között az energia – romló egyenlegét. A folyó fizetési mérleg hiánya az előrejelzések szerint 2022-ben növekszik, és továbbra is jelentősen meghaladja a világjárvány előtti szintet. A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2021-ben nagy és negatív, a GDP –171,9 %-a marad, ami valamivel alacsonyabb, mint 2020-ban, és az előrejelzések szerint tovább javul. A nettó nemzetközi befektetési pozíció kötelezettségállományának jelentős hányadát a kedvezményes feltételekkel felvett, hosszú lejáratú államadósság teszi ki.

- A **háztartások és a nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos **adósságrátája** továbbra is aggodalomra ad okot. Mindkettő meghaladja a prudenciális és alapvető referenciaértékeket, de csökkenő pályán van. A háztartások és a nem pénzügyi vállalatok adósságrátája 2022 első felében csökkent. A jelzáloghitelek több mint fele változó kamatozású.

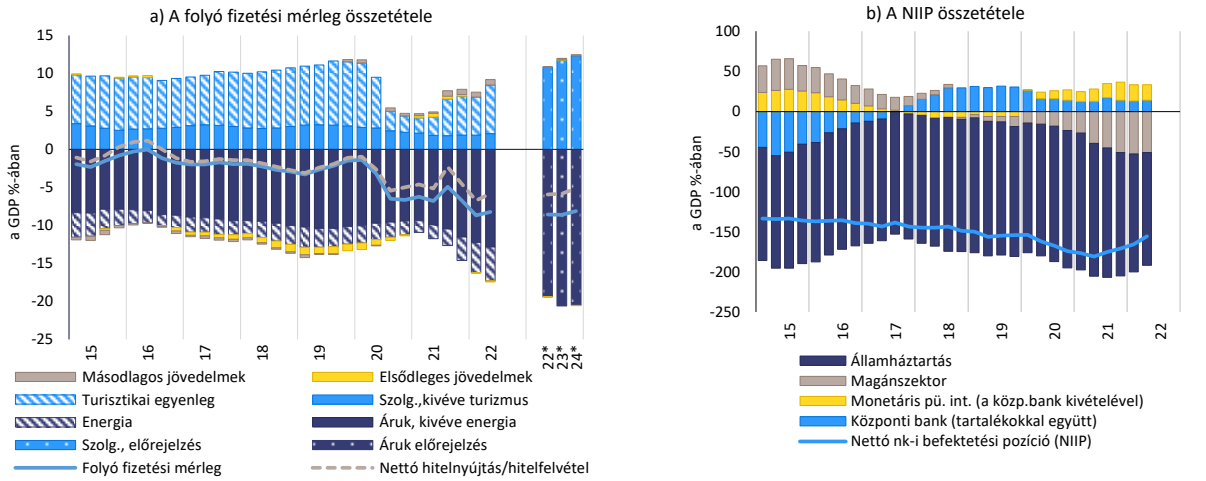
- Az **államadósság** nagyon magas. A GDP-arányos államadósság az egyik legmagasabb az EU-ban, bár 2021-ben 12 százalékponttal, a GDP 194,5 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban még tovább, a 2019-es szint alá fog csökkenni. Az államháztartási hiány továbbra is magas, bár 2021-ben 7,5 %-ra csökkent, és az előrejelzések szerint tovább fog csökkenni. Mivel Görögország adósságállományát túlnyomórészt hivatalos hitelezők által nyújtott hitelek teszik ki, e hitelek kedvező kamatlábai rövid és középtávon biztosítják a kamatkiadások visszafogását. Emellett Görögország továbbra is jelentős készpénztartalékkal rendelkezik, amely lehetővé teszi a hatékony likviditáskezelést és csökkenti a megújulási kockázatokat. Az állampapír-hozamfelárak növekedtek, de mostanra az euróövezet átlagánál magasabb szinten stabilizálódtak. A rövid és középtávú költségvetési fenntarthatósági kockázatok magasak, ugyanakkor hosszú távon közepesek.

- A **bankszektorral** kapcsolatos aggodalmak továbbra is fennállnak. Továbbra is magas, bár jelentősen csökkent a nemteljesítő hitelek állománya. A gazdaságban jelen vannak kapcsolódó kockázatok, mivel a magánszektor korábban keletkezett nemteljesítő adósságai a bankszektoron kívüli pénzügyi intézmények mérlegében szerepelnek. Az elmúlt évben az új nemteljesítő hitelek

kihelyezése továbbra is korlátozott mértékű, de az alulteljesítő (stage 2) hitelek és az átstrukturált hitelek aránya meghaladja az euróövezeti átlagot. A jövedelmezőség 2021-ben erősen negatívba fordult, és az alapvetőtőke-megfelelési mutató továbbra is az egyik legalacsonyabb az EU-ban. A lakásárak emelkedése továbbra is magas, de 2022 elején mérséklődött.

- A **munkaerőpiaci** hiányosságok a jelentős javulás ellenére továbbra is aggodalomra adnak okot. Jelentősen csökkent a munkanélküliségi ráta, de a 2021-es 14,7 %-os szinttel továbbra is a legmagasabbak között van az EU-ban. Értéke 2022-ben várhatóan tovább csökken, de 2023-ban nagyjából változatlan marad. Az aktivitási ráta viszonylag alacsony, bár 2021-ben nőtt. Az ifjúsági és a tartós munkanélküliség aránya csökkent, de továbbra is a legmagasabb az EU-ban.

3.8.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Görögország**



Forrás: Az Európai Bizottság szolgálatai.

3.8.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Görögország**

							forecast	
	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	2022	2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**-2.1**	**-3.7**	**-5.0**	**-6.9**	**-7.1**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		-1.1 (1)	-2.6 (2)	-1.5	-6.6	-6.8	-7.3	-7.4
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-45.7 (3)**	**-47.6 (4)**	**-154.1**	**-173.8**	**-171.9**	**-147.3**	**-143.8**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-133.5	-155.1	-150.2		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**-1.1**	**6.2 p**	**4.0 p**	**5.3**	**1.4**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				0.0	7.2 p	-3.1 p	1.3	3.3
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**0.5**	**0.4**	**-3.1**	**-5.0**	**-9.9**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-2.1	0.4	-1.4	-3.9	-5.0
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**3.2**	**-10.7**	**9.6**	**13.3**	**6.7**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				0.7	-19.7	20.1	8.5	1.2
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**110.3**	**124.9 p**	**120.7 p**	**107.6**	**102.0**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**-1.0**	**5.1 p**	**-0.1 p**	**3.1**	**4.0**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		33.8 (6)	21.6 (7)	55.9	59.5	55.2	47,3	43,9
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		62.7 (6)	47.0 (7)	54,4	65,4	65,5	60,3	58,1
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**7.2 e**	**5.7 e**	**6.4 e**	**-0.9**	**-1.5**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		5.0 (8)		7,2	4,5	7,5	6,0	2,1
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**180.6**	**206.3**	**194.5**	**171.1**	**161.9**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				1,1	-9,9	-7,5	-4,1	-1,8
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**11.6**	**27.5**	**14.3**	**1.9**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				0,7	-7,9	-20,1		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		16,2	15,0	13,6		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				35.5e	26.5e	8.6p	6,8	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**19.8**	**18.4**	**16.7**	**15.0**	**13.3**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		8.8 (10)		17.9	17.6	14.7	12.6	12.6
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**0.3**	**-2.9**	**-0.8**	**-0.7**	**1.3**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-4.1**	**-3.8**	**-3.3**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-10.7**	**-6.5**	**-5.7**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.9. SPANYOLORSZÁG

Spanyolországban a háztartások adósságának, a nem pénzügyi vállalatok adósságának, az államadósságnak és a külső adósságnak a GDP-hez viszonyított aránya továbbra is aggodalomra ad okot, bár a Covid19-válságot követően újra csökkenő pályára kerültek: a külső adósság és a magánszektor adóssága az erőteljes nominális GDP-növekedéssel összefüggésben jelentősen csökkent. A GDP-arányos államadósság nagyon magas, az államháztartási hiány pedig az enyhe javulás ellenére jelentős. A munkanélküliségi ráta, bár még mindig magas, már most is a válság előtti szint alatt van, és jövőre várhatóan stabil marad.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és arra a következtetésre jutott, hogy Spanyolországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Spanyolország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az egyensúlyhiány tartós fennállását, illetve felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 4,5 %-os, 2023-ban pedig 1 %-os lesz. Az infláció magas, az előző év azonos időszakához viszonyítva októberben 7,3 %-ra csökkent, miközben a maginfláció a becslések szerint szeptemberben 4,8 % volt. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Spanyolországra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben hat mutató – nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció, az exportpiaci részesedés, a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a magánszektor adóssága, az államadósság és a munkanélküliségi ráta alakulása – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- Némi javulás ellenére a **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggályok továbbra is fennállnak. A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) 2021-ben jelentősen, a GDP –71,5 %-ára javult, főként az erős pozitív értékelési hatások és a magas nominális GDP-növekedés miatt. A nettó nemzetközi befektetési pozíció várhatóan tovább javul, bár kisebb ütemben. A javulás főként a nemteljesítő kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozícióval függött össze, amely a GDP –52,1 %-áról –39,7 %-ára változott. A folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is csekély többletet mutat, amely 2021-ben a GDP 1,2 %-át tette ki, de az előrejelzések szerint enyhén csökken. Az erős idegenforgalmi szezon várhatóan részben javítja a szolgáltatási egyenleget, és részben ellensúlyozza az áruforgalom – többek között az energia – romló egyenlegét 2022-ben.

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok továbbra is korlátozottak. A nominális fajlagos munkaköltség (ULC) 2021-ben kismértékben nőtt, és az előrejelzések szerint a maginfláció növekedésével tovább fog emelkedni. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé felértékelődött; azonban 2022 augusztusára leértékelődött az előző évhez képest.

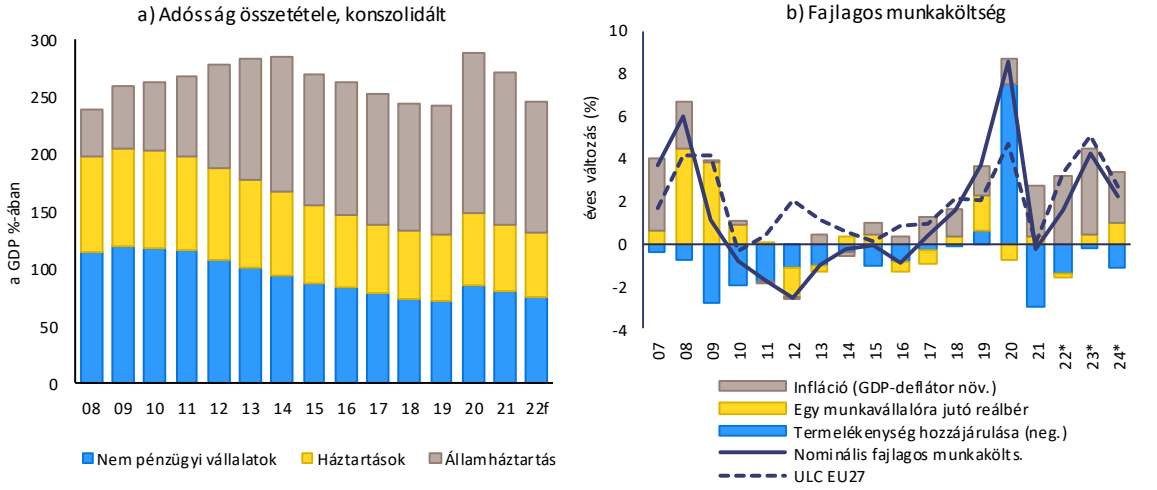
- A **nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos **adósságrátája** továbbra is aggodalomra ad okot, bár csökkenő pályán van. 2021-ben mérsékelten, 80 %-ra csökkent, majd 2022 első felében tovább csökkent, bár vannak a makrogazdasági környezettel kapcsolatos kockázati tényezők. Továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértékeket, és még mindig 8 százalékponttal magasabb, mint 2019-ben. A **háztartások** GDP-arányos **adósságrátája** továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékeket, ugyanakkor azok közelében van, és ismét a csökkenő pályára áll.

- Az **államadóssággal** kapcsolatos aggályok továbbra is jelentősek. 2021-ben kismértékben csökkent, elérve a GDP 118,3 %-át, és az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban újra csökkenni fog. Az államháztartási hiány továbbra is magas, bár 2021-ben 6,9 %-ra csökkent. Az előrejelzések szerint a hiány 2022-ben és 2023-ban tovább csökken. A költségvetés

fenntarthatósági kockázatai középtávon magasak, hosszú távon pedig közepesek, részben a népesség elöregedésével kapcsolatos költségek miatt.

- A **munkaerőpiaci** hiányosságok a jelentős javulás ellenére továbbra is aggodalomra adnak okot. A munkanélküliségi ráta az elmúlt évtizedben jelentősen csökkent, de változatlanul a legmagasabbak között van az EU-ban (2021-ben 14,8 %), különösen az ifjúsági és a tartós szegmensekben. Az előrejelzések szerint 2022-ben csökkenni fog, de azt követően nagyjából változatlan marad. Az ifjúsági és a tartós munkanélküliségi ráta a közelmúltban tapasztalt gyors visszaesés ellenére továbbra is a legmagasabbak között van az EU-ban. A munkaerőpiac rezilienciája szempontjából előnyösek a helyreállítási és rezilienciaépítési terv részeként végrehajtott reformok, amelyek a romló gazdasági kilátások közepette támogatják a munkaerőpiacot.

3.9.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Spanyolország**



Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.9.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Spanyolország**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**2.3**	**1.5**	**1.2**	**0.8**	**0.9**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.9 (1)	-1.6 (2)	2.1	0.6	1.0	0.9	0.8
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-58.0 (3)**	**-18.8 (4)**	**-73.7**	**-85.7**	**-71.5**	**-60.2**	**-54.9**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-46.1	-52.1	-39.7		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**5.7**	**14.3 p**	**12.3 p**	**9.8**	**6.0**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				3.7	8.6 p	-0.3 p	1.4	4.8
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**1.7**	**1.1**	**-0.5**	**-3.2**	**-6.4**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.7	0.7	0.5	-4.3	-2.7
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**2.3**	**-7.2**	**-10.5**	**0.9**	**2.1**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-0.9	-10.5	2.0	12.8	0.0
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**129.3**	**148.1 p**	**139.1 p**	**131.8**	**129.4**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**1.5**	**4.7 p**	**2.5 p**	**3.2**	**7.2**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		40.8 (6)	46.6 (7)	56.8	62.7	58.4	56,5	55,2
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		57.4 (6)	56.6 (7)	72,5	85,4	80,7	75,3	74,2
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**4.1**	**2.2**	**1.5**	**-2.3**	**-2.7**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		11.5 (8)		5,2	2,2	3,7	6,0	0,8
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**98.2**	**120.4**	**118.3**	**114.0**	**112.5**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-3,1	-10,1	-6,9	-4,6	-4,3
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**1.6**	**9.8**	**6.6**	**2.5**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				6,7	-3,5	10,2		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		12,5	13,2	13,3		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				3.1e	2.8e	2.9p	2,7	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**15.5**	**15.0**	**14.8 d**	**14.3**	**13.4**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		11.8 (10)		14.1	15.5	14.8 d	12.7	12.7
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**-0.4**	**-1.7**	**0.0 d**	**-0.5**	**1.8**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-4.2**	**-2.7**	**-0.2 d**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-11.9**	**-0.3**	**0.5 d**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.10. FRANCIAORSZÁG

Franciaországban továbbra is aggályok merülnek fel a költség-versenyképességgel és a magas GDP-arányos államadóssággal kapcsolatban. Emellett a magánszektor magas adósságállománya szoros nyomon követést tesz indokolttá. A maginfláció alacsonyabb, mint sok más euróövezeti országban. Mindazonáltal a külső fenntarthatósággal és a versenyképességgel kapcsolatos aggályok továbbra is szoros nyomon követést tesznek indokolttá. Bár csökken, a GDP-arányos államadósság és az államháztartási hiány továbbra is magas. A világjárvány alatti meredek emelkedést követően a nem pénzügyi vállalatok adósságállománya csökkenő pályán van.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és arra a következtetésre jutott, hogy Franciaországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Franciaország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az egyensúlyhiány tartós fennállását, illetve felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 2,6 %-os, 2023-ban pedig 0,4 %-os lesz. Az infláció magas, bár alacsonyabb, mint a legtöbb euróövezeti országban. Az előző évhez képest októberben 7,1 %-ra nőtt, a maginfláció pedig a becslések szerint 4,1 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Franciaországra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben három mutató – nevezetesen az exportpiaci részesedés változása, a magánszektor adóssága és az államadósság – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósági** kérdések szoros nyomon követést tesznek indokolttá. A folyó fizetési mérleg 2021-ben a GDP 0,4 %-ának megfelelő enyhe többletbe fordult át, és visszatért a világjárvány előtti szintre. Az előrejelzés 2022-re és 2023-ra hiányt vetít előre. A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2021-ben még tovább, a GDP –32,1 %-ára romlott, ami a negatív folyófizetésimérleg-egyenlegnek és az értékelési hatásoknak tudható be. Az NIIP az előrejelzések szerint a jövőben javulni fog.

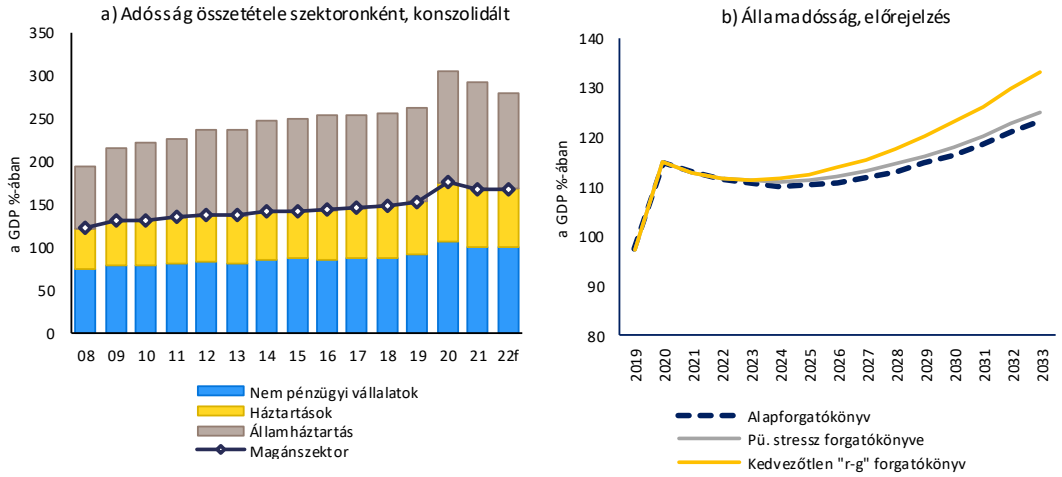
- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is megvoltak, továbbra is fennállnak. A nominális fajlagos munkaköltségek (ULC) 2021-ben emelkedtek, és az előrejelzések szerint a jövőben még erőteljesebben fognak emelkedni, tekintettel arra, hogy a legtöbb euróövezeti országhoz képest alacsonyabb a maginfláció. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé leértékelődött. Az előző évhez képest 2022 augusztusáig folytatódott a leértékelődés.

- Annak ellenére, hogy 2021-ben 101 %-ra csökkent, a **nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos **adósságrátája** továbbra is magas. A csökkenés 2022 első felében folytatódott. A mutató továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértékeket, és még mindig 10 százalékponttal magasabb, mint 2019-ben. A vállalatok eladósodottságát magas és növekvő vállalati likviditási tartalékok kísérik, ami csökkenti a kockázatokat.

- A **lakásárak** alakulásával kapcsolatos aggályok egyre súlyosabbak. A nominális lakásárak emelkedése 2021-ben 5,2 %-ról 6,3 %-ra gyorsult. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 7,1 %-ra erősödött. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 20 %-kal túlértékeltek. A **háztartások** GDP-arányos **adósságállománya** meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékeket, a háztartásokba irányuló hiteláramlás pedig magas. A kockázatokat azonban enyhítik a rögzített kamatozású hitelek magas aránya, a körültekintő hitelezési standardok és a makroprudenciális szakpolitikai intézkedések.

- Az **államadóssággal** kapcsolatos aggályok jelentősek. A már amúgy is magas, az eredménytábla küszöbértékét meghaladó GDP-arányos államadósság 2021-ben kismértékben, 112,8 %-ra csökkent, és az előrejelzés távlatában várhatóan nagyjából változatlanul a 2019. évi szint felett marad. Az államháztartási hiány továbbra is magas, bár 2021-ben 6,5 %-ra csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben folytatódik ez a tendencia. A költségvetési fenntarthatósági kockázatok középtávon magasak, míg hosszú távon közepesek maradnak.

3.10.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Franciaország**



A „kedvezőtlen kamat-növekedési ráta” forgatókönyv az alapforgatókönyvnél kedvezőtlenebb hólabdahatást feltételez (azaz a piaci kamatlábak és a nominális GDP-növekedés közötti különbség tartósan 1 százalékponttal magasabb). A pénzügyi stresszforgatókönyv szerint az ország átmenetileg (egy éven át) magasabb piaci kamatlábakkal szembesül 2023-ban (azaz a piaci kamatlábak 2023-ban várhatóan átmenetileg 1 százalékponttal emelkednek).
Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.10.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Franciaország**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**-0.4**	**-0.7**	**-0.3**	**-0.9**	**-0.4**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.3 (1)	-1.7 (2)	0.5	-1.8	0.4	-1.4	-0.1
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-75.8 (3)**	**9.4 (4)**	**-24.6**	**-30.7**	**-32.1**	**-27.6**	**-27.5**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-35.2	-41.3	-37.2		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**0.9 p**	**5.0 p**	**4.6 p**	**8.5**	**7.6**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				-0.7 p	4.8 p	0.5 p	3.0	4.0
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**1.6**	**2.7**	**-0.4**	**-5.9**	**-9.2**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.4	1.5	-0.5	-6.8	-2.2
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**-0.7**	**-8.5**	**-11.4**	**-5.2**	**-5.1**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-1.0	-6.9	-1.1	3.7	0.4
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**153.1 p**	**175.0 p**	**167.8 p**	**168.4**	**158.2**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**8.4 p**	**13.5 p**	**6.5 p**	**9.2**	**7.3**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		49.1 (6)	58.6 (7)	62.2	68.6	66.7p	67,4	67,0
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		54.2 (6)	72.5 (7)	90,9	106,4		101,0	91,2
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**2.5**	**4.1**	**4.7**	**2.5**	**-0.5**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		19.6 (8)		3,3	5,2	6,3	5,2	1,2
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**97.4**	**115.0**	**112.8**	**111.7**	**110.8**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-3,1	-9,0	-6,5	-5,0	-5,3
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**6.0 b**	**11.3**	**7.3 p**	**4.3**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				6,0	4,1	7,1		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		15,2	16,0	16,2		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				2.5e	2.2e	1.9p	1,8	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**8.9**	**8.5**	**8.1 d**	**7.9**	**7.9**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		8.1 (10)		8.4	8.0	7.9 d	7.7	8.1
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**0.3**	**-0.4**	**0.2 d**	**1.3**	**2.4**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-0.8**	**-1.0**	**-0.2 d**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-5.3**	**-2.0**	**-3.1 d**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.11. HORVÁTORSZÁG

Horvátországban az államadósság, valamint a magánszektor és a külső adósság GDP-hez viszonyított aránya tovább csökken, a kapcsolódó kockázatok pedig korlátozottnak tűnnek. A GDP-arányos államadósság továbbra is magas, de az államháztartási hiány csökken. A nominális lakásárak növekedése gyorsul, de az értékelési különbözettel kapcsolatos mutatószámok nem mutatnak a lakásárak potenciális túlértékeltségére utaló jeleket.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és arra a következtetésre jutott, hogy Horvátországban már nem áll fenn egyensúlyhiány. A Bizottság úgy véli, hogy Horvátország vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 6 %-os, 2023-ban pedig 1 %-os lesz. Az infláció magas, és 2022-ben és 2023-ban várhatóan az euróövezet átlaga felett marad. Szeptemberben az előző év azonos időszakához viszonyítva 12,6 % volt, a maginfláció pedig 9,8 % volt. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Horvátországra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben két mutató – nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció és az államadósság – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósági** aggályok jelentősen mérséklődtek. A folyó fizetési mérleg 2021-ben a GDP 3,1 %-ának megfelelő többletre nőtt. Az előrejelzések szerint 2022-ben tovább javul a mérsékelten negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció, amely 2021-ben a GDP –35,1 %-át tette ki. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíció pozitívvá vált, és 2021-ben a GDP 12 %-ának felelt meg.

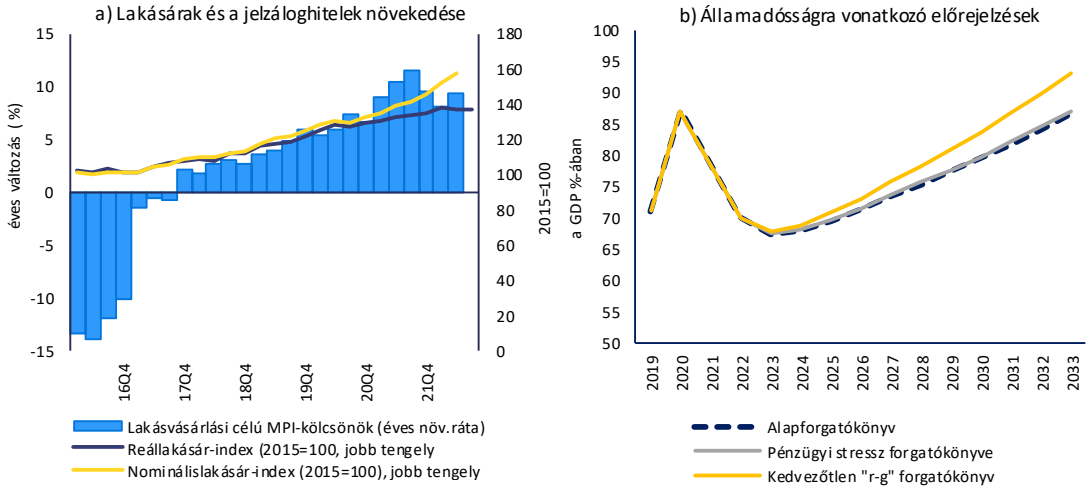
- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok korlátozottnak tűnnek. A magas infláció kockázatot jelent, bár a bérek indexálása nem jellemző. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben csökkent, azonban az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban erőteljesen emelkedni fog. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé felértékelődött. Az előző évhez képest 2022 augusztusára enyhe leértékelődés figyelhető meg.

- A **háztartások** GDP-arányos **adósságrátája** meghaladja az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértéket, de jóval elmarad a prudenciális referenciaértékről. A háztartásokba irányuló nettó hiteláramlás 2021-ben és 2022-ben mérsékelt volt. A háztartások GDP-arányos adósságrátája 2022 első felében tovább csökkent. A változó kamatozású lakáscélú hitelek aránya viszonylag alacsony.

- A **lakásárak alakulásával** kapcsolatos aggályok egyre súlyosabbak. A nominális lakásárak emelkedése 2021-ben 7,3 %-ra lassult, de az előző évhez képest 2022 második negyedévében 13,6 %-ra nőtt. Az értékelési különbözettel kapcsolatos mutatószámok nem utalnak potenciális túlértékelésre. Bár a **bankszektor** tőkeerős és jövedelmezősége magas, a nemteljesítő hitelek aránya viszonylag magas, noha csökkenő. Az alulteljesítő hitelek (stage 2) jelentősen nőttek a világjárvány kezdete óta, és azóta sem csökkentek jelentősen.

- Nem elhanyagolhatók az államadóssággal kapcsolatos kockázatok. A GDP-arányos **államadósság** 2021-ben 78,4 %-ra csökkent, ami továbbra is meghaladja az eredménytábla 60 %-os küszöbértékét. Az előrejelzések szerint 2022-ben tovább csökken, a 2019. évi szint alá süllyedve. Az állampapír-hozamfelárak csökkentek, de az euróövezeti átlag felett maradnak. Az államadóssághoz kapcsolódó árfolyamkockázat az euró 2023. január 1-jei bevezetésével megszűnik. Az államháztartási hiány 2021-ben a GDP 2,6 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben tovább szűkül. A költségvetési fenntarthatósági kockázatok rövid és hosszú távon is közepesek.

3.11.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Horvátország**



A „kedvezőtlen kamat-növekedési ráta" forgatókönyv az alapforgatókönyvnél kedvezőtlenebb hólabdahatást feltételez (azaz a piaci kamatlábak és a nominális GDP-növekedés közötti különbség tartósan 1 százalékponttal magasabb). A pénzügyi stresszforgatókönyv szerint az ország átmenetileg (egy éven át) magasabb piaci kamatlábakkal szembesül 2023-ban (azaz a piaci kamatlábak 2023-ban várhatóan átmenetileg 1 százalékponttal emelkednek).
Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.11.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Horvátország**

	Küszöbérték	I. Referenciaérték	II. Referenciaérték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**2.6**	**1.3**	**1.8**	**0.9**	**0.9**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		-0.2 (1)	-4.0 (2)	2.8	-0.5	3.1	0.2	-0.6
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-46.7 (3)**	**-18.5 (4)**	**-47.0**	**-48.1**	**-35.1**	**-33.3**	**-26.0**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				1.2	3.0	12.0		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**2.8**	**13.7 p**	**6.4 p**	**12.4**	**8.8**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				0.0	9.8 p	-3.1 p	3.9	5.9
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**1.5**	**0.5**	**-1.5**	**-4.7**	**-7.5**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.5	-0.5	0.5	-4.6	-3.6
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**22.0**	**-1.3**	**7.9**	**27.8**	**25.2**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				4.2	-16.1	19.1	21.2	-0.9
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**88.3**	**98.0 p**	**88.5 p**	**80.5**	**79.4**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**1.1**	**1.3 p**	**3.0 p**	**2.8**	**4.4**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		54.6 (6)	18.3 (7)	34.1	38.0	34.7	32,0	33,1
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		65.2 (6)	39.3 (7)	54,2	60,0	53,8	48,5	46,3
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**7.8**	**7.3**	**4.5**	**0.8**	**-0.5**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		-3.4 (8)		9,0	7,7	7,3	9,8	4,2
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**71.0**	**87.0**	**78.4**	**70.0**	**67.2**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,2	-7,3	-2,6	-1,6	-2,4
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**6.8**	**7.3**	**11.7**	**0.7**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				9,1	4,7	7,7		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		21,7	22,7	23,8		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				5.2e	5.3e	4.2p	3,7	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**8.8**	**7.5**	**7.2**	**7.1**	**6.7**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		7.4 (10)		6.6	7.5	7.6	6.3	6.3
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**0.9**	**0.7**	**2.4**	**2.6**	**2.3**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-4.2**	**-2.5**	**-0.6**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-14.7**	**-6.3**	**-1.8**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.12. OLASZORSZÁG

Olaszországban a magas GDP-arányos államadóssággal kapcsolatos aggályok változatlanok. A munkaerőpiaci hiányosságok ismét fokozódhatnak. A bankszektorban bekövetkezett fejlesztések ellenére a makrogazdasági környezet miatt nő a visszacsatolási spirálok kockázata, ami szoros nyomon követést tesz indokolttá.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és arra a következtetésre jutott, hogy Olaszországban túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Olaszország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni a túlzott egyensúlyhiány tartós fennállását, illetve felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 3,8 %-os, 2023-ban pedig 0,3 %-os lesz. Az infláció magas, az előző évhez képest októberben 12,8 %-ra nőtt, a maginfláció pedig a becslések szerint 4,5 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Olaszországra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben három mutató – nevezetesen az exportpiaci részesedés, az államadósság és az aktivitási ráta változása – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok korlátozottnak tűnnek. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben változatlan maradt, de az előrejelzések szerint a jövőben növekedni fog. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé leértékelődött. Az előző év azonos időszakához viszonyítva 2022 augusztusáig folytatódott a leértékelődés. Ezzel szemben a termelékenység növekedése évtizedek óta elmarad az uniós versenytársakétól.

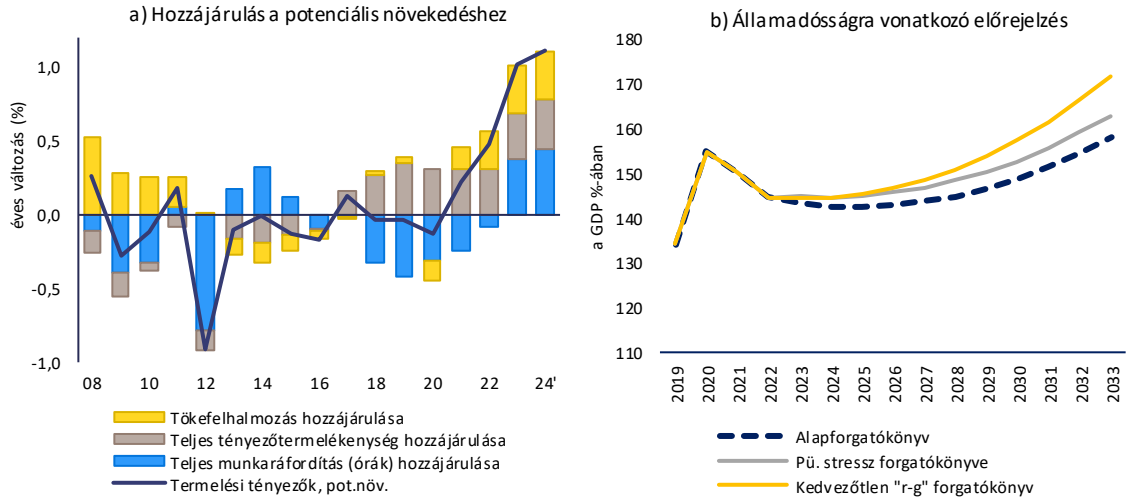
- A **háztartások** GDP-arányos **adósságrátája** továbbra is megközelíti a referenciaértékeket, és a háztartásokba irányuló nettó hiteláramlás 2021-ben és 2022-ben mérsékelt maradt. A háztartások GDP-arányos adósságrátája 2022 első felében nagyjából változatlan maradt. A változó kamatozású hitelek aránya viszonylag alacsony.

- Az **államadósság** továbbra is magas, annak ellenére, hogy a GDP-hez viszonyított aránya 2021-ben 150,3 %-ra csökkent. Bár az adósságráta az előrejelzések szerint tovább csökken, várhatóan jóval a 2019. évi szint felett marad. Az államháztartási hiány továbbra is magas, bár 2021-ben 7,2 %-ra csökkent, és az előrejelzések szerint tovább fog csökkenni. Az állampapír-hozamfelárak jelentősen eltértek az euróövezet átlagától, ami – bár a fennálló adósságok megnövekedett átlagos futamideje miatt csak fokozatosan, de – növeli a finanszírozási költségeket. A költségvetési fenntarthatósági kockázatok középtávon magasak, míg az elöregedéssel összefüggő várható költségek előre jelzett csökkenése hosszú távon közepesre csökkenti a kockázatot.

- A **bankszektor** az elmúlt években jelentős javulást ért el. A nemteljesítő hitelek arányának csökkenése folytatódott, és 2021-ben elérte a 3,5 %-ot. Bár ez az arány csak kissé haladja meg az euróövezeti átlagot, az alulteljesítő hitelek (stage 2) 2020 óta nőttek. A bankok és az állam közötti jelentős kötődés és a vállalati szektor egyes sebezhetőségeivel való kapcsolat növelheti a visszacsatolási spirálok kockázatát.

- A **munkaerőpiaci** hiányosságok továbbra is aggodalomra adnak okot. A munkanélküliségi ráta 2021-ben 9,5 %-ra nőtt, és továbbra is viszonylag magas, bár a 10 %-os küszöbérték alatt van. Az előrejelzések szerint 2022-ben csökken, azonban 2023-ban ismét nőni fog. Az aktivitási ráta nagyon alacsony, különösen a nők esetében, annak ellenére, hogy 2021-ben nőtt. Az ifjúsági és a tartós munkanélküliség aránya továbbra is a legmagasabb az EU-ban.

3.12.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Olaszország**



A „kedvezőtlen kamat-növekedési ráta" forgatókönyv az alapforgatókönyvnél kedvezőtlenebb hólabdahatást feltételez (azaz a piaci kamatlábak és a nominális GDP-növekedés közötti különbség tartósan 1 százalékponttal magasabb). A pénzügyi stresszforgatókönyv szerint az ország átmenetileg (egy éven át) magasabb piaci kamatlábakkal szembesül 2023-ban (azaz a piaci kamatlábak 2023-ban várhatóan átmenetileg 1 százalékponttal emelkednek).
Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.12.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Olaszország**

	Küszöbérték	I. Referenciaérték	II. Referenciaérték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**2.9**	**3.3**	**3.4**	**2.6**	**1.2**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		1.6 (1)	0.2 (2)	3.3	3.9	3.1	0.8	-0.2
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-65.8 (3)**	**14.7 (4)**	**-1.2**	**1.4**	**8.1**	**7.2**	**7.4**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-0.1	1.2	6.4		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**3.2**	**6.6**	**4.6**	**6.1**	**5.3**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				1.3	3.2	0.0	2.8	2.4
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**0.2**	**0.6**	**-1.8**	**-5.7**	**-9.4**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-2.2	0.9	-0.5	-6.1	-3.2
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**-2.4**	**-2.9**	**-6.2**	**0.8**	**1.1**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-1.4	-2.8	-0.8	6.7	-0.4
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**106.0**	**118.5**	**113.5**	**109.7**	**106.4**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**0.3**	**4.0**	**3.3**	**4.0**	**4.5**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		43.8 (6)	39.0 (7)	41.1	44.9	43.4	42,6	42,5
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		77.7 (6)	58.4 (7)	64,9	73,6	70,1	67,1	63,9
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**-0.7**	**1.8**	**0.9**	**-2.2**	**-3.5**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		-8.4 (8)		-0,1	1,9	2,6	4,9	1,6
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**134.1**	**154.9**	**150.3**	**144.6**	**143.6**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-1,5	-9,5	-7,2	-5,1	-3,6
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**4.7**	**7.3**	**6.2**	**0.9**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				4,9	1,0	5,7		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		13,9	15,5	15,1		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				6.7e	4.5e	3.5p	3,0	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**10.6**	**9.9**	**9.6**	**9.0**	**8.8**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		9.6 (10)		9.9	9.3	9.5	8.3	8.7
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**0.9**	**-1.8**	**-1.1**	**0.8**	**2.4**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.2**	**-1.8**	**-1.1**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-8.5**	**-4.8**	**-2.5**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.13. CIPRUS

Cipruson a háztartások adósságának, a nem pénzügyi vállalatok adósságának, az államadósságnak és a külső adósságnak a GDP-hez viszonyított aránya továbbra is aggodalomra ad okot, bár a Covid19-válságot követően újra csökkenő pályára kerültek. A javulás ellenére a nem pénzügyi vállalatok és háztartások GDP-arányos adósságrátája továbbra is a legmagasabbak között van az EU-ban. A folyó fizetési mérleg nagy hiánya csökkent, de az előrejelzések szerint a romló külső környezet hatására ismét növekedni fog. A bankszektor ellenállónak bizonyult, bár kockázatok továbbra is fennállnak, beleértve a nemteljesítő hitelekkel kapcsolatos kockázatokat is.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és arra a következtetésre jutott, hogy Cipruson túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Ciprus vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni a túlzott egyensúlyhiány tartós fennállását, illetve felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 5,6 %-os, 2023-ban pedig 1 %-os lesz. Az infláció magas, az előző év azonos időszakához viszonyítva októberben 8,6 %-ra csökkent, míg a maginfláció a becslések szerint 5,9 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Ciprusra vonatkozó elemzése azt mutatja, hogy 2021-ben négy mutató – nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege, a nettó nemzetközi befektetési pozíció, a magánszektor adósságállománya és az államadósság – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatóság** továbbra is aggodalomra ad okot. A folyó fizetési mérleg hiánya továbbra is jelentős, annak ellenére, hogy 2021-ben kissé, a GDP 6,8 %-ára csökkent. A javulást a turisztikai egyenleg részleges helyreállása okozta, amely több mint ellensúlyozta az energiatermékek áruforgalmi egyenlegének romlását. Az elsődleges jövedelmek egyenlegének romlása negatív hozzájárulást jelentett. A folyó fizetési mérleg hiánya az előrejelzések szerint 2022-ben előbb növekedni, majd ismét csökkenni fog, miközben továbbra is magas marad, és nem járul hozzá a nettó nemzetközi befektetési pozíció prudens szinten tartásához. Bár a nettó nemzetközi befektetési pozíció 2021-ben továbbra is jelentős és negatív maradt (a GDP – 117,8 %-át tette ki), nagyrészt azon különleges célú gazdasági egységek tevékenységeit tükrözi, amelyek a jelentések szerint korlátozott kapcsolatban állnak a hazai gazdasággal. Az előrejelzések szerint a nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább csökken.

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok korlátozottak. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben kismértékben csökkent, de az előrejelzések szerint a magas maginfláció fényében némileg nőni fog. A béreket részlegesen az inflációhoz indexálták. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé leértékelődött. Az előző évhez képest 2022 augusztusáig folytatódott a leértékelődés.

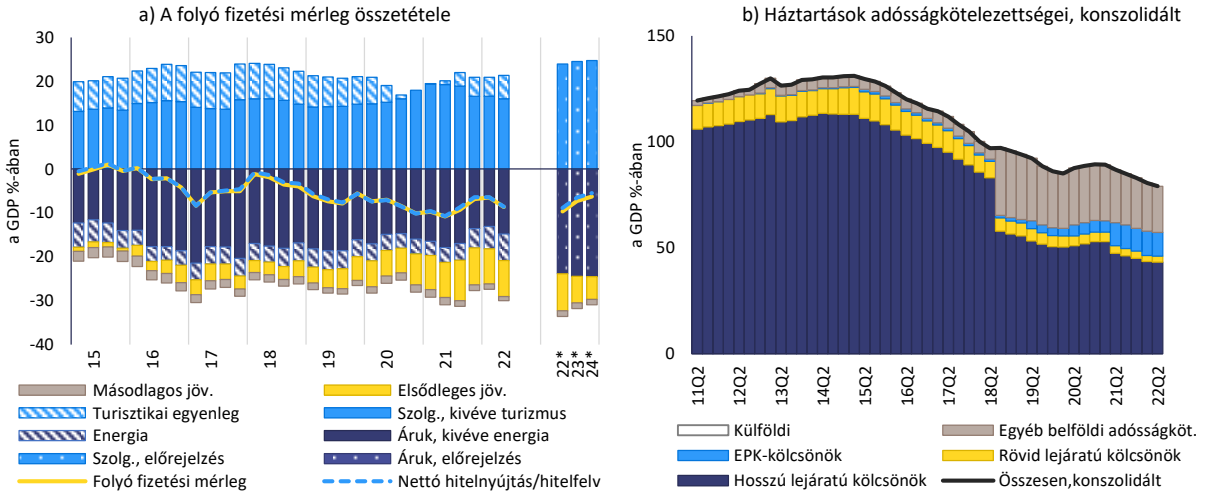
- A **nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos **adósságrátája** továbbra is a legmagasabbak között van az EU-ban, de csökkenő pályán halad. 2022 első felében tovább csökkent, de változatlanul meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértékeket. A nem pénzügyi, hajótulajdonos különleges célú gazdasági egységek külföldi adósságállományának magas aránya és a magas likviditási tartalékok enyhítik a kockázatokat. A bankok nemteljesítő vállalati hiteleinek aránya továbbra is magas, és a hitelfelvásárló társaságok is rendelkeznek nemteljesítő hitelekkel. A háztartások GDP-arányos adósságrátája szintén a legmagasabbak között van az EU-ban, és meghaladja a becsült prudenciális referenciaértéket. Az arány azonban 2021-ben csökkent, majd 2022 első felében még tovább csökkent. A háztartások adósságállományának egy része bankok vagy hitelfelvásárló társaságok birtokában lévő nemteljesítő hitelek formáját ölti. A jelzálog érvényesítésének ismételt felfüggesztése aláássa a kifizetési fegyelmet. A magasabb kamatlábak valószínűleg nyomást gyakorolnak a nem

pénzügyi vállalatok és a háztartások adósságszolgálati kapacitására, mivel a változó kamatozású adósságok vannak túlsúlyban.

- A GDP-arányos **államadóssággal** kapcsolatos aggályok továbbra is fennállnak. Az államadósság-ráta 2021-ben a GDP 101 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben még tovább, a 2019. évi szint alá csökken. Az állampapír-hozamfelárak általában magasabbak, mint az euróövezet többi tagja esetében. Az előrejelzések szerint a költségvetési egyenleg 2022-ben többletbe fordul át, és az előrejelzett elsődleges többletek várhatóan viszonylag alacsony szinten tartják az államháztartás bruttó finanszírozási igényét. Emellett Ciprus jelentős készpénztartalékokkal rendelkezik. A költségvetési fenntarthatósági kockázat közép- és hosszú távon egyaránt közepes.

- A **bankszektor** reziliensnek bizonyult, bár továbbra is maradtak fenn kihívások. 2021-ben a nemteljesítő hitelek állománya még tovább, mintegy 5,6 %-ra csökkent az eszközértékesítések miatt, míg 2022-ben stabil maradt. A világjárvány hatása abban nyilvánul meg, hogy nőtt a kockázatosnak minősített hitelek aránya. A stage 2 hitelek aránya és az átstrukturált hitelek aránya jóval meghaladja az euróövezeti átlagot. A moratóriumok megszüntetését követő új nemteljesítések száma azonban mostanáig korlátozott volt. Míg az alapvetőtőke-megfelelési mutató közel van az uniós átlaghoz, a tőkearányos jövedelmezőség az egyik legalacsonyabb az EU-ban, és 2021-ben csak kis mértékben vált pozitívvá. A magasabb kamatlábak várhatóan növelni fogják a bankok nettó kamatbevételét, tekintettel a bankok jelentős készpénzállományára és a változó kamatozású hitelek túlsúlyára. Az eszközminőség azonban a magánszektor mérlegeinek zsugorodásával romolhat.

3.13.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Ciprus**



Forrás: Eurostat, Comext és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.13.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Ciprus**

							forecast	
	Küszöbérték	I. Referenciaérték	II. Referenciaérték	2019	2020	2021	2022	2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**-4.9**	**-6.5**	**-7.5**	**-8.8**	**-7.9**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		-2.0 (1)	-1.3 (2)	-5.6	-10.1	-6.8	-9.7	-7.3
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-59.4 (3)**	**-40.1 (4)**	**-115.4**	**-134.5**	**-117.8**	**-104.8**	**-108.0**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-155.3	-111.4	-76.4		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**5.2**	**6.9**	**4.1 p**	**2.2**	**5.9**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				2.7	2.9	-1.4 p	0.7	6.6
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**0.0**	**0.1**	**-2.4**	**-5.8**	**-8.8**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-2.2	0.5	-0.8	-5.8	-2.9
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**25.3**	**38.9**	**24.9**	**25.1**	**19.5**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				5.3	13.6	-2.7	3.9	-1.2
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**265.5**	**269.8**	**248.4 p**	**228.2**	**213.0**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**-0.5**	**-1.2**	**4.3 p**	**3.4**	**-0.4**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		45.6 (6)	93.1 (7)	86.2	89.4	83.0	77,4	74,5
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		81.2 (6)	137.2 (7)	179,3	180,4	165,4	150,8	138,5
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**3.4**	**0.7**	**-4.3**	**-5.5**	**-4.0**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		-13.7 (8)		3,7	-0,2	-3,4	0,9	3,3
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**90.4**	**113.5**	**101.0**	**89.6**	**84.0**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				1,3	-5,8	-1,7	1,1	1,1
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**7.5**	**-7.1**	**-0.8**	**-0.2**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				3,5	-3,3	0,6		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		17,4	17,6	17,6		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				18.1e	11.0e	5.6p	5,6	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**8.9**	**7.7**	**7.4**	**7.4**	**7.3**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		8.9 (10)		7.1	7.6	7.5	7.2	7.2
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**2.6**	**1.9**	**1.7**	**-0.9**	**0.1**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-3.7**	**-2.4**	**-0.1**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-12.5**	**-6.5**	**-3.1**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.14. LETTORSZÁG

Lettországban továbbra is fennállnak, sőt súlyosbodnak a költség-versenyképességgel és a lakásárak alakulásával kapcsolatos aggályok, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is jelen voltak. A nominális fajlagos munkaköltségek a termelékenység növekedésének gyengülése miatt várhatóan tovább növekednek. A nominális lakásárak emelkedése továbbra is gyors, és az utóbbi időben felgyorsult, ami némi túlértékeléshez vezetett, noha a háztartások adósságállománya alacsony. Az energiaárak emelkedése átszivárgott a maginflációba, amely az egyik legmagasabb az EU-ban, és hozzájárult a folyó fizetési mérleg gyengüléséhez.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Lettország tekintetében. A Bizottság úgy véli, hogy Lettország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az újonnan felmerült sebezhetőségeket és azok hatását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 1,9 %-os, 2023-ban pedig –0,3 %-os lesz. Az infláció az euróövezetben a legmagasabbak között van. Az előző év azonos időszakához viszonyítva októberben 21,8 %-ra csökkent, miközben a maginfláció a becslések szerint szeptemberben 8,9 % volt. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Lettországra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben négy mutató – nevezetesen a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a reál lakásárak emelkedése, az aktivitási ráta változása és az ifjúsági munkanélküliségi ráta alakulása – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A romló kilátások ellenére a **külső fenntarthatósági** kockázatok korlátozottak. A folyó fizetési mérleg 2021-ben negatívvá vált, és –4,2 %-ot ért el, és az előrejelzések szerint 2022-ben tovább romlik, főként az energiaimport növekvő költségei miatt. A költségvetési hiány a Covid19-válság alatt jelentősen nőtt, 2021-ben elérte a 7 %-ot, és az előrejelzések szerint 2022-ben ezen a szinten marad, majd 2023-ban csökkenni fog. A nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) azonban tovább javult, és 2021-ben elérte a GDP –27,4 %-át. Mivel Lettország kötelezettségei nagyrészt államkötvényekből és közvetlen külföldi tőkebefektetésekből állnak, a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíció pozitív.

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is megvoltak, továbbra is fennállnak. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése 2021-ben 4 %-ra lassult, de az előrejelzések szerint 2022-ben ismét erőteljesen növekedni fog, és 2023-ban továbbra is magas marad. A magas infláció további nyomást gyakorolhat a bérnövekedésre, és a romló gazdasági kilátások várhatóan csökkentik a termelékenység növekedését. Bár az infláció különösen magas volt, a HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé felértékelődött, 2022 augusztusára pedig az előző évhez képest is felértékelődött.

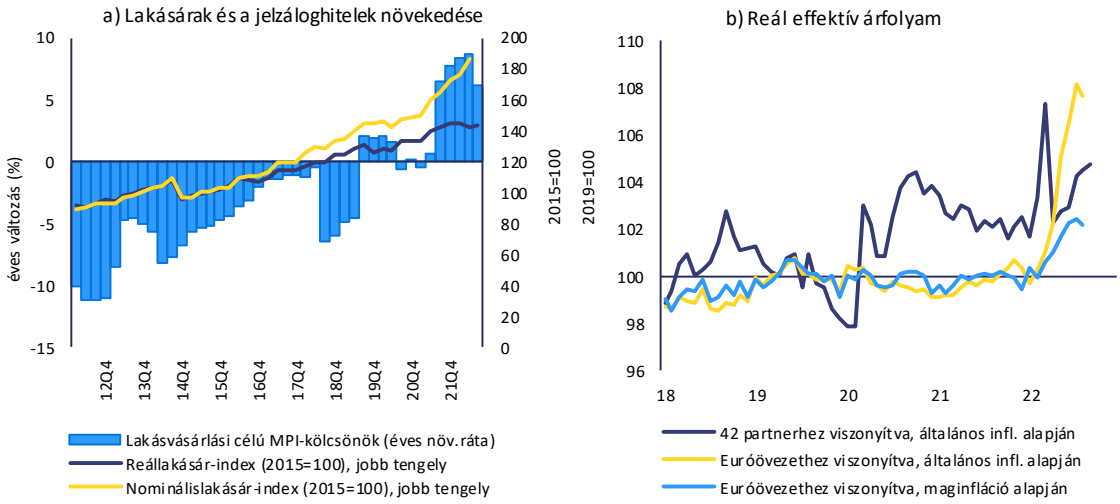
- A **lakásárak** nagymértékű növekedése továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak növekedése 2021-ben 10,9 %-on állt, és 2022 első felében jelentősen felgyorsult. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 16,5 % volt. Ez a gyorsulás egy olyan évtized után következett be, amikor a lakásárak növekedése nagyjából a bérnövekedéshez igazodott. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 10 %-kal túlértékeltek. A jelzálog-hitelezés mérsékelt, a háztartások adósságállománya alacsony és csökken.

- A **bankszektor** stabil és tőkeerős. A jövedelmezőség 2021-ben az uniós átlag fölé javult, és a nemteljesítő hitelek aránya több mint 2 százalékponttal, 2,1 %-ra csökkent. A hiteldinamika visszafogott, a magánszektor adósságállománya pedig tovább csökkent.

- A **munkaerőpiac** helyzete a Covid19-válság alatt romlott, és azóta sem állt teljesen helyre. A munkanélküliségi ráta 2021-ben 7,6 %-ra csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben

enyhén csökken, majd 2023-ban ismét nőni fog. Az aktivitási ráta 2021-ben jelentősen csökkent, megtörve a közel évtizedes javuló tendenciát, azonban az előrejelzések szerint 2022-ben ismét növekedni fog. Az ifjúsági munkanélküliség a 2020. évi növekedést követően nem javult.

3.14.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Lettország**



Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.14.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Lettország**

	Küszöbérték	I. Referenciaérték	II. Referenciaérték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**0.2**	**0.6**	**-0.7**	**-3.2**	**-6.9**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		-0.4 (1)	-3.8 (2)	-0.6	2.6	-4.2	-8.1	-8.4
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-50.5 (3)**	**-13.3 (4)**	**-40.3**	**-34.1**	**-27.4**	**-24.4**	**-25.0**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				5.8	14.1	18.9		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**15.3**	**16.1**	**14.5**	**22.4**	**25.5**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				5.0	4.8	4.0	12.3	7.4
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**3.8**	**5.9**	**2.3**	**-2.9**	**-7.5**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				0.0	2.0	0.3	-5.2	-2.8
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**3.3**	**19.7**	**13.4**	**15.6**	**10.0**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-1.3	11.8	-1.8	3.7	-2.1
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**66.2**	**64.7**	**58.0**	**53.1**	**51.4**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**1.1**	**-1.9**	**0.9**	**1.8**	**3.0**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		61.9 (6)	18.2 (7)	20.2	20.3	19.4	18,1	18,1
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		83.5 (6)	68.9 (7)	46,0	44,4	38,6	35,0	33,3
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**5.8**	**2.7**	**7.3**	**-2.5**	**-2.2**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		10.3 (8)		9,0	3,5	10,9	11,1	-0,4
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**36.5**	**42.0**	**43.6**	**42.4**	**44.0**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-0,6	-4,3	-7,0	-7,1	-3,4
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**4.6**	**10.8**	**13.2**	**1.8**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				9,6	5,2	4,5		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		22,0	25,7	29,2		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				3.9e	4.6e	2.1p	1,8	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**7.5**	**7.3**	**7.3**	**7.6**	**7.6**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		7.4 (10)		6.3	8.1	7.6	7.1	8.1
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**1.1**	**1.1**	**-1.8**	**2.0**	**2.5**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.7**	**-1.2**	**-1.1**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-4.8**	**-2.1**	**2.6**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.15. LITVÁNIA

Litvániában a költség-versenyképességgel kapcsolatos aggályok a Covid19-világjárvány előtt is fennálltak, és a jelenlegi fejlemények előtérbe helyezik azokat. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése az elmúlt években erőteljes volt, és várhatóan továbbra is magas marad, miközben a maginfláció Litvánia euróövezeti versenytársaihoz képest szintén magas volt. A nominális lakásárak növekedése az egyik legmagasabb az EU-ban, és folytatódik a hitelállomány növekedése.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Litvánia tekintetében. A Bizottság úgy véli, hogy Litvánia vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az újonnan felmerült sebezhetőségeket és azok hatását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 2,5 %-os, 2023-ban pedig 0,5 %-os lesz. Az infláció Litvánia euróövezeti kereskedelmi partnereihez képest is magas. 2022 októberében az előző évhez képest 22 %-ra csökkent, míg a maginfláció a becslések szerint szeptemberben 11,9 % volt. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Litvániára vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben öt mutató – nevezetesen a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a reál lakásárak emelkedése, a pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedése, a tartós munkanélküliségi ráta alakulása és az ifjúsági munkanélküliségi ráta alakulása – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

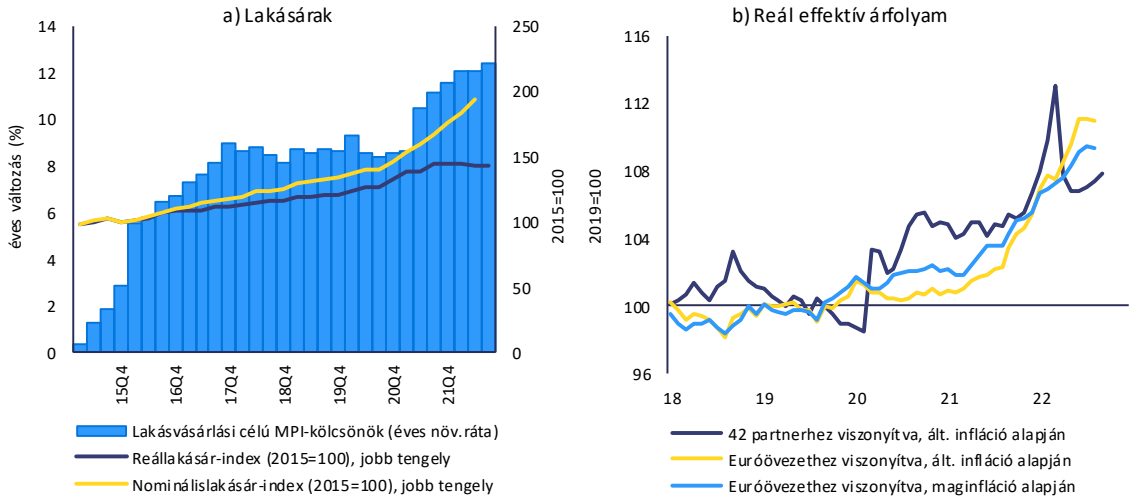
- A romló kilátások ellenére a **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggályok továbbra is visszafogottak. A folyó fizetési mérleg többlete 2021-ben 1,1 %-ra csökkent, megfordítva a világjárvány alatti ideiglenes növekedését, ami az energia és egyéb áruk romló áruforgalmi egyenlegének tudható be. Az előrejelzések szerint 2022-ben a folyó fizetési mérleg egyenlege jelentős hiányra romlik. Miután 2021-ben jelentősen csökkent, az államháztartási hiány az előrejelzések szerint 2022-ben 1,9 %-ra nő, majd 2023-ban tovább bővül. A nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) majdnem egyensúlyban van, és az előrejelzések szerint tovább javul. Mivel az ország kötelezettségei nagyrészt közvetlen külföldi befektetésekből állnak, a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíció pozitív.

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is megvoltak, továbbra is jelentősek. A nominális fajlagos munkaköltségek az elmúlt években erőteljesen emelkedtek, és az előrejelzések szerint az emelkedés 2022-ben felgyorsul Litvánia erőteljes nominálbér-emelkedésével összefüggésben. Az előrejelzés távlatának fennmaradó részében további – bár sokkal kevésbé hangsúlyos – emelkedések várhatók. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben felértékelődött; 2022 augusztusára azonban nagyjából változatlan maradt az előző évhez képest.

- A **lakásárak** nagymértékű **növekedése** továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak emelkedése a 2020. évi 7,3 %-ról 2021-re 16,1 %-ra gyorsult, és az EU-ban az egyik legnagyobb ütemben nőtt. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 22,1 % év volt. 2021-re vonatkozóan a lakásárak mutatószámai nem utalnak a túlértékeltség lehetséges jeleire. Az elmúlt hónapokban nőtt a háztartások hitelállománya.

- A **munkanélküliségi ráta** folytatta csökkenő tendenciáját, 2021-ben elérve 7,1 %-ot, és az előrejelzések szerint 2022-ben tovább csökken, majd 2023-ban ismét nőni fog. A munkanélküliségi ráta továbbra is magasabb, mint sok más uniós országban, míg a betöltetlen álláshelyek aránya történelmileg magas szintre emelkedett. A tartós munkanélküliségi ráta 2021-ben kismértékben nőtt. Az ifjúsági munkanélküliségi ráta 2021-ben csökkent.

3.15.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Litvánia**



Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.15.1. táblázat: **Kiválasztott gazdasági és pénzügyi mutatók, Litvánia**

	Küszöbérték	*I. Referenciaérték*	*II. Referenciaérték*	*2019*	*2020*	*2021*	forecast *2022*	forecast *2023*
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**1.5**	**3.7**	**4.0**	**1.5**	**-1.8**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.7 (1)	-2.5 (2)	3.5	7.3	1.1	-3.9	-2.8
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-61.2 (3)**	**1.5 (4)**	**-23.5**	**-15.6**	**-7.4**	**-3.4**	**-4.2**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				5.6	15.2	22.2		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**16.6**	**17.4**	**19.2**	**26.0**	**24.2**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				6.3	4.9	6.8	12.4	3.4
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**3.8**	**6.9**	**4.4**	**-0.7**	**-8.7**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-0.7	3.3	1.8	-5.5	-5.2
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**16.4**	**38.7**	**37.9**	**30.0**	**21.7**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				6.5	8.9	3.4	3.3	-1.7
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**55.2**	**54.4**	**53.9**	**51.1**	**46.8**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**2.6**	**0.3**	**5.9**	**6.0**	**5.6**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		63.9 (6)	14.9 (7)	23.0	24.2	23.6	22,6	22,7
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		86.7 (6)	48.8 (7)	32,2	30,2	30,3	28,5	24,1
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**4.5**	**6.1**	**11.0**	**-1.6**	**-2.8**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		-7.0 (8)		6,8	7,3	16,1	14,1	2,8
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**35.8**	**46.3**	**43.7**	**38.0**	**41.0**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,5	-7,0	-1,0	-1,9	-4,4
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**6.2**	**28.5**	**25.2**	**8.1**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				14,5	10,0	10,4		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		19,5	21,5	23,2		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				1.7e	2.2e	1.2p	1,0	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**6.5**	**7.0**	**7.3**	**7.2**	**6.7**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		6.4 (10)		6.3	8.5	7.1	6.0	7.1
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**2.5**	**2.6**	**0.9**	**1.0**	**-1.2**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.1**	**-0.2**	**0.6**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-2.6**	**6.3**	**3.2**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.
Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.16. LUXEMBURG

Luxemburgban fokozódtak a lakásárak alakulásával és a háztartások magas adósságállományával kapcsolatos aggályok. A nominális lakásárak növekedése az egyik legmagasabb az EU-ban, ami aggályokat vet fel a túlértékeltséggel és a háztartások magas adósságállományával kapcsolatban. A háztartásoknak a háztartások rendelkezésre álló bruttó jövedelme arányában kifejezett adósságállománya csökken, de továbbra is nagyon magas. A bankszektor stabil, de bizonyos kockázatoknak van kitéve. A fajlagos munkaköltség folyamatos növekedésével összefüggésben versenyképességi aggályok merülhetnek fel.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Luxemburg tekintetében. A Bizottság úgy véli, hogy Luxemburg vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az újonnan felmerült sebezhetőségeket és azok hatását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 1,5 %-os, 2023-ban pedig 1 %-os lesz. Az infláció magas, az előző év azonos időszakához viszonyítva októberben 8,8 %-on maradt, míg a maginfláció a becslések szerint szeptemberben 4,9 % volt, ami alacsonyabb, mint sok más euróövezeti országban. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Luxemburgra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben öt mutató – nevezetesen a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a reál lakásárak emelkedése, a magánszektor hiteláramlása, a magánszektor adósságállománya és az ifjúsági munkanélküliségi ráta alakulása – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **költség-versenyképesség** aggodalomra adhat okot. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben 3,9 %-kal emelkedett, és az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban még erőteljesebben emelkedni fog. Az infláció megfékezése érdekében elfogadott átfogó intézkedéscsomag a jövőben várhatóan mérsékelni fogja a nominálbér-növekedést. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé felértékelődött; az előző év azonos időszakához viszonyítva 2022 augusztusára leértékelődött.

- A **nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos **adósságállománya** a legmagasabb az EU-ban, bár mérsékelten csökkent, és 2021-ben elérte a GDP 274 %-át. Továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértékeket, és még mindig 31 százalékponttal magasabb, mint 2019-ben. A vállalatok adósságállományában a határokon átnyúló, csoporton belüli hitelezés magas aránya csökkenti ezeket a kockázatokat. A devizában denominált vállalati hitelek aránya (11 %) az egyik legmagasabb az euróövezet országai között. A nem pénzügyi vállalatok adósságállománya 2022 első felében csökkent, de felmerült néhány, a makrogazdasági környezethez kapcsolódó kockázati tényező. A nem pénzügyi vállalatokba irányuló hiteláramlások csökkentek, de továbbra is nagyon magasak (a GDP 16,7 %-a).

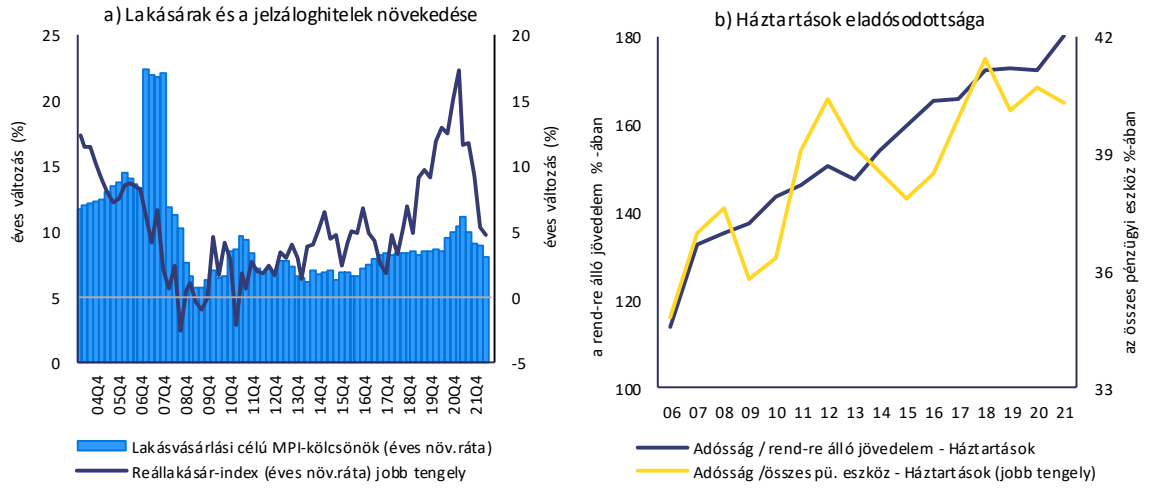
- A **háztartásoknak** a háztartások rendelkezésre álló bruttó jövedelme arányában kifejezett **adósságállománya** csökken, bár továbbra is az egyik legmagasabb az EU-ban. 2022 második negyedévében mérséklődött a háztartásokba irányuló nettó hiteláramlás. Az adósságállomány a nominális GDP növekedése miatt csökkent, és 2022 első felében tovább csökkent. A háztartások finanszírozási költségei emelkedni kezdtek, részben a változó kamatozású jelzáloghitelek magas aránya miatt, valamint összhangban az euróövezeti növekedéssel és a jelzáloghitelekre vonatkozó hitelezési előírások szigorításával.

- A **lakásárak** rendkívüli **növekedése** továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak növekedése nagyon magas maradt: 2021-ben 13,9 %-ot tett ki, szemben a 2020. évi 14,5 %-kal, ami az egyik legnagyobb ütemű növekedés az EU-ban. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 11,5 % volt. Az EU egyik legmagasabb ár/jövedelem aránya a megfizethetőséggel kapcsolatos aggályokat vet fel. A Bizottság értékelési modellje

szerint 2021-ben az uniós tagállamok közül itt értékelték a leginkább túl az ingatlanárakat (61 %-kal). A lakásárak hirtelen korrekciójának kockázata a kínálati korlátok miatt korlátozott, de a szigorúbb finanszírozási feltételek és az alacsonyabb növekedés miatt megnőtt.

- A **bankszektor** stabil, de bizonyos kockázatoknak van kitéve. A bankok tőkeerősek és likvidek. A jövedelmezőség 2021-ben nőtt, de jóval az uniós átlag alatt maradt. A nemteljesítő hitelek aránya a legalacsonyabb az EU-ban. A közelmúltbeli lassulás ellenére a jelzáloghitelek dinamikus növekedése jelenti a fő kockázatot a bankszektor számára, tekintettel a háztartások már amúgy is magas eladósodottságára és a túlértékelt ingatlanárakra.

3.16.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Luxemburg**



Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.16.1. táblázat: **Kiválasztott gazdasági és pénzügyi mutatók, Luxemburg**

	Küszöbérték	I. Referték	II. Referték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**4.0**	**3.9**	**4.2**	**4.0**	**3.4**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		5.5 (1)	3.0 (2)	3.4	4.6	4.7	2.9	2.5
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-171.4 (3)**	**53.7 (4)**	**67.8**	**55.7**	**30.6**	**33.9**	**35.3**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-4153.8	-4172.4	-4766.5		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**14.7**	**13.0**	**11.2 p**	**15.0**	**17.4**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				3.1	3.8	3.9 p	6.7	5.9
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**2.0**	**1.5**	**0.6**	**-1.9**	**-4.7**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-0.6	0.4	0.8	-3.0	-2.5
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**7.0**	**17.6**	**13.1**	**13.9**	**14.2**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				3.1	15.2	-1.4	-1.2	-1.3
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**310.8**	**320.3**	**340.6 p**	**329.7**	**309.9**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**24.9**	**42.9**	**53.9 p**	**12.2**	**8.0**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		91.7 (6)	88.5 (7)	67.2	68.5	66.0	67,2	67,6
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		104.6 (6)	89.7 (7)	243,6	251,8	274,6	262,5	242,3
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**8.3**	**13.1**	**12.4**	**3.9**	**2.2**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		60.9 (8)		10,1	14,5	13,9	10,0	3,1
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**22.4**	**24.5**	**24.5**	**24.3**	**26.0**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				2,2	-3,4	0,8	-0,1	-1,7
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**3.7**	**-2.6**	**11.4**	**0.2**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				5,2	4,4	5,5		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		18,8	19,5	18,3		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				0.6e	0.7e	0.6p	0,7	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**5.6**	**6.0**	**5.9**	**5.6**	**5.0**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		5.7 (10)		5.6	6.8	5.3	4.7	5.1
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**2.0**	**2.0**	**2.1**	**-1.2**	**-2.3**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**0,5 százalékpont**			**-0.9**	**-0.4**	**0.4**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-1.9**	**7.8**	**2.7**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.17. MAGYARORSZÁG

Magyarországon tovább fokozódnak a külső fenntarthatósággal, a költség-versenyképességgel, a költségvetési fenntarthatósággal és a lakásárak alakulásával kapcsolatos aggályok. A folyó fizetési mérleg hiánya 2021-ben nőtt, és az előrejelzések szerint tovább emelkedik, az árfolyam pedig leértékelődési tendenciát mutat. A fajlagos munkaköltség növekedése évek óta nagyon jelentős, és továbbra is erőteljes, míg a költség-versenyképesség szintje a nominális leértékelődésnek köszönhetően mostanáig változatlan maradt. A nominális lakásárak növekedése az egyik legmagasabb az EU-ban, miközben a lakásárak a becslések szerint mérsékelten túlértékeltek. Az államháztartási hiány továbbra is magas.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Magyarország tekintetében. A Bizottság úgy véli, hogy Magyarország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az újonnan felmerült sebezhetőségeket és azok hatását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 5,5 %-os, 2023-ban pedig 0,1 %-os lesz. Az infláció Magyarország euróövezeti kereskedelmi partnereihez képest is rendkívül magas. Az előző év azonos időszakához viszonyítva szeptemberben 20,7 %-ra nőtt, míg a maginfláció a becslések szerint 13,2 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Magyarországra vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben öt mutató – nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció, a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a reál lakásárak emelkedése, az államadósság és az ifjúsági munkanélküliségi ráta alakulása – meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósági** kockázatok a romló külső áramlások hatására megnőttek. A folyó fizetési mérleg hiánya 2021-ben a GDP 4 %-ára nőtt, 2022-ben pedig egyértelműen még tovább romlott. Magyarország jelentős nettó energiaimportja érzékennyé teszi a külső egyenleget a nemzetközi energiaárak alakulására. A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) 2021-ben lényegében változatlan maradt. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP majdnem egyensúlyban van. A devizatartalékok valamivel több mint 3 havi importot fedeznek, és meghaladják a rövid lejáratú külső adósságot.

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is megvoltak, továbbra is fennállnak. A forint folyamatos nominális leértékelődése részben ellensúlyozta a nominális fajlagos munkaköltség elmúlt években bekövetkezett jelentős növekedését. A fajlagos munkaköltség a szűk munkaerőpiac összefüggésében 2021-ben ismét nőtt, és az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban erőteljesen növekedni fog. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben lényegében változatlan maradt, majd 2022 augusztusára erősen leértékelődött.

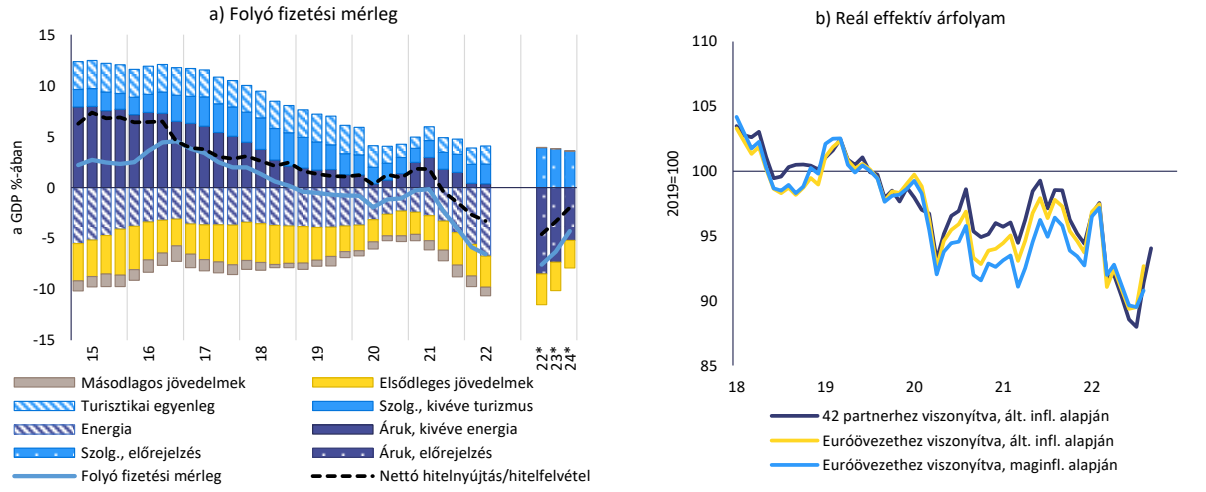
- A **lakásárak** rendkívüli növekedése továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak emelkedése 4,9 %-ról 2021-re 16,5 %-ra gyorsult, és az EU-ban az egyik legnagyobb ütemben nőtt. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 22,8 %-ra gyorsult. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 17 %-kal túlértékeltek. Ugyanakkor a lakáscélú beruházások jóval az uniós átlag alatt voltak: 2021-ben a GDP 3,9 %-át tették ki.

- Az **államadósság** 2021-ben kismértékben, a nominális GDP markáns növekedése miatt 76,8 %-ra csökkent, és az előrejelzések szerint ezen a szinten stabilizálódik. Az államháztartási hiány 2021-ben a GDP 7,1 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint a kormány által bejelentett intézkedések nyomán tovább mérséklődik. A devizában denominált vagy a külföldi illetőségű hitelezőkkel szembeni államadósság aránya magas. Az állampapírhozamok valamennyi lejárati idő esetében emelkedtek, különösen az elmúlt év nyara óta. Ugyanakkor az államháztartás bruttó finanszírozási igénye magas. A költségvetési fenntarthatósági kockázatok

középtávon közepesek, hosszú távon pedig magasak, többek között a népesség elöregedése miatt.

- A **bankszektor** összességében továbbra is stabil, de kihívásokkal néz szembe. A jövedelmezőség az egyik legmagasabb az EU-ban, az alapvetőtőke-megfelelési mutató közel van az uniós átlaghoz, és a nemteljesítő hitelek aránya továbbra is alacsony, bár 2021-ben nőtt az átstrukturált adósságállomány. A 2022-re és 2023-ra vonatkozó, nemrég bevezetett, a rendkívüli bevételekre kivetett adó, valamint a rugalmas jelzáloghitelek 2023 közepéig érvényes kamatplafonja valószínűleg jelentősen csökkenti a bankok nyereségét. Az államadósságot megtestesítő eszközök a banki eszközök közel egyötödét teszi ki. A magánszektor GDP-arányos adósságállománya alacsony, de a háztartások és a vállalatok hitelfelvétele 2020 óta erőteljesen nőtt, és a devizahitelek jelentősek, különösen a kereskedelmi ingatlanok esetében.

3.17.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Magyarország**



Forrás: Eurostat, Comext és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.17.1. táblázat: **Kiválasztott gazdasági és pénzügyi mutatók, Magyarország**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**0.5**	**-0.5**	**-1.9**	**-4.2**	**-6.0**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.0 (1)	-6.1 (2)	-0.8	-1.1	-4.0	-7.6	-6.3
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-52.0 (3)**	**-14.4 (4)**	**-49.8**	**-52.2**	**-53.1**	**-46.1**	**-44.7**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-2.6	-2.4	-1.5		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**11.5**	**13.7**	**12.4 p**	**20.6**	**27.8**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				3.1	6.7	2.1 p	10.7	13.0
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**0.4**	**-4.9**	**-4.1**	**-13.1**	**-13.5**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-0.8	-3.6	0.3	-10.0	-4.2
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**5.0**	**7.4**	**0.0**	**2.0**	**3.3**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				1.1	2.6	-3.8	2.6	0.9
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**67.3**	**76.8**	**80.5 p**	**75.9**	**65.5**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**4.2**	**8.1**	**12.7 p**	**6.0**	**2.0**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		46.4 (6)	26.0 (7)	18.5	20.8	21.0	19,7	18,6
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		63.4 (6)	35.1 (7)	48,8	56,0	59,5	56,2	46,9
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**11.8**	**1.5**	**10.0 p**	**4.5**	**-15.3**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		16.8 (8)		17,0	4,9	16,5	17,1	3,5
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**65.3**	**79.3**	**76.8**	**76.4**	**75.2**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-4,4
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**36.8**	**55.0**	**16.4**	**0.0**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				14,3	7,6	12,7		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		15,8	15,9	17,7		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				4.2e	3.6e	3.2p	3,4	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**3.6**	**3.7**	**3.8**	**3.9**	**4.0**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		3.3 (10)		3.3	4.1	4.1	3.6	4.2
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**2.6**	**2.0**	**2.1**	**3.4**	**3.8**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.2**	**-0.5**	**-0.1**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-1.5**	**2.0**	**3.6**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.18. MÁLTA

Máltán a folyó fizetési mérleg hiánya továbbra is jelentős, a nem pénzügyi vállalatok adósságállománya pedig magas, bár a kapcsolódó kockázatok korlátozottnak tűnnek. A nem pénzügyi vállalatok adósságállományának GDP-hez viszonyított magas aránya tovább csökken. A nominális lakásárak a becslések szerint mérsékelten túlértékeltek.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Málta esetében. A Bizottság úgy véli, hogy Málta vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 5,7 %-os, 2023-ban pedig 2,8 %-os lesz. Az infláció magas, bár alacsonyabb, mint a legtöbb más uniós országban. Az előző évhez képest októberben 7,5 %-ra nőtt, a maginfláció pedig a becslések szerint 6,7 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Máltára vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben egy mutató értéke (a nominális fajlagos munkaköltség növekedése) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósági** kilátások romlanak. A folyó fizetési mérleg hiánya 2021-ben 4,6 %-ra nőtt, és 2022-ben várhatóan tovább nő. ([46]) Az energiatermékek kereskedelmi mérlegének romlása ellensúlyozta a turisztikai mérleg javulását. Az általános visszaesést főként a nem energiatermékek áruforgalmi hiánya okozta. A nettó nemzetközi befektetési pozíció továbbra is jelentős és pozitív, ami tükrözi az ország nemzetközi pénzügyi központként betöltött szerepét. Az előrejelzések szerint a folyó fizetési mérleg magas hiánya ellenére is hasonló szinten marad.

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok korlátozottnak tűnnek. A nominális fajlagos munkaköltség a 2020. évi erőteljes növekedést követően 2021-ben csökkent, de az előrejelzések szerint 2022-ben ismét kismértékben nőni fog. A fajlagos munkaköltség növekedése továbbra is elmarad az euróövezeti átlagtól. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben leértékelődött. Az előző évhez képest 2022 augusztusáig folytatódott a leértékelődés.

- A **nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos **adósságállományával** kapcsolatos sebezhetőség továbbra is fennáll, bár ez az arány csökken. 2021-ben mérsékelten, 78,4 %-ra csökkent. A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságállománya 2022 első felében tovább csökkent, de a makrogazdasági környezethez kapcsolódóan vannak kockázati tényezők. Az adósságráta továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértéket, és 3 százalékponttal magasabb, mint 2019-ben. A nem pénzügyi vállalatokot célzó hiteláramlás GDP-hez viszonyított aránya továbbra is magas.

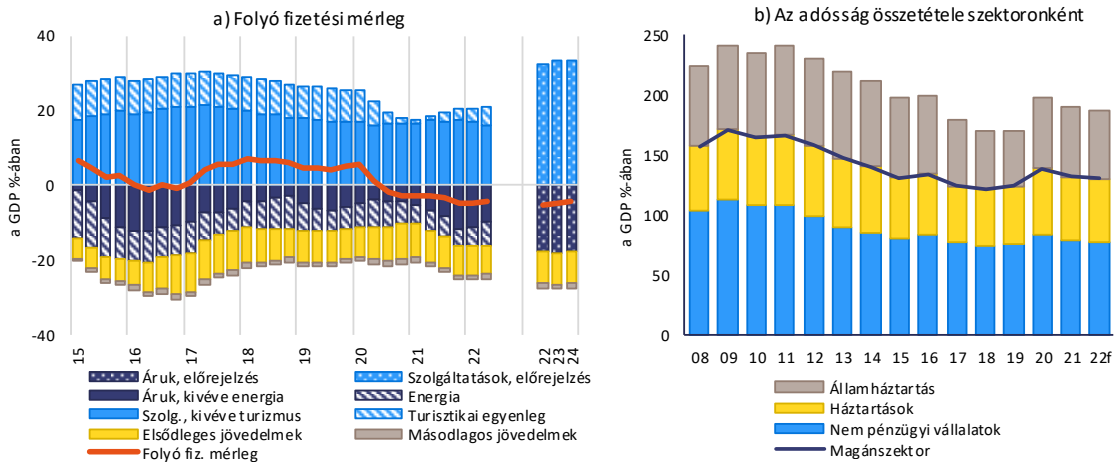
- A **lakásárak** alakulásával kapcsolatos aggályok továbbra is fennállnak. A nominális lakásárak emelkedése 2021-ben 5,1 %-ra gyorsult. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 7,7 %-os volt. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 9 %-kal túlértékeltek. A bankszektor összességében továbbra is stabil; magas szintű kapitalizáció, de alacsony jövedelmezőség jellemzi. A bankok ingatlanszektornak való kitettsége továbbra is nagyon magas.

- Az **államadósság** GDP-hez viszonyított aránya 56,3 %-ra nőtt, és az előrejelzések szerint tovább fog nőni, megközelítve a GDP 60 %-ában meghatározott küszöbértéket. A költségvetési

([46]) Nagy az eltérés a fizetési mérleg (BoP) és a nemzeti számlák (NA) folyó fizetési mérlegre vonatkozó adatai között; az utóbbi 2021-ben jelentős többletet mutatott, bár jóval alacsonyabbat, mint a világjárványt megelőző években. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblája és értékelései a fizetési mérleg adatain alapulnak.

hiány 2021-ben a GDP 7,8 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint tovább fog csökkenni. A költségvetési fenntarthatósági kockázatok középtávon közepesek, hosszú távon pedig magasak a népesség elöregedése és a magas kezdeti költségvetési hiány miatt.

3.18.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Málta**



Forrás: Eurostat, Comext és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.18.1. táblázat: **Kiválasztott gazdasági és pénzügyi mutatók, Málta**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**5.7**	**2.8**	**-0.8**	**-4.2**	**-4.8**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		-2.4 (1)	3.2 (2)	5.0	-2.9	-4.6	-5.1	-4.8
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-71.1 (3)**	**-15.8 (4)**	**53.5**	**51.0**	**52.8**	**50.3**	**52.8**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				234.8	254.6	259.4		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**7.2**	**19.6**	**12.9**	**9.7**	**0.6**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				3.6	11.4	-2.2	0.7	2.1
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**1.8**	**2.1**	**-1.2**	**-4.8**	**-8.1**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.2	1.4	-1.3	-5.0	-2.2
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**20.0**	**12.5**	**-0.9**	**-1.4**	**2.2**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				4.0	4.1	-8.9	3.2	0.4
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**124.1**	**138.6**	**131.8**	**129.9**	**120.9**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**12.7**	**6.6**	**9.4**	**11.0**	**9.8**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		56.4 (6)	54.8 (7)	48.5	55.1	53.4	53,0	53,6
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		47.8 (6)	52.6 (7)	75,6	83,5	78,4	76,9	67,3
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**4.2**	**2.2**	**3.8 p**	**0.5**	**-1.5**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		8.6 (8)		6,1	3,4	5,1	7,0	7,0
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**40.7**	**53.3**	**56.3**	**57.4**	**59.9**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,6	-9,4	-7,8	-6,0	-5,7
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**7.5**	**1.7**	**7.7**	**0.2**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				6,0	0,3	3,5		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		20,2	21,3	20,6		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				3.2e	3.6e	3.0p	2,8	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**3.8**	**3.9**	**3.8**	**3.7**	**3.2**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		3.8 (10)		3.6	4.4	3.4	3.2	3.1
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**5.3**	**4.9**	**3.5**	**1.5**	**0.9**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.5**	**-0.9**	**-0.9**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-1.4**	**0.3**	**0.3**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.19. HOLLANDIA

Hollandiában a folyó fizetési mérleg többlete, a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságállománya és a lakásárak túlértékeltsége továbbra is jelentős. A folyó fizetési mérleg többlete és a költség-versenyképesség közelmúltbeli alakulása indokolja a szoros nyomon követést, többek között az euróövezet egyensúlyának helyreállítása szempontjából. A nominális lakásárak növekedése 2021-ben itt volt az egyik legmagasabb az EU-ban a lakásárak becsült túlértékeltsége mellett.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és megállapította, hogy Hollandiában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Hollandia vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az egyensúlyhiány tartós fennállását, illetve felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 4,6 %-os, 2023-ban pedig 0,6 %-os lesz. Az infláció magas, az előző év azonos időszakához viszonyítva októberben 16,8 %-ra csökkent, míg a maginfláció a becslések szerint 6,8 %. Az infláció várhatóan gyorsabban nő, mint a bérek.

Az eredménytábla Hollandiára vonatkozó értelmezése azt mutatja, hogy 2021-ben négy mutató értéke (a folyó fizetési mérleg, a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a reál lakásárak növekedése és a magánszektor adóssága) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső szektor** problémái a folyó fizetési mérleg magas és régóta fennálló többletéhez kapcsolódnak, még akkor is, ha az lefelé módosult. 2021-ben a GDP 7,2 %-ára nőtt, főként a magasabb jövedelmi egyenlegek miatt. Az előrejelzések szerint 2022-ben csökkenni fog a romló külkereskedelmi cserearányok és a Shell Egyesült Királyságba való áthelyezésének hatására, de továbbra is meghaladja az indikatív küszöbértékeket. A GDP-arányos nettó nemzetközi befektetési pozíció, amely 2021-ben 93 %-ot tett ki, továbbra is a legnagyobb az EU-ban, annak ellenére, hogy főként a negatív értékelési hatások miatt nagy csökkenés következett be. Ez a csökkenés az előrejelzések szerint 2022-ben tovább folytatódik.

- A **költség-versenyképesség** alakulása akadályozhatja az euróövezet egyensúlyának helyreállítását. A nominális fajlagos munkaköltség a munkaerőpiac további szűkülése ellenére 2021-ben kismértékben csökkent, de az előrejelzések szerint nőni fog, bár elmarad az euróövezeti átlagtól. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben és az előző év ugyanezen időszakához képest 2022 augusztusában nagyjából változatlan maradt.

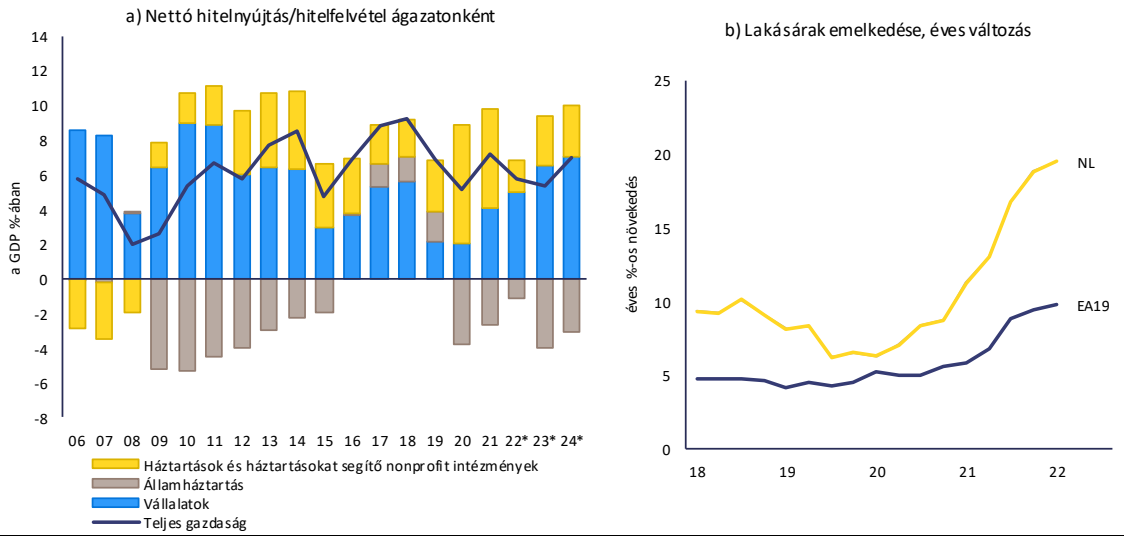
- A **nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos **adósságállománya** továbbra is a legmagasabbak között van az EU-ban, bár csökkenő tendenciát mutat. 2021-ben mérsékelten, 129 %-ra csökkent. A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságállománya 2022 első felében tovább csökkent, de a makrogazdasági környezethez kapcsolódóan vannak kockázati tényezők. Mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértékek felett marad. A határokon átnyúló, csoporton belüli hitelezés magas aránya és a magas vállalati likviditási tartalék csökkenti a kockázatokat. A nem pénzügyi vállalatokot célzó hiteláramlás GDP-hez viszonyított aránya 2021-ben nőtt.

- A **háztartások** GDP-arányos **adósságállománya** továbbra is a legmagasabb az EU-ban, és 2021-ben a GDP 100 %-át tette ki, meghaladva mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértéket. Ez az arány azonban 2021-ben a hiteláramlások pozitív hozzájárulása ellenére csökkent, és ez a csökkenés 2022 első felében is folytatódott. A háztartások nemteljesítő adósságállománya továbbra is alacsony.

- A **lakásárak** nagy növekedése továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak emelkedése a 2020. évi 7,6 %-ról 2021-re 15 %-ra gyorsult, és az EU-ban az egyik legnagyobb ütemben nőtt. Ez a növekedés 2022 második negyedévében az előző év ugyanezen időszakához képest elérte a 18,2 %-ot. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 21 %-kal túlértékeltek. Az

árkorrekciókkal kapcsolatos kockázatok indokolttá teszik a nyomon követést, még akkor is, ha a bankszektor stabil és jól tőkésített, és nőtt a jövedelmezősége 2021-ben. A nemteljesítő hitelek aránya alacsony. A jelzáloghitelek növekedése szintén továbbra is alacsony.

3.19.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Hollandia**



Forrás: Eurostat, Ameco és az Európai Bizottság szervezeti egységei.

3.19.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Hollandia**

	Küszöbérték	I. Referéktk	II. Referték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**8.4**	**7.1**	**6.4**	**6.0**	**6.1**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		2.3 (1)	5.6 (2)	6.9	5.1	7.2	5.7	5.3
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-88.8 (3)**	**35.0 (4)**	**89.6**	**113.0**	**93.0**	**82.7**	**85.2**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-0.3	12.9	26.0		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**6.0**	**14.4 p**	**11.2 p**	**9.5**	**5.3**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				3.2	8.5 p	-0.6 p	1.6	4.3
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**2.4**	**3.8**	**2.2**	**-2.4**	**-5.6**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				0.4	1.8	0.0	-4.2	-1.5
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**-0.3**	**6.8**	**1.1**	**0.7**	**-2.1**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-1.3	5.0	-5.0	0.7	-1.2
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**229.9**	**233.1 p**	**229.3 p**	**218.7**	**213.8**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**-0.3**	**-0.7 p**	**11.7 p**	**6.9**	**13.4**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		63.5 (6)	73.4 (7)	99.7	103.8p	100.4p	95,9	92,7
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		94.1 (6)	113.5 (7)	130,2			122,8	121,1
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**4.6**	**6.2**	**11.2 p**	**8.4**	**-0.7**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		20.7 (8)		7,3	7,6	15,0	16,8	3,3
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**48.5**	**54.7**	**52.4**	**50.3**	**52.4**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				1,8	-3,7	-2,6	-1,1	-4,0
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**7.9**	**1.4 p**	**-0.3 p**	**3.4**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				7,7	3,1	8,3		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		16,9	17,9	17,8		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				1.8e	1.9e	1.4p	1,3	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**5.1**	**4.7**	**4.5**	**4.3**	**4.1**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		4.7 (10)		4.4	4.9	4.2	3.7	4.3
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**1.2**	**1.2**	**1.0**	**1.9**	**2.5**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.4**	**-1.0**	**-0.4**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-3.6**	**0.2**	**0.4**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.20. AUSZTRIA

Ausztriában felgyorsult a lakásárak növekedése, és a nem pénzügyi vállalatok és az államadósság GDP-hez viszonyított aránya továbbra is magas, bár a kapcsolódó kockázatok korlátozottnak tűnnek. A nominális lakásárak évek óta jelentősen nőnek a lakásárak jelentős becsült túlértékeltsége mellett. A vállalatok adósságállományának GDP-hez viszonyított aránya nőtt, és továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértéket. Az államadósság egyre csökken, bár még mindig magasabb, mint 2019-ben.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Ausztria esetében. A Bizottság úgy véli, hogy Ausztria vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 4,6 %-os, 2023-ban pedig 0,3 %-os lesz. Az infláció magas, az előző évhez képest októberben 11,5 %-ra nőtt, a maginfláció pedig a becslések szerint szeptemberben elérte az 5,7 %-ot. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Ausztriára vonatkozó értékelése alapján 2021-ben három mutató értéke (a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a reál lakásárak növekedése és az államadósság) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **nem pénzügyi vállalatok adósságállományával** kapcsolatos aggodalmak erősödtek. A vállalati adósságállomány GDP-hez viszonyított aránya 2021-ben 78 %-ra nőtt, és továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértéket. Ez még mindig 6 százalékponttal magasabb, mint 2019-ben. Ugyanakkor a nem pénzügyi vállalatok adósságállományának GDP-hez viszonyított aránya 2022 első felében annak ellenére csökkent, hogy a hiteláramlások GDP-arányosan (%) nőttek. A költség-versenyképességgel kapcsolatos aggályok korlátozottak. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése 2021-ben jelentősen mérséklődött, de az előrejelzések szerint az elkövetkező években valamivel gyorsabban fog nőni, mint az euróövezet más országaiban.

- A **háztartások** GDP-arányos **adósságállománya** a prudenciális referenciaszinten, illetve az alapvető referenciaérték alatt van. 2021-ben csökkent, és 2022 első felében lényegében változatlan maradt. A háztartások nemteljesítő adósságállománya továbbra is alacsony.

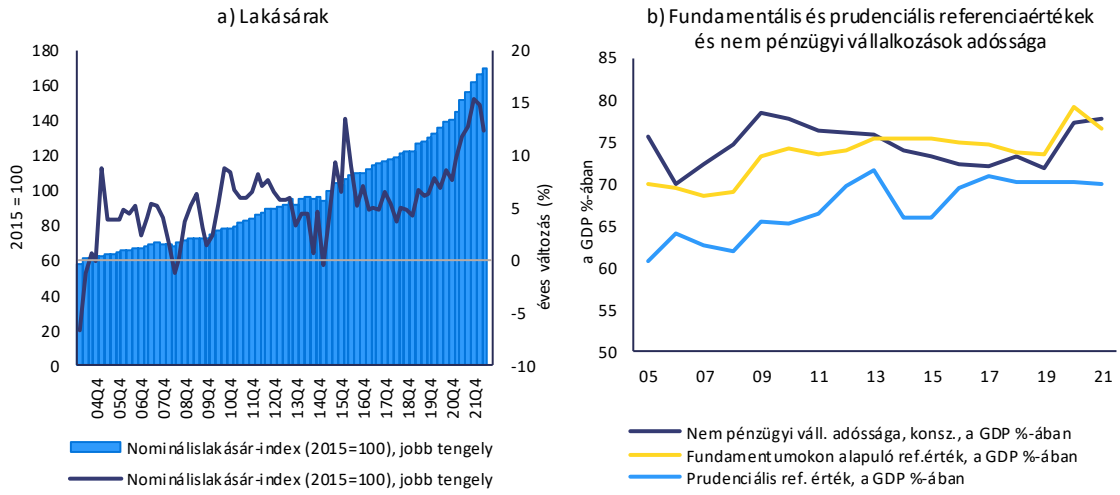
- A **lakásárak** rendkívüli növekedése továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak növekedése a 2020. évi 7,7 %-ról 2021-ben 12,4 %-ra gyorsult, és az egyik legnagyobb ütemben nőtt az EU-ban. A nominális lakásárak éves növekedése kismértékben csökkent, de továbbra is nagyon magas (2022 második negyedévében 12,4 %). A lakásárak a becslések szerint 27 %-kal túlértékeltek. Ugyanakkor a változó kamatlábaknak való alacsony kitettség, a háztartások alacsony GDP-arányos adósságállománya, az alacsony tulajdonosi/bérleti ráta, az egészséges pénzügyi szektor és a nemteljesítő hitelek alacsony aránya korlátozza a makrogazdasági kockázatokat.

- Az **államadóssággal** kapcsolatos aggályok korlátozottak. Az államadósság 2021-ben kismértékben, a GDP 82,3 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint tovább csökken, de továbbra is magasabb, mint 2019-ben. A költségvetési hiány továbbra is magas, noha 2021-ben a GDP 5,9 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint folytatódik a csökkenés. A költségvetési fenntarthatósági kockázat közép- és hosszú távon is közepes.

- A **bankszektor** összességében stabil. Az alapvetőtőke-megfelelési mutató az uniós átlag alatt van, de a jövedelmezőség meghaladta azt. A nemteljesítő hitelek aránya szintén nagyon

alacsony volt, az alulteljesítő hitelek aránya (stage 2) viszont nagyon magas. A Raiffeisen Bank International (RBI) Oroszországgal szembeni kitettsége mérsékelt kockázati forrást jelent.

3.20.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Ausztria**



Forrás: Eurostat, EKB és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.20.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Ausztria**

	Küszöbérték	I. Ref.érték	II. Ref.érték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**1.6**	**2.1**	**1.9**	**1.2**	**0.1**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		1.5 (1)	0.5 (2)	2.4	3.0	0.4	0.2	-0.1
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-82.1 (3)**	**12.3 (4)**	**14.4**	**11.5**	**14.7**	**16.8**	**16.1**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-0.6	-4.6	-4.2		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**5.6**	**12.0**	**9.9**	**9.6**	**9.5**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				2.3	7.1	0.3	2.1	6.9
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**2.1**	**3.2**	**1.2**	**-2.9**	**-6.7**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.0	2.1	0.1	-5.0	-2.0
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**1.2**	**5.4**	**-2.7**	**4.9**	**1.5**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-0.1	0.5	-3.8	6.4	-1.2
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**121.5**	**130.4**	**129.7**	**125.1**	**115.6**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**5.1**	**4.4**	**7.4**	**8.3**	**5.4**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		50.7 (6)	77.4 (7)	49.6	53.2	52.1	49,5	48,7
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		69.9 (6)	76.5 (7)	71,9	77,2	77,6	75,6	66,9
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**4.0**	**6.1**	**9.9**	**2.1**	**1.3**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		26.7 (8)		5,8	7,7	12,4	8,9	-0,1
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**70.6**	**82.9**	**82.3**	**78.5**	**76.6**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,6	-8,0	-5,9	-3,4	-2,8
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**3.6**	**11.4**	**8.0**	**3.9**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				7,8	4,1	6,4		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		15,6	16,1	16,0		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				2.2e	2.0e	1.8p	1,8	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**5.3**	**5.3**	**5.7**	**5.7**	**5.5**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		5.4 (10)		4.8	6.0	6.2	5.0	5.2
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**0.7**	**-0.4**	**0.1**	**1.9**	**3.0**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.0**	**-0.6**	**0.3**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-2.9**	**1.2**	**1.0**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.
Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.21. LENGYELORSZÁG

Lengyelországban a fajlagos munkaköltség és a lakásárak emelkednek, bár a kapcsolódó kockázatok korlátozottnak tűnnek. A nominális fajlagos munkaköltség a rendkívül magas maginfláció és munkaerőhiány mellett várhatóan nőni fog. A nominális lakásárak növekedése itt az egyik legmagasabb az EU-ban, miközben a becslések szerint a lakásárak korlátozottan túlértékeltek. Az árfolyam leértékelődése némi nyomást gyakorol az inflációra, és a folyó fizetési mérleg egyszeri tényezők miatt hiányt mutat.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Lengyelország esetében. A Bizottság úgy véli, hogy Lengyelország vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 4 %-os, 2023-ban pedig 0,7 %-os lesz. Az infláció jelenleg nagyon magas, Lengyelország euróövezeti kereskedelmi partnereihez képest is, de az előrejelzések szerint csökkenni fog. Az előző év azonos időszakához viszonyítva szeptemberben 15,7 %-ra nőtt, míg a maginfláció a becslések szerint 11,5 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Lengyelországra vonatkozó értékelése azt mutatja, hogy 2021-ben egy mutató értéke (a nettó nemzetközi befektetési pozíció) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

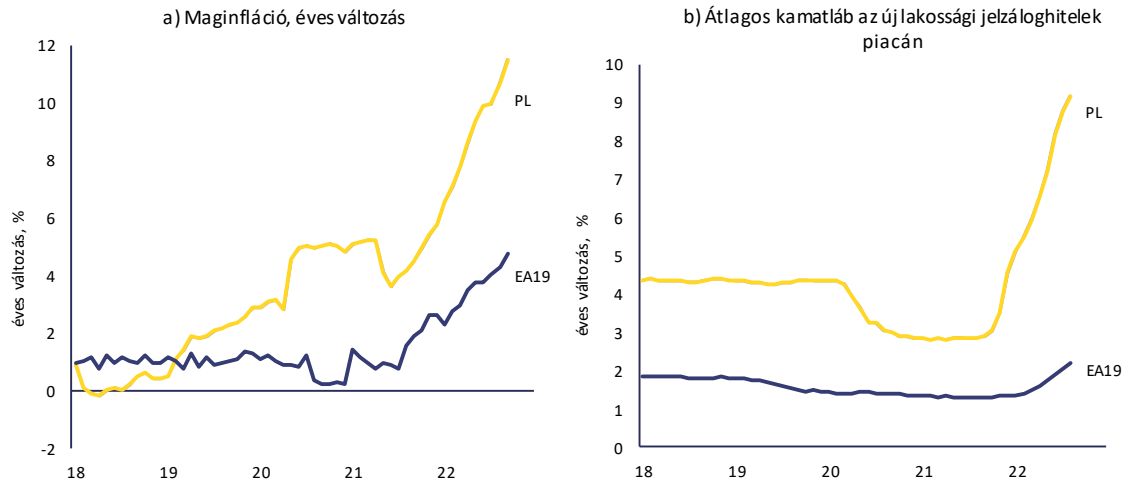
- A **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggályok még nem jelentősek. Tekintettel az erős keresletre és a kedvezőtlen külkereskedelmi cserearányra, a folyó fizetési mérleg 2021-ben a GDP 1,4 %-ának megfelelő hiányt mutatott, és az előrejelzések szerint 2022-ben tovább romlik. Ugyanakkor a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) az előrejelzések szerint tovább javul, és 2022-től kezdődően a –35 %-os indikatív MIP-küszöb alatt marad. A nettó nemzetközi befektetési pozícióra nagyrészt a közvetlen befektetés jellemző, ami korlátozza a külső pozícióval kapcsolatos azonnali aggályokat.

- A magas infláció és a nominálbérek erőteljes növekedése, amennyiben továbbra is fennáll, **költség-versenyképességi** aggályokat vethet fel. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben csökkent, de az előrejelzések szerint a jövőben jelentősen emelkedni fog. Lengyelország kereskedelmi partnereivel szemben a reál effektív árfolyam leértékelődött.

- A nominális **lakásárak** az elmúlt években gyorsan nőttek, de az erőteljes jövedelemnövekedéssel összefüggésben továbbra is nagyjából összhangban vannak az alapvető tényezőkkel. A 2021–2022. évi monetáris szigorítás a jelzáloghitel-kamatláb legnagyobb emelkedéséhez vezetett az EU-ban, továbbá a háztartások hiteláramlásának erőteljes csökkenését eredményezte. A változó kamatlábú jelzáloghitelek elterjedtsége valószínűleg közvetlenül továbbhárítja az ilyen kamatköltségeket mind az új, mind a meglévő jelzáloghitel-tulajdonosokra. Lengyelország **bankszektora** azonban továbbra is jól tőkésített, miközben a háztartások eladósodottsága alacsony, és viszonylag alacsony a hitelfedezeti arány. A nemteljesítő hitelek aránya továbbra is alacsony, és tovább csökken.

- A **munkaerőhiány** súlyosbítja az inflációs nyomást. A nominálbér növekedése 2022 augusztusában az előző év ugyanezen időszakához képest 12,4 % volt. A munkanélküliségi ráta továbbra is a legalacsonyabbak között van az EU-ban: 2021-ben 3,4 % volt, az előrejelzések szerint 2022-ben csökken, majd 2023-ban emelkedni fog. Az aktivitási ráta tovább nőtt. A munkaerő-kínálatnak az Ukrajnából érkező, lakóhelyüket elhagyni kényszerült személyek beáramlása által biztosított fellendülése várhatóan enyhíteni fogja a munkaerőhiányt, amint az egyes ágazatokban, például a szolgáltatások terén már most is megfigyelhető.

3.21.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Lengyelország**



Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.21.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Lengyelország**

	Küszöbérték	I. Referenciaérték	II. Referenciaérték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**-1.1**	**0.1**	**0.3**	**-1.0**	**-3.0**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.3 (1)	-4.4 (2)	-0.2	2.5	-1.4	-4.1	-3.5
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-52.7 (3)**	**-4.1 (4)**	**-48.8**	**-43.9**	**-39.5**	**-29.4**	**-27.0**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-10.7	-4.5	0.8		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**8.0**	**14.0**	**9.9 b**	**14.4**	**16.9**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				3.9	7.5	-1.6 b	8.1	9.8
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**2.8**	**1.1**	**-0.4**	**-0.7**	**-0.2**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-0.9	1.1	-0.6	-1.2	1.5
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**22.0**	**33.6**	**24.9**	**19.1**	**15.2**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				3.8	11.3	-0.7	0.3	0.1
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**74.2**	**76.1**	**71.6**	**63.5**	**57.8**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**3.6**	**1.8**	**4.0**	**2.4**	**2.8**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		54.3 (6)	22.2 (7)	34.4	34.6	32.3	26,8	24,3
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		82.4 (6)	34.5 (7)	39,8	41,5	39,3	36,7	33,5
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**6.4**	**6.7**	**3.7**	**-2.6**	**-5.8**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		-1.9 (8)		8,7	10,5	9,2	9,9	5,0
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**45.7**	**57.2**	**53.8**	**51.3**	**52.9**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-0,7	-6,9	-1,8	-4,8	-5,5
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**4.3**	**11.6**	**13.6**	**0.1**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				6,9	3,1	4,8		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		15,9	17,5	16,1		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				6.1e	6.0e	5.0p	4,7	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**4.1**	**3.5**	**3.3**	**3.1**	**3.0**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		3.4 (10)		3.3	3.2	3.4	2.7	3.0
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**2.1**	**1.4**	**3.4**	**1.7**	**1.2**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.5**	**-0.9**	**-0.1**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**-7.9**	**-4.0**	**0.1**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.
Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.22. PORTUGÁLIA

Portugáliában továbbra is aggodalomra ad okot a háztartások, a nem pénzügyi vállalatok, az államháztartás és a külső adósság GDP-hez viszonyított aránya, bár az adósságráta a Covid19-válságot követően ismét csökkenni kezdett. A nominális lakásárak növekedése egyre gyorsul, és megjelentek a lakásárak túlértékeltségére utaló jelek. A pénzügyi és közszféra közötti visszacsatolási mechanizmusokkal kapcsolatos kockázatok továbbra is fennállnak.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és megállapította, hogy Portugáliában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Portugália vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az egyensúlyhiány tartós fennállását vagy felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 6,6 %-os, 2023-ban pedig 0,7 %-os lesz. Az infláció magas, és az előrejelzések szerint nagyjából az euróövezeti átlaggal összhangban változik. Az előző évhez képest októberben 10,6 %-ra nőtt, a maginfláció pedig a becslések szerint szeptemberben elérte a 6,5 %-ot. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Portugáliára vonatkozó értékelése alapján 2021-ben hat mutató értéke (a nettó nemzetközi befektetési pozíció, a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a reál lakásárak növekedése, a magánszektor adóssága, az államadósság és az ifjúsági munkanélküliségi ráta változása) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatóság** továbbra is problémát jelent. Bár a nettó nemzetközi befektetési pozíció jelentősen javult, és az elmúlt 15 év eddigi legmagasabb szintjét érte el, továbbra is jelentős és negatív, és az előrejelzések szerint 2024-ig további javulás várható. A folyó fizetési mérleg hiánya 2021-ben a GDP 1,2 %-ára nőtt, mivel az energiatermékek kereskedelmi mérlegének romlása több mint ellensúlyozta a turisztikai egyenleg és az áruexport javulását. Az árhatások miatt a hiány az előrejelzések szerint 2022-ben kismértékben nőni fog. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése 2021-ben mérsékelt volt, és 2022-ben várhatóan csökkenni fog. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben leértékelődött. Az előző év ugyanezen időszakához képest 2022 augusztusára is leértékelődött.

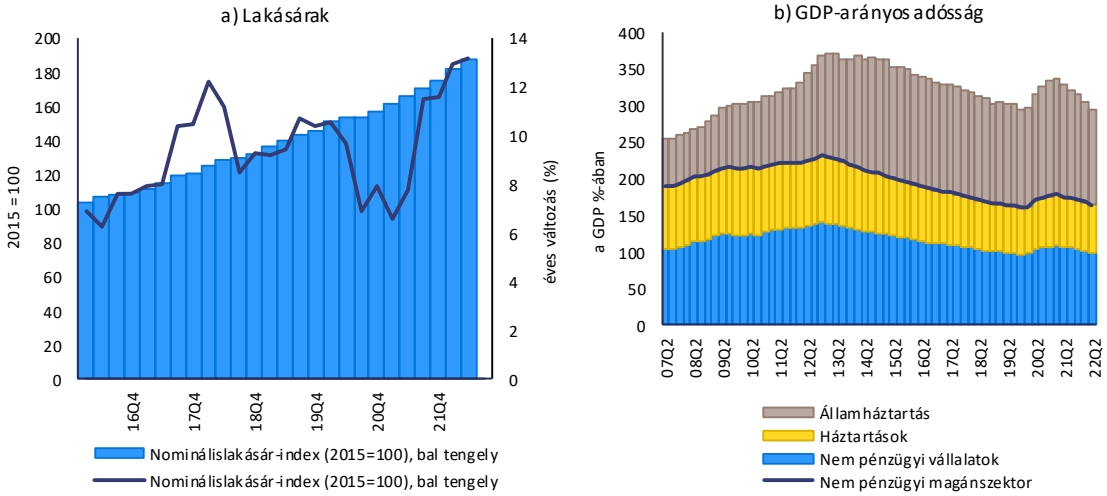
- A **nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos **adósságállományával** kapcsolatos sebezhetőségek továbbra is fennáll, bár ez az arány csökken. 2021-ben 90,5 %-ra csökkent, de még mindig több mint 4 százalékponttal magasabb, mint 2019-ben. A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságállománya 2022 első felében tovább csökkent, de a makrogazdasági környezethez kapcsolódóan vannak kockázati tényezők. Mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértékek felett marad. Tovább csökkent a vállalatok nemteljesítő hiteleinek a bankok vállalati hiteleihez viszonyított százalékos aránya. A **háztartások** GDP-arányos **adósságállománya** továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértéket, bár 2021-ben csökkent, és ez a csökkenés 2022 első felében is folytatódott.

- A **lakásárak** alakulásával kapcsolatos aggályok egyre erősödnek. A nominális lakásárak emelkedése 2021-ben 8,8 %-ról 9,4 %-ra gyorsult. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 13,2 %-ra gyorsult. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 23 %-kal túlértékeltek. A jelzáloghitelek több mint kétharmada esetében csak legfeljebb egy évre rögzített a kamatláb.

- Az **államadóssággal** kapcsolatos aggályok továbbra is jelentősek. Az államadósság 2021-ben 9 százalékponttal, a GDP 125,5 %-ára csökkent, az előrejelzések szerint tovább csökken, és 2022-ben a világjárvány előtti szint alá esik vissza. A költségvetési hiány 2021-ben a GDP 2,9 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint tovább fog csökkenni. A költségvetési fenntarthatósági kockázatok középtávon magasak, hosszú távon pedig közepesek.

- A **bankszektorral** kapcsolatos aggályok enyhültek, de néhány hiányosság továbbra is fennáll. A jövedelmezőség nőtt, a tőkemegfelelési mutatók pedig rugalmasak maradtak. Az alapvetőtőke-megfelelési mutató azonban meghaladja a szabályozási követelményeket, de alacsony az európai versenytársakhoz képest, miközben a nyereségesség továbbra is viszonylag alacsony. A nemteljesítő hitelek aránya továbbra is csökkenő tendenciát mutatott, de az uniós átlag felett maradt, és az alulteljesítő hitelek (stage 2) aránya szintén magas. Emellett a pénzügyi és közszféra közötti visszacsatolási mechanizmusokkal kapcsolatos kockázatok továbbra is fennállnak.

3.22.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Portugália**



Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.22.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Portugália**

	Küszöbérték	I. Referéktől	II. Referék	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**0.8**	**0.0**	**-0.6**	**-1.2**	**-1.1**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.0 (1)	-2.4 (2)	0.4	-1.0	-1.2	-1.4	-0.8
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-52.3 (3)**	**-15.7 (4)**	**-100.0**	**-104.6**	**-94.7**	**-85.2**	**-79.3**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-46.7	-46.7	-36.1		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**8.5**	**15.6**	**12.5 p**	**8.4**	**3.4**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				2.8	8.7	0.6 p	-0.9	3.8
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**-0.3**	**0.0**	**-2.8**	**-5.3**	**-7.3**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.9	0.8	-1.8	-4.4	-1.4
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**8.3**	**-1.5**	**-5.3**	**3.3**	**1.3**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				0.8	-10.2	0.1	12.2	-0.3
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**149.5**	**163.7**	**156.9 p**	**147.8**	**137.6**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**2.6**	**4.4**	**4.0 p**	**5.7**	**3.5**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		40.4 (6)	31.5 (7)	63.5	69.1	66.4	63,0	61,4
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		64.4 (6)	62.0 (7)	86,0	94,6	90,5	84,8	76,2
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**9.0**	**8.1**	**7.9**	**5.7**	**2.0**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		22.5 (8)		10,0	8,8	9,4	10,9	2,1
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**116.6**	**134.9**	**125.5**	**115.9**	**109.1**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,1	-5,8	-2,9	-1,9	-1,1
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**-0.2**	**6.6**	**7.1**	**1.8**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				4,3	0,0	4,9		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		14,1	15,4	15,5		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				6.1e	4.9e	3.6p	3,4	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**7.7**	**7.0**	**6.8**	**6.5**	**6.1**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		6.2 (10)		6.7	7.0	6.6	5.9	5.9
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**2.2**	**0.0**	**0.7**	**0.3**	**1.4**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-3.6**	**-2.3**	**-0.3**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-9.7**	**-1.4**	**3.1**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.23. ROMÁNIA

Romániában a külső fenntarthatósággal és a költségvetési hiánnyal kapcsolatos aggályok tovább erősödnek. A folyó fizetési mérleg hiánya 2021-ben nőtt, és további növekedés figyelhető meg. A költségvetési hiány javult, és az előrejelzések szerint folytatódik a csökkenése, de továbbra is magas. Az előrejelzések szerint a magas infláció, a munkaerőhiány és a nominálbérek erőteljes növekedése mellett a nominális fajlagos munkaköltség nőni fog, ami bizonyos mértékben versenyképességi aggályokat vet fel.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és megállapította, hogy Romániában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Románia vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az egyensúlyhiány tartós fennállását vagy felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 5,8 %-os, 2023-ban pedig 1,8 %-os lesz. Az infláció magas, az előző év azonos időszakához viszonyítva szeptemberben 13,4 %-ra nőtt, míg a maginfláció a becslések szerint 6,5 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Romániára vonatkozó értékelése azt mutatja, hogy 2021-ben három mutató értéke (a folyó fizetési mérleg, a nettó nemzetközi befektetési pozíció és a nominális fajlagos munkaköltség növekedése) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggodalmak tovább erősödtek. A folyó fizetési mérleg hiánya 2021-ben a GDP 7,3 %-ára nőtt, és 2022-ben további romlás várható. A nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) az erőteljes nominális GDP-növekedésnek és néhány pozitív értékelési hatásnak köszönhetően 2021-ben valamelyest javult (a GDP –47,2 %-a), az előrejelzések szerint 2022-ben tovább javul, de 2023-ban ismét csökkenni fog. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíció negatív maradt, de közel áll az egyensúlyhoz.

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is fennálltak, tovább erősödnek. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben kismértékben nőtt, és az előrejelzések szerint 2022-ben és azt követően a magas inflációval, a munkaerőhiánnyal és a nominálbérek nagymértékű emelkedésével összefüggésben jelentősen nőni fog. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben és az előző év ugyanezen időszakához képest 2022 augusztusában is nagyjából változatlan maradt.

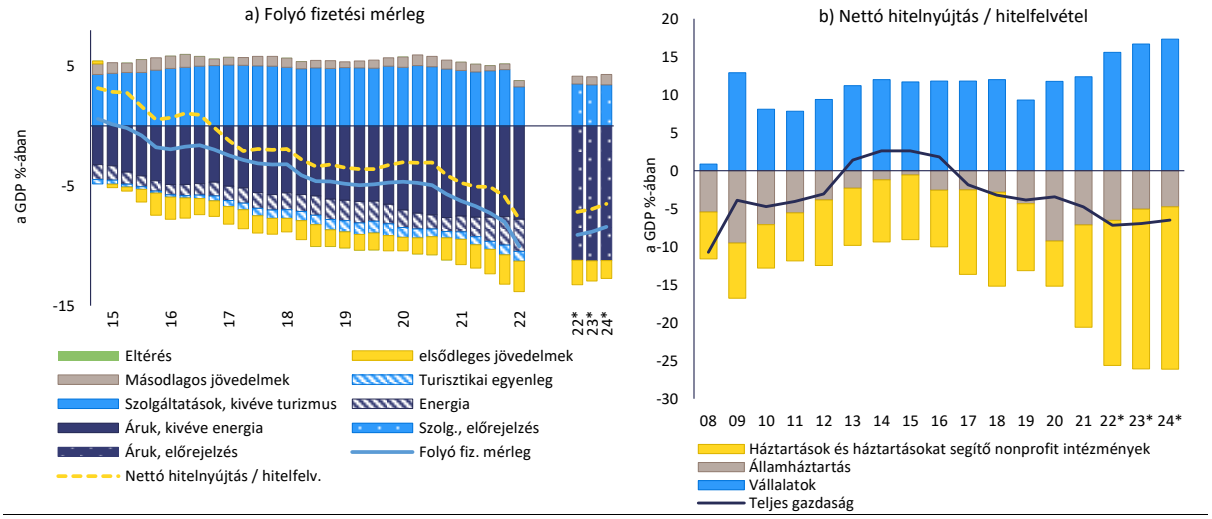
- A **lakásárak** alakulásával kapcsolatos aggályok továbbra is korlátozottak. A nominális lakásárak növekedése 2021-ben kismértékben, 4,7 %-ról 4,4 %-ra lassult. A nominális lakásárak növekedése 2022 második negyedévében az előző év ugyanezen időszakához képest felgyorsult, és elérte a 8,5 %-ot. Az értékelési különbözettel kapcsolatos mutatószámok nem utalnak a lakásárak potenciális túlértékeltségére.

- Az **államadóssághoz** kapcsolódó kockázatok egyre nőnek. A költségvetési hiány javult, de továbbra is magas, és 2021-ben a GDP 7,1 %-át tette ki. Az előrejelzések szerint tovább fog javulni. Az államadósság 2021-ben a GDP 48,9 %-ára nőtt, idén és jövőre pedig az előrejelzések szerint kismértékben csökkenni fog. A Covid19 előtti szintet továbbra is jelentősen meghaladja. Az államkötvények hozama a legmagasabbak között van az EU-ban. A devizakockázatok magasak: 2021 végén a központi kormányzati adósság mintegy fele devizában volt denominálva, az államadósság mintegy fele pedig külföldi illetőségű hitelezőkhöz kapcsolódott. A költségvetési fenntarthatósági kockázatok középtávon magasak, hosszú távon pedig közepesek.

- A **bankszektor** stabil. A nemteljesítő hitelek aránya 2021-ben az összes hitel 3,4 %-ára csökkent. Az alapvetőtőke-megfelelési mutató megközelíti az uniós átlagot, a jövedelmezőség

pedig nagyon magas. A monetáris szigorítást követően a kamatlábak 2021-ben és 2022-ben jelentősen emelkedtek.

3.23.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Románia**



Forrás: Eurostat, Comext és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.23.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Románia**

	Küszöbérték	I. Ref.érték	II. Ref.érték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**-4.2**	**-4.8**	**-5.7**	**-7.2**	**-8.7**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.3 (1)	-5.0 (2)	-4.9	-4.9	-7.3	-9.5	-9.2
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-47.5 (3)**	**-8.0 (4)**	**-43.4**	**-47.6**	**-47.2**	**-39.8**	**-42.3**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-4.0	-7.0	-6.5		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**24.0**	**20.7**	**14.4 p**	**10.0**	**9.4**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				6.9	5.8	1.2 p	2.8	5.2
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**0.2**	**3.4**	**1.0**	**2.8**	**0.5**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-0.3	1.4	0.0	1.5	-0.9
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**17.4**	**19.9**	**10.6**	**12.1**	**9.2**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				1.5	1.9	0.5	4.1	0.8
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**46.5**	**48.0**	**48.1 p**	**45.8**	**39.5**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**2.0**	**1.3**	**3.8 p**	**5.0**	**3.1**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		59.8 (6)	20.4 (7)	15.4	16.1	15.8	14,8	14,2
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		97.9 (6)	39.9 (7)	31,1	31,9	32,3	31,0	25,3
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**-1.9**	**2.3**	**-1.1**	**-4.5**	**-5.8**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		-19.8 (8)		3,4	4,7	4,4	8,9	1,4
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**35.1**	**46.9**	**48.9**	**47.9**	**47.3**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-4,3	-9,2	-7,1	-6,5	-5,0
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**10.3**	**13.4**	**14.3**	**0.8**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				12,3	9,0	13,1		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		19,0	21,8	19,9		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				4.3e	3.9e	3.4p	3,1	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**5.4**	**5.4**	**5.5**	**5.7**	**5.6**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		5.5 (10)		4.9	6.1	5.6	5.4	5.8
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**3.1**	**2.3**	**3.2**	**2.2**	**2.2**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.4**	**-0.6**	**-0.2**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-4.9**	**-1.4**	**0.5**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.
Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.24. SZLOVÉNIA

Szlovéniában a lakásárak alakulásával és a költségvetési hiánnyal kapcsolatban bizonyos aggályok továbbra is fennállnak, bár a kapcsolódó kockázatok korlátozottnak tűnnek. A nominális lakásárak növekedése a legmagasabbak közé tartozik az EU-ban, de a lakásárak esetében nem figyelhetők meg lehetséges túlértékeltségre utaló jelek. A kínálati oldal korlátai és a magas infláció hatással lehet a középtávú versenyképességre és növekedésre. Az államháztartási hiány továbbra is magas.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Szlovénia esetében. A Bizottság úgy véli, hogy Szlovénia vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 6,2 %-os, 2023-ban pedig 0,8 %-os lesz. Az infláció magas, az előző év azonos időszakához viszonyítva októberben 10,3 %-ra csökkent, miközben a maginfláció a becslések szerint szeptemberben 6,6 % volt. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Szlovéniára vonatkozó értékelése alapján 2021-ben négy mutató értéke (a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, a reál lakásárak növekedése, az államadósság és az ifjúsági munkanélküliség változása) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggályok nem jelentősek. Miután több éven át nagyon nagy többletet könyveltek el, a folyó fizetési mérleg 2021-ben a GDP 3,8 %-ára csökkent. Ennek fő oka az árukereskedelem – kisebb mértékben beleértve az energiatermékeket is – csökkenő egyenlege volt. Az előrejelzések szerint a folyó fizetési mérleg tovább csökken, és 2022-ben negatív lesz. Folytatódott a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) folyamatos javulása, 2021-ben elérte a GDP –6,8 %-át, és az előrejelzések szerint 2024-re egyensúlyba kerül. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíció enyhén pozitív.

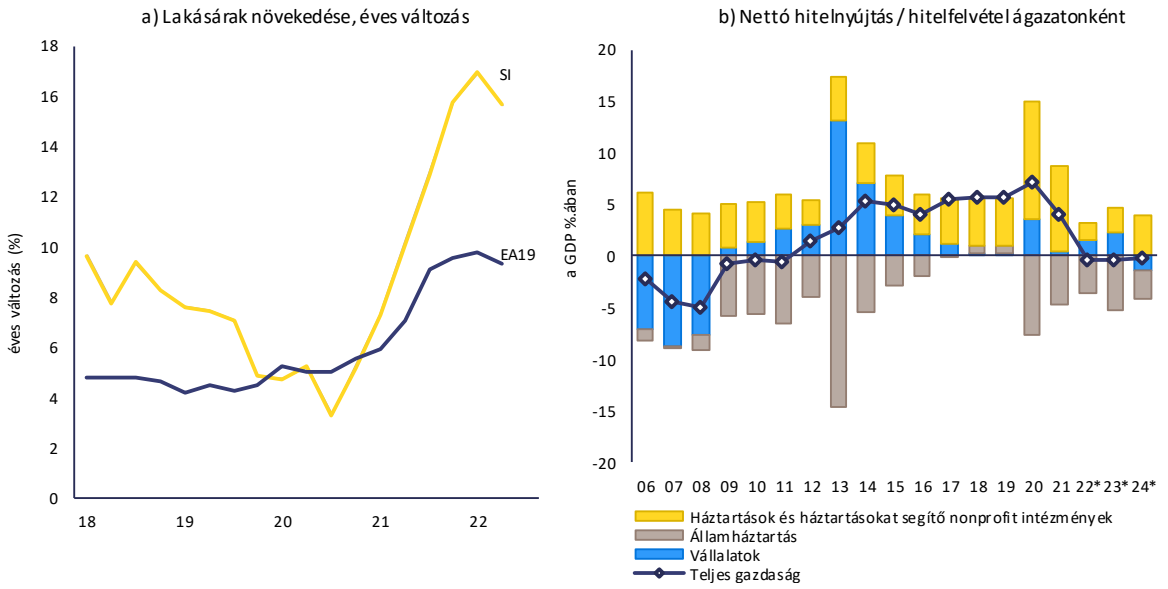
- A **költség-versenyképesség** még nem vet fel komoly aggályokat. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése 2021-ben jelentősen mérséklődött, és 2022-ben várhatóan csökkenni fog. Az előrejelzések szerint a fajlagos munkaköltség 2023-ban nőni fog. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kissé leértékelődött. az előző év azonos időszakához viszonyítva 2022 augusztusára leértékelődött.

- A **lakásárak** rendkívüli növekedése továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak növekedése a 2020. évi 4,6 %-ról 2021-ben 11,5 %-ra gyorsult, így az egyik legnagyobb ütemben nőtt az EU-ban. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 15,6 % volt. Az értékelési különbözettel kapcsolatos mutatószámok nem utalnak a lakásárak potenciális túlértékeltségére. A legfrissebb tranzakciós adatok a piac esetleges lassulására utalnak.

- Az **államadósság** dinamikája a javulás ellenére továbbra is aggodalomra ad okot. Az államadósság 2021-ben a GDP 74,5 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint fokozatosan tovább fog csökkenni. A költségvetési hiány továbbra is magas, de 2021-ben a GDP 4,7 %-ára csökkent. Az előrejelzések szerint 2022-ben tovább fog csökkenni, 2023-ban viszont nőni fog. A költségvetési fenntarthatósági kockázatok mind közép-, mind hosszú távon magasak a kedvezőtlen kezdeti költségvetési helyzet és a népesség elöregedése miatt.

- A **bankszektor** továbbra is stabil. A kapitalizáció elmarad az uniós átlagtól, de a jövedelmezőség 2021-ben nőtt, és jóval meghaladja azt. A nemteljesítő hitelek aránya az elmúlt években jelentősen csökkent, és továbbra is alacsony.

3.24.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Szlovénia**



Forrás: Eurostat, Ameco és az Európai Bizottság szervezeti egységei.

3.24.1. táblázat: **Kiválasztott gazdasági és pénzügyi mutatók, Szlovénia**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**6.0**	**6.5**	**5.8**	**3.5**	**0.8**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.8 (1)	-1.1 (2)	5.9	7.6	3.8	-0.7	-0.6
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-63.0 (3)**	**5.1 (4)**	**-16.2**	**-15.6**	**-6.8**	**-2.0**	**0.2**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				0.8	1.6	9.7		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**8.0**	**14.5**	**12.8**	**7.4**	**5.8**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				3.9	7.3	1.1	-1.0	5.7
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**1.0**	**1.9**	**-0.4**	**-4.5**	**-6.6**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-0.5	0.6	-0.5	-4.5	-1.8
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**15.8**	**19.5**	**11.6**	**9.1**	**5.8**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				0.7	1.7	-0.5	3.1	0.7
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**68.6**	**69.5**	**66.4**	**64.4**	**59.0**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**0.8**	**-0.9**	**3.5**	**5.8**	**4.3**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		43.9 (6)	37.2 (7)	26.8	27.8	26.4	25,5	25,4
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		65.9 (6)	57.3 (7)	41,8	41,7	40,0	38,9	33,6
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**5.3**	**5.2**	**7.8**	**2.5**	**1.9**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		0.4 (8)		6,7	4,6	11,5	10,5	3,3
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**65.4**	**79.6**	**74.5**	**69.9**	**69.6**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,6	-7,7	-4,7	-3,6	-5,2
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**9.9**	**14.0**	**14.1**	**1.5**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				10,3	11,3	9,5		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		17,8	16,7	16,9		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				3.4e	3.0e	2.1p	1,9	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**5.4**	**4.8**	**4.7**	**4.6**	**4.4**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		6.0 (10)		4.4	5.0	4.8	4.1	4.3
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**3.5**	**0.2**	**0.6**	**2.1**	**2.8**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-2.4**	**-1.2**	**-0.3**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-7.2**	**3.0**	**3.9**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.25. SZLOVÁKIA

Szlovákiában a költség-versenyképességgel és a lakásárak alakulásával kapcsolatos aggályok már a Covid19-világjárvány előtt megjelentek, és egyre erősödnek. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése várhatóan felgyorsul, és rendkívül magas a maginfláció Szlovákia euróövezeti versenytársaihoz képest. Folytatódik a lakásárak erőteljes növekedése, amelyet az elmúlt években a háztartások adósságállományának tartós növekedése kísér. A folyó fizetési mérleg hiánya erőteljesen nő. A magas költségvetési hiány indokolttá teszi a szoros nyomon követést.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Szlovákia esetében. A Bizottság úgy véli, hogy Szlovákia vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az újonnan felmerült sebezhetőségeket és azok hatását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 1,9 %-os, 2023-ban pedig 0,5 %-os lesz. Az infláció nagyon magas, számos euróövezeti kereskedelmi partneréhez képest is. Az előző év azonos időszakához viszonyítva szeptemberben 14,5 %-ra nőtt, míg a maginfláció a becslések szerint 9,3 %. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Szlovákiára vonatkozó értékelése alapján 2021-ben öt mutató értéke (a nettó nemzetközi befektetési pozíció, a nominális fajlagos munkaköltség növekedése, az államadósság, a pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedése és az ifjúsági munkanélküliségi ráta változása) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **külső fenntarthatósági** kilátások romlottak. 2021-ben a folyó fizetési mérleg hiánya elérte a GDP –2,5 %-át. Az előrejelzések szerint idén jelentősen nő, és mind az energiamérleg, mind a nem energiatermékek egyenlegének erőteljes csökkenése miatt továbbra is erősen negatív marad. A nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) kismértékű javulása (2021-ben a GDP –61 %-a) a GDP növekedésének és néhány pozitív értékelési hatásnak köszönhető. 2022-ben kismértékű romlás várható, majd folytatódik a javulás. A nettó nemzetközi befektetési pozícióra nagyrészt a közvetlen befektetés jellemző, ami korlátozza a külső pozícióval kapcsolatos aggályokat.

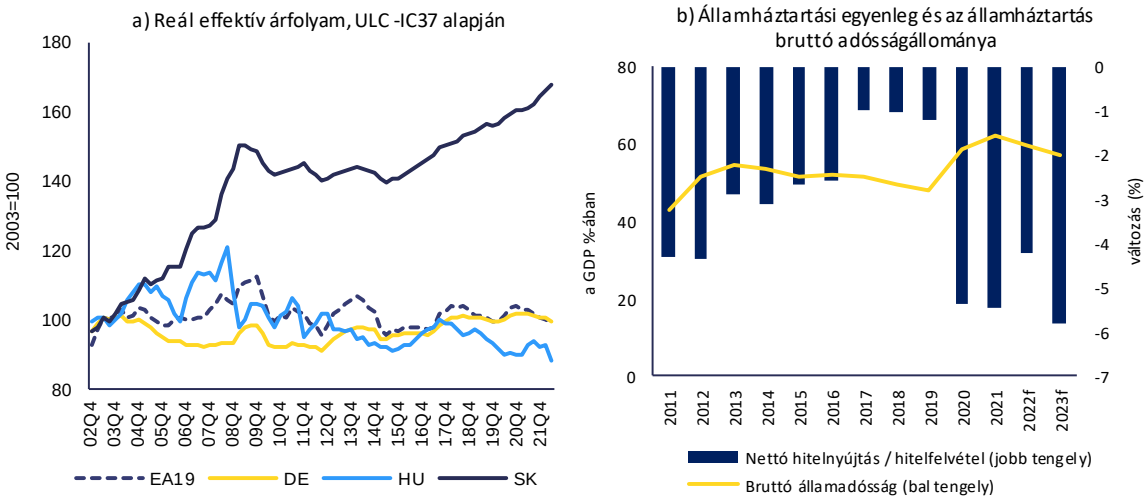
- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok, amelyek már a Covid19-világjárvány előtt is fennálltak, tovább erősödnek. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben nőtt bár az előző évekhez képest kisebb mértékben, de az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban továbbra is erőteljesen nőni fog Szlovákia magas maginflációjával és a nominálbérek erőteljes növekedésével összefüggésben. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben és az előző év ugyanezen időszakához képest 2022 augusztusára is nagyjából változatlan maradt.

- A **háztartások** GDP-arányos **adósságállománya** meghaladja az alapvető referenciaértéket, és megközelíti a prudenciális referenciaértéket. A háztartások adósságállománya jelentősen magasabb Szlovákia versenytársaihoz képest, és a GDP közel 50 %-át teszi ki. A háztartásokat célzó nettó hiteláramlás 2021-ben viszonylag dinamikus volt – a GDP mintegy 4 %-át tette ki –, és az előrejelzések szerint 2022-ben nőni fog. A háztartások GDP-arányos adósságállománya 2022 első felében lényegében változatlan maradt. A háztartások nemteljesítő hitelei alacsonyak, és 2021-ben tovább csökkentek.

- A **lakásárak** alakulása továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak növekedése a 2020. évi 9,6 %-ról 2021-ben 6,4 %-ra lassult. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 16,6 % év volt. A becslések szerint a lakásárak 2021-ben 14 %-kal túlértékeltek. A jelzáloghitel nagyon dinamikus, és kockázatforrást jelent. Az ingatlanárak különösen 2021 második fele óta meredeken emelkedtek.

- Az **államadóssághoz** kapcsolódó kockázatok rövid távon csökkennek. Az államadósság 2021-ben a GDP 62,2 %-ára nőtt, és első alkalommal haladta meg az eredménytábla küszöbértékét. Az előrejelzés szerint kismértékben tovább fog csökkenni, és 2022-ben ismét a GDP 60 %-a alá csökken, ami még mindig 12 százalékponttal magasabb, mint 2019-ben. A költségvetési hiány a világjárvány óta nőtt, és 2021-ben elérte az 5,5 %-ot. Az előrejelzés szerint a költségvetési hiány 2022-ben csökkenni, majd 2023-ban ismét nőni fog. A költségvetési fenntarthatósági kockázatok mind közép-, mind hosszú távon magasak az adósság hosszú távú alakulása és az elöregedéssel összefüggő költségek növekedése miatt.

3.25.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Szlovákia**



Forrás: Eurostat, Ameco és az Európai Bizottság szervezeti egységei.

3.25.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Szlovákia**

	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referéntk	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**-2.5**	**-1.7**	**-1.8**	**-2.7**	**-4.7**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.1 (1)	-3.2 (2)	-3.3	0.6	-2.5	-6.3	-5.4
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-47.9 (3)**	**-1.5 (4)**	**-65.6**	**-64.8**	**-61.0**	**-62.6**	**-57.4**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-14.1	-14.8	-14.7		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**14.2**	**15.4**	**14.1**	**16.6**	**16.6**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				5.3	5.5	2.8	7.6	5.5
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**2.6**	**5.3**	**3.1**	**1.2**	**-0.8**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				0.6	2.5	-0.1	-1.2	0.5
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**1.3**	**7.4**	**-2.9**	**-6.8**	**-9.3**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				-2.3	3.3	-4.2	-5.4	-0.8
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**91.0**	**94.5**	**95.0**	**94.8**	**79.3**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**4.5**	**2.5**	**5.5**	**8.0**	**2.3**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		49.5 (6)	30.0 (7)	43.4	46.6	47.8	49,3	47,5
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		75.3 (6)	47.4 (7)	47,6	47,9	47,2	45,5	31,8
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**6.2**	**7.2**	**3.0**	**-0.5**	**-4.0**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		13.9 (8)		9,1	9,6	6,4	10,0	5,9
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**48.0**	**58.9**	**62.2**	**59.6**	**57.4**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-1,2	-5,4	-5,5	-4,2	-5,8
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**5.8**	**10.2**	**24.0**	**3.0**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				8,3	5,3	8,4		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		15,8	16,8	16,7		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				2.9e	2.5e	2.0p	1,9	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**6.8**	**6.3**	**6.4**	**6.6**	**6.5**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		7.4 (10)		5.7	6.7	6.8	6.3	6.4
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**0.8**	**0.4**	**0.2**	**1.0**	**1.6**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-2.9**	**-2.2**	**-0.8**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-6.3**	**0.4**	**4.8**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.26. FINNORSZÁG

Finnországban a háztartások adósságállománya magas, bár a kapcsolódó kockázatok korlátozottnak tűnnek. Szinte minden lakásvásárlási hitel kamatlába változó, ami a háztartásokat az esetleges magasabb kamatlábak kockázatának teszi ki. A bankrendszer erősnek és reziliensnek tűnik annak ellenére, hogy jelentősek a különösen más skandináv országokkal szembeni, nemzetközi kitettségek.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság nem végzett részletes vizsgálatot, és nem állapított meg makrogazdasági egyensúlyhiányt Finnország esetében. A Bizottság úgy véli, hogy Finnország vonatkozásában idén nem indokolt további részletes vizsgálatot végezni.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 2,3 %-os, 2023-ban pedig 0,2 %-os lesz. Az infláció magas, bár alacsonyabb, mint az euróövezet sok más országában. Az előző évhez képest az infláció októberben 8,3 %-ra csökkent, a maginfláció pedig a becslések szerint 4,4 % volt. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Finnországra vonatkozó értékelése azt mutatja, hogy 2021-ben két mutató értéke (a magánszektor adóssága és az államháztartás adóssága) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **költség-versenyképességgel** kapcsolatos aggályok korlátozottak. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben tovább nőtt, és az előrejelzések szerint folytatódni fog ez a növekedés, bár Finnországban alacsonyabb a maginfláció, mint sok más euróövezeti országban. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben kismértékben leértékelődött. Az előző év ugyanezen időszakához képest 2022 augusztusára leértékelődött.

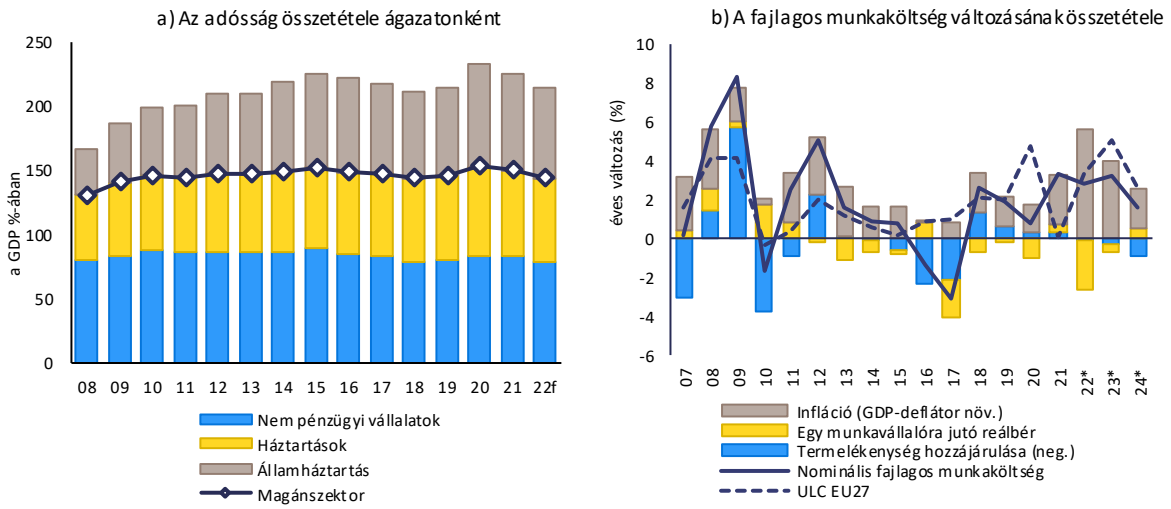
- A **háztartások** GDP-arányos **adósságállománya** továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértéket, bár 2021-ben csökkent, és 2022 első felében továbbra is nagyrészt stagnált, mivel a nettó hiteláramlás várhatóan mérsékelt marad. Az előrejelzések szerint a nominális GDP növekedése 2022-ben továbbra is támogatja az adósság csökkentését. A háztartások nemteljesítő adósságállománya továbbra is alacsony. Gyakorlatilag minden lakásvásárlási hitel kamatlába változó.

- A **lakásárak** alakulása továbbra is korlátozott aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak emelkedése 2021-ben 4,6 %-ra gyorsult. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 2,2 % volt. Az értékelési különbözettel kapcsolatos mutatószámok nem utalnak a lakásárak potenciális túlértékeltségére.

- Az **államháztartás adósságával** kapcsolatos kockázatok korlátozottak. Az államháztartás adóssága 2021-ben a GDP 72,4 %-ára csökkent, az előrejelzések szerint nagyjából ezen a szinten stabilizálódik, de a 2019. évi szint felett maradt. A költségvetési hiány 2021-ben a GDP 2,7 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint tovább fog csökkenni. A költségvetési fenntarthatósági kockázat közép- és hosszú távon is közepes.

- A **bankszektor** továbbra is stabil és reziliens. Az alapvetőtőke-megfelelési mutató 2021-ben jóval az uniós átlag felett volt, a jövedelmezőség pedig magas volt. A nemteljesítő hitelek aránya nagyon alacsony, és 2021-ben tovább csökkent. A pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatok mérsékeltek maradnak annak ellenére, hogy jelentősek a különösen más skandináv országokkal szembeni, nemzetközi kitettségek.

3.26.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Finnország**



Forrás: Eurostat, Ameco és az Európai Bizottság szervezeti egységei.

3.26.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Finnország**

	Küszöbérték	I. Ref.érték	II. Ref.érték	2019	2020	2021	forecast 2022	forecast 2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**-1.0**	**-0.5**	**0.3**	**0.4**	**0.1**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		-0.5 (1)	-0.2 (2)	-0.3	0.7	0.6	-0.2	-0.3
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-79.3 (3)**	**2.0 (4)**	**4.0**	**-4.0**	**-1.4**	**4.7**	**4.3**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				6.9	5.8	15.8		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**1.3**	**5.3**	**6.0**	**7.4**	**10.0**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				1.9	0.7	3.3	3.2	3.1
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**0.1**	**2.3**	**-0.7**	**-5.4**	**-10.2**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-1.5	1.6	-0.8	-6.2	-3.6
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**3.1**	**11.6**	**4.9**	**-1.5**	**-2.8**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				2.7	1.0	-3.5	-2.4	-0.4
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**146.1**	**152.6**	**150.1**	**143.5**	**140.9**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**6.6**	**6.1**	**6.1**	**4.2**	**6.9**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		55.1 (6)	59.4 (7)	65.8	69.0	67.8	64,7	63,5
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		65.7 (6)	89.0 (7)	80,3	83,6	82,3	78,8	77,4
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**-0.6**	**1.3**	**2.8**	**-3.5**	**-1.9**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		-2.5 (8)		0,4	1,8	4,6	2,4	2,0
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**64.9**	**74.8**	**72.4**	**70.7**	**72.0**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				-0,9	-5,5	-2,7	-1,4	-2,3
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**7.8**	**8.0**	**9.4**	**9.2**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				4,9	5,8	9,2		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		17,6	18,1	17,8		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				1.4e	1.5e	1.2p	1,0	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**7.7**	**7.3**	**7.4**	**7.5**	**7.3**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		6.7 (10)		6.8	7.7	7.7	7.0	7.2
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a(3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**2.3**	**1.5**	**1.8**	**2.8**	**3.4**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-1.4**	**-1.1**	**-0.2**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a(3 éves változ	**2 százalékpont**			**-2.8**	**1.0**	**-0.2**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

3.27. SVÉDORSZÁG

Svédországban a lakásárak tartósan magas növekedésével, valamint a háztartások és a vállalatok magas adósságállományával kapcsolatos aggályok továbbra is fennállnak. A nominális lakásárak növekedése, bár csökkenő tendenciát mutat, a lakásárak becsült túlértékeltsége mellett továbbra is magas.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Bizottság részletes vizsgálatot végzett, és megállapította, hogy Svédországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Bizottság úgy véli, hogy Svédország vonatkozásában idén indokolt részletes vizsgálat keretében elemezni az egyensúlyhiány tartós fennállását vagy felszámolását.

Az előrejelzések szerint a reál-GDP növekedése 2022-ben 2,9 %-os, 2023-ban pedig -0,6 %-os lesz. Az infláció magas, bár valamivel alacsonyabb, mint sok más uniós országban, miközben a monetáris politika jelentősen szigorodott. Az infláció az előző év ugyanezen időszakához képest szeptemberben 10,3 %-ra nőtt, a maginfláció pedig 5,8 % volt. Az árak várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a bérek.

Az eredménytábla Svédországra vonatkozó értékelése azt mutatja, hogy 2021-ben négy mutató értéke (a reál lakásárak növekedése, a magánszektorbeli hiteláramlás, a magánszektor adósságállománya és az ifjúsági munkanélküliség változása) meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla gazdasági értelmezése a következő releváns fejleményeket emeli ki:

- A **költség-versenyképesség** alakulása jelenleg nem tűnik aggasztónak. A nominális fajlagos munkaköltség 2021-ben csak kismértékben nőtt, de az előrejelzések szerint 2022-ben és 2023-ban erőteljesebb lesz a növekedés. A HICP-alapú reál effektív árfolyam 2021-ben mégis felértékelődött. Az előző év ugyanezen időszakához képest azonban 2022 augusztusára jelentősen leértékelődött. A nominális devizaárfolyam 2022-ben leértékelődött. A folyó fizetési mérleg stabil többlete mérsékeli a nagy árfolyam-ingadozások kockázatát. A többlet a GDP 5,4 %-ára csökkent, és az előrejelzések szerint 2022-ben tovább fog csökkenni. A nettó nemzetközi befektetési pozíció pozitív, és az előrejelzések szerint javulni fog.

- A **nem pénzügyi vállalatok** GDP-arányos adósságállománya továbbra is a legmagasabbak között van az EU-ban, és 2021-ben 123 %-ra nőtt. Az adósságráta továbbra is meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértéket, és 11 százalékponttal magasabb, mint 2019-ben. A vállalatok adósságállományában a határokon átnyúló, csoporton belüli hitelezés magas aránya csökkenti a kockázatokat. A vállalatok eladósodottságához magas és növekvő vállalati likviditási tartalékok társulnak, ami annak ellenére tovább mérsékeli a kockázatokat, hogy a vállalati szektor egyes részei ki vannak téve az energiaárak és a kamatlábak emelkedésének. A nem pénzügyi vállalatokot célzó, a GDP százalékában kifejezett hiteláramlás jelentős. A kereskedelmi ingatlanok különös aggodalomra adnak okot, többek között a finanszírozásuk módja miatt.

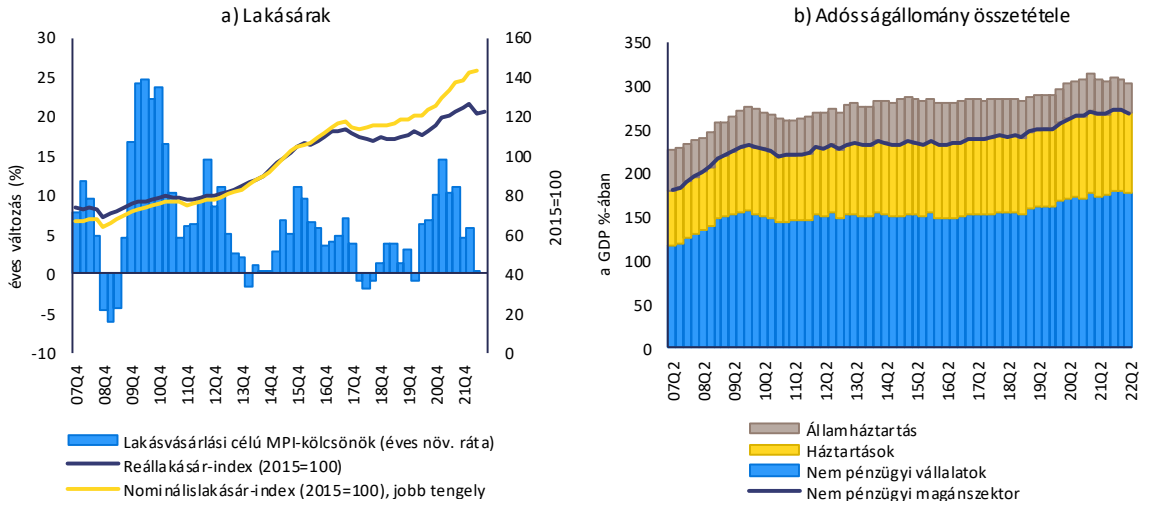
- A **háztartások** GDP-arányos **adósságállománya** továbbra is a legmagasabbak között van az EU-ban, és meghaladja mind a prudenciális, mind az alapvető referenciaértéket. 2021-ben GDP-arányosan csökkent, majd 2022 első felében a dinamikus nettó hiteláramlásoknak köszönhetően folytatódott a kismértékű csökkenés. A háztartások rendelkezésre álló jövedelméhez viszonyítva a háztartások adósságállománya 2013 óta folyamatosan nő, és 2021-ben elérte a GDP közel 190 %-át. A háztartások nemteljesítő adósságállománya továbbra is alacsony, de az adósságszolgálat költségei a kamatlábakkal együtt gyorsan emelkednek. A jelzáloghitelek több mint kétharmada esetében legfeljebb csak egy évre rögzített a kamatláb.

- A **lakásárak** rendkívüli növekedése továbbra is aggodalomra ad okot. A nominális lakásárak emelkedése 4,2 %-ról 2021-re 10,1 %-ra gyorsult, és az EU-ban az egyik legnagyobb ütemben nőtt. A lakásárak éves nominális növekedése 2022 második negyedévében 7,1 %-ra lassult. A

becslések szerint a lakásárak 2021-ben 35 %-kal túlértékeltek voltak, ami az egyik legmagasabb ilyen arány az EU-ban. A kamatlábak és az energiaárak emelkedését követően 2022 közepétől jelentősen csökkenni kezdtek a lakásárak, ami nyomást gyakorolt a háztartások pénzügyeire, mivel az adósságszint továbbra is magas.

- A **bankszektor** továbbra is egészséges. Az alapvetőtőke-megfelelési mutató megközelíti az uniós átlagot, a jövedelmezőség pedig nagyon magas. A nemteljesítő hitelek aránya nagyon alacsony. A vállalatoknak és a háztartásoknak biztosított hitelezés itt a legmagasabb az EU-ban, és 2021-ben tovább nőtt. A lakásárak korrekciója és az üzleti ingatlanokkal kapcsolatos feltételek változásai kihívást jelentenek a pénzügyi szektor számára. Az ágazat a finanszírozása során jelentős mértékben támaszkodik a nemzetközi piacokra és a svéd bankok közötti bankközi hitelezésre is, ami globális piaci kockázatoknak teszi ki a bankszektort.

3.27.1. ábra: **Kiválasztott grafikonok: Svédország**



Forrás: Eurostat, EKB (BSI) és az Európai Bizottság szolgálatai.

3.27.1. táblázat: **Fő gazdasági és pénzügyi mutatók, Svédország**

							forecast	
	Küszöbérték	I. Referéntk	II. Referénték	2019	2020	2021	2022	2023
Külső pozíció								
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában, 3 éves átlag)	**-4%/6%**			**3.7**	**4.7**	**5.6**	**4.9**	**4.0**
Folyó fizetési mérleg, fizetési mérleg (a GDP %-ában)		0.7 (1)	0.3 (2)	5.5	5.9	5.4	3.3	3.4
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	**-35%**	**-87.4 (3)**	**4.1 (4)**	**13.2**	**9.4**	**21.2**	**37.9**	**39.9**
NENDI – a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (a GDP %-ában) (5)				-11.4	-10.9	-2.0		
Versenyképesség								
Nominális fajlagos munkaköltség-index (3 éves %-os változás)	**9% (euróö.) 12% (nem euróö.)**			**7.2**	**8.7**	**5.5**	**6.9**	**8.5**
Nominális fajlagos munkaköltség-index (éves %-os változás)				1.5	3.4	0.5	2.8	4.9
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	**±5% (euróö) ±11% (nem euróö.)**			**-8.3**	**-4.8**	**2.1**	**-2.4**	**-8.6**
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (1 éves %-os változás)				-3.8	3.0	3.0	-8.0	-3.5
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (5 éves %-os változás)	**-6%**			**-2.9**	**3.1**	**-1.0**	**1.8**	**1.5**
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-ában (1 éves %-os változás)				2.9	4.1	-3.2	0.4	-2.5
A magánszektor adóssága								
A magánszektor adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)	**133%**			**200.0**	**212.8**	**215.2**	**211.8**	**200.2**
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	**14%**			**9.7**	**14.4**	**16.6**	**15.0**	**12.0**
A háztartások adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		70.3 (6)	78.3 (7)	88.5	93.7	92.5	90,2	88,8
Nem pénzügyi vállalatok adóssága, konszolidált (a GDP %-ában)		82.0 (6)	94.6 (7)	111,5	119,1	122,7	121,6	111,4
Lakáspiac								
Lakásárindex, deflált (1 éves %-os változás)	**6%**			**0.4**	**3.3**	**8.1**	**-5.9**	**-8.3**
Lakásárindex, nominális (1 éves %-os változás)		34.6 (8)		2,5	4,2	10,1	6,5	1,9
Államadósság								
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	**60%**			**35.2**	**39.5**	**36.3**	**32.1**	**29.4**
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)				0,6	-2,8	-0,1	0,2	0,2
Bankszektor								
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	**16,5%**			**11.5**	**10.7**	**10.9**	**0.9**	
Tőkearányos jövedelmezőség (%)				10,9	8,4	10,0		
Elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató		10.6 (9)		17,7	19,2	19,2		
Bruttó nemteljesítő hitelek hazai és külföldi szervezetek esetében (a bruttó hitelek %-ában)				1.1e	1.0e	1.0p	0,8	
Munkaerőpiac								
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	**10%**			**6.8 b**	**7.3 b**	**8.1**	**8.2**	**7.9**
Munkanélküliségi ráta (éves szint)		6.7 (10)		7.0	8.5	8.8	7.2	7.6
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	**-0,2 százalékpont**			**0.8**	**0.0**	**0.6 b**	**1.0**	**1.2**
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változá	**0,5 százalékpont**			**-0.5**	**-0.2**	**0.2**		
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változ	**2 százalékpont**			**1.1**	**6.3**	**7.9**		

Megjegyzések: A részleteket lásd az 1. mellékletben.

Forrás: A Bizottság szolgálatai, az Eurostat és az EKB; az Európai Bizottság előrejelzései (2022. őszi előrejelzés).

1. MELLÉKLET: MEGJEGYZÉSEK AZ EGYES TAGÁLLAMOKRA VONATKOZÓ SZAKASZBAN SZEREPLŐ TÁBLÁZATOKHOZ

A1.1. táblázat: **Az egyes tagállamokra vonatkozó szakaszban szereplő táblázatokhoz kapcsolódó megjegyzések**

Megjegyzés: A kiemelt adatok a küszöbértékkel egyenlő vagy azt meghaladó értékek. Jelzések: b: Break in series (törés az idősorban). d: Definition differs (eltérő meghatározás). e: Estimated (becslés). p: Provisional (ideiglenes adat).
(1) A gazdasági fundamentumokon alapuló folyó fizetési mérlegeket („folyófizetésimérleg-normákat") egyszerűsített regresszió alkalmazásával – a megtakarítás-beruházás egyenleg fő tényezőinek, vagyis a gazdasági fundamentumoknak, a szakpolitikai tényezőknek és a globális pénzügyi körülményeknek a figyelembevételével – számítják. 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.
(2) A GDP –35%-ában meghatározott NIIP-nek a következő 20 évben történő eléréséhez és stabilizálásához szükséges folyó fizetési mérleg. A számítások a Bizottság T+10 éves előrejelzéseit is felhasználják. 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. vitanyag, 2018.
(3) Prudenciális NIIP/NENDI-referenciaérték: a NIIP prudenciális küszöbértéke az az országspecifikus szint, amelyen túl a számítások eredménye fizetésimérleg-válság bekövetkezésének nagyobb valószínűségét jelzi. Ez véletlenül megegyezik a NENDI küszöbértékével. Lásd: Turrini és S. Zeugner (2019): Benchmarks for Net International Investment Positions (A nettó nemzetközi befektetési pozíciókra vonatkozó referenciaértékek), European Economy, 97. sz. vitaanyag, 2019 május.
(4) Gazdasági fundamentumokon alapuló NIIP-referenciaérték („NIIP-norma"): az adott ország által abban az elméleti esetben elért NIIP, ha 1994 óta a fundamentumokhoz igazodó folyó fizetési mérlege lett volna. Következésképp ez a NIIP-nek a fundamentumok által magyarázható része. Lásd: Turrini és S. Zeugner (2019): Benchmarks for Net International Investment Positions (A nettó nemzetközi befektetési pozíciókra vonatkozó referenciaértékek), European Economy, 97. sz. vitaanyag, 2019 május.
(5) A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (NENDI): a NIIP azon részmutatója, amely nem tartalmazza a tisztán sajáttőke-jellegű komponenseket, vagyis a közvetlen külföldi tőkebefektetésekből (FDI) származó tőkét és a törzsrészvényeket, valamint a vállalaton belüli, határokon átnyúló FDI-tartozásokat. Lásd: Turrini és S. Zeugner (2019): Benchmarks for Net International Investment Positions (A nettó nemzetközi befektetési pozíciókra vonatkozó referenciaértékek), European Economy, 97. sz. vitaanyag, 2019 május.
(6) A nem pénzügyi vállalatok és a háztartások GDP-arányos adósságának prudenciális küszöbértéke: annak a szintnek felel meg, amely felett a válság kockázata megemelkedettnek tekinthető. A nem észlelt válság és a hamis riasztások valószínűségét minimalizáló regressziós számítások révén határozzák meg. Lásd: J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini és S. Zeugner (2019): Is Private Debt Excessive? (Túlzott mértékű a magánadósság?), Open Economies Review, 1-42.
(7) A nem pénzügyi vállalatok és a háztartások GDP-arányos adósságának gazdasági fundamentumokon alapuló referenciaértéke, amely a GDP –35%-ában meghatározott NIIP-nek a következő 20 évben történő eléréséhez és stabilizálásához szükséges átlagos folyó fizetési mérlegnek felel meg. Lásd: J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini és S. Zeugner (2019): Is Private Debt Excessive? (Túlzott mértékű a magánadósság?), Open Economies Review, 1-42.
(8) Átlagos lakásár-különbözet: az ár/jövedelem, az ár/lakbér és a modellalapú értékelési rések egyszerű átlaga. A modellalapú értékelési rést egy kointegrációs keretben öt fundamentális változóból (teljes népesség, tényleges lakásállomány, egy főre jutó rendelkezésre álló reáljövedelem, hosszú távú reálkamatláb és a végső fogyasztási kiadás árdeflátora) álló rendszer alkalmazásával becsülik meg. Lásd: N. Philiponnet és A. Turini (2017): Assessing house price developments in the EU (A lakásárak alakulásának vizsgálata az Unióban), Európai Bizottság, Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (DG ECFIN) 48. sz. vitaanyag, 2017.
(9) Az EKB által a 2021. évi felügyeleti felülvizsgálati és értékelési eljárás (SREP) keretében előírt elsődleges alapvető tőkemegfelelési (CET1) mutató.

Forrás: Az Európai Bizottság szolgálatai.

2. MELLÉKLET: AZ EREDMÉNYTÁBLA MUTATÓINAK ELŐREJELZÉSEI ÉS SZINKRONIDEJŰ BECSLÉSEI

Az eredménytábla értelmezése során az előretekintő elemek erősítése érdekében a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés elemzése – ahol lehet – a 2022-re és az azt követő időszakra vonatkozó előrejelzésekre is épít. Valamennyi ilyen rendelkezésre álló adat a Bizottság 2022. őszi előrejelzésén alapul. Egyébként az adatok nagyrészt a Bizottság szolgálatai által a riasztási mechanizmus keretében készült ezen jelentés céljából készített előrejelzéseket jelenítik meg.

Az alábbi táblázat összefoglalja az eredménytábla fő mutatóinak előrejelzési adataihoz használt feltételezéseket. Az egyes rátáknál nevezőként használt GDP-adatok a Bizottság 2022. őszi előrejelzéséből származnak.

A többéves változási ráták (például az exportpiaci részesedés ötéves változása) esetében csak a 2022. és 2023. évi komponens alapul előrejelzésen, míg a 2021-re vagy korábbi évekre vonatkozó komponensek a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának alapjául szolgáló Eurostat-adatokat használják.

1. táblázat: **A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának fő mutatóira vonatkozó előrejelzések és szinkronidejű becslések megközelítései**

Mutató	Megközelítés	Adatforrások
Folyó fizetési mérleg, a GDP %-ában (3 éves átlag)	A Bizottság folyó fizetési mérlegre vonatkozó 2022. őszi előrejelzéséből származó értékek (fizetésimérleg-koncepció)	AMECO
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	A Bizottság szolgálatainak előrejelzése a teljes gazdaság nettó hitelnyújtására/hitelfelvételére vonatkozó, 2022. őszi bizottsági előrejelzések alapján	A Bizottság szolgálatai
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	Az értékek a Bizottság 2022. őszi előrejelzésén alapulnak	AMECO
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-a (5 éves %-os változás)	Az adatok a Bizottság következőkre vonatkozó 2022. őszi előrejelzésén alapulnak: i. a termékek és szolgáltatások tagállamonkénti nominális exportja (nemzeti számlák szerinti fogalom), valamint ii. a világ többi részére vonatkozó exportvolumen (termékek és szolgáltatások), amelynek nominális szintjét a bizottsági USA-import deflátor és az EUR/USD árfolyamra vonatkozó előrejelzés alapján határozzák meg.	AMECO
Nominális fajlagos munkaköltség-index, 2010=100 (3 éves %-os változás)	Az értékek a Bizottság 2022. őszi előrejelzéséből származnak	AMECO
Deflált lakásárindex (2015=100), (1 éves %-os változás)	A Bizottság szolgálatainak előrejelzése	A Bizottság szolgálatai
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	A Bizottság szolgálatainak előrejelzése	A Bizottság szolgálatai
Magánszektor adósságállománya, konszolidált (a GDP %-ában)	A Bizottság szolgálatainak előrejelzése	A Bizottság szolgálatai
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	Az értékek a Bizottság 2022. őszi előrejelzéséből származnak	AMECO
Munkanélküliségi ráta (3	Az értékek a Bizottság 2022. őszi előrejelzéséből származnak	AMECO

éves átlag)		
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	A Bizottság szolgálatainak előrejelzése	A Bizottság szolgálatai
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti teljes népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	A Bizottság szolgálatainak előrejelzése	A Bizottság szolgálatai

3.1. táblázat: Az egyensúlyhiány-eljárás eredménytáblája a 2021. évre

2021. 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	Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %-ában (3 éves
Küszöbértékek	-4%/+6%	-35%	±5 % (euróövezet) ±11 % (euróövezeten kívül)	-6%	9 % (euróövezet) 12 % (euróövezeten	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0.5	59.9	0.6	2.4	5.4p	4.5	3.8p	169.0p	109.2	5.9	7.5	1.1	0.0	2.2
BG	0.5	-18.4	3.8	12.2	16.4	2.5p	4.4	84.4	23.9	5.5	9.5	0.6	-1.0	-0.1
CZ	0.5	-15.6	5.0	-1.1	13.9	16.4	2.9	78.8	42.0	2.5	7.9	0.0	0.1	1.5
DK	8.5	77.0	-1.1	6.5	6.1	9.5	12.3	214.7	36.6	5.2	11.7	1.4	0.0	0.3
DE	7.3	70.7	0.5	-5.9	7.4p	8.2p	5.7p	120.4p	68.6	3.4b	7.2	1.2	-0.2	0.3
EE	-0.1	-13.0	1.9	17.8	10.7	10.4	6.5	95.3	17.6	5.9	17.5	-0.2	0.3	4.7
IE	-4.2	-145.5	-2.6	39.9	-7.9	4.2	2.6p	168.1p	55.4	5.7	18.8p	1.8	-0.3	0.7
EL	-5.0	-171.9	-3.1	9.6	4.0p	6.4e	-0.1p	120.7p	194.5	16.7	14.3	-0.8	-3.3	-5.7
ES	1.2	-71.5	-0.5	-10.5	12.3p	1.5	2.5p	139.1p	118.3	14.8d	6.6	0.0d	-0.2d	0.5d
FR	-0.3	-32.1	-0.4	-11.4	4.6p	4.7	6.5p	167.8p	112.8	8.1d	7.3p	0.2d	-0.2d	-3.1d
HR	1.8	-35.1	-1.5	7.9	6.4p	4.5	3.0p	88.5p	78.4	7.2	11.7	2.4	-0.6	-1.8
IT	3.4	8.1	-1.8	-6.2	4.6	0.9	3.3	113.5	150.3	9.6	6.2	-1.1	-1.1	-2.5
CY	-7.5	-117.8	-2.4	24.9	4.1p	-4.3	4.3p	248.4p	101.0	7.4	-0.8	1.7	-0.1	-3.1
LV	-0.7	-27.4	2.3	13.4	14.5	7.3	0.9	58.0	43.6	7.3	13.2	-1.8	-1.1	2.6
LT	4.0	-7.4	4.4	37.9	19.2	11.0	5.9	53.9	43.7	7.3	25.2	0.9	0.6	3.2
LU	4.2	30.6	0.6	13.1	11.2p	12.4	53.9p	340.6p	24.5	5.9	11.4	2.1	0.4	2.7
HU	-1.9	-53.1	-4.1	0.0	12.4p	10.0p	12.7p	80.5p	76.8	3.8	16.4	2.1	-0.1	3.6
MT	-0.8	52.8	-1.2	-0.9	12.9	3.8p	9.4	131.8	56.3	3.8	7.7	3.5	-0.9	0.3
NL	6.4	93.0	2.2	1.1	11.2p	11.2p	11.7p	229.3p	52.4	4.5	-0.3p	1.0	-0.4	0.4
AT	1.9	14.7	1.2	-2.7	9.9	9.9	7.4	129.7	82.3	5.7	8.0	0.1	0.3	1.0
PL	0.3	-39.5	-0.4	24.9	9.9b	3.7	4.0	71.6	53.8	3.3	13.6	3.4	-0.1	0.1
PT	-0.6	-94.7	-2.8	-5.3	12.5p	7.9	4.0p	156.9p	125.5	6.8	7.1	0.7	-0.3	3.1
RO	-5.7	-47.2	1.0	10.6	14.4p	-1.1	3.8p	48.1p	48.9	5.5	14.3	3.2	-0.2	0.5
SI	5.8	-6.8	-0.4	11.6	12.8	7.8	3.5	66.4	74.5	4.7	14.1	0.6	-0.3	3.9
SK	-1.8	-61.0	3.1	-2.9	14.1	3.0	5.5	95.0	62.2	6.4	24.0	0.2	-0.8	4.8
FI	0.3	-1.4	-0.7	4.9	6.0	2.8	6.1	150.1	72.4	7.4	9.4	1.8	-0.2	-0.2
SE	5.6	21.2	2.1	-1.0	5.5	8.1	16.6	215.2	36.3	8.1	10.9	0.6b	0.2	7.9

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

1. A foglalkoztatási mutatókhoz kapcsolódóan lásd a 2016. évi AMR 2. oldalát. 2. Lakásárindex e= becslés, forrás: Görög Nemzeti Bank 3. Foglalkoztatási mutatók, d = Spanyolország és Franciaország vizsgálta az álláshoz való kötődést, és a foglalkoztatással összefüggésben figyelembe vette azokat, akik meghatározatlan ideig nem dolgoztak, de a Covid19 miatt bevezetett egészségügyi intézkedések megszűnését követően várhatóan visszatérnek ugyanarra a munkahelyre.
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)

3.2.1. táblázat: Kiegészítő mutatók a 2021. évre

2021. 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	Közvetlen külföldi befektetések az adatszolgáltató gazdaságban –	Közvetlen külföldi befektetések az adatszolgáltató gazdaságban –	Energiatermékek nettó kereskedelmi mérlege (a GDP %-ában)	Reál effektív árfolyam – euróövezeti kereskedelmi partnerek (3 éves %-os változás)	Az exportteljesítmény 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 %-ában)	A fajlagos munkaköltség teljesítménye az euróövezethez képest (10 éves %-os változás)	A lakásárak indexe (2015=100) – nominális (3 éves %-os változás)	Lakóingatlan-építés (a GDP %-ában)	Háztartások adóssága, konszolidált (beleértve HSNPI, a GDP %-ában)	Konszolidált banki tőkeáttétel, hazai és külföldi szervezetek (összes eszköz/összes
BE	6.1p	24.2p	na	0.6	37.3	4.0	166.7	-3.3p	0.4	7.1	-1.2p	1.0p	4.2p	1.6p	-3.3	16.1	6.3p	62.1	13.8p
BG	7.6	16.3	0.8p	0.2	49.8	2.6	80.8	-3.4	2.3	17.4	8.2	0.7	7.4	4.8p	54.2	20.5p	2.8	24.9	8.0p
CZ	3.5	26.0	2.0p	0.7	36.4	2.7	82.1	-2.5	4.5	3.4	0.8	-3.4	3.2	1.7p	15.1	41.7	4.6	34.4	12.3p
DK	4.9	22.6	2.8p	9.1	32.1	3.3	56.6	-0.5	-1.3	11.3	1.9	-2.3	2.3	1.8p	-6.6	20.2	6.0	104.3	16.2p
DE	2.6p	21.8p	3.1p	7.3	54.6	1.7	49.6	-1.9p	0.6	-1.6	-1.6p	-0.6p	2.5p	1.1p	12.9	27.1p	7.2p	56.7	14.1p
EE	8.0	28.9	1.7p	7.1	39.9	19.6	125.9	-0.3	1.4	23.2	1.4	9.6	7.9	1.1p	21.7	30.5	4.9	37.8	9.4p
IE	13.6	23.3	1.3p	15.1	-335.1	16.5	418.6	-1.2	-1.7	46.3	-4.4	3.8	7.1	2.4p	-37.6	11.2	2.1	29.7p	8.8p
EL	8.4p	13.3p	1.4p	-4.6	-150.2	3.1	23.4	-3.1p	-4.3	14.6	-5.2p	13.8p	5.6p	8.6p	-22.5	20.4e	1.3p	55.2	17.0p
ES	5.5p	19.8p	na	1.9	-39.7	3.0	76.4	-2.1p	-0.7	-6.4	0.0p	4.1p	3.0p	2.9p	-8.5	11.5	5.4p	58.4	15.8p
FR	6.8p	24.2	2.2	0.8	-37.2	3.0	51.9	-1.7	-0.5	-7.4	-1.0	-1.5p	4.2p	1.9p	-5.2	15.6	6.7p	66.7p	15.8p
HR	10.2p	21.6p	1.3p	5.5	12.0	6.9	63.4	-2.5p	-2.3	12.8	-1.8p	23.0p	8.9p	4.2p	-16.6	25.9	3.1p	34.7	7.8p
IT	6.7	20.0	1.5p	3.0	6.4	0.9	30.8	-2.5	-2.1	-1.9	-2.0	3.1	6.1	3.5p	-6.1	4.5	4.8	43.4	14.3p
CY	6.6p	19.5p	na	-6.4	-76.4	-123.3	1595.5	-4.4p	-2.4	30.6	-1.6p	3.3p	5.3p	5.6p	-16.3	0.0	7.6p	83.0	16.0p
LV	4.1	22.3	0.7p	-2.8	18.9	9.5	67.1	-2.5	1.1	18.5	7.7	-4.4	6.8	2.1p	35.8	25.0	2.2	19.4	10.3p
LT	6.0	21.4	1.1p	2.6	22.2	4.5	55.5	-4.8	3.2	44.2	-4.3	6.7	4.7	1.2p	30.7	33.0	3.0	23.6	15.7p
LU	5.1p	16.5p	na	5.9	-4766.5	-269.1	5498.4	-2.8p	0.6	18.2	2.0p	-0.6p	2.1p	0.6p	9.8	43.6	3.3p	66.0	15.2p
HU	7.1p	27.2p	1.6	-1.5	-1.5	16.1	323.0	-4.4p	-4.4	4.6	-2.2p	0.0p	6.0p	3.2p	14.9	43.0p	3.9p	21.0	10.8p
MT	10.3	22.1p	0.7	-3.6	259.4	25.1	1481.5	-4.4	-1.2	3.6	1.6	-1.3	7.2	3.0p	14.8	15.3p	3.7p	53.4	12.6p
NL	4.9p	21.6p	na	7.3	26.0	-14.4	549.9	-1.5p	2.4	5.7	-0.8p	-5.1p	2.8p	1.4p	1.6	32.8p	5.5p	100.4p	16.3p
AT	4.6	26.5	3.2p	0.4	-4.2	2.6	60.1	-2.4	1.1	1.7	-2.6	-0.7	2.5	1.8p	7.2	28.1	5.3	52.1	11.7p
PL	6.8	17.0	1.4p	-0.8	0.8	5.5	50.1	-2.0	-0.6	30.6	1.1	2.2	5.3b	5.0p	5.1	31.1	2.3	32.3	12.9p
PT	5.5p	20.3p	1.7p	0.6	-36.1	3.1	85.6	-2.7p	-3.0	-1.0	-0.5p	3.2p	3.5p	3.6p	2.3	30.9	3.8p	66.4	12.0p
RO	5.1p	24.1p	0.5p	-5.1	-6.5	4.1	46.6	-2.0p	0.2	15.7	5.6p	2.2p	3.2p	3.4p	35.4	13.0	2.6p	15.8	10.2p
SI	8.2	20.3	na	3.9	9.7	3.4	43.3	-2.8	-1.0	16.7	-1.5	4.2	6.8	2.1p	-0.4	24.5	2.4	26.4	9.6p
SK	3.0	18.9	1.0	-1.2	-14.7	0.8	66.5	-3.6	3.1	1.5	-2.6	0.3	3.6	2.0p	11.9	27.2	3.9	47.8	10.4p
FI	3.0	23.7	3.0	0.7	15.8	8.0	51.6	-1.9	-1.0	9.7	1.3	-4.9	-0.3	1.2p	-5.9	6.9	7.2	67.8	16.2p
SE	5.1	25.6	3.4	5.5	-2.0	9.2	91.7	-0.7	1.7	3.5	-0.1	-2.4	3.8	1.0p	4.2	17.6	5.3	92.5	16.4p

Jelzések: b: Break in series (törés az idősorban), e: Estimated (becslés), p: Provisional (ideiglenes adat).

1. A K+F-re fordított bruttó belföldi kiadásokra vonatkozó 2020. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2022. október 31., míg az adatfelvétel időpontja 2022. október 21. volt. 2. Lakásárindex e = becslés, forrás: Görög Nemzeti Bank.

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)

2021. év	Foglalkoztatás (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		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		Nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásban élők – a teljes 0–59 év közötti népesség %-ában	
					%	3 éves százalékpontos	%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos
BE	1.9p	69.7	2.6	18.2	7.4b	-1.8b	18.8	-1.7	12.7	-3.7	6.3	-0.2	11.9	-1.2
BG	0.2	72.0	2.6	15.8	14.0b	-1.0b	31.7	-1.3	22.1	0.1	19.1	-3.2	8.4	-0.6
CZ	0.4	76.6	0.8	8.2	6.5b	0.9b	10.7	-1.1	8.6	-1.0	1.8	-0.6	5.4	0.9
DK	2.4	79.6	1.0	10.8	7.1b	-0.6b	17.3	-0.2	12.3	-0.4	3.1	-0.4	9.7	-0.3
DE	0.1p	78.7	1.2	6.9	7.5b	1.6b	20.7	2.2	15.8	-0.2	4.2	0.8	9.3	1.3
EE	0.1	79.1	1.6	16.7	10.9b	0.6b	22.2	-1.4	20.6	-1.3	1.9	-1.2	5.1	-0.2
IE	6.0	74.6	1.8	14.5	7.8b	-2.3b	20.0	-0.8	12.9	-2.0	5.1	-1.0	13.0	-0.2
EL	2.7p	67.3	9.2	35.5	11.0b	-3.1b	28.3	-2.0	19.6	1.1	13.9	-2.2	12.1	-1.5
ES	2.5p	73.7d	6.2d	34.8d	11.0bd	-1.4bd	27.8	0.5	21.7	0.2	8.3	-0.4	11.6	0.8
FR	2.5p	73.0d	2.3d	18.9d	10.6bd	-0.5bd	19.3	1.4	14.4	1.0	5.9	-0.8	10.7	3.2
HR	1.2	68.7	2.8	21.9	12.7b	-0.9b	20.9	-1.2	19.2	-0.1	3.5	-2.6	7.5	-1.8
IT	0.6	64.5	5.4	29.7	19.8b	0.6b	25.2p	-0.5p	20.1p	-0.2p	5.9p	-0.6p	10.8p	0.1p
CY	1.3p	76.7	2.6	17.1	12.8b	-0.4b	17.3	-1.8	13.8	-1.6	2.6	-1.2	5.8	-2.3
LV	-2.6	75.8	2.3	14.8	8.6b	0.8b	26.1	-2.3	23.4	0.1	5.3	-5.1	6.6	-0.7
LT	1.2	78.2	2.6	14.3	11.3b	3.3b	23.4	-5.1	20.0	-2.9	6.4	-5.6	7.8	-1.4
LU	3.0p	73.2	1.8	16.9	8.7b	3.4b	21.1b	1.0b	18.1b	1.4b	2.4b	0.8b	5.5b	-2.3b
HU	1.0p	76.2	1.3	13.5	10.6b	-0.1b	19.4	-1.2	12.7	-0.1	10.2	-1.7	5.3	-0.2
MT	2.9	78.2	0.9	9.4	9.8b	2.5b	20.3	1.1	16.9	0.1	5.4	0.7	5.3	0.0
NL	2.0p	83.7	0.8	9.3	5.1b	0.9b	16.6	0.1	14.4	1.1	2.1	-0.5	8.6	0.2
AT	2.0	77.2	2.0	11.0	8.5b	1.7b	17.3	0.5	14.7	0.4	1.8	-1.0	7.4	1.0
PL	1.5b	72.8	0.9	11.9	11.2b	2.5b	16.8p	-1.4p	14.8p	0.0p	2.9p	-1.6p	4.2p	-1.5p
PT	1.9p	75.2	2.9	23.4	7.6b	-0.8b	22.4	0.8	18.4	1.1	6.0	-0.6	5.3	-1.6
RO	1.8p	65.6	2.0	21.0	18.0b	3.5b	34.4	-4.3	22.6	-0.9	23.1	-5.2	3.5	-2.5
SI	1.3	75.0	1.9	12.8	6.6b	0.0b	13.2	-2.2	11.7	-1.6	1.8	-1.4	3.6	-0.8
SK	-0.6	74.6	3.9	20.6	11.0b	0.8b	15.6	0.4	12.3	0.1	5.7	0.3	5.0	-0.2
FI	3.3	78.8	1.8	17.1	7.7b	-0.8b	14.2	-2.4	10.8	-1.2	1.1	-1.1	8.6	-2.5
SE	1.2	82.9	1.9	24.7	5.1b	-0.9b	17.2	-0.5	15.7	-0.7	1.4	0.0	8.9	0.6

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

1. Foglalkoztatási mutatók, d = Spanyolország és Franciaország vizsgálta az álláshoz való kötődést, és a foglalkoztatással összefüggésben figyelembe vette azokat, akik meghatározatlan ideig nem dolgoztak, de a Covid19 miatt bevezetett egészségügyi intézkedések megszűnését követően várhatóan visszatérnek ugyanarra a munkahelyre. 2) Nem foglalkoztatott, oktatásban és képzésben nem részesülő fiatalok, b = az (EU) 2019/1700 rendelet alkalmazása miatt törés az idősorban. 3. Jövedelmek és életkörülmények, b = számítógéppel támogatott online interjú bevezetése az újonnan kiválasztott háztartások esetében 2021-ben, Luxemburg.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat