EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2018.11.21.
COM(2018) 758 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE

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

A riasztási mechanizmus keretében készült 2019. évi jelentés

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

{SWD(2018) 466 final}

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás éves ciklusának kiindulópontját képezi; az eljárás célja az Unió és a tagállamok gazdaságának zavartalan működését akadályozó és a gazdasági és monetáris unió megfelelő működését esetlegesen veszélyeztető egyensúlyhiány feltárása és kezelése.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés egy kiválasztott mutatókat tartalmazó eredménytáblán, valamint kiegészítő mutatók szélesebb körén és további releváns információkon alapul, célja, hogy kiszűrje a tagállamokban esetlegesen fennálló, szakpolitikai beavatkozást igénylő gazdasági egyensúlyhiányt. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés azonosítja azokat a tagállamokat, amelyek esetében részletes vizsgálatra van szükség, amely értékeli a tagállami makrogazdasági kockázatok felhalmozódását, illetőleg felszámolását, továbbá megállapításokat tesz az egyensúlyhiány vagy a túlzott egyensúlyhiány fennállásáról. A Bizottság az Európai Parlament, a Tanács és az eurócsoport által a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésre vonatkozóan tett megállapításokat figyelembe véve részletes vizsgálatot fog készíteni az érintett tagállamokról. A kialakult gyakorlatnak megfelelően azon tagállamok esetében, amelyeknél a részletes vizsgálat előző fordulója során egyensúlyhiányt állapítottak meg, mindenképp készül részletes vizsgálat. A részletes vizsgálat megállapításai beépülnek a gazdaságpolitikai koordináció európai szemesztere keretében kiadott országspecifikus ajánlásokba. A részletes vizsgálatokat várhatóan 2019 februárjában, az európai szemeszter országspecifikus ajánlásainak elkészítése előtt teszik közzé.

1. ÖSSZEFOGLALÁS

Ezzel a jelentéssel kezdetét veszi a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás nyolcadik éves ciklusa[1]. Az eljárás célja a tagállami gazdaságok zavartalan működését akadályozó egyensúlyhiány feltárása és a megfelelő szakpolitikai válaszok ösztönzése. Az egyéb gazdaságfelügyeleti eszközök keretében adott elemzésekkel és ajánlásokkal való összhang biztosítása érdekében a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás végrehajtása a gazdaságpolitikai koordináció európai szemeszterének részét képezi. Az ezzel a jelentéssel egyidejűleg elfogadott éves növekedési jelentés számba veszi az európai gazdasági és szociális helyzetet, és az elkövetkező évre átfogó szakpolitikai prioritásokat határoz meg az Európai Unió egésze számára.

A jelentés azonosítja azokat a tagállamokat, amelyek esetében részletes vizsgálatot kell végezni annak értékelése érdekében, hogy fennáll-e náluk szakpolitikai beavatkozást igénylő egyensúlyhiány[2]. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a gazdasági egyensúlyhiányok feltárásának célját szolgáló szűrő szerepét tölti be, és a gazdaságpolitikai koordináció minden egyes éves ciklusának kezdetén teszik közzé. Mindenekelőtt az indikatív küszöbértékekkel bíró mutatókat és kiegészítő mutatókat tartalmazó eredménytábla gazdasági elemzésén alapul. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés elemzi a tagállamok egyensúlyhiánya által az egész euróövezetre gyakorolt hatásokat is, valamint megvizsgálja, hogy az euróövezeten belüli kölcsönös függőségek fényében

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

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

milyen mértékben van szükség a szakpolitikai válaszok összehangolására[3]. E konkrét tekintetben az ebben a jelentésben foglalt elemzés kiegészíti az „Euróövezet gazdaságának elemzése” című európai bizottsági szolgálati munkadokumentumban benyújtott értékelést, amely az euróövezet gazdaságpolitikájáról szóló tanácsi ajánlásra vonatkozó bizottsági ajánlást kíséri.

Az ebben a jelentésben foglalt értékelés hátteréül a némi lassulás ellenére széles alapokon nyugvó gazdasági növekedés szolgál. Az Európai Bizottság 2018. őszi gazdasági előrejelzésének becslése szerint a reál GDP növekedése 2018-ban 2,1 %-ot, 2019-ben pedig 1,9 %-ot tesz ki mind az EU-ban, mind az euróövezetben, ami némi lassulást jelent a 2017. évi 2,4 %-os növekedéshez képest. Minden tagállamban pozitív növekedés várható. A foglalkoztatási feltételek várhatóan tovább javulnak és fokozatosan tartósabb bérnövekedést eredményeznek, ami támogatná a fogyasztást és idővel alátámasztaná a maginflációs dinamika monetáris hatóságok inflációs céljához való közeledését; a beruházások növekedése az enyhe lassulás ellenére várhatóan szilárd marad. Ezzel szemben a nettó export növekedéshez való hozzájárulásának lanyhulására utaló jelek mutatkoznak a kereskedelempolitikai környezettel kapcsolatos fokozott bizonytalanság és az euró közelmúltbeli felértékelődése közepette. Összességében elmondható, hogy a növekedési kilátások továbbra is szilárd alapokon állnak, beleértve az általánosságban erős munkaerőpiacokat, a támogató hitelezési feltételeket, a bankok és nem pénzügyi vállalatok javuló mérlegeit és nyereségét, de mivel a világ fő területein a konjunktúraciklus a tetőpontjához közeledik, várhatóan lassul a növekedés[4].

Az EU-ban az erősödő nominális GDP-növekedésnek köszönhetően halad előre a makrogazdasági egyensúlyhiányok kiigazítása, de a középtávú kilátásokat nagyobb bizonytalanság árnyékolja be. A gazdaság bővülése és a fokozatosan a célhoz közelítő inflációs ráták segítik a GDP-arányos adósságráták csökkentését. Mindazonáltal a magán- és az államadósság állománya továbbra is minden eddiginél magasabb szinten van, a pénzügyi ágazatban pedig még mindig fennállnak a mérlegek sebezhetőségének gócai. Az infláció EKB-célhoz való fokozatos közeledésével erősödik a monetáris politika normalizálásának indokoltsága, ami hatással van a hitelfelvételi költségekre, az eszközárakra és a mérlegekre. Mindezekre tekintettel számos kiváltó ok vezethet a kockázatvállalási magatartás megfordulásához, ami bizalmi hatásokkal járhat az államháztartás vagy a pénzügyi ágazat tekintetében rosszabb kilátásokkal rendelkező, vagy negatív kibocsátási sokk által érintett tagállamok számára (többek között az Egyesült Királyság Európai Unióból való kilépésének következményeihez kapcsolódóan). Számos lefelé mutató kockázat ered az Unión kívüli környezetből, nevezetesen a protekcionista kereskedelempolitikai intézkedések megjelenéséhez, a mindenekelőtt az energiaárakat érintő geopolitikai feszültségek

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

[4] Lásd például: EKB, Economic Bulletin, 5/2018.

következményeihez, az Egyesült Államok költségvetési expanziójának a monetáris szigorítással összefüggő befejezéséhez, valamint a világgazdaság különböző területein a monetáris politika aszinkron normalizálásából eredő, a tőkeáramlásokra és az átváltási árfolyamokra gyakorolt hatásokhoz kapcsolódóan[5]. Az említett kockázatforrások kölcsönhatása lefelé billenti a kockázatok mérlegét, és egyre bizonytalanabbá teszi a kilátásokat egy olyan környezetben, ahol a magán- és állami megtakarítások számos tagállamban csak korlátozottan tudják tompítani a sokkokat.

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

- **A folyófizetésimérleg-pozíciók egyensúlyának helyreállítását folytatni kell.** A legtöbb tagállam kiigazította a nagy folyófizetésimérleg-hiányt, de néhány esetben óvatosabb külső pozíciókra van szükség ahhoz, hogy a nettó külföldi kötelezettségállomány csökkentésének megfelelő ütemét fenn lehessen tartani. A legnagyobb folyófizetésimérleg-többletek közül néhánynak a csökkenése csak nemrégiben vált láthatóvá, és mérsékelt marad. A folyófizetésimérleg-adatokat számos tagállamban egyre nagyobb mértékben érintik a multinacionális vállalatok és a nemzetközi irányultságú szolgáltatási ágazatok tevékenységeihez kapcsolódó, határokon átnyúló ügyletek, amelyek a kereskedelmi és a jövedelmi egyenlegre is hatással vannak.

- **A külső állománypozíciók továbbra is kiegyensúlyozatlanok, a kiigazítás pedig fokozatosan megy végbe.** A múltban nagy folyófizetésimérleg-hiánnyal rendelkező tagállamokban folyamatban van a nagy negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP) kiigazítása az egyensúlyközeli vagy többletben lévő, flow szemléletű külső pozíciók, valamint az újraindult nominális GDP-növekedés hatására, amelyeket fenn kell tartani ahhoz, hogy a kötelezettségeket prudensebb szintre lehessen csökkenteni. A nagy többlettel rendelkező országokban a nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább nő.

- **A költség-versenyképességi feltételek számos tagállamban válnak kedvezőtlenebbé, és általánosságban kevésbé járulnak hozzá az egyensúly szimmetrikusabb helyreállításához.** A fajlagos munkaköltség 2016 óta gyorsabban növekszik a tagállamok többségében, és különösen számos közép- és kelet-európai uniós országban volt jelentős a gyorsulás, részben a kínálat szűk keresztmetszete miatt. A költség-versenyképesség válság utáni javulása az euróövezeti nettó adós országokban gyorsabb volt, mint a nettó hitelező országokban. Újabban azonban a nettó adós országoknak a költség-versenyképesség dinamikája terén fennálló előnye a szűkülő munkaerőpiacok és a termékenység javulásának visszafogott üteme miatt az összehasonlításban csökkent, miközben a nettó hitelező országok szűk munkaerőpiacai eddig nem vezettek jelentős bérnövekedéshez. A költség-versenyképesség ezen közelmúltbeli változása nem tükröződik teljes mértékben az árversenyképesség ezzel összefüggő romlásában, valószínűleg az alacsonyabb ár-költség különbözetek kompenzáló hatásának köszönhetően. Ez a hatás lehet az egyik oka annak, hogy egyelőre nincs arra utaló meggyőző bizonyíték, hogy a költség-versenyképesség romlása már

[5] Lásd még: Nemzetközi Valutaalap, Világgazdasági kilátások, 2018. október.

kikezdte volna az exportpiaci részesedés növekedését, de a szóban forgó tendencia tartós fennállása esetén előfordulhat, hogy a hatások láthatóvá válnak.

- **A magánszektor hitelállomány-leépítése folyamatban van, és egyre inkább a helyreálló nominális növekedésre támaszkodik.** A GDP-arányos magánadósság-ráta több tagállamban csökken, mint egy évvel ezelőtt. Ez a magasabb nominális GDP-növekedésnek köszönhető, mivel aktív hitelállomány-leépítésre, azaz a nominális értelemben szűkülő adósságszinteken alapuló hitelállomány-leépítésre csupán néhány országban kerül sor, és ott is visszafogott ütemben. Az aktív hitelállomány-leépítés elsősorban a vállalati szektorra korlátozódik, mivel a háztartások hitelfelvétele ismét lendületet vett. A vállalati szektorban továbbra is gyorsabb ütemű a hitelállomány-leépítés, mint a háztartási szektorban, többek között azért, mert az előbbiben nagyobb az adósságállomány, és ezáltal a nominális GDP-növekedésnek az adósságrátára gyakorolt hatása erőteljesebb.

- **A magas államadósság-szintekkel rendelkező országokban a kormányok részéről csak a közelmúltban kezdődött a hitelállomány-leépítés, és lassú ütemben halad**. Annak ellenére, hogy a nominális növekedés újraindulása és a kamatfizetések csökkenése hozzájárult ahhoz, hogy az államadósság GDP-hez viszonyított aránya a legtöbb tagállamban csökkenő pályára álljon, egyre több országban kerül sor prociklikus költségvetési lazításra, amely szűkítheti a kedvezőtlen időszakokban a sokkok tompításához rendelkezésre álló mozgásteret.

- **Az uniós bankszektor feltételei javulóban vannak, de egyes tagállamokban alacsony jövedelmezőség és a nemteljesítő hitelek nagy állománya jellemző.** A jövedelmezőség különösen azokban az országokban javult, ahol a bankszektort gyenge jövedelmezőség jellemzi. A nemteljesítő hitelek aránya tovább csökkent, főként azon tagállamokban, ahol állományuk a legmagasabb. A kapitalizáció aránya az országok többségében tovább javult. A bankok tőkeértékelési mutatói 2018 elejéig nőttek, azután lefelé irányuló korrekcióra került sor.

- **A lakásárak növekedése egyre több tagállamban gyorsult és vált pozitívvá, és több országban is a túlértékelés lehetséges jelei mutatkoznak.** Ugyanakkor a lakásárak emelkedése a közelmúltban mérséklődött azokban az országokban, ahol a túlértékelés jelei a legegyértelműbbek voltak. Ezzel szemben erőteljes gyorsulás figyelhető meg különösen azokban az országokban, ahol jelenleg nem, vagy csak mérsékelten mutatkoznak a túlértékelés jelei.

- **A munkaerőpiacok tovább javulnak, a bérnövekedés pedig fokozatosan újraindul.** A munkanélküliségi ráták tovább csökkennek, a fiatalok és a tartósan munkanélküliek esetében is, de egyes tagállamokban továbbra is magas a munkanélküliség és alacsony a munkaerőpiaci részvétel, jóllehet sok esetben növekszik. A társadalmi feszültségek az elhúzódó munkanélküliség és az alacsonyabb jövedelmek ellenére számos országban csökkennek[6]. Az euróövezeti bérnövekedés elmarad attól, amely a múltbéli adatok alapján a jelenlegi

[6] Lásd a 3. keretes írást az EU-n belüli közelmúltbeli fő foglalkoztatási és szociális jelenségek áttekintéséről.

munkanélküliségi szintek mellett várható lenne. Az uniós országokban a bérek mindazonáltal fokozatosan, eltérő sebességgel újra növekedésnek indulnak, ami nagyjából tükrözi az egyes országokban a munkaerőpiac szűkösségének és a munkaerő-kínálat szűk keresztmetszetének a mértékét.

Az euróövezeti egyensúly helyreállítása alapos figyelmet érdemel. Az euróövezet folyófizetésimérleg-többlete 2016-ban stabilizálódott, majd ezután nagyjából állandó maradt. Szintje világviszonylatban a legmagasabb, és meghaladja az alapvető gazdasági tényezők által indokolt többletet. Az euróövezeten belüli összefonódások és továbbgyűrűző hatások fényében az euróövezeti országokban a szakpolitikák megfelelő kombinációjára van szükség annak biztosítása érdekében, hogy az újrainduló növekedés fenntartható, és a makrogazdasági stabilitással összeegyeztethető legyen. A nettó adós országokban a külső és belső adósság nagy állományainak csökkentéséhez prudens folyó fizetési mérleget kell fenntartani, és biztosítani kell az adósságcsökkentés megfelelő ütemét, anélkül, hogy az aláásná a növekedési potenciál növelésére irányuló célkitűzést, valamint azzal a céllal, hogy kedvezőtlen időszakokban elkerülhető legyen a prociklikus megszorítások kockázata. A nettó hitelező országokban a tartósan nagy többletek beruházásokat ösztönző és a bérek tehetetlenségén felülkerekedő szakpolitikák segítségével történő kezelése hozzájárulna a növekedési potenciál támogatásához és ahhoz, hogy a növekedési kilátások a külföldi kereslettől kevésbé függővé váljanak. A 2. keretes írás hosszabban tárgyalja az egyensúlyhiányok euróövezeti dimenzióját.

Összességében a meglévő egyensúlyhiányokkal kapcsolatos kockázatok a gazdasági bővülés hatására tovább csökkennek, de az állományjellegű egyensúlyhiányokhoz kapcsolódó sérülékenység fennáll, és esetleges fenntarthatatlan tendenciák jelei láthatók. A kockázat lehetséges forrásai nagyjából ugyanazok, mint a riasztási mechanizmus keretében készült 2018. évi jelentésben azonosítottak. A nagy többletek tartósan fennállnak, a versenyképesség alakulása egyre kevésbé kedvez az egyensúly helyreállításának. A magánszektor hitelállomány-leépítésének kedvezett a gazdasági bővülés, de továbbra is egyenetlen, és a nagy adósságállományok kiigazítása nem halad megfelelő ütemben. Még mélyebbre tekintve a magánszektor, de főként az állami szektor aktív hitelállomány-leépítésének csökkenése felveti a kérdést, hogy a hitelállomány-leépítés a jövőben támaszkodhat-e fokozottabban a potenciális GDP-növekedésre. Ez a probléma rámutat, hogy szükség van az elmúlt években számos uniós országban megkezdett reformfolyamat folytatására, és a növekedési potenciál javítását célzó szakpolitikáknak és reformoknak a napirend élén kell maradniuk[7]. Az egyre bizonytalanabb középtávú kilátások fényében a jelenlegi folyamatos gazdasági bővülés idején a magán- és az állami szektor hitelállomány-leépítési erőfeszítései kulcsfontosságúak a negatív kibocsátási sokkok tompítását lehetővé tevő mozgástér megteremtése céljából is arra az esetre, ha a gazdasági feltételek kevésbé kedvezővé válnak és kockázatok jelennek meg. Ugyanakkor számos országban jelen vannak a lehetséges túlfűtöttség jelei, főként a csökkent költség-versenyképességgel járó, gyorsan növekvő fajlagos munkaköltségekhez, és a már viszonylag magas szintről dinamikusan tovább növekvő lakásárakhoz kapcsolódóan. A legtöbb folyamatjellegű egyensúlyhiány kiigazítása és az állományjellegű egyensúlyhiányok súlyosságának fokozatos csökkenése, valamint a túlfűtöttség számos országban jelen lévő lehetséges jelei fényében a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet irányultsága fokozatosan az esetlegesen fenntarthatatlan tendenciák megfigyelése és a középtávon esetleg kialakuló kockázati konfigurációk megelőzése felé fordul.

[7] Lásd még: Európai Bizottság, 2019. évi éves növekedési jelentés.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés által azonosított számos tagállam esetében az alaposabb és átfogó elemzést a részletes vizsgálatok foglalják majd magukban. Az előző éves ciklusokhoz hasonlóan a részletes vizsgálatokat az országjelentések tartalmazzák majd, amelyek magukban foglalják az uniós tagállamok gazdasági és szociális kihívásainak a bizottsági szolgálatok általi elemzését. A részletes vizsgálatok elkészítése során a Bizottság gazdag adat- és releváns információkészletre, valamint a Bizottság által a tanácsi bizottságokkal és munkacsoportokkal együttműködve kidolgozott értékelési keretekre alapozza az elemzését. A részletes vizsgálatokban foglalt elemzés szolgál alapul a tagállamokbeli egyensúlyhiányok vagy túlzott egyensúlyhiányok megállapításához, valamint a tagállamoknak adott országspecifikus ajánlások esetleges frissítéséhez[8]. Mindazon országok, amelyek esetében egyensúlyhiányt vagy túlzott egyensúlyhiányt állapítottak meg, célzott nyomon követés alá tartoznak, és továbbra is tartozni fognak, a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében végrehajtott szakpolitikák folyamatos felügyeletének biztosítása érdekében.

Részletes vizsgálat készül azon tagállamok esetében, amelyeknél már megállapították az egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány fennállását. A kialakult prudenciális gyakorlattal összhangban részletes vizsgálat készül annak értékeléséhez, hogy a fennálló egyensúlyhiány felszámolásra került-e, tartósan fennmaradt-e vagy súlyosbodott-e, áttekintve a végrehajtott korrekciós szakpolitikákat. A 2018. évi részletes vizsgálatok megállapításainak fényében 11 olyan tagállam esetében szükséges részletes vizsgálat készítése, amelynél egyensúlyhiány fennállását állapították meg[9]. Ezek **Bulgária, Horvátország, Ciprus, Franciaország, Németország, Írország, Olaszország, Hollandia, Portugália, Spanyolország** és **Svédország**.

Részletes vizsgálat készül Görögországra vonatkozóan is, amely első alkalommal kerül a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet alá, valamint Romániára vonatkozóan. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés elemzése fényében részletes vizsgálat készül **Görögországra** vonatkozóan, amely korábban nem kerülhetett a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet alá, mivel pénzügyi támogatás keretében makrogazdasági kiigazítási program alá tartozott 2018 augusztusáig[10]. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés értékelése nem utal az utolsó rendelkezésre álló részletes vizsgálatban megállapítottakhoz képest jelentős további kockázatokra számos olyan tagállam esetében, amelyek az elmúlt években kerültek ki a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet alól, nevezetesen Szlovénia (amelynél 2018-ban állapították meg, hogy nincs

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

[9] Lásd: „2018. évi európai szemeszter: Az 1176/2011/EU rendelet szerinti értékelés a strukturális reformok terén elért haladásról, a makrogazdasági egyensúlyhiány megelőzéséről és korrekciójáról, továbbá a részletes vizsgálatok eredményeiről”, COM(2018) 120 final, 2018.3.7.

[10] A pénzügyi támogatáshoz kapcsolódóan makrogazdasági kiigazítási programot végrehajtó tagállamokra nem alkalmazható a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet (a pénzügyi stabilitásuk tekintetében súlyos nehézségekkel küzdő vagy súlyos nehézségek által fenyegetett euróövezeti tagállamok gazdasági és költségvetési felügyeletének megerősítéséről szóló, 2013. május 21-i 472/2013/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet 11. cikke).

egyensúlyhiány), Finnország (2017), Belgium és Magyarország (2016) esetében. Ausztriában sem változtak jelentősen a körülmények a 2016. évi részletes vizsgálat értékelése óta, amely nem állapított meg egyensúlyhiányt. Észtország helyzetét is részletes vizsgálat elemezte 2016-ban, amelynek következtetése szerint nem áll fenn egyensúlyhiány. A fajlagos munkaköltség azóta bekövetkezett erőteljes növekedése ellenére nem érte jelentős hatás a külső egyenleget, és Észtország esetében nincs sürgető igény újabb részletes vizsgálatra, viszont a következő országjelentésben szoros nyomon követés szükséges. Indokolt ezzel szemben a **Románia** helyzetét elemző részletes vizsgálat elkészítése a korábbi (2015. és 2016. évi) részletes vizsgálatokban már azonosított kockázatos fejlemények alakulásának és lehetséges újbóli megjelenésének értékelése céljából, főként a versenyképességgel és a külső egyenleggel kapcsolatban. Az országjelentésekben szoros elemzés tűnik indokoltnak számos tagállamban az ingatlanpiac alakulásával kapcsolatos kockázatok esetében (Ausztria, Belgium, Csehország, Dánia, Magyarország, Luxemburg és az Egyesült Királyság), valamint a versenyképességgel kapcsolatban (Csehország, Észtország, Magyarország, Lettország és Litvánia)[11]. Összességében a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés 13 tagállam esetében tartja szükségesnek részletes vizsgálat készítését, szemben az előző ciklusbeli 12 országgal.

1. keretes írás: **A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának kiegészítő mutatóiban tett módosítások**

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytábláját egy sor kiegészítő mutató kíséri. Amint azt a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló rendelet (az 1176/2011/EU rendelet) előírja, az eredménytábla gazdasági értékelésekor nemcsak az eredménytábla elsődleges mutatóit, hanem releváns kiegészítő mutatókat és információkat is fel kell használni. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet bevezetése óta egy sor kiegészítő mutató segítette az elsődleges mutatók gazdasági értékelését. Az elsődleges mutatóktól eltérően a kiegészítő mutatók esetében nincsenek küszöbértékek (lásd a 2.1. táblázatot).

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló rendelet előírja a Bizottság számára, hogy rendszeresen vizsgálja felül, és szükség esetén módosítsa a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytábláját. Az eredménytábla számos módosításon esett át a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás bevezetése óta. 2012-ben a tábla kiegészült a pénzügyi ágazatra vonatkozó elsődleges mutatóval (a pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya). 2013-ban módosításra került az eredménytábla számos elsődleges változójának fogalommeghatározása (reál effektív árfolyam, a magánszektor adósságállománya és magánszektorbeli hiteláramlás), és a tábla kiegészült néhány kiegészítő mutatóval (beleértve számos szociális és foglalkoztatási mutatót). 2015-ben a táblába kerültek az elsődleges foglalkoztatási mutatók. A módosítások összességében célirányosak és visszafogottak voltak.

Ez a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a rendelkezésre álló statisztikák javulásának kiaknázása és a mutatók helytállóságának biztosítása érdekében bevezet néhány módosítást a kiegészítő mutatókban. A kiegészítő mutatók legújabb módosításainak célja a fizetési

[11] 2016 novemberében az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) országspecifikus figyelmeztetéseket adott ki nyolc uniós tagállamra vonatkozóan (Ausztria, Belgium, Dánia, Finnország, Luxemburg, Hollandia, Svédország és az Egyesült Királyság) a lakóingatlan-szektorban mutatkozó középtávú sebezhetőségekkel összefüggésben.

mérlegre és a bankszektor adataira (főként a nemteljesítő hitelekre) vonatkozó jobb statisztikák kihasználása, valamint annak elősegítése, hogy az eredménytábla a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés és a részletes vizsgálatok elemzései során már eddig is kiterjedten használt mutatókat tükrözze. Az eredménytábla korábbi módosításaihoz hasonlóan sor került az Európai Parlamenttel és a Tanáccsal (beleértve annak szakértői bizottságait) folytatott konzultációra és az ERKT tájékoztatására. Ezek a módosítások a következőképpen foglalhatók össze[12]:

- A nemteljesítési kockázatot hordozó külső állományok (eszközök és kötelezettségek) szélesebb körű reprezentációja érdekében a *nettó külső adósság (NED)* mutatót felváltja *a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP (NENDI)* mutató. Az új mutató kihasználja a fizetésimérleg-statisztikák (BPM5-ről BPM6-ra) módosított módszerét, amely a külföldi eszközök és kötelezettségek precízebb bontását teszi lehetővé. A nettó külső adóssághoz képest a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP mutató: i. nem tartalmazza a nettó vállalaton belüli közvetlen külföldi befektetéshez kapcsolódó adósságot, amely egyes esetekben a határokon átnyúló adósság nagy részét teszi ki anélkül, hogy fizetőképességi problémákat okozna; ii. magában foglalja a befektetési alapok befektetési jegyeit, amelyek néha igen nagy tételt jelentenek és leginkább kötvényekkel fedezettek; és iii. magában foglalja a nettó származtatott pénzügyi eszközöket. Más nézőpontból a NENDI a NIIP olyan részmutatója, amely kizárja a saját tőkével kapcsolatos komponenseket, vagyis az FDI-tőkét és a törzsrészvényeket, valamint a vállalaton belüli, határokon átnyúló FDI-tartozásokat.
- A nemzeti számlákból eredő *pénzügyi szektor tőkeáttétele, nem konszolidált* mutatót felváltja az EKB konszolidált banki adataiból eredő *konszolidált banki tőkeáttétel, hazai és külföldi szervezetek* mutató, amelynek közgazdasági értelmezése egyértelműbb, országok között összehasonlítható és következetesen a könyv szerinti értékeken alapul, még akkor is, ha csak a bankszektorra terjed ki.
- A táblázat kiegészül a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásbeli elemzésben rendszeresen használt két mutatóval: elsőként a *háztartások (konszolidált) adósságállománya* mutatóval, amely kiegészíti a magánszektor adósságállományára vonatkozó elsődleges mutatót; másodikként a *bruttó nemteljesítő hitelek* mutatóval, amely a magánszektor adósságállományának értékeléséhez nyújt kiegészítő információkat. Ez utóbbi mutató hozzáadása annak köszönhetően vált lehetségessé, hogy 2015-től rendelkezésre állnak az EKB konszolidált bankstatisztikáiban az országok között összehasonlítható adatok.
- Annak érdekében, hogy az eredménytábla továbbra is releváns és visszafogott maradjon, a mutatók teljes száma változatlanul 28. Két korábban felvett kiegészítő mutató alkalmazása megszűnik: i. a nominális fajlagos munkaköltség tízéves változása (mivel átfedik egymást az elsődleges mutatók közt szereplő fajlagos munkaköltség hároméves változására vonatkozó adatokkal, a kiegészítő mutatók közt pedig a fajlagos munkaköltség euróövezethez viszonyított teljesítményének tízéves változására vonatkozó adatokkal); ii. a magánszektor nem konszolidált adósságállománya (amelyet feleslegessé tesz a magánszektor konszolidált adósságállományára vonatkozó elsődleges mutató).

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

[12] Az új mutatók statisztikai fogalommeghatározásainak részleteit lásd: Európai Bizottság, „A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblája kiválasztott kiegészítő mutatóinak tervezett módosítása”, technikai feljegyzés; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás mutatókat tartalmazó eredménytáblájának gazdasági elemzésére épül, amely szűrőként szolgál az esetleges kockázatok és sebezhetőségek meggyőző bizonyítékainak feltárására. Az eredménytábla indikatív küszöbértékkel rendelkező 14 mutatót tartalmaz olyan területek tekintetében, mint a külső pozíciók, a versenyképesség, a magánszektor adóssága, a lakáspiac, a banki ágazat és a foglalkoztatás. Jó statisztikai minőségű, tényleges adatokra támaszkodik az adatstabilitás és az országok közötti konzisztencia biztosítása érdekében. Ezért az ehhez a jelentéshez használt eredménytábla 2017-ig szóló adatokat tükröz. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló rendelettel (az 1176/2011/EU rendelet) összhangban az eredménytábla értékeit nem mechanikusan kell értelmezni a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben foglalt értékelésben, hanem olyan gazdasági elemzés tárgyát kell képezniük, amely lehetővé teszi az átfogó gazdasági környezet mélyebb megértését és az országspecifikus szempontok figyelembevételét[13]. Az eredménytábla értékelését számos kiegészítő mutató segíti. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés emellett figyelembe vesz újabb adatokat és kiegészítő információkat, értékelési keretekből származó meglátásokat, valamint a meglévő részletes vizsgálatok és a vonatkozó elemzések megállapításait, és a Bizottság szolgálatainak 2018. őszi előrejelzését.

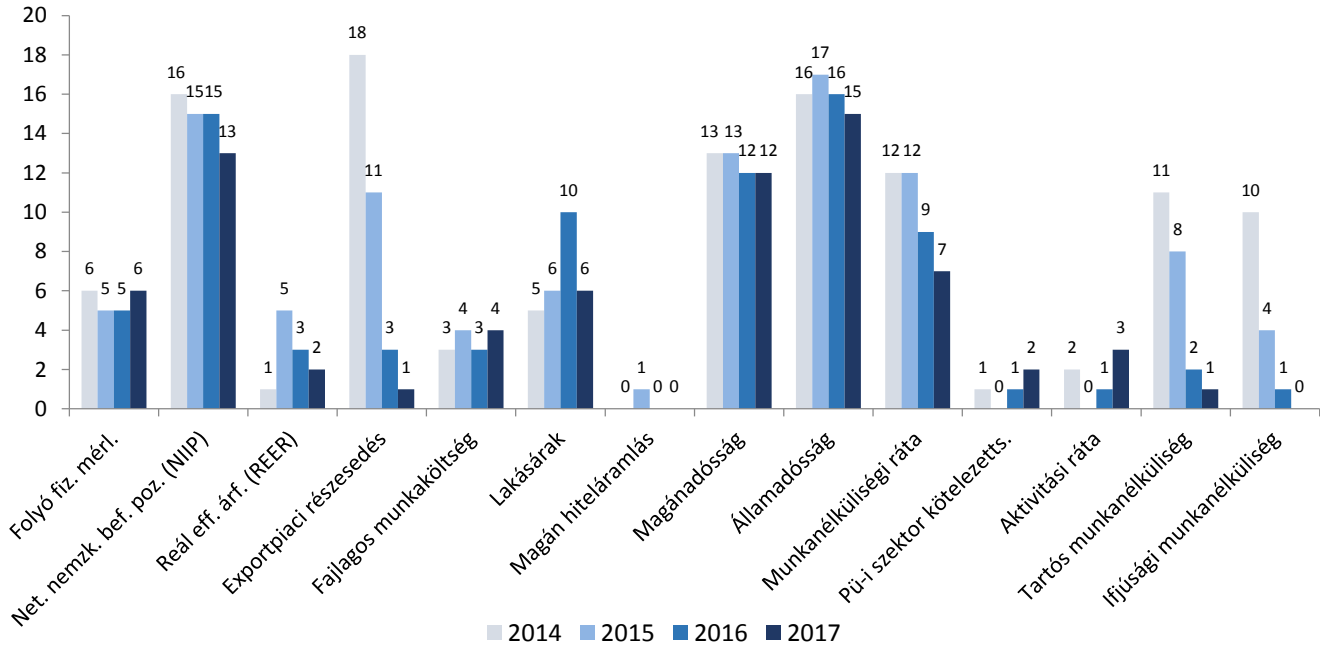
Az eredménytábla 2017. évre vonatkozó változói állományjellegű egyensúlyhiányok tartós fennállására utalnak, amelyek azonban fokozatosan csökkennek. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának küszöbértékeit meghaladó értékek továbbra is gyakoriak az államadósság, a nettó nemzetközi befektetési pozíció és a magánszektor adóssága esetében (1. ábra)[14]. Az e három mutató esetében a küszöbértékeket meghaladó eredménnyel rendelkező tagállamok száma marginálisan kisebb a korábbi évek eredménytábláiban rögzített gyakoriságnál, ami megerősíti ezen állományjellegű egyensúlyhiányok tartós jellegét, és a csak fokozatosan végbemenő kiigazítást. A küszöbértéket meghaladó folyó fizetési mérlegek többsége főként a tartósan nagy többletekhez kapcsolódik; a küszöbértéket meghaladó értékek gyakoriságának növekedése 2017-ben a nagy hiányok magasabb számának tudható be. A foglalkoztatás folyamatban lévő fellendülése a munkanélküliségi ráta küszöbértékét meghaladó mutatóval rendelkező uniós országok számának további csökkenésében tükröződik, és még számosabb volt a csökkenés az ifjúsági és a tartós munkanélküliség mutatói kapcsán, mivel ezek érzékenyebben reagálnak a munkaerőpiaci helyzetre. A lakásárak egész Európában jellemző széles körű és erőteljes élénkülése ellenére az eredménytábla szerint kevesebb tagállam lépi át a lakásárak növekedésére vonatkozó küszöbértéket,

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

[14] Az eredménytábla részletes mutatói és a vonatkozó indikatív küszöbértékek a melléklet 1.1. táblázatában szerepelnek; a kiegészítő mutatókat pedig a 2.1. táblázat mutatja be. Az 1. ábrához fűzött megjegyzésben kifejtettek szerint az eredménytábla adataiban bekövetkező változások értelmezése a riasztási mechanizmus keretében készült egyes jelentések időpontjában rendelkezésre álló adatokon alapul. A riasztási mechanizmus keretében készült 2019. évi jelentés esetében az adatok benyújtási határideje 2018. október 24. volt.

mivel néhány, a küszöbértéket épphogy meghaladó ország időközben a küszöbérték alá került. A fajlagos munkaköltség küszöbérték feletti növekedésével szembesülő országok száma nagyjából stabil maradt, miközben a reál effektív árfolyamra vonatkozó küszöbértéket kevesebb számú ország haladja meg, és csak olyan esetekben, amikor a reál effektív árfolyam az alsó küszöbérték alá esik. A küszöbértéket meghaladó mértékű exportpiaci részesedésvesztéssel rendelkező tagállamok száma tovább csökkent.

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



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

A legtöbb uniós ország folyó fizetési mérlege továbbra is egyensúlyt vagy többletet mutat, egyes országokban pedig tartósan fennáll a folyó fizetési mérleg nagy többlete, amely legfeljebb marginálisan csökken. Összességében a folyófizetésimérleg-egyenlegek közelmúltbeli változása viszonylag korlátozott volt (3. ábra). A nagy és fenntarthatatlan folyófizetésimérleg-hiányok többsége már az évtized első éveiben kiigazításra került és többletbe vagy kiegyensúlyozott pozícióba fordult, amely az utóbbi években is fennmaradt és gyakran kismértékben növekedett. A nettó hitelező országok nagy többletei összességében csak keveset változtak, vagy emelkedtek. A folyó fizetési mérlegeket csupán korlátozott mértékben befolyásolják a ciklikus tényezők: a tényleges és a ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek közötti különbség általában csekély, és a szűkülő

kibocsátási rések mellett csökken (2. ábra)[15]. Az uniós országok többsége esetében a jelenlegi folyófizetésimérleg-eredmények meghaladják azt, ami az alapvető tényezők alapján (például idősödés és az egy főre jutó jövedelem) várható lett volna[16]. Egyes esetekben azonban előfordulhat, hogy a közelmúltbeli eredmények továbbra sem elégségesek a nettó külső kötelezettségek állományának megfelelő ütemű csökkentéséhez. A 2017-ben nagyjából kiegyensúlyozott folyófizetésimérleg-pozíciók a korábbiakhoz képest kevésbé a ciklikus feltételeknek voltak köszönhetőek, mivel a tagállamok negatív kibocsátási rései szűkülnek vagy pozitívra fordulnak. Az emelkedő olajárak miatt az energiamérlegben bekövetkezett változások szinte mindenhol rontottak az általános mérlegen, de gyakran csak kis mértékben (lásd a melléklet 2.1. táblázatában az energiamérlegre vonatkozó adatokat).

- **Ciprus az a tagállam, amelyben a legnagyobb a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás küszöbértékét meghaladó folyófizetésimérleg-hiány** (a 2017-ig tartó 3 év átlaga alapján). Az éves adatok elemzése csak Ciprus esetében romlott az elmúlt években. Az eredmények **elmaradnak az alapvető tényezők által sugallttól, valamint attól, amelyre a nettó nemzetközi befektetési pozíció megfelelő ütemű javításához szükség lenne**, a folyó fizetési mérleg 2017. évi romlására pedig nem ad magyarázatot a ciklus hatása. Az euróövezeten kívül az Egyesült Királyság folyó fizetési mérlege szintén elmarad a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának küszöbértékétől.
- 2017-ben csak **öt másik tagállamnál jelentkezett folyófizetésimérleg-hiány**: Finnország, Franciaország, Görögország, Románia, és Szlovákia, de csak az utóbbi két ország könyvelt el a GDP 1 %-ánál rosszabb értéket. **Románia** folyófizetésimérleg-hiánya olyan eredménnyel **romlott**, ami látszólag elmarad a 2017. évi alapvető tényezők által indokolttól. **Görögország kiemelkedik a negatív kibocsátási rés nagymértékű hozzájárulásával** az alacsony elsődleges folyófizetésimérleg-hiány tekintetében; a ciklus szempontjából megvizsgálva úgy tűnik, hogy a folyó fizetési mérleg elmarad a nettó nemzetközi befektetési pozíció gyors ütemben történő csökkentéséhez szükséges szinttől és a folyófizetésimérleg-normától.

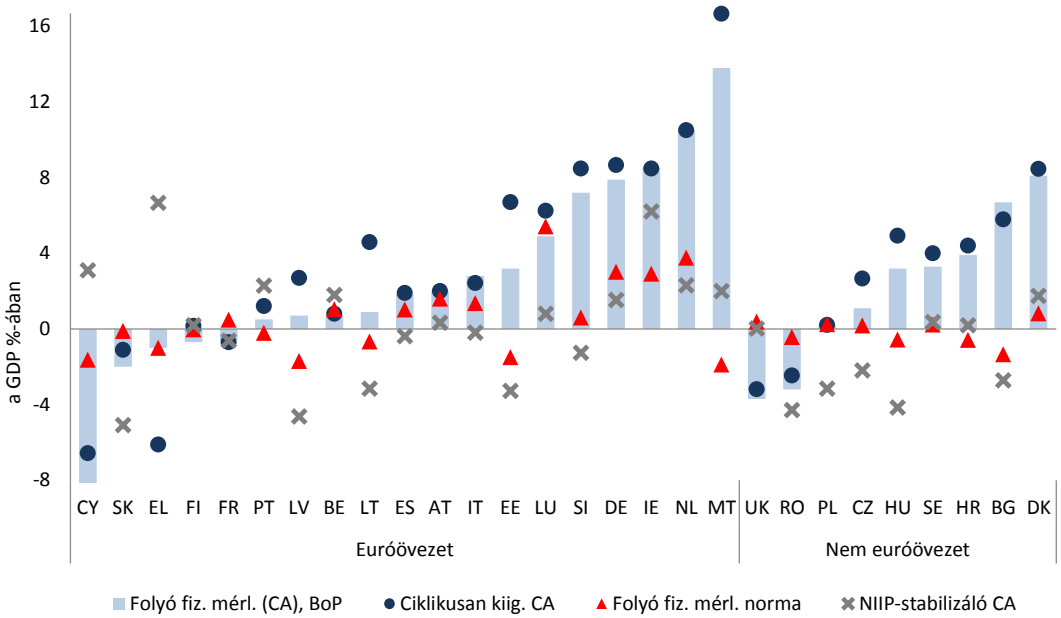
[15] A ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek figyelembe veszik a ciklus hatását a hazai és a kereskedelmi partnereknél fennálló kibocsátási rés tekintetében történő kiigazítás révén, lásd M. Salto és A. Turrini (2010), „Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment" (A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

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

- **A nagymértékben negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országok**, például Portugália és Spanyolország folyófizetésimérleg-eredménye meghaladta az alapvető tényezők alapján várhatót, de Portugália esetében nem elegendő a NIIP megfelelő ütemben történő javulásának biztosításához. Horvátország többletet ért el, amely segíti a nettó nemzetközi befektetési pozíció kielégítő ütemben történő csökkentését. Írország a nemrégiben történt jelentős, lefelé irányuló visszamenőleges módosítások nyomán jelentkező 2016. évi hiány után 2017-ben nagy folyófizetésimérleg-többletet mutatott. Írország esetében a folyó fizetési mérleg adatait jelentős mértékben befolyásolják a multinacionális vállalatok tevékenységeihez kapcsolódó, határokon átnyúló ügyletek.

- **A többlet miatt jelenleg négy uniós ország haladja meg a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának küszöbértékét**. A küszöbértéket meghaladó érték volt megfigyelhető több éven át Dániában, Németországban és Hollandiában, és újabban Máltán. 2017-ben a német többlet a GDP 0,5 %-át kitevő mértékben csökkent, míg a holland többlet a GDP 2,5 %-ának megfelelő mértékben bővült. Az említett négy esetben a többleteredmények jóval **meghaladják az alapvető tényezők által magyarázható szintet**, GDP-arányosan mindig legalább 5 százalékponttal. A többletek növekedését Hollandiában és Máltán jelentős mértékben a multinacionális vállalatok és a nemzetközi irányultságú szolgáltatási ágazatok tevékenységeihez kapcsolódó, határokon átnyúló ügyletek vezérlik, amelyek a kereskedelmi és a jövedelmi egyenlegre is hatással vannak. Több más ország is a folyó fizetési mérleg többletét könyvelhette el néhány éven keresztül, még ha a küszöbérték alatti mértékben is, és ez olyan nagy euróövezeti országok esetében is így volt, mint például Olaszország (lásd még a 2. keretes írást az euróövezeti folyófizetésimérleg-többletekről).

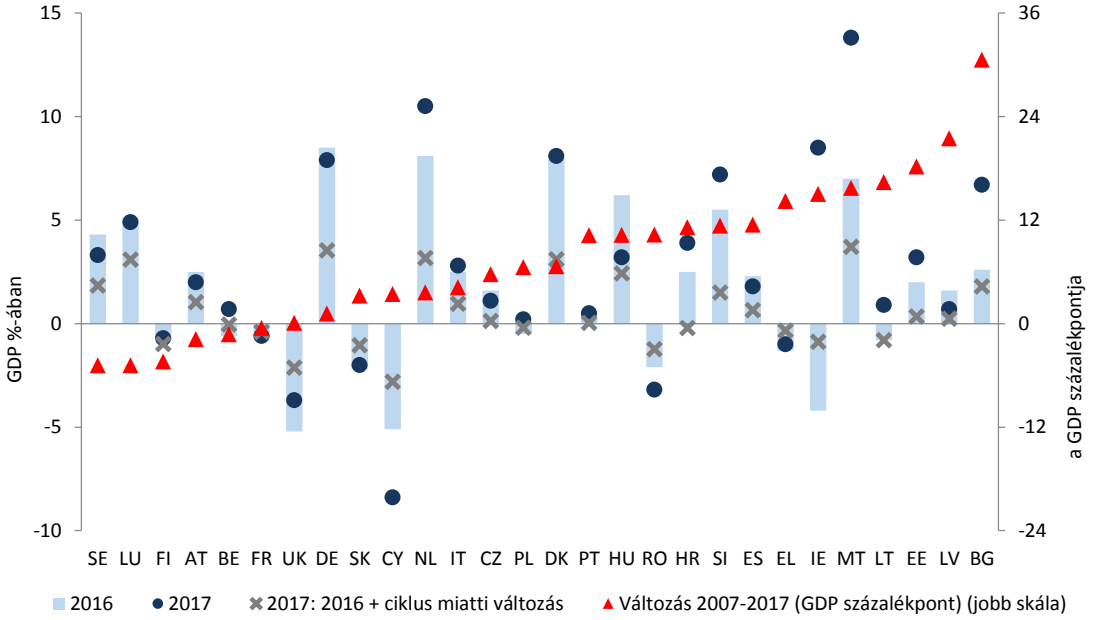
2. ábra: Folyó fizetési mérlegek és referenciaértékek 2017-ben



Forrás: Eurostat (BPM6 adatok), a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a 2017. évi folyó fizetési mérleg alapján rangsoroltak. *Ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek*: lásd a 15. lábjegyzetet. *Folyófizetésimérleg-normák*: lásd a 16. lábjegyzetet. A *nettó nemzetközi befektetési pozíciót stabilizáló folyó fizetési mérleg* referenciaérték a meghatározás szerint a nettó nemzetközi befektetési pozíciónak a következő 10 évben a jelenlegi szinten való stabilizálásához szükséges folyó fizetési mérleg, vagy ha a jelenlegi nettó nemzetközi befektetési pozíció alacsonyabb az országspecifikus prudenciális küszöbértékénél, akkor a nettó nemzetközi befektetési pozíció prudenciális küszöbértékének a következő 10 évben történő eléréséhez szükséges folyó fizetési mérleg[17].

[17] A folyó fizetési mérleg referenciaértékeire vonatkozó módszertan tekintetében lásd: L. Coutinho és mások, (2018); az országspecifikus nettó nemzetközi befektetési pozíció prudenciális küszöbértékei tekintetében lásd a **Error! Bookmark not defined.**. lábjegyzetet.

3. ábra: A folyófizetésimérleg-egyenlegek alakulása



Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a NIIP GDP-hez viszonyított arányában 2007 és 2017 között bekövetkezett változás szerinti növekvő sorrendben szerepelnek. A ciklus miatti változás kiszámítása a folyó fizetési mérleg azon változásaként történik, amely nem a ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérleg változásával magyarázható; lásd a 15. lábjegyzetet.

A nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP) majdnem minden tagállamban tovább javultak, de számos tagállamban továbbra is aggodalomra adnak okot a mélyen negatív pozíciók. A nettó nemzetközi befektetési pozíció állományai sok uniós tagállam esetében még mindig nagyrészt negatív tartományban vannak (4. ábra). A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciót felmutató uniós országok többségében a külföldi kötelezettségek állománya meghaladja az alapvető gazdasági tényezők alapján indokolható nettó nemzetközi befektetési pozíciót, és csak az esetek kis részében tűnik úgy, hogy az érték a prudenciális küszöbérték alatt van[18]. Néhány országban a külföldi kötelezettségállomány a kevésbé kockázatos pénzügyi eszközök nélkül számítva (NENDI) is nagy. A nettó nemzetközi befektetési pozíciók javulása 2017-ben is folytatódott a folyó fizetési mérlegek gyakran pozitív tartományban lévő eredményeinek, és a nominális GDP-növekedés felélénkülésének köszönhetően (5. ábra). A javulás némileg visszafogottabb volt a korábbi évekhez képest, mivel az értékelési hatások gyakran kisebb mértékben járultak hozzá a nettó nemzetközi befektetési pozíció

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

javulásához, vagy akár marginálisan rontottak is a nettó nemzetközi befektetési pozíción. A nettó nemzetközi befektetési pozíció változásainak előjele és erőssége nem volt szoros kapcsolatban a nettó nemzetközi befektetési pozíció kezdő szintjeivel, de a nettó adós országok 2017-ben az esetek többségében javították vagy stabilizálták az eredményeiket.

- 2017-ben a **tagállamok csaknem fele könyvelt el** a GDP –35 %-ában megállapított **eredménytábla-küszöbértéknél rosszabb nettó nemzetközi befektetési pozíciót**. Néhány érték továbbra is meghaladja a GDP –100 %-át (Ciprus, Görögország, Írország és Portugália), Spanyolország pedig a GDP –80 %-át; Bulgária, Horvátország, Magyarország, Lettország, Litvánia, Lengyelország, Románia és Szlovákia pedig továbbra is elmarad a GDP –35 %-át kitevő küszöbértéktől.

- A **nagymértékben negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval** rendelkező országokban az értékek általában az **országspecifikus referenciaértékek alatt** vannak, a nettó nemzetközi befektetési pozíciók normái és prudenciális küszöbértékei esetében egyaránt. Ez a helyzet áll fenn Írország, Görögország, Ciprus, Portugália és Spanyolország esetében is. Görögországban csekély mértékben romlott a nettó nemzetközi befektetési pozíció, Portugália pedig változatlan értékekről számolhatott be, és az értékelési hatások mindkét esetben némileg fékezték a nettó nemzetközi befektetési pozíciót 2017-ben; a többiek mind javítottak az eredményeiken. Ezekre a leginkább negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciókra a **nettó adósságkötelezettségek nagyarányú előfordulása**[19] jellemző. A Ciprusra és Írországra vonatkozó számadatokat a multinacionális vállalatok és a nemzetközi irányultságú szolgáltatási ágazatok tevékenységei ezen országok számára képviselt jelentősége fényében kell elemezni; Görögországban pedig az igen kedvezményes kamatozású nagy külső adósság fényében.

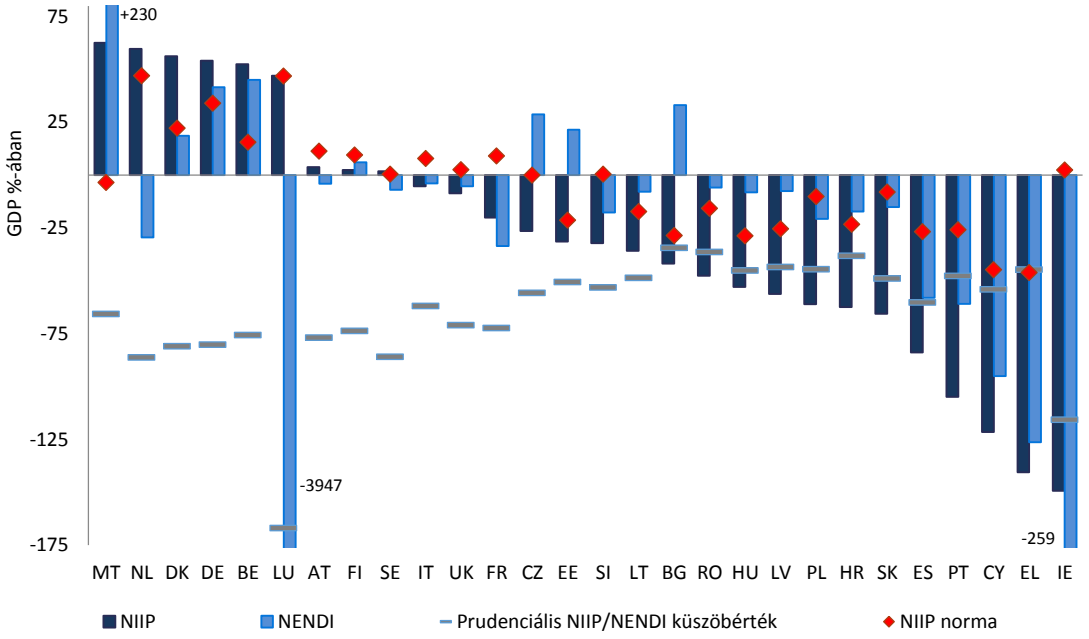
- A **közbenső** tartományban lévő, de még a GDP –35 %-ában meghatározott eredménytábla-küszöbérték alatti **negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval** rendelkező országokban a nettó nemzetközi befektetési pozíció gyakran a norma alattinak tűnik, és egyes esetekben kissé elmarad a prudenciális küszöbértéktől. Ezekben az országokban a saját tőke jelentős hatással van a negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióra, a nem rezidensek nettó belföldi befektetésállományának fényében is. A **mérsékelt külső állománypozíciókkal** rendelkező országokban a nettó nemzetközi befektetési pozíciók gyakran meghaladják a vonatkozó normákat, kivéve Franciaországot és Szlovéniát, ahol elmaradnak attól.

- A **nagy és pozitív NIIP-állománnyal** rendelkező országok többségében a nettó nemzetközi befektetési pozíciók a norma felettiek és 2017-ben a nagy folyófizetésimérleg-többletek miatt emelkedtek. Hollandia és Dánia nettó nemzetközi befektetési pozíciója a negatív értékelési hatások miatt csekély mértékben visszaesett. Málta és Hollandia 2017-et a GDP 60 %-a körüli,

[19] Amint azt a NENDI változó, vagyis a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP tükrözi. Pozitív fejlemény, hogy ezekben az országokban a nettó nemzetközi befektetési pozíció javulását 2017-ben főként a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP javulása idézte elő.

míg Belgium, Dánia és Németország 50 % feletti nettó nemzetközi befektetési pozícióval zárta[20].

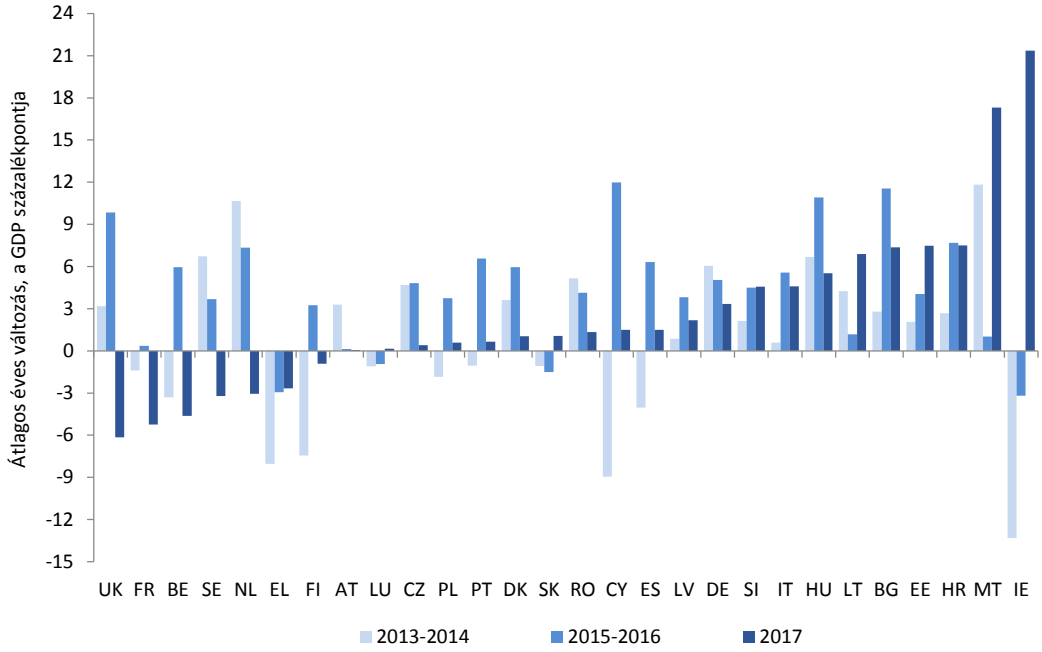
4. ábra: Nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP) és referenciaértékek 2017-ben



Forrás: Eurostat (BPM6, ESA10), a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a NIIP GDP-hez viszonyított 2017. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. A NENDI a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP, lásd az 1. keretes írást tovább információkért. A NIIP-norma és a NIIP prudenciális küszöbértékének koncepcióját lásd: 18. lábjegyzet.

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

5. ábra: A nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP) dinamikája



Forrás: Eurostat

Megjegyzés: Az országok a NIIP GDP-hez viszonyított arányában 2017-ben bekövetkezett változás szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek.

A költség-versenyképesség alakulása kevésbé kedvez az egyensúly helyreállításának. A fajlagos munkaköltség válság utáni mintázatára a viszonylag visszafogott dinamika volt jellemző azon országokban, ahol a nagy folyófizetésimérleg-hiányok felszámolását követően a kereslet visszaszorulása volt tapasztalható. A fajlagos munkaköltségek növekedése a gazdasági fellendüléssel indult újra, azonban a munkaerőpiac szűkülése miatt viszonylag visszafogott maradt. A fajlagos munkaköltségek növekedésének jelentős gyorsulása figyelhető meg számos közép- és kelet-európai országban: 2012 óta Bulgáriában és Észtországban, 2013 óta Lettországban és Litvániában, 2016 óta Csehországban, Magyarországon és Romániában. A fajlagos munkaköltség növekedése 2017-ben a legtöbb tagállamban tovább gyorsult a gazdaság bővülésének megszilárdulása nyomán, anélkül azonban, hogy a nagy nettó hitelező országokban jelentősen megugrottak volna a munkaköltségek. Ennek eredményeként még mindig egyértelműen az a 2016-ban kezdődött tendencia érvényesül, amely a költség-versenyképesség alakulásának az egyensúly helyreállítását látszólag kevésbé támogató mintája felé halad (lásd még a 2. keretes írást).

- **A fajlagos munkaköltség növekedése a legtöbb tagállamban gyorsult**. A fajlagos munkaköltség növekedése az elmúlt években különösen erős volt Bulgáriában, Észtországban, Lettországban és Litvániában (6. ábra**)**; mindegyikük átlépte az eredménytábla küszöbértékét. 2017-ben a fajlagos munkaköltség növekedésének korábbi évekből eredő gyorsulása egyértelműen kiugró volt Bulgáriában és Romániában, és kisebb mértékben Csehországban, Luxemburgban és Szlovákiában is. A 2018-ra vonatkozó becslések ezek közül többek esetében is a fajlagos munkaköltség folytatódó dinamizmusának forgatókönyvére utalnak, jelentősebb

növekedéssel Csehországban, Magyarországon, Lettországban, Litvániában és Romániában, valamint a lassulás ellenére magas szinttel Bulgáriában.

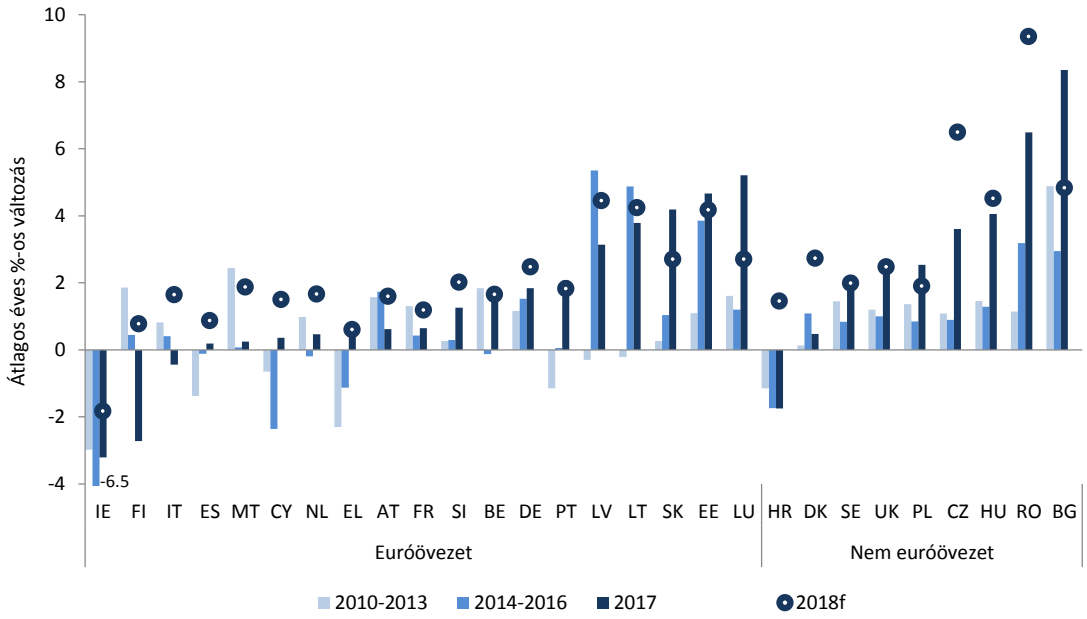
- **A fajlagos munkaköltség növekedésének a különböző országokra jellemző mintája nagyjából tükrözi a munkaerőpiac szűkösségének eltéréseit.** A fajlagos munkaköltség leggyorsabb növekedését tapasztaló országok általában azok, ahol alacsonyabb a munkanélküliségi ráta (8. ábra). Az elmúlt években gyors GDP-növekedési rátával rendelkező országok, így a balti országok és számos más kelet-európai ország alacsony vagy mérsékelt munkanélküliséget és emellett a fajlagos munkaköltség nagy növekedési rátáit mutatja, míg a nagyobb munkanélküliséggel rendelkező országokban általában visszafogottabb a munkaerőköltségek dinamikája. Ez az összefüggés várható a Phillips-görbe dinamikájának működésétől, viszont szorosan véve nem állja meg a helyét, mivel egyes országokban a fajlagos munkaköltség növekedési rátája jóval nagyobb annál, mint amit az összefüggés indokolna, főként a balti országok, Bulgária, Csehország, Magyarország és Románia esetében. Ugyanakkor más országokban a fajlagos munkaköltség növekedése a vártnál alacsonyabb (például Horvátország, Finnország és Írország esetében). Az előbbi csoportban az erőteljes bérnövekedéshez munkaerő-kínálati hiány társulhat az elvándorláshoz, a szakemberhiányhoz és a strukturális munkaerőhiányhoz kapcsolódóan[21].

- **A fajlagos munkaköltség 2017-ben megfigyelt növekedéséhez a nominális bérnövekedés járult hozzá legnagyobb mértékben**. A legtöbb tagállamban a nominális bérnövekedés járult hozzá a legnagyobb mértékben a fajlagos munkaköltség növekedéséhez, a munkatermelékenység viszonylag kis szerepet játszott. A munkatermelékenység általánosságban a fajlagos munkaköltség növekedésének lassításához járult hozzá, mind a tőkeintenzitás-növelés, mind a teljes tényezőtermelékenység növekedése miatt, miközben a csökkentett munkaidő gyakran alacsonyabb termelékenységet vont maga után (7. ábra).

- **A fajlagos munkaköltség növekedésének mintája egyre inkább függetlenedik a külső egyensúly helyreállításának szükségességétől.** Míg a válság időszakában a munkanélküliség általában magasabb volt a nettó adós országokban, amelyeket a folyó fizetési mérleg megfordulása és az abból eredő keresletkompresszió érintett, a munkanélküliségi ráták a gazdasági fellendülés kezdete óta konvergáltak, ami maga után vonta, hogy a munkaerőpiac szűkösségének eltérő mértékét nagyjából tükröző fajlagosmunkaköltség-növekedés mintái egyre jobban elválnak a külső egyensúly helyreállításának szükségességétől. 2017-ben – a 2016-ban már látott mintát némileg megerősítve – egyes nettó adós országokban a csökkenés vagy stagnálás évei után újra növekedésnek indult a fajlagos munkaköltség, a legszembetűnőbb Cipruson, Görögországban és Portugáliában volt a növekedés mértéke. Ugyanakkor a nettó hitelező országok tartósan szűk munkaerőpiacai eddig nem vezettek jelentős bérnövekedéshez.

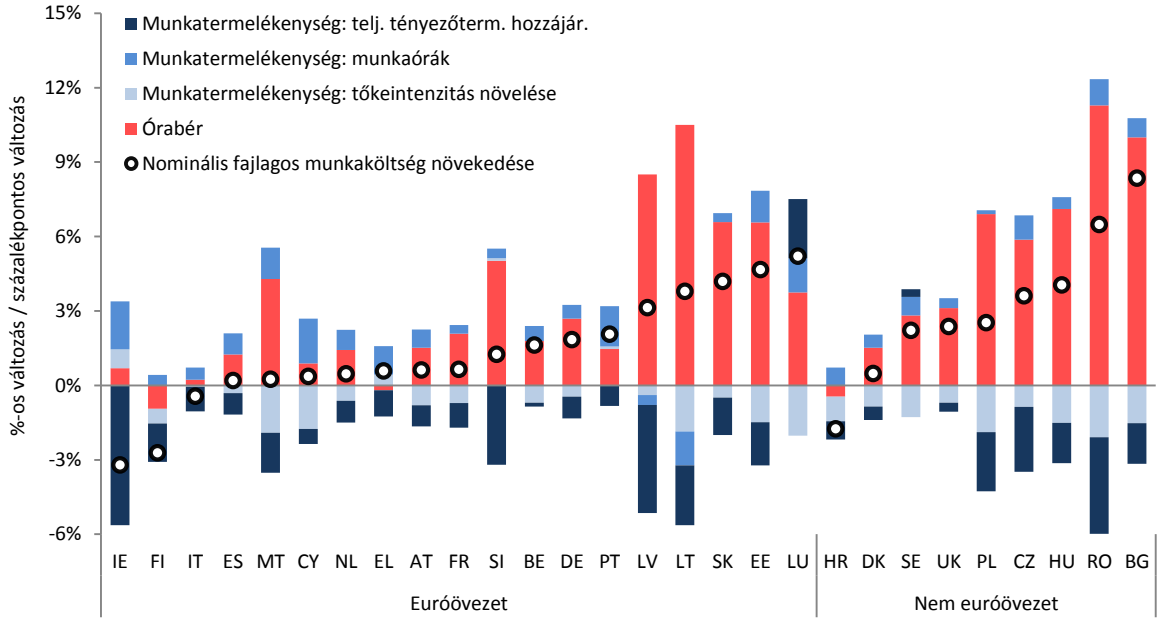
[21] Lásd például: Európai Bizottság (2018), „A munkaerőpiac és a bérek alakulása Európában”, 2018. évi éves felülvizsgálat, valamint Darvas Z. és I. Gonçalves Raposo (2018), „The ever-rising labour shortages in Europe” (Az egyre növekvő munkaerőhiány Európában), Bruegel blogbejegyzés, 2018. január 25.

6. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedése az utóbbi években



Forrás: AMECO; a 2018. évi adatok az Európai Bizottság 2018. őszi gazdasági előrejelzéséből származnak.
Megjegyzés: Az országok a fajlagos munkaköltség 2017. évi növekedése szerinti növekvő sorrendben szerepelnek.

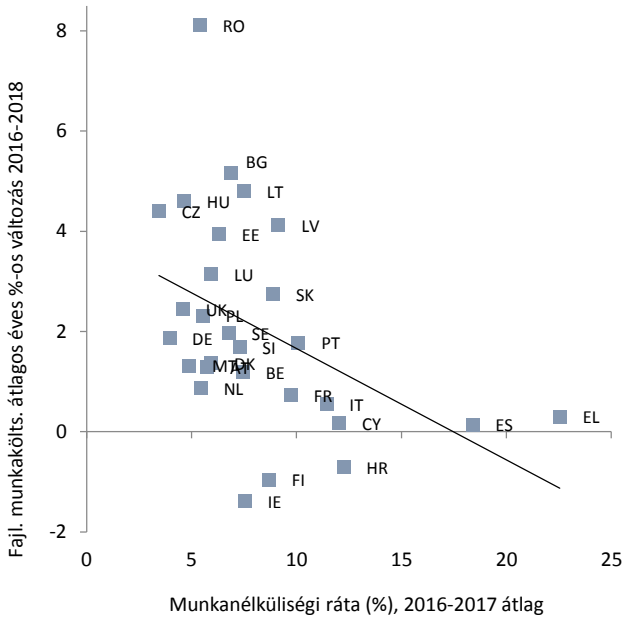
7. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedése és mozgatórugói (2017)



Forrás: AMECO és a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a fajlagos munkaköltség 2017. évi növekedése szerinti növekvő sorrendben szerepelnek. Az összetétel a fajlagos munkaköltség növekedésének a nominális órabérre és a munkatermelékenységre való standard bontásán alapul, mely utóbbi a standard növekedés-számviteli keret

felhasználásával tovább bontható a munkaórák, a teljes tényezőtermelékenység és a tőkefelhalmozás hozzájárulására.

8. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedése és a munkanélküliségi ráta



Forrás: AMECO

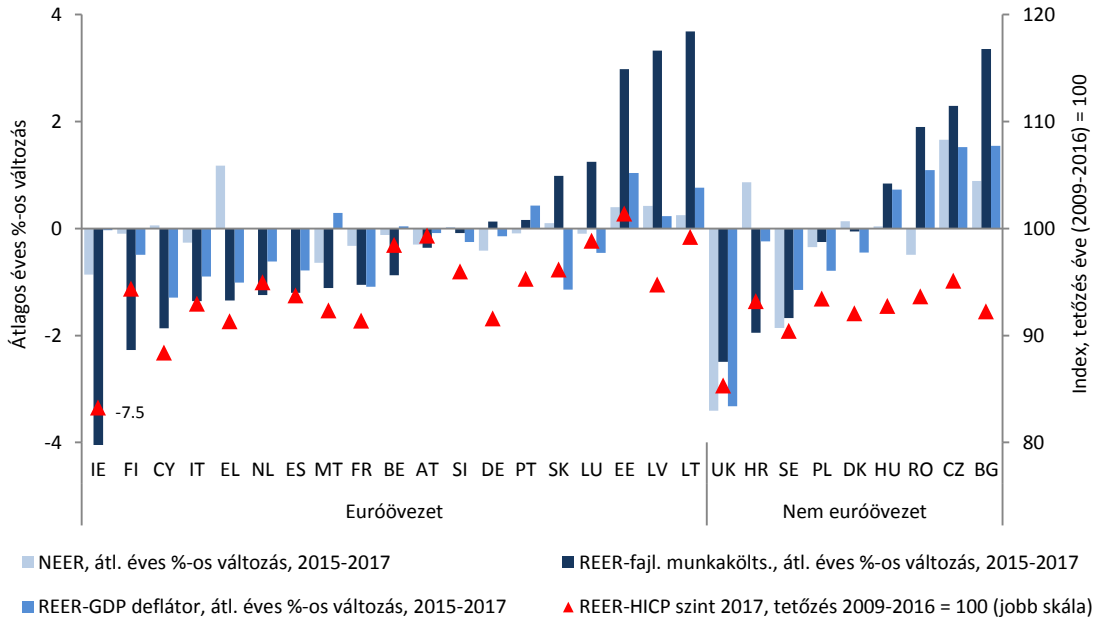
A reál effektív árfolyammal mért árversenyképességi változások csak részben tükrözik a fajlagos munkaköltségen alapuló költség-versenyképességi változásokat. A fajlagos munkaköltség növekedésének eltérései az uniós tagállamok számára költség-versenyképességi előnyöket és veszteségeket jelentettek a fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyammal mérve, amely figyelembe veszi a fajlagos munkaköltség növekedésének mind a hazai és harmadik piacokon lévő versenytársakéhoz viszonyított változását, mind a nominális árfolyamok alakulását (9. ábra).

- Az elmúlt évek során **az euróövezeti tagállamok többségében csökkent a fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyam**, vagyis a munkaköltségek viszonylagos esése elegendő volt ahhoz, hogy kompenzálja az euró 2016 óta tartó effektív felértékelődését. **Néhány euróövezeti ország** azonban, **különösen a balti államok** a fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyammal mérve **költség-versenyképességi veszteségeket szenvedtek el**. A nem euróövezeti országok körében a fajlagos munkaköltségen alapuló változások elsősorban a nominális effektív árfolyamokkal (NEER) mért nominális árfolyam-fluktuációkhoz kapcsolódtak. A leértékelődés a versenyképesség javulását jelentette Lengyelországban, Romániában, Svédországban és az Egyesült Királyságban; a felértékelődésnek főként Bulgáriában és Csehországban volt hatása. Az utóbbi években a fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyam változásával mért költség-versenyképességi előnyök általánosságban nagyobb mértékűek voltak a nettó adós országokban. Ennek bizonyítéka összhangban van a fajlagos munkaköltségek dinamikájával kapcsolatban fent vizsgáltakkal.

- A GDP-deflátoron alapuló reál effektív árfolyammal mért **árversenyképességi dinamika visszafogottabb volt** a fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyammal mért **költség-versenyképességi dinamikánál**. Ebből következik, hogy a fajlagos munkaköltség változásának egy része az ár-költség különbözetre volt hatással ahelyett, hogy az árakban mutatkozott volna meg (9. ábra). Az **árrések szűkülésére** utaló jelek különösen erősek voltak a nagy költség-versenyképességi veszteségeket elszenvedő országokban, mindenekelőtt a balti államokban, Bulgáriában és Romániában[22].

- Számos országban az igen mérsékelt vagy **negatív fogyasztóiár-infláció** tükröződött az erős **versenyképességi előnyökben**, a HICP-alapú reál effektív árfolyammal mérve. Két ország, Ciprus és Írország még az eredménytábla alacsonyabb küszöbértékétől is elmaradt 2017-ben. A legtöbb országban a **jelenlegi versenyképességi pozíció kedvezőbb, mint a válság előtt, mivel a HICP-alapú reál effektív árfolyam** szintje a korábbi tetőzésekkor mértnél alacsonyabban van. A reál leértékelődés a legtöbb esetben egybeesett a nem kereskedelemképes termékek relatív árának csökkenésével és a kereskedelemképes áruk arányának növekedésével a gazdaságban, javítva az exportvezérelt növekedési dinamika lehetőségét. Mindazonáltal néhány országban, nevezetesen Ausztriában, Észtországban és Litvániában a jelenlegi HICP-alapú reál effektív árfolyam számadatai a korábbi csúcsokhoz közelítenek, vagy azokat meghaladják.

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



Forrás: AMECO

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

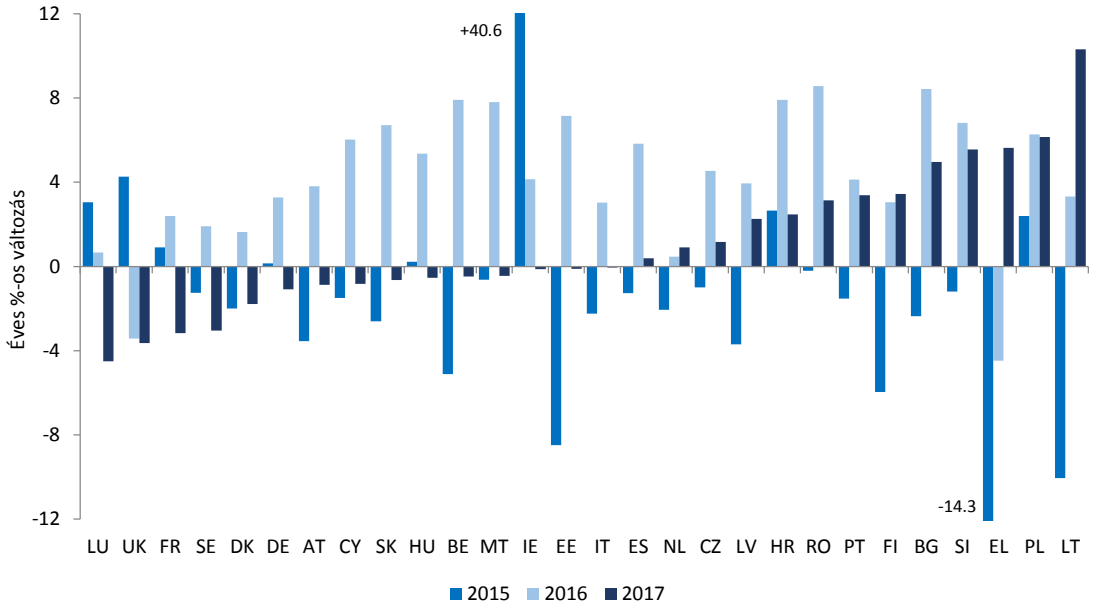
Megjegyzés: Az országok a fajlagos munkaköltség növekedésén alapuló reál effektív árfolyam (REER) 2015 és 2017 közötti átlagos éves változása szerinti növekvő sorrendben szerepelnek. A fajlagos munkaköltségen és a GDP-deflátoron alapuló reál effektív árfolyamok és a nominális effektív árfolyam (NEER) számítása 37 kereskedelmi partnerrel szemben történik; a HICP-alapú reál effektív árfolyam számítása 42 kereskedelmi partnerrel szemben történik, mint a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájában.

Az exportpiaci részesedés az uniós országok többségében növekedett, de a növekedés nagyságrendje egyre kisebb. A kumulált exportpiaci részesedés 2017-ben rögzített ötéves változása pozitív értékeket mutat a legtöbb uniós tagállamban, az exportpiaci részesedésvesztés értéke pedig csak egyetlen országban (Görögország) haladta meg az eredménytábla küszöbértékét. Az újabb adatok differenciált képet mutatnak, ahol a növekedés továbbra is domináns, de 2017-ben mérsékeltebbé válik az euró felértékelődése és a nyersanyagárak kevésbé kedvező dinamikája miatt. Ugyanakkor, noha az uniós országok exporttevékenysége tovább élénkült 2017-ben, más gazdaságok exportnövekedése a korábbi évekbeli gyorsulás miatt 2017-ben megközelítette az EU szintjét[23].

- Az EU exportpiaci részesedései eddigi általános pozitív tendenciájának kedvezett az EU-n belüli exportkereslet fellendülése és a fent vizsgált versenyképességi előnyök. **A piaci részesedések növekedése általánosságban némileg hangsúlyosabb volt a nettó adós országokban és a közép- és egyes kelet-európai országokban**, vagyis ezen országok erőteljesebb versenyképességi előnye nagyobb eséllyel csapódott le az exportpiaci penetrációt jelentő előnyben.
- A piaci részesedések éves változására vonatkozó újabb adatok 2016-ban növekedést jeleznek, amelyet 2017-ben általában mérsékeltebb eredmények követnek (10. ábra). **A részesedésnövekedés szinte minden uniós tagállamban mérsékeltebb lett 2017-ben**, de a korábbi nagy részesedésvesztések megfordulását tükrözve erőteljesebb növekedés történt Görögországban és Litvániában.

[23] Lásd: az Európai Bizottság 2018. őszi előrejelzése; és IMF (2018), Világgazdasági kilátások, 2018. október. Lásd még a melléklet 2.1. táblázatában a fejlett gazdaságokkal szembeni exportteljesítményt.

10. ábra: Az exportpiaci részesedések változása, utóbbi évek



Forrás: Eurostat, a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok az exportpiaci részesedések 2017. évi éves változása szerinti növekvő sorrendben szerepelnek.

2. keretes írás: A makrogazdasági egyensúlyhiány euróövezeti dimenziója

Az euróövezeti folyó fizetési mérleg nagyon magas szinten stabilizálódott. Az euróövezet folyó fizetési mérlege a 2008-as válságot követően 2016-ig láthatóan nőtt. Azóta értéke 2016-ban és 2017-ben a fizetésimérleg-statisztikák alapján a GDP 3,2 %-a körül stabilizálódott[24]. Az euróövezeti folyófizetésimérleg-többlet továbbra is a legnagyobb a világon, és a becslések szerint meghaladja az alapvető gazdasági tényezők alapján várható értéket (az euróövezeti GDP 1,5 %-a körüli érték)[25]. Az Európai Bizottság 2018. őszi előrejelzése szerint változatlan politika mellett az euróövezet folyófizetésimérleg-többlete 2020-ra várhatóan némileg csökken[26]. A többlet csökkentéséhez esetlegesen hozzájáruló tényezők közé tartozik a világgazdaság más területein uralkodó ciklikus feltételek relatív gyengülése, a korlátozó kereskedelmi politikák és az euró újabb reál effektív felértékelődése hatásának kibontakozása, az euró lehetséges további felértékelődése (többek között a tartósan nagy külső többletből eredő felfelé ható piaci nyomáshoz kapcsolódóan), vagy a magasabb olajárak irányába mutató aktuális tendencia elhúzódása.

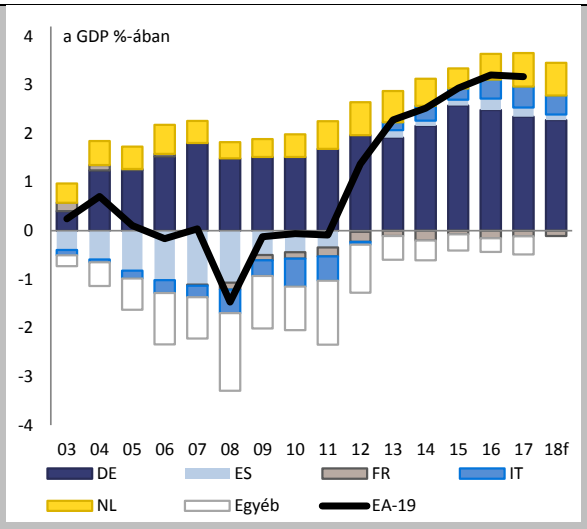
B.1. ábra: Az euróövezeti folyó fizetési mérleg változása: országonkénti bontás

B.2. ábra: Az euróövezeti folyó fizetési mérleg változása: tételenkénti bontás

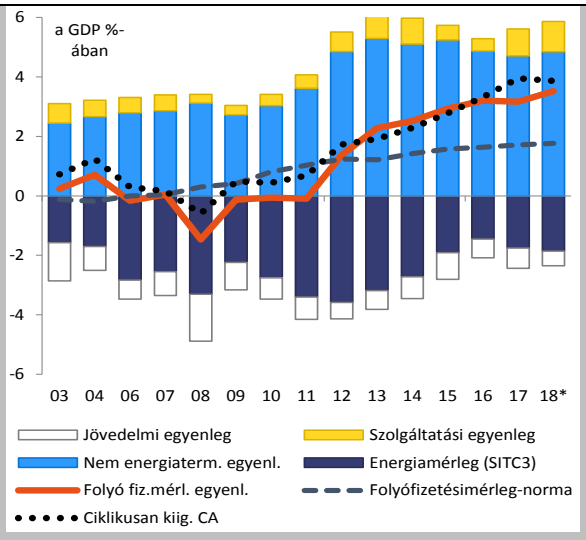
[24] A fizetésimérleg-adatokon alapuló euróövezeti folyófizetésimérleg-adatok nemrégiben enyhe lefelé irányuló korrekción estek át, és jelenleg 2015, illetve 2016 vonatkozásában GDP-arányosan nagyjából 0,3, illetve 0,1 százalékponttal alacsonyabb többletet mutatnak, mint az egy évvel ezelőtt rendelkezésre álló adatok. Az euróövezet aggregált, a világ többi részével szembeni folyófizetésimérleg-egyenlege 2016-ban és 2017-ben egyaránt a GDP 3,2 %-án állt, a fizetésimérleg- és a nemzetiszámla-adatok szerint is. Az euróövezeti tagállamok folyó fizetési mérlegeinek összege 2016, illetve 2017 vonatkozásában az euróövezeti GDP 3,5 %-át, illetve 4 %-át teszi ki. Az euróövezeti aggregátum és a tagállamok folyófizetésimérleg-egyenlegeinek összege közötti eltérés a bejelentett tagállami adatok aszimmetriák miatti kiigazításainak tudható be.

[25] Az alapvető tényezőkkel összhangban lévő folyófizetésimérleg-egyenlegek (folyófizetésimérleg-norma) számításának módszertanához lásd a **Error! Bookmark not defined.**. lábjegyzetet és az ott található hivatkozásokat. Az IMF (External Sector Report [Külső ágazati jelentés], 2018) szintén úgy következtet, hogy az euróövezeti folyófizetésimérleg-norma a GDP 1,5 %-a körüli.

[26] A nemzeti számlák adatain alapuló előrejelzés.



Forrás: AMECO, fizetésimérleg-adatok



Forrás: Eurostat, fizetésimérleg-adatok
Megjegyzés: A „18*" a 2018 második negyedévéig tartó négy negyedévi mozgóátlagot jelenti.

Az euróövezeti többlet kialakulása a korábban deficites folyó fizetési mérlegek korrekciójához és ezzel párhuzamosan a tartósan nagy többletekhez köthető. Az euróövezeti folyófizetésimérleg-pozíció nagyjából kiegyensúlyozott volt 2008 előtt, abban az évben a világgazdasági exportkereslet nagymértékű visszaesése közepette hiányt mutatott fel, a 2008-as pénzügyi válságot követően pedig többletet ért el, ami elsősorban nagymértékű hiányok hirtelen, a határokon átnyúló magánszektorbeli pénzforgalom irányának megfordulása nyomán bekövetkező korrekciójával magyarázható (B.1. ábra). A többlet 2011 után tovább emelkedett, miután az adósságválság Spanyolországra és Olaszországra is kiterjedt és a belső kereslet ebből adódóan szűkült, ami hozzájárult ahhoz, hogy ezen országok folyófizetésimérleg-egyenlege többletbe fordult. 2011 óta Németország nagy folyófizetésimérleg-többlete is fokozatosan emelkedett. Jelenleg az euróövezet folyó fizetési mérlegének többlete elsősorban a Németországban és Hollandiában jegyzett nagy többletek eredménye, amelyek összesített külső pozíciója teszi ki az euróövezeti többlet nagy részét (B.1. ábra). 2016 óta a német folyófizetésimérleg-többlet fokozatos csökkenéséhez az euróövezeti többlet stabilizálódása társul.

Az euróövezeti folyó fizetési mérleg utóbbi időben megfigyelhető változása elsősorban az energia-, a jövedelmi és a szolgáltatási egyenleghez kapcsolódik. A nem energiatermékek egyenlege a pénzügyi válságot követően javult, ami az euróövezet világ más részeihez képest viszonylag gyenge ciklikus pozícióját tükrözte, és aminek a folyó fizetési mérleg javulásában a legnagyobb szerepe volt (B.2. ábra). Ennek megfelelően ugyanebben az időszakban az euróövezet ciklikusan kiigazított folyófizetésimérleg-egyenlege enyhébb javulást mutatott. 2013-tól kezdődően az euróövezeti kibocsátás fellendülése fényében az áruforgalmi egyenleg többlete stabilizálódott és csak mérsékelten indult zsugorodásnak, köszönhetően az export – más fejlett gazdaságokkal összehasonlítva – értékben és mennyiségben is szilárd teljesítményének[27]. Az energiamérleg válság

[27] Lásd még: EKB, Economic Bulletin, 05/2018., 2. keretes írás.

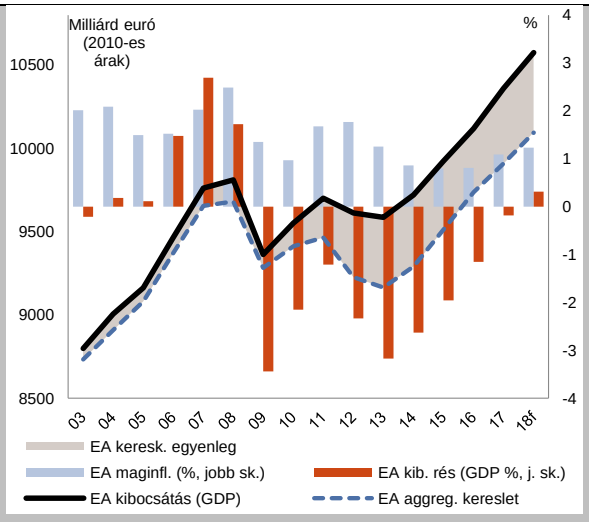
utáni alakulására főként az olajárak változása hatott. Az olajárak a 2008. évi jelentős visszaesést követően 2009 és 2011 között helyreálltak, majd 2014 és 2016 között újra csökkentek, alátámasztva az euróövezet energiamérlegének ellentétes irányú változásait. Az olajárak 2016 közepén kezdődött növekedése húzódik meg az energiamérleg azóta rögzített romlása mögött[28]. Az energiamérleg euróövezeti többlethez való 2016 óta tartó negatív hozzájárulását a szolgáltatási mérleg javulása kompenzálja. A jövedelmi egyenleg – az euróövezeti összesített szinten pozitív és növekvő nettó nemzetközi befektetési pozícióval társuló javuló tőkejövedelmi egyenleg ellenére – negatív tartományban maradt és 2017-ben a nettó vállalati jövedelem dinamikája fényében romlott.

Az euróövezeti többlet dinamikáját a gazdasági tevékenységtől elmaradó belső kereslet és a tartós exportkereslet befolyásolja, amely az európai áruk és szolgáltatások iránti, támogató jellegű globális keresletre és a jobb versenypozícióra épül. A nettó exportnak megfelelő, az aggregált jövedelem és kiadás közti különbség a 2008-as pénzügyi válság után egészen 2016-ig szélesedett (lásd a B.3. ábrát). A válság kitörésekor a visszafogott keresleti dinamika a magánszektor nagymértékű hitelállomány-leépítésének folyamatát tükrözte, főként a folyó fizetési mérleg hirtelen megtorpanásával érintett nettó adós országokban, míg a kormányzati szektor általi fokozott nettó hitelfelvétel segített tompítani a válság jövedelmekre gyakorolt hatását (B.4. ábra). Az euróövezeti adósságválság 2011-es súlyosbodását követően a hitelállomány-leépítés a kormányzati szektorban is megkezdődött, amely azóta a legnagyobb mértékben járult hozzá az euróövezet általános nettó hitelezői pozíciójának növekedéséhez. A háztartási szektor nettó hitelnyújtási adatai jelenleg kétszer nagyobbak a válság előtti időszakhoz képest, a nem pénzügyi vállalatok pedig, amelyekre általában a nettó hitelfelvételi szükséglet jellemző, 2013 óta pozitív nettó hitelnyújtási pozíciót mutatnak fel. A kormányzati nettó hitelnyújtás továbbra is negatív tartományban van, és csak a közelmúltban ért el olyan szintet, amely összhangban van az euróövezeti országok többségében csökkenő államadósság-rátákkal. Az aktív hitelállomány-leépítés ellenére a nominális GDP válság utáni elhúzódó stagnálása azt jelentette, hogy a GDP-arányos adósság számos euróövezeti országban továbbra is példátlanul magas szintű a háztartások, vállalatok és kormányzatok esetében. A hitelállomány-leépítést jelenleg előmozdítják a kedvező gazdasági feltételek.

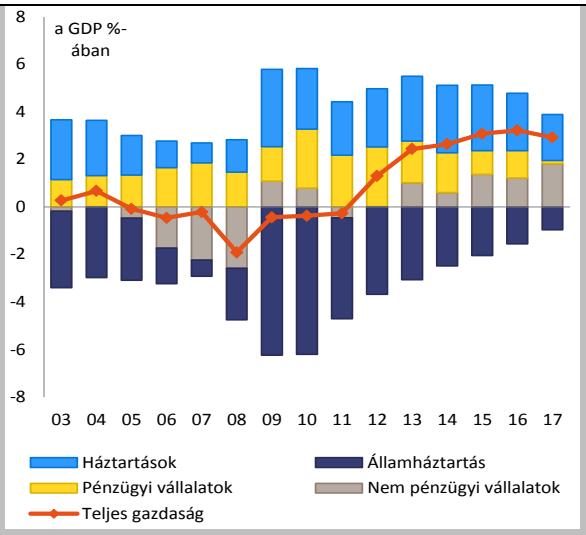
B.3. ábra: Euróövezeti kibocsátás, belső kereslet, nettó export és maginfláció

B.4. ábra: Az euróövezeti nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazatonként

[28] Az energiamérleg kilátásainak értékelésekor figyelembe kell venni az olajárak adott szintjén az euróövezeti energiamérleg progresszív strukturális javulását is, az energiaintenzív tevékenységek kisebb súlyával és a termelési folyamatok megnövekedett energiahatékonyságával összefüggésben. Lásd például: IAE (2018), „Energy Efficiency 2017” (Energiahatékonyság 2017.), Nemzetközi Energia Ügynökség.



Forrás: AMECO



Forrás: Eurostat

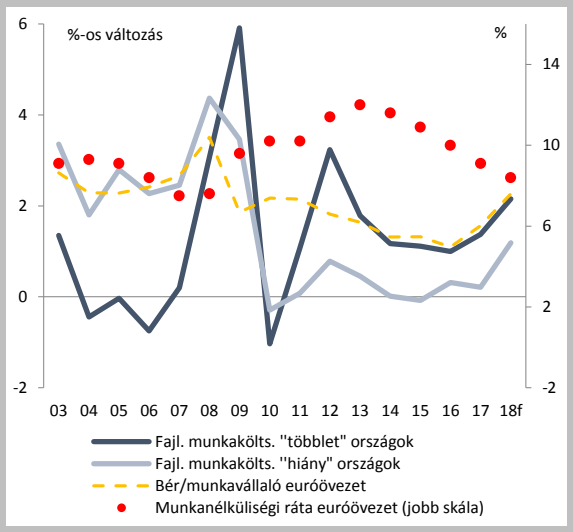
Továbbra is kihívások kapcsolódnak a tartósan fennálló állományjellegű egyensúlyhiányokhoz, a jelenlegi gazdasági növekedés tartósságához és az erősen eladósodott országokban a negatív sokkok tompítására rendelkezésre álló korlátozott mozgástérhez. Majdnem egy évtizednyi lanyha dinamikát követően helyreáll az euróövezeti kereslet, a kibocsátási rés pozitív tartományba kerül, az infláció pedig várhatóan fokozatosan megközelíti a monetáris hatóságok által meghatározott célszintet (B.3. ábra). A jelenlegi bővülés támogatja az állományjellegű egyensúlyhiányok kiigazítását, de számos kihívás tűnik még fel a láthatáron. Elsőként, bizonytalanság övezi a jelenlegi bővülés tartósságát, mivel nem minden esetben állnak fenn a fenntartható növekedés biztosításának feltételei, mindenekelőtt a tartós beruházási résekhez, a termelékenységnövekedés ösztönzéséhez elégtelen keretfeltételekhez és a kihasználatlan humántőke-potenciálhoz kapcsolódóan[29]. Másodikként, az euróövezeten belül az egyensúly helyreállítása még nem fejeződött be. A múltban nagy hiánnyal rendelkező országokat még mindig nagy negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció jellemzi, amelyhez a magánszektorbeli vagy az államadósság nagy állományai társulnak, és ez sebezhetőséget jelent. Sőt, ugyanazok az országok, amelyeket magas adósság terhel, egyben azok is, amelyek viszonylag kisebb mozgástérrel rendelkeznek ahhoz, hogy az adósságráták csökkentésénél a potenciális kibocsátás növekedésére támaszkodhassanak, vagyis a magán- és állami megtakarítások valószínűleg csak korlátozottan képesek a negatív kibocsátási sokkok tompítására (B.6.).

Az euróövezetben az egyensúly szimmetrikus helyreállítása elősegítené a fenntartható növekedés helyreállítását, miközben a jövőre nézve biztosítaná a makrogazdasági stabilitást. A szakpolitikák megfelelő kombinációjára van szükség annak biztosítása érdekében, hogy a növekedés fenntartható módon folytatódjon, és a makrogazdasági stabilitással összeegyeztethető legyen. A nettó adós

[29] Lásd: Európai Bizottság, 2019. évi éves növekedési jelentés, valamint B. Pierluigi és D. Sondermann (2018), „Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?" (Makrogazdasági egyensúlyhiányok az euróövezetben: hol tartunk?) EKB, Occasional Paper, 2018/211. sz.

országokban a külső és belső adósság nagy állományainak csökkentéséhez prudens folyó fizetési mérleget kell fenntartani, és biztosítani kell az adósságcsökkentés megfelelő ütemét, fenntartva a növekedési potenciál megfelelő beruházások és reformok révén való növelésére irányuló célkitűzést, és kedvezőtlen időszakokban elkerülve a prociklikus megszorítások kockázatát. A termelékenységi kilátások javítására különösen nagy szükség van a nettó adós országokban mind az adósságállományok fenntarthatósága érdekében, mind azért, hogy a relatív versenyképességi fejlemények jobban támogassák az egyensúly helyreállítását, egy olyan környezetben, ahol a nettó adós országok 2012-ben kezdődött relatív versenyképességi előnye nemrégiben csökkenni kezdett (B.5. ábra). Ezzel szemben a nettó hitelező országokban a beruházásokat ösztönző és a bérek tehetetlenségén felülkerekedő szakpolitikák segítenének a tartósan nagy többletek kezelésében, és hozzájárulnának a növekedési potenciál támogatásához és ahhoz, hogy a növekedési kilátások kevésbé függjenek a külföldi kereslettől.

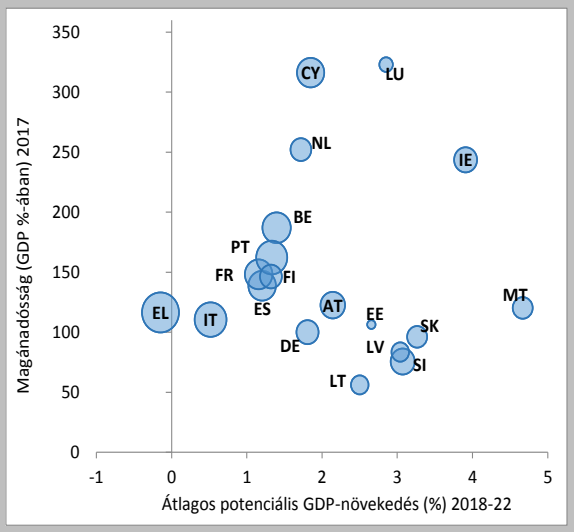
B.5. ábra: Az egyensúly helyreállítása az euróövezeten belül (munkanélküliség, bérek és a fajlagos munkaköltség növekedése)



Forrás: AMECO

Megjegyzés: A többlettel rendelkező országok közé tartozik Ausztria, Belgium, Finnország, Németország, Luxemburg és Hollandia; az összes többi jelenlegi euróövezeti tag hiánnyal rendelkező országnak minősül.

B.6. ábra: Adósság és potenciális növekedési kilátások az euróövezet országaiban



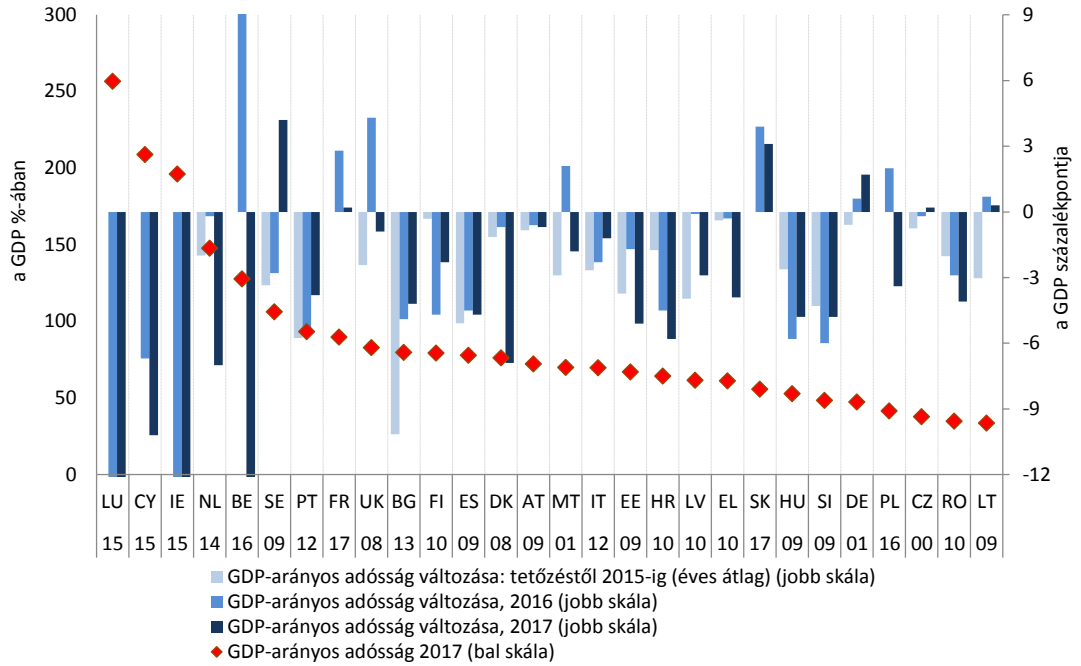
Forrás: AMECO

Megjegyzés: a buborékok mérete a 2017. évi államadósság értékét tükrözi (a GDP %-ában).

A magánszektor adósságaránya fokozatosan csökken, számos tagállamban azonban továbbra is magas. Tizenkét tagállam meghaladta az eredménytábla magánszektor adósságára vonatkozó küszöbértékét 2017-ben, ugyanazok az országok, mint a riasztási mechanizmus keretében készült tavalyi jelentésben. A magánszektor adósságállománya Cipruson, Írországban, Luxemburgban és Hollandiában a legmagasabb, bár a számadataikat befolyásolják a multinacionális vállalatok tevékenységéhez kapcsolódó határokon átnyúló ügyletek. A magánadósság különösen magas szintjével rendelkezik Belgium, Dánia, Portugália, Svédország és az Egyesült Királyság is, a GDP 160 %-át meghaladó magánszektorbeli adósságállománnyal. A háztartások és nem pénzügyi vállalatok relatív hozzájárulása a magánszektor magas adósságszintjéhez eltérő a tagállamokban. Belgium, Írország és Luxemburg esetében főként a nem pénzügyi vállalatok eladósodottsága okozza a magas általános magánszektorbeli adósságrátát. Ezzel szemben Dániában és az Egyesült Királyságban a háztartási szektorból ered a magánszektor nagy adósságállománya. Cipruson, Hollandiában, Svédországban és Portugáliában a vállalati és a háztartási szektorban egyaránt viszonylag magas az adósságszint. Az országok magánszektorbeli adósságállományának különbségei nagymértékben az adósság felhalmozódását indokoló alapvető tényezők eltéréseivel magyarázhatók, ideértve a növekedési és beruházási kilátásokat és a pénzügyi fejlődést. Az adósságszintek értékelésének ezért figyelembe kell vennie ezeket a tényezőket, valamint a magas adósság által a jövőre nézve jelentett kockázatokat befolyásoló elemeket is[30].

[30] Ezeket a tényezőket figyelembe veszik az Európai Bizottság által a Gazdaságpolitikai Bizottság LIME munkacsoportjával együttműködve kidolgozott országspecifikus referenciaértékek (Európai Bizottság, „Referenciaértékek a magánszektor adósságának értékeléséhez”, Feljegyzés a Gazdaságpolitikai Bizottság számára, ARES (2017) 4970814). Egy első referenciaérték lehetővé teszi a magánszektor adósságának az alapvető gazdasági tényezők alapján magyarázható értékekhez viszonyított értékelését. Egy második referenciaérték a banki válságok előrejelzésére szolgáló „jelerősség” maximalizálásán alapuló prudenciális küszöbértékekből áll, és magában foglal a banki kapitalizációra, az államadósságra és a gazdasági fejlődés szintjére vonatkozó országspecifikus információkat is. A legtöbb uniós tagállamban a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának küszöbértékét meghaladó GDP-arányos magánadósság meghaladja mindkét országspecifikus referenciaértéket is.

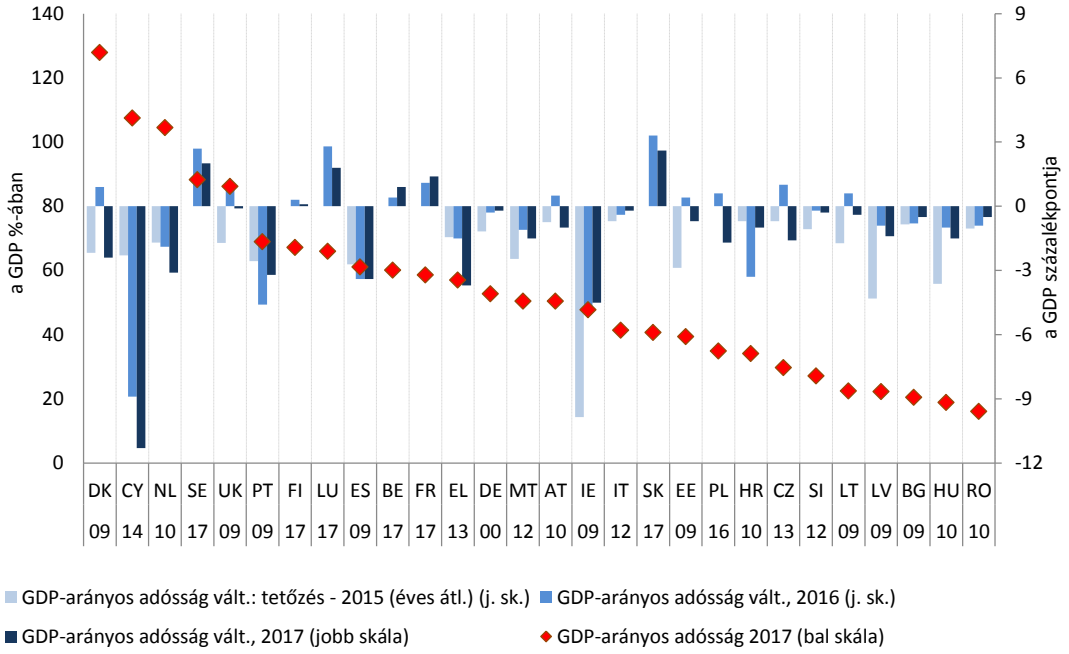
11. ábra: A nem pénzügyi vállalatok hitelállomány-leépítésének üteme



Forrás: Eurostat konszolidált éves ágazati számlák, a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: Az országok az adósság GDP-hez viszonyított 2017. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. Az országkódok alatti számok a tetőzés évét jelölik. A tetőzésig tartó növekedés számítása 2000-től eltérő kezdőév alapján történt Horvátország és Írország (2001), valamint Ciprus (2006) esetében. A Luxemburgra, Írországra és Belgiumra vonatkozó adatok csonkoltak, hogy igazodjanak a skálához.

12. ábra: A háztartások hitelállomány-leépítésének üteme



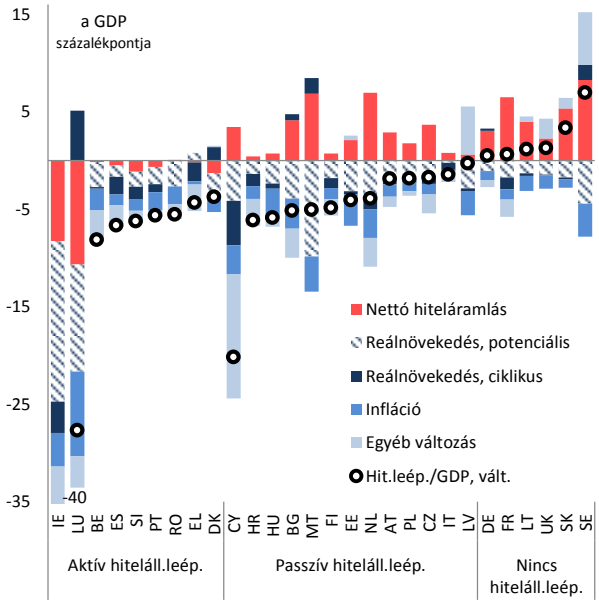
Forrás: Eurostat konszolidált éves ágazati számlák, a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok az adósság GDP-hez viszonyított 2017. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. Az országkódok alatti számok a tetőzés évét jelölik. A tetőzésig tartó növekedés számítása 2000-től eltérő kezdőév alapján történt Horvátország és Írország (2001) esetében.

A magánadósság GDP-hez viszonyított aránya a legtöbb tagállamban csökken a csúcsértékről, olyan ütemben, amely nem mindig áll összhangban a hitelállomány-leépítési szükségletekkel. A hitelállomány-leépítés először a nem pénzügyi vállalatoknál kezdődött, és gyorsabb volt a háztartási szektorban tapasztalhatóhoz képest, egyrészt a vállalati szektorban jellemző negatívabb nettó hiteláramlások miatt, másrészt a nominális növekedésnek a GDP-arányos adósságráta csökkenésére gyakorolt erősebb hatása miatt, tekintettel a vállalati adósságállományok nagyobb méretére a háztartásokéhoz képest.

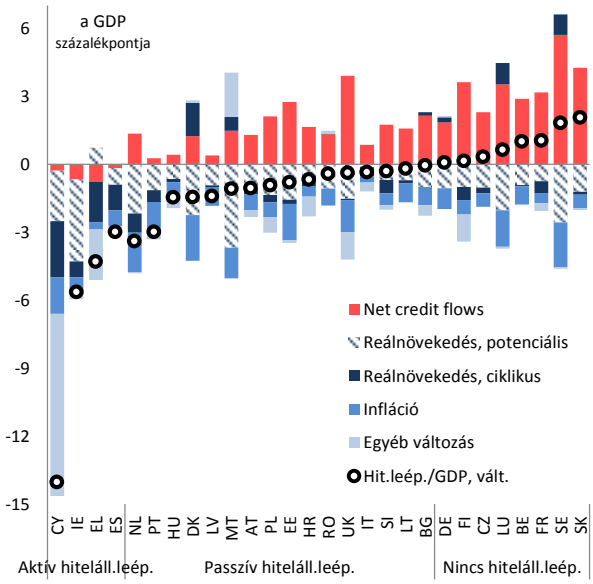
- A **nem pénzügyi vállalatok** számos országban legalább mintegy a felére tudták csökkenteni a 2000 és az adósságuk tetőzésének éve között felhalmozódott GDP-arányos adósságrátát (Horvátország, Dánia, Észtország, Magyarország, Olaszország, Lettország, Litvánia, Portugália, Románia, Szlovénia, Spanyolország, Svédország és az Egyesült Királyság). A hitelállomány-leépítés üteme azonban nem mindig volt összhangban a hitelállomány-leépítési szükségletekkel, mivel a legmagasabb vállalati adósságaránnyal rendelkezők közül (Luxemburg, Írország, Ciprus, Hollandia és Belgium) négy országban mérsékelt volt a vállalati hitelállomány-leépítés az adósságállományhoz képest, míg Franciaországban tovább nőtt a nem pénzügyi vállalatok adósságszintje (11. ábra).
- A **háztartások** tőkeáttétele csökkent az elmúlt két évben abban a három tagállamban, ahol a háztartások eladósodottsága a legnagyobb (Ciprus, Dánia és Hollandia), valamint más magas adóssággal rendelkező országokban is, például Görögországban, Portugáliában és Spanyolországban (12. ábra). Az Egyesült Királyságban már nem tart a háztartások

hitelállomány-leépítése, és a viszonylag magas adósságráták tovább nőttek Finnországban és Svédországban.

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



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



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

A hitelállomány-leépítés egyre inkább a nominális GDP-növekedés magasabb rátáira támaszkodik. A magánszektor hiteláramlása kezd helyreállni, de viszonylag mérsékelt maradt, és egyetlen tagállam sem lépte túl az eredménytáblabeli küszöbértéket 2017-ben. A nominális GDP-növekedés enyhítette az aktív hitelállomány-leépítésre irányuló nyomást, aminek következtében kevesebb országban volt jellemző negatív hiteláramlás akár a vállalatokra, akár a háztartásokra irányulóan, és a negatív áramlások átlagosan alacsonyabb abszolút értékűek voltak (13. és 14. ábra). Emellett néhány, a hitelállomány-leépítésből korábban kimaradó ország elkezdte passzívan leépíteni a hitelállományt, vagyis kizárólag azért, mert a nominális GDP-növekedés csökkenti a GDP-arányos adósságrátát, és mivel a nettó hiteláramlás növeli az adósságot. Ez áll fenn Olaszország, Ausztria és Csehország esetében a nem pénzügyi vállalatok vonatkozásában, és Ausztria, Észtország és Lengyelország esetében a háztartási szektor tekintetében. Amint az a 13. és 14. ábrán látszik, a

jelenlegi nominális növekedés jó része a becslések szerint ciklikus jellegű (például Cipruson, Görögországban, Spanyolországban, Portugáliában és Horvátországban). Előretekintve a további passzív hitelállomány-leépítés kilátásai egyre inkább a növekedési potenciáltól fognak függeni, mivel a növekedés ciklikus komponense lassan megszűnik, ahogy a kibocsátási rések egyre több országban válnak pozitívvá.

Az uniós bankszektor feltételei javulóban vannak, de egyes országokban alacsony a jövedelmezőség és nagy a nemteljesítő hitelek állománya. Ez a helyzet mindenekelőtt Görögországban, Cipruson, Olaszországban és Portugáliában (15. és 16. ábra). Pozitív fejlemény, hogy 2017-ben a bankszektor jövedelmezőségének helyreállása különösen erős volt ezekben az országokban, a nemteljesítő hitelek állományának csökkentése pedig gyakran meglehetősen jelentős mértékű.

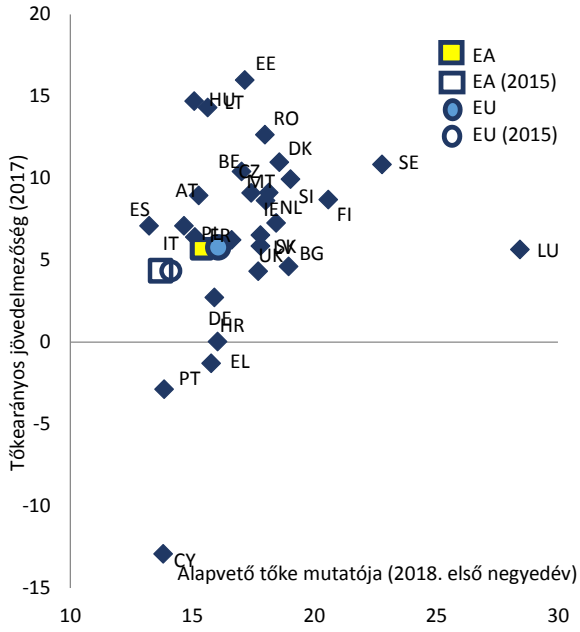
- **A pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedése 2017-ben** a legtöbb uniós országban **lelassult**, és két tagállamon kívül mindegyikben bőven az eredménytábla küszöbértékei között marad[31]. A banki hiteláramlások a korábbi élénkülést követően 2017-ben mérséklődtek, és a banki hitelnövekedés a háztartási szektorban erősebb maradt, mint a nem pénzügyi vállalatok esetében.
- Tavaly **a legtöbb tagállamban további javulás mutatkozott a bankok jövedelmezősége és a tőkemegfelelési mutatók terén**. A bankok tőkeértékelési mutatói 2018 elejéig növekedtek, azután lefelé irányuló korrekcióra került sor, részlegesen ellensúlyozva a hozamgörbék ellaposodásához és a kamatrések ehhez társuló szűküléséhez részben kapcsolódó korábbi növekedést. Egyes tagállamokban az alacsony jövedelmezőség összekapcsolódik a más országokhoz viszonyítva gyenge tőkemegfelelési mutatókkal és a nemteljesítő hitelek nagy állományával.
- **A nemteljesítő hitelek állománya számos tagállamban változatlanul magas.** A nemteljesítő hitelek aránya 2017-ben különösen magas Görögországban és Cipruson, ahol a nemteljesítő hitelek az összes hitel 45 %-át, illetve 30 %-át teszik ki, valamint Olaszországban, Portugáliában, Bulgáriában, Írországban és Horvátországban, ahol a nemteljesítő hitelek állománya továbbra is az összes hitel 10 %-át közelíti meg[32]. A válság utáni időszakban való

[31] Csehország és Szlovákia kivételt képez. Előbbi esetében a pénzügyi szektor kötelezettségeinek gyors növekedése 2017-ben nagymértékben az árfolyamra vonatkozó kötelezettségvállalás végét megelőző pénzügyi tranzakcióknak tulajdonítható, és így nem tükrözi a belföldi hitelnyújtási tevékenységet. Szlovákiában a növekedést elsősorban az euróövezeten kívüli rezidensek felé fennálló központi banki kötelezettségek növekedése okozta. Ez hozzákapcsolható lett volna a Szlovák Nemzeti Bank által nyújtott tartalékkezelési szolgáltatásokhoz, amelynek nincs közvetlen hatása a hazai gazdaságra.

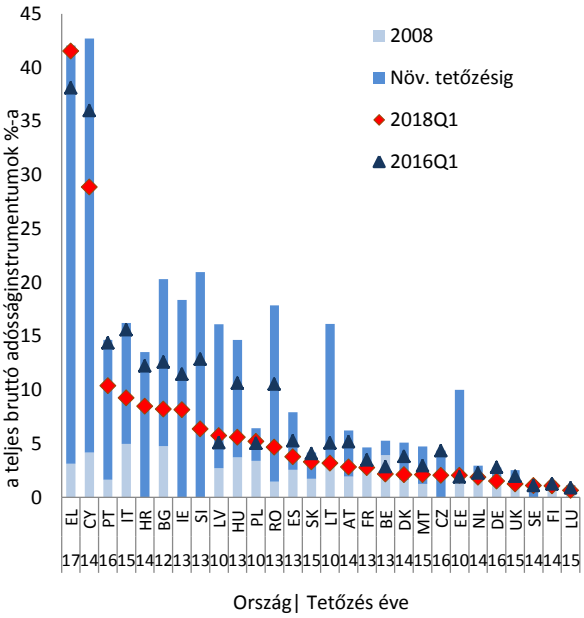
[32] Az eredménytábla kiegészítő mutatóiban a nemteljesítő hitelek meghatározása a következő: az összes bruttó nemteljesítő hitel és előleg, az összes bruttó hitel és előleg (bruttó könyv szerinti érték) százalékában, a „belföldi bankcsoportok és önálló bankok, külföldi ellenőrzött leányvállalatok és külföldi ellenőrzött fióktelepek, összes intézmény” beszámolási szektorban. Az értékek a 2.1. táblázatban találhatók.

növekedést követően a nemteljesítő hitelek Unió-szerte különböző ütemben csökkenni kezdtek. **A legfrissebb adatok folyamatos előrelépést mutatnak a nemteljesítő hitelek csökkentésében**, beleértve a nemteljesítő hitelek nagy arányával rendelkező országokat is (Görögország kivételével), konkrétan Portugáliát és Olaszországot (16. ábra)[33].

15. ábra: A bankok jövedelmezősége és tőkemegfelelési mutatók



16. ábra: Hitelviszonyt megtestesítő, nemteljesítő instrumentumok



Források: EKB, a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzések: CZ, HR, SE és SI esetében 2008 vonatkozásában nem állnak rendelkezésre a hitelviszonyt megtestesítő, nemteljesítő instrumentumok bruttó állományával kapcsolatos adatok.

A lakásárak szinte valamennyi uniós országban tovább nőttek 2017-ben, de a lakásárak növekedésének mértéke láthatóan mérséklődik ott, ahol a túlértékelés jelei a legerősebbek. Annak ellenére, hogy a lakásárak továbbra is tartósan növekednek az egész EU-ban, a 2017. évi adatok alapján 2016-hoz képest kevesebb olyan ország van, ahol a lakásárak növekedése meghaladja az eredménytábla küszöbértékét. 2017-ben csak hat ország (Bulgária, Csehország, Írország, Hollandia, Portugália és Szlovénia) mutatott fel a küszöbértéket meghaladó értékeket, míg a riasztási

[33] A nemteljesítő hitelek harmonizált arányai csak 2014 óta állnak rendelkezésre, a 17. ábra a bruttó nemteljesítő hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok összes bruttó hitelviszonyt megtestesítő instrumentumhoz viszonyított arányát jeleníti meg, amelyhez hosszabb idejű adatsorok állnak rendelkezésre, és amely a hitelek mellett a bankszektor által tartott egyéb hitelviszonyt megtestesítő instrumentumokra is kiterjed. Ez utóbbi tipikusan némileg alacsonyabb, mint a nemteljesítő hitelek aránya. A két arány közötti legnagyobb különbség jelenleg 4 százalékpont (Görögország esetében), a legtöbb tagállam esetében pedig 1 százalékpont alatti.

mechanizmus keretében készült 2018. évi jelentés tíz országban azonosított küszöbérték feletti értéket a 2016-os adatok alapján. Ezek a változások a küszöbérték feletti értékekről való közepes-mérsékelt lassulást, illetve néhány országban a gyorsulást tükrözik. Negatív reál lakásár-növekedés 2017-ben csak Görögországban és Olaszországban volt megfigyelhető. Az újabb adatok azt mutatják, hogy 2018 első felében a növekedés mértéke az egy évvel korábbihoz képest meghaladta az eredménytábla 6 %-os küszöbértékét Magyarországon, Írországban, Lettországban, Hollandiában, Portugáliában, Szlovákiában és Szlovéniában.

- A reál lakásárak tartós növekedésének elhúzódása számos országban, köztük Ausztriában, Belgiumban, Csehországban, Németországban, Luxemburgban, Máltán és Svédországban **újra a válság előtti maximális szintre vagy a fölé emelte a lakásárakat**. A reál lakásárak jövedelmekét és egyéb, a lakásárakat rendszerint meghatározó releváns változókét meghaladó növekedési rátája **egyre több országban a lehetséges túlértékelés** felé hajtja a lakásárak szintjét (17. ábra)[34].

- A reál lakásárak növekedése 2017-ben különösen **azokban az országokban gyorsult fel, amelyek negatív vagy enyhén pozitív értékelési hiánnyal** rendelkeztek (18. ábra). A növekedés **lassulása** volt viszont megfigyelhető a **túlértékelés erős jeleit mutató országokban**, többek között megfizethetőségi korlátok, makroprudenciális politikák végrehajtása és az inflációs ráták megugrásával összefüggésben a reál lakásárak növekedésére gyakorolt mechanikus hatás fényében (például Ausztriában, Luxemburgban és az Egyesült Királyságban). Jelenleg a túlértékelés mérsékelt, vagy semmilyen jelét nem mutató országokban legerősebb a lakásárak növekedésének mértéke. A negyedéves adatok, 2018 elejére vonatkozóan is Észtországban, Horvátországban, Magyarországon, Lengyelországban, Portugáliában, Szlovéniában és Szlovákiában utalnak a növekedés gyorsulására. Lassulás figyelhető meg különösen Bulgáriában, Csehországban, Romániában és Svédországban, ahol a lakásárak növekedése negatív tartományba lépett 2018 első felében, éves összehasonlításban[35]. Írország, Portugália és Szlovénia az egy évvel korábbihoz képest 2018 első felében kétszámjegyű növekedési rátát könyvelhetett el.

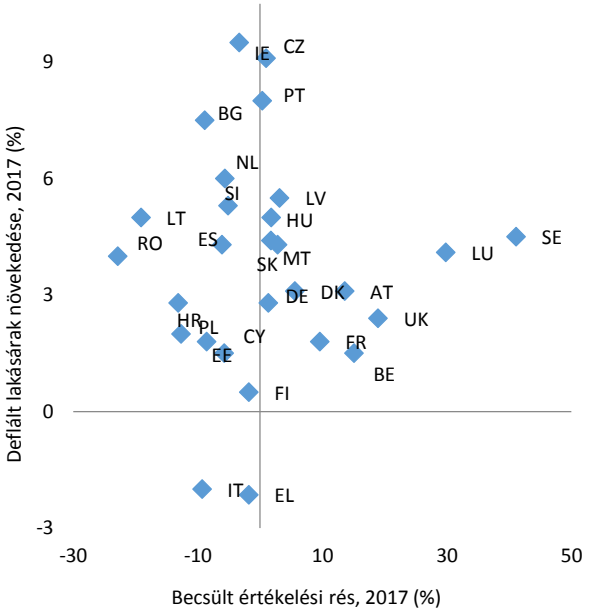
- Számos országban, köztük Dániában, Luxemburgban, Svédországban és az Egyesült Királyságban **a túlértékelt lakásárakkal párhuzamosan jelentős a háztartások**

[34] Az árértékelések elemzése három mérőszám átlagán alapul: i. megfizethetőségi rés (ár-jövedelem eltérés hosszú távú átlaga); ii. osztalékrés (ár-bérleti díj eltérés a hosszú távú átlagtól); és iii. a lakásáraknak az ingatlankereslet és -kínálat alaptényezői által indokolt, az egyensúlyi értékektől való eltérésének becslései. Lásd: N. Philiponnet és A. Turini (2017), „Assessing house price developments in the EU" (A lakásárak alakulásának vizsgálata az Unióban), Európai Bizottság, 48. sz. vitaanyag, 2017. május. A lakásárak szintjének a háztartások egy főre jutó rendelkezésre álló jövedelméhez viszonyított arányán alapuló alternatív mutató arra enged következtetni, hogy túlértékelés állhat fenn Horvátországban, Cipruson, Észtországban, míg kevésbé nyilvánvalóak a túlértékelés jelei Dánia, Csehország, Lettország esetében (lásd: Európai Bizottság, Európai gazdasági előrejelzés – 2016. tél, European Economy, Institutional Paper, 20. sz., 2016. (1.4. keretes írás)).

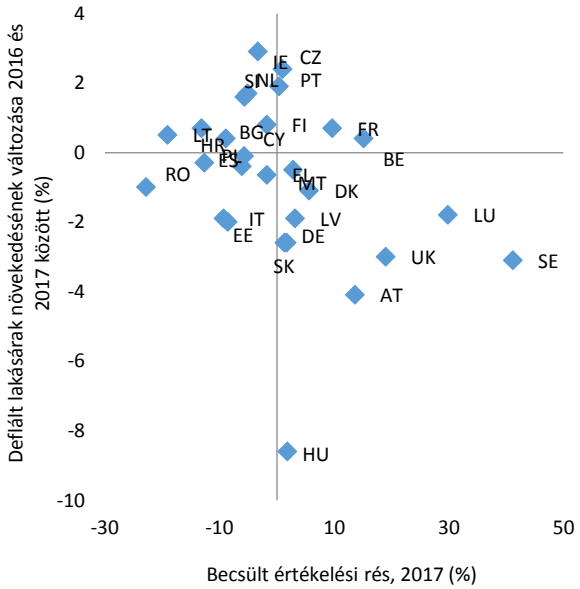
[35] A feltüntetett országok azok, amelyekben a reál lakásárak növekedési rátája 2018 első felében a 2017. évi éves növekedési rátánál legalább 2 százalékponttal magasabb vagy alacsonyabb volt.

eladósodottsága. Hollandiában a háztartások igen magas eladósodottsága jellemző. A jelzáloghitelek állományának 2017. évi növekedése különösen gyors volt (az előző évhez képest 5 % feletti) Ausztriában, Belgiumban, Bulgáriában, Csehországban, Észtországban, Franciaországban, Litvániában, Luxemburgban, Máltán, Lengyelországban, Romániában és Szlovákiában.

17. ábra: A lakásárak változása és értékelési rések 2017-ben



18. ábra: Értékelési rések és az áremelkedés változásai 2016 és 2017 között

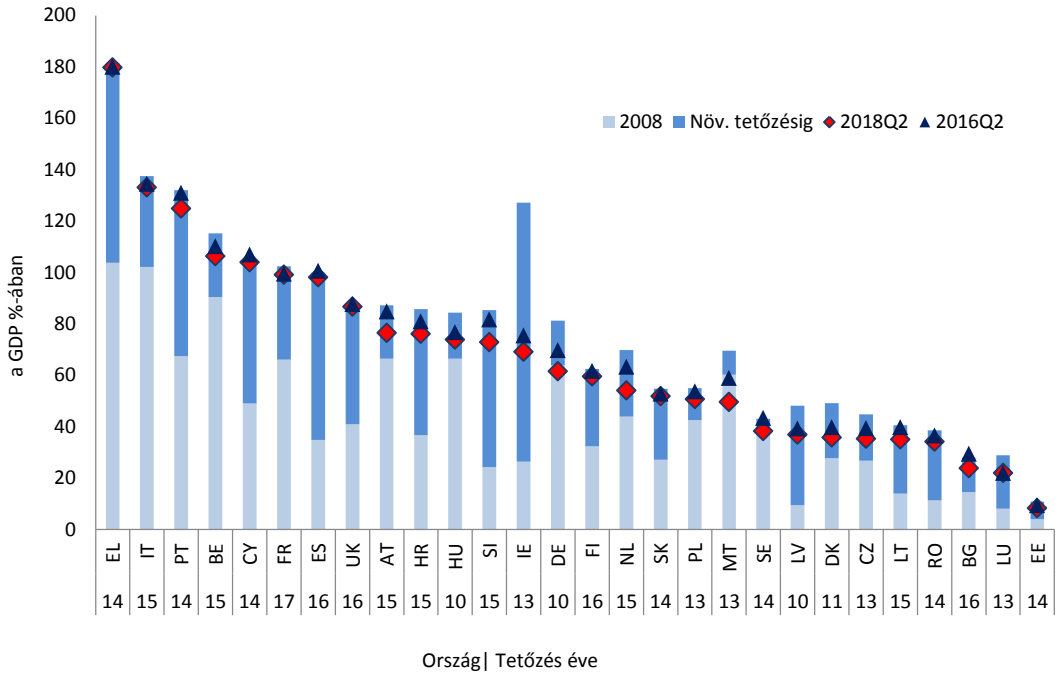


Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: A túlértékelési rés három mérőszám átlagaként került becslésre: az ár/jövedelem arányának és az ár/bérleti díj arányának eltérése azok hosszú távú átlagától és az értékelési rések alaptényezős modellezésének eredményei. lásd a 34. lábjegyzetet.

Az államadósság-ráták növekedése az egész EU-ban megállt, de az adósságszintek sok országban továbbra is magasak. Az eredménytáblában szereplő értékek 15 tagállamban haladták meg a küszöbértéket 2017-ben. Belgium, Görögország, Olaszország és Portugália adósságszintje meghaladja a GDP 100 %-át, és Olaszország finanszírozási költségei jelentősen megnövekedtek 2018-ban. Nyolc ország (Belgium, Ciprus, Finnország, Franciaország, Írország, Portugália, Spanyolország és az Egyesült Királyság) esetében a GDP 60 %-át meghaladó államadósság a vonatkozó küszöbértéket túllépő magánszektorbeli eladósodottsággal párosul. Általában csökkenő pályára került a GDP-arányos államadósság (19. ábra). A magas államadósság-szintekkel rendelkező országokban azonban a kormányok részéről csak a közelmúltban kezdődött a hitelállomány-leépítés, és lassú ütemben halad. Az adósságarány az előrejelzések szerint az összes uniós ország közül csak Litvániában és Romániában fog növekedni 2019-ben. Összességében a kormányzati szektorban folyamatban van a hitelállomány-leépítés, ami összefügg a költségvetési pozíciók elmúlt években lezajlott fokozatos

javulásával, a folytatódó nominális GDP-növekedéssel és a csökkent kamatfizetésekkel. Mindazonáltal növekvő számú országban várható prociklikus költségvetési lazítás a negatív kibocsátási sokkok tompításához a jövőben rendelkezésre álló mozgástér lehetséges kárára.

19. ábra: Államadósság



Forrás: Eurostat

3. keretes írás: **Foglalkoztatási és szociális jelenségek**

2017-ben és 2018 első felében folytatódott az uniós munkaerőpiacok javulása és a tagállamok közötti, korábban jelentős eltérések is csökkentek. A foglalkoztatás tovább nőtt, és az Unióban foglalkoztatottak teljes száma új csúcsértéket ért el. A munkanélküliség valamennyi uniós tagállamban csökkent, annak ellenére, hogy néhány országban még mindig magas a munkanélküliek száma. A fellendülés hozzájárult néhány szegénységi mutató csökkenéséhez, de a szociális helyzet egyes tagállamokban továbbra is aggodalomra ad okot. 2008 óta az EU-ban nőtt a relatív szegénységi kockázat, a súlyos anyagi nélkülözés azonban csökkent, különösen azokban a kelet-európai tagállamokban, ahol kezdeti szintje magas volt.

2017-ben a *munkanélküliségi ráta* valamennyi tagállamban csökkent. A javulás részben a legmagasabb munkanélküliségi rátával rendelkező országokban volt a legjelentősebb (2 százalékpontos vagy azt meghaladó csökkenés Horvátországban, Görögországban, Portugáliában és Spanyolországban). Hét tagállam (Görögország, Spanyolország, Horvátország, Ciprus, Olaszország, Portugália és Franciaország) esetében azonban a mutató még mindig meghaladta az eredménytábla küszöbértékét (az elmúlt három év átlagában 10 %). 2017-ben a tagállamok mintegy kétharmadában a munkanélküliségi ráták még mindig magasabbak voltak a 2008-as mértéknél. Az Unió egészében és az euróövezetben a munkanélküliségi ráták körülbelül 3 százalékponttal alatta maradtak a 2013-ban elért csúcsértéknek, de a 2008-as adatoknál még mindig 0,5 és 1,5 százalékponttal magasabbak. 2018 első felében folytatódott a munkanélküliségi ráták csökkenése, és 2018 második negyedévében az EU-ban, illetőleg az euróövezetben 6,9 %-ot és 8,3 %-ot ért el.

A ***foglalkoztatási ráták* szinte valamennyi tagállamban jellemző növekedésével folytatódott az elmúlt évek pozitív tendenciája.** A foglalkoztatási ráta (20–64 év közöttiek) 2017-ben az Unió egészére nézve elérte a 72,1 %-ot, ezzel jóval meghaladta a válságot megelőzően 2008-ban mért 70,3 %-os csúcsértéket. A 2018 második negyedévében folyamatosan emelkedő foglalkoztatási ráta rekordszintet ért el (73,2 %).

***Az aktivitási ráták* az Unióban szinte mindenhol tovább emelkedtek.** Az aktivitási mutató az elmúlt három évben csak három országban csökkent: Spanyolország (–0,3 százalékpont), Ciprus (–0,4) és Luxemburg (–0,6). A csökkenés mindhárom esetben meghaladja az eredménytáblában –0,2 százalékpontban meghatározott küszöbértéket. Összességében 2017-ben az uniós és az euróövezeti aktivitási ráta 73,3 %-ot, illetőleg 73,1 %-ot tett ki, ami 2,5, illetőleg 2 százalékponttal haladja meg a 2008. évi szintet. Ez az emelkedő tendencia elsősorban az idősebb munkavállalók és a nők növekvő munkaerőpiaci részvételével magyarázható.

A tartós és az ifjúsági munkanélküliség több uniós országban továbbra is magas szinten marad, de határozottabban javult, mint a munkaerőpiac többi része. 2017-ben valamennyi tagállamban csökkent a *tartós munkanélküliség*. A mutató csak két országban volt magasabb a három évvel ezelőttinél: Ausztriában a tartós munkanélküliség 1,8 %-os (ez 0,3 százalékponttal magasabb, mint 2014-ben), Finnországban pedig 2,1 %-os volt (ami 2014 óta 0,2 százalékpontos növekedést jelent). Egyik adat sem haladja meg az eredménytáblában 0,5 százalékpontban meghatározott küszöbértéket. A legmagasabb tartós munkanélküliségi rátát Görögországban (15,6 %), Spanyolországban (7,7 %), Olaszországban (6,5 %) és Szlovákiában (5,1 %) mérték. Az *ifjúsági munkanélküliségi* ráta a 2017-et megelőző három évben valamennyi uniós tagállamban visszaesett. Ugyanebben az időszakban legalább 10 százalékpontos csökkenés következett be Bulgáriában, Horvátországban, Cipruson, Portugáliában, Szlovákiában és Spanyolországban. Görögországban, Olaszországban és Spanyolországban még mindig 30 % fölötti az ifjúsági munkanélküliség, miközben a nem foglalkoztatott, oktatásban vagy képzésben nem részesülő fiatalok aránya Bulgáriában,

Horvátországban, Cipruson, Görögországban, Olaszországban és Romániában továbbra is meghaladja a 15 %-ot.

Bár javulóban van, a szociális helyzet számos uniós tagállamban még mindig aggodalomra ad okot, ahogy azt a szegénységre és nélkülözésre vonatkozó általános mutatók is jelzik. A 2016 és 2017 közötti időszakban a szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya az Unióban egy százalékponttal, 22,5 %-ra csökkent[36]. Ez körülbelül egy százalékponttal marad el a válság kezdetekor megfigyelt mértéktől, és körülbelül két százalékponttal van a 2013-as megfigyelt csúcs alatt. A legtöbb országban 2017-ben csökkenés volt jellemző. A ráta Ausztriában, Dániában, Luxemburgban és Hollandiában növekedett, bár viszonylag alacsony szintről. A szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya tekintetében nagy a különbség az országok között, az arány Bulgáriában 38,9 %, amelyet sorrendben Románia, Görögország és Litvánia követ, majd Csehország körülbelül 12 %-kal, és a sort Finnország, Szlovákia és Hollandia zárja. A szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés tekintetében megfigyelhető általános tendencia a különböző összetevők eltérő alakulását tükrözi. A szegénység kockázatának kitettek aránya egyes tagállamokban nőtt, míg az elmúlt években más országokban csökkent: hároméves időszakot tekintve a legnagyobb növekedést Litvániában (3,8 százalékpont) és Luxemburgban (2,3) mérték, míg jelentős csökkenés volt kimutatható Görögországban (1,9) és Lengyelországban (2,0). Ezzel szemben a súlyos anyagi nélkülözésben élők aránya szinte valamennyi uniós tagállamban csökkent egy hároméves – 2017-re is kiterjedő – időszakban; három évet vizsgálva Magyarországon, Lettországban, Máltán és Romániában 5 százalékpontot meghaladó mértékben csökkent. Végül, miközben a gazdaságélénkülés eredményeként a legtöbb országban csökkent azon (60 év alatti) személyek aránya, akik nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásokban élnek, Finnországban és Litvániában 2017-ben és az azt megelőző három évben az arány nőtt; a dolgozói szegénység pedig az elmúlt két évben 9,6 %-os csúcson stabilizálódott az Unió egészét tekintve.

[36] A *szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek arányára* vonatkozó mutató azon személyek arányát fejezi ki, akik a következő három szociális mutató közül legalább az egyik alapján sebezhetőnek minősülnek: 1. A *szegénység kockázatára* vonatkozó mutató a monetáris szegénységet méri a nemzeti jövedelem eloszlásának arányában, és azon személyek arányát fejezi ki, akiknek rendelkezésre álló jövedelme (a háztartás összetételének megfelelően kiigazítva) nem éri el a nemzeti medián 60 %-át; 2. A *súlyos anyagi nélkülözés* olyan mutatókat takar, amelyek erőforrások hiányához kapcsolódnak, és olyan személyek arányát jelzi, akik a kilenc nélkülözési tételből legalább négyben érintettek, az alapján, hogy bizonyos típusú kiadásokat nem tudnak megfizetni; 3. A *nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásokban élők* közé azok a 0–59 évesek sorolhatók, akik olyan háztartásban élnek, amelyben az elmúlt év során a (18–59 éves) felnőttek teljes munkapotenciáljuk kevesebb mint 20 %-át töltötték munkával. Az említett mérőszámokhoz kapcsolódó adatok jövedelmi referencia-időszaka 12 hónapban rögzített, így például az előző naptári év vagy adóév valamennyi ország vonatkozásában, kivéve az Egyesült Királyságot, ahol a jövedelmek szempontjából figyelembe veendő időszak a folyó év, illetőleg Írországot, ahol a felmérés folyamatos és a jövedelmi adatokat az utolsó 12 hónapra gyűjtik össze. A jelentés készítésének időpontjában Írország és az Egyesült Királyság kivételével valamennyi ország 2017-re vonatkozó adatai rendelkezésre álltak.

3. A TAGÁLLAMOKBAN JELENTKEZŐ FŐ KIHÍVÁSOK ÖSSZEFOGLALÁSA ÉS FELÜGYELETI VONATKOZÁSOK

Összességében számos tagállamban továbbra is jelen vannak – különböző összetételű – kockázatok. A makrogazdasági stabilitással összefüggő kihívások súlyosságának foka tagállamról tagállamra igen eltérő, a sebezhetőség és a fenntarthatatlan tendenciák jellegétől és mértékétől, valamint azok egymásra hatásától és kombinációjától függően. A fő kockázati források számos, a következőknek megfelelő tipológia alapján kapcsolódnak össze:

- Számos tagállamot elsősorban *különféle és összekapcsolódó állományjellegű* sebezhetőségek érintenek. Jellemzően ez áll fenn olyan országok esetében, amelyeket érintettek a fellendülési-visszaesési hitelciklusok, társulva a folyó fizetési mérleg előjelváltásával, és mindez hatást gyakorolt bankszektorukra és az államadósságra is.
    - Ciprus és Görögország esetében a magas eladósodottságot, valamint a jelentős negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciót a pénzügyi ágazatban tartósan fennálló problémák kísérik. Ezeknek országoknak továbbra is szembe kell nézniük azzal, hogy jelentős hitelállomány-leépítési szükségletet kell kezelniük korlátozott költségvetési mozgástér, magas (bár csökkenő) munkanélküliség és mérsékelt potenciális növekedés közepette.
    - Horvátországban, Írországban, Portugáliában és Spanyolországban a korábbi állományi problémákból eredő sebezhetőségek is jelentősek, sokrétűek és összekapcsolódnak. Bulgáriában a jelentős vállalati eladósodottság a pénzügyi szektorbeli elhúzódó problémákkal társul. Az említett országokban az állományi egyensúlyhiányok a gazdaság bővülésének köszönhetően csökkenőben vannak, ez azonban néhány esetben a költségnyomás újbóli megjelenésével kapcsolódik össze, ami a lakásárak szintjében (mindenekelőtt Írországban, és növekvő mértékben Portugáliában), valamint a költség-versenyképességből eredő előnyök stagnálásában (a fajlagos munkaköltség erős növekedése, különösen Bulgáriában) nyilvánul meg.
- Néhány országban a sebezhetőségek főként a *nagy államadósság-állományból*, valamint a *potenciális kibocsátásnövekedéssel* és a *versenyképességgel* kapcsolatos aggodalmakból erednek. Ez különösen igaz Olaszország esetében, ahol a bankszektorhoz, valamint a nemteljesítő hitelek nagy, de az utóbbi időben gyors ütemben csökkenő állományához is sebezhetőség kapcsolódik. Belgiumban és Franciaországban szintén fennállnak az államháztartás magas adósságával és a potenciális növekedéssel kapcsolatos problémák, többek között romló versenyképesség közepette, de ezek az országok nem szembesülnek az államadóssággal vagy sebezhető bankokkal összefüggő hasonló potenciális kockázatokkal. Franciaországban növekvőben van a viszonylag nagy vállalatiadósság-állomány. Belgiumban a háztartások adósságállománya viszonylag magas, és becslések szerint túlértékelt ingatlanárakkal párosul.
- Néhány tagállamban *nagy és tartós folyófizetésimérleg-többlet* jellemző, amely változó mértékben olyan visszafogott magánfogyasztást és beruházást tükröz, amelyet a gazdasági fundamentumok nem indokolnak. Ez a helyzet különösen Németországban és Hollandiában. Németországban ehhez valamennyi gazdasági ágazatot érintő hitelállomány-leépítés társul, jóllehet az adósságszintek nem kifejezetten magasak. Hollandiában a jelentős többlet a háztartások magas adósságállományával és a lakásárak erőteljes növekedésével kapcsolódik

össze. A nagy és tartós többletek elszalasztott növekedési és belföldi beruházási lehetőségeket jelezhetnek, ami – tekintettel a célkitűzésnél még mindig alacsonyabb inflációra és a külső háttérre – az euróövezet többi tagállama szempontjából is következményekkel jár.

- Néhány tagállamban *az ár- vagy költségváltozók alakulása a túlfűtöttség potenciális jeleit mutatja, különösen a lakáspiacon vagy a munkaerőpiacon*.
    - Svédországban, és kisebb mértékben Ausztriában, Dániában, Luxemburgban, Hollandiában és az Egyesült Királyságban tartós a lakásár-emelkedés, amelyhez esetleges túlértékelési rések és jelentős háztartási adósságállomány kapcsolódik, de a legújabb adatok a lakásárak csökkenésére utalnak. Több országban a lakásárak erőteljes növekedése mellett nem jellemző nagymértékű túlértékelés, és a háztartások eladósodottsága korlátozott (például Csehországban, Magyarországon és Lettországban).
    - Csehországban, Észtországban, Magyarországon, Lettországban, Litvániában és Romániában a fajlagos munkaköltség továbbra is viszonylag erős ütemben növekszik, míg az árak versenyképessége csökken. Románia esetében gyorsan emelkednek a fajlagos munkaköltségek, amelynek hátterében a folyó fizetési mérleg hiányának romlása és olyan prociklikus fiskális politikák állnak, amelyek felerősíthetik az esetleges túlhevülési nyomást.

A tervezett részletes vizsgálatok segítségével átfogóbban elemezhetők az említett kihívások és lehetővé válik a szükséges szakpolitikák értékelése.

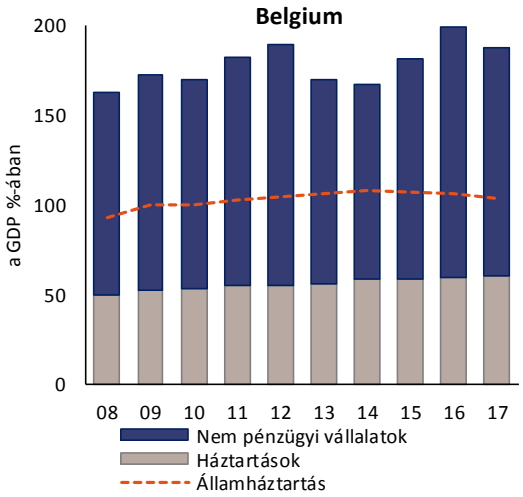
Összességében tehát 13 tagállam esetében indokolt részletes vizsgálat, ezek: Bulgária, Horvátország, Ciprus, Franciaország, Németország, Görögország, Írország, Olaszország, Hollandia, Portugália, Románia, Spanyolország és Svédország. E tagállamok közül tizenegy a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás végrehajtásának előző éves ciklusában részletes vizsgálat tárgyát képezte. A bevált gyakorlatot követve új, a meglévő értékelés aktualizálását célzó részletes vizsgálat készül annak értékeléséhez, hogy az azonosított egyensúlyhiányok súlyosbodnak vagy folyamatban van a kiigazításuk. Az érintett tagállamok Bulgária, Horvátország, Ciprus, Franciaország, Németország, Írország, Olaszország, Hollandia, Portugália, Spanyolország és Svédország. Részletes vizsgálatra kerül sor Görögország esetében a több forrásból, mindenekelőtt az állományi problémákból eredő esetleges egyensúlyhiányok értékelése céljából. Görögország korábban nem állt a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében felügyelet alatt, mert 2018 augusztusáig a számára biztosított pénzügyi támogatáshoz kapcsolódó makrogazdasági kiigazítási programban vett részt. Számos olyan ország esetében, amely az utóbbi években kikerült a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében végrehajtott felügyelet alól (2018-ban Szlovénia, 2017-ben Finnország, 2016-ban Belgium és Magyarország), illetőleg amelyek esetében a részletes vizsgálat nem vezetett egyensúlyhiány megállapításához (Ausztria és Észtország 2016-ban) az utolsó rendelkezésre álló részletes vizsgálatban megállapított kockázatokhoz képest a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés nem utal jelentős további kockázatokra. Ehelyett indokoltnak tűnik viszont részletes vizsgálatot végezni Románia esetében, a korábbi részletes vizsgálatok során már azonosított kockázatot jelentő fejlemények alakulásának és esetleges újbóli megjelenésének értékeléséhez, mindenekelőtt a versenyképesség és a külső egyenleg összefüggésében.

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

Belgium: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Belgium tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a magánszektor adósságállománya és az államadósság.

A külső fenntarthatósághoz hozzájárul a folyó fizetési mérleg javuló egyenlege és a kedvező nettó nemzetközi befektetési pozíció. A bérek néhány évig tartó mérséklődését követően erősödött, bár visszafogott marad a fajlagos munkaköltség növekedése. 2017-ben némileg csökkent az exportpiaci részesedés. A magánadósság állománya viszonylag magas, különösen a nem pénzügyi vállalatok esetében, bár a több országon átívelő kiterjedt csoporton belüli hitelezés megnöveli az adósságra vonatkozó adatokat. A háztartások adósságát övező kockázatok elsősorban a lakáspiacról erednek, ahol a reál lakásárak az elmúlt években mérsékeltek voltak, bár a 2008-at megelőző gyors növekedést nem követte kiigazítás. Az államháztartás adóssága kiegyenlítődött, és a 2014-es csúcsértékhez képest némileg csökkent. Az államadósság magas szintje azonban továbbra is komoly kihívást jelent az államháztartás hosszú távú fenntarthatósága szempontjából. A munkaerőpiaci helyzet javult, a munkanélküliség tovább csökkent, ideértve a tartós és az ifjúsági munkanélküliséget is. Az aktivitási ráta az uniós tagállamokban megfigyelhetőhöz képest alacsony marad, ezzel szemben a betöltendő álláshelyek aránya magas és növekvőben van.

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



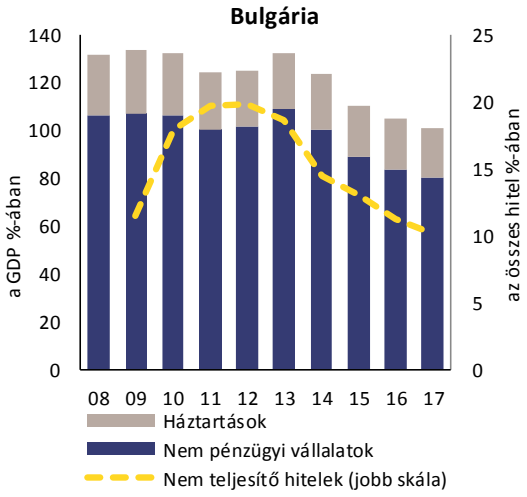
Forrás: Eurostat

Összefoglalva, a gazdasági elemzés főként az állami, de a háztartási eladósodottsággal is összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Bulgária: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Bulgáriában *egyensúlyhiány* áll fenn mindenekelőtt a pénzügyi szektorbeli sebezhetőség és a kapcsolódó magas eladósodottság, valamint a vállalati szektorbeli nemteljesítő hitelek állománya miatt. Az aktualizált eredménytábla alapján három mutató, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a fajlagos munkaköltség növekedése és a reál lakásárak emelkedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A folyó fizetési mérleg többlete 2017-ben tovább nőtt, miközben a főként közvetlen külföldi befektetéseket tükröző negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább javult. A fajlagos munkaköltség növekedése 2017-ben számottevő volt, de a reál effektív árfolyam nagyjából stabil maradt, és némileg javultak az exportpiaci részesedések. A vállalatok jelentős eladósodottsága továbbra is aggodalomra ad okot, bár az adósságráta az elmúlt néhány évben fokozatosan csökkent, részben az erőteljes nominális GDP-növekedés eredményeként. A hiteláramlás újra élénkülni kezdett, ami lelassítja a hitelállomány-leépítést, ugyanakkor azonban hozzájárulhat a magánberuházások bővüléséhez és a nagyobb potenciális növekedéshez. Emellett a nemteljesítő hitelek szintje – bár csökkenőben van – továbbra is magas, különösen a vállalati szektorban. Noha a 2016. évi eszközminőség-vizsgálatot követően volt előrelépés a pénzügyi szektor felügyeletének javítása terén, néhány sebezhetőséget még figyelemmel kell kísérni, többek között a kapcsolt felek közötti ügyleteket és a nehezen értékelhető eszközökkel szembeni kitettséget. A reál lakásárak gyorsan emelkedtek, és megélénkült az építőipar és a jelzáloghitelezés is. Ebben a szakaszban még nincs jele a túlértékeltségnek, de a lakáspiacon jelenleg érzékelhető dinamikának figyelmet kell szentelni. A kedvező ciklikus fejleményekkel összefüggésben a munkanélküliség tovább csökkent, mindenekelőtt az ifjúsági és a tartós munkanélküliség, az aktivitási ráta pedig javult.

A2. ábra: Magánadósság és nemteljesítő hitelek



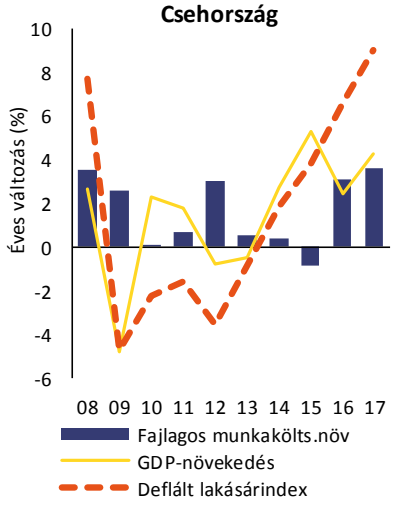
Forrás: Eurostat és EKB

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a pénzügyi szektor még fennálló sebezhetőségével, valamint a vállalati adósságállománnyal összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Csehország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Csehország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a reál lakásárak emelkedése és a pénzügyi szektor teljes kötelezettségállománya.

A folyó fizetési mérleg javul és 2017-ben némi többletet mutatott. Az árfolyamra vonatkozó kötelezettségvállalás 2017. áprilisi lejáratát követően a reál effektív árfolyam felértékelődött, miközben a nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább erősödött, bár a korábbi évekhez képest lassabb ütemben. A nominális fajlagos munkaköltség az erőteljes béremelkedés következtében növekedett, és az

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



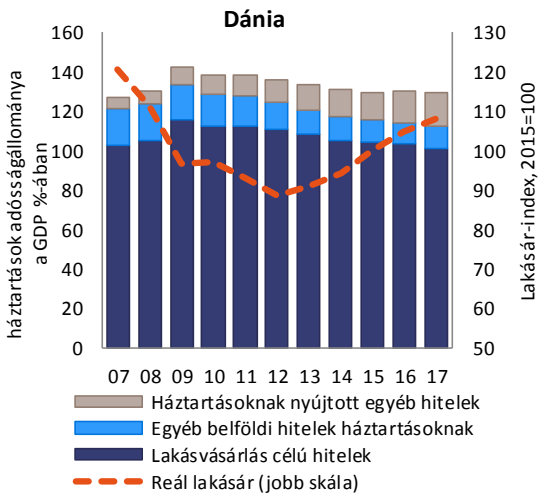
Forrás: bizottsági szolgálatok

előrejelzés szerint a súlyos munkaerőhiánnyal összefüggésben a növekedés üteme felgyorsul. A reál effektív árfolyam felértékelődése ellenére az elmúlt években még némileg javult az exportpiaci részesedés. A lakásárak emelkedése és a jelzáloghitelezés tovább élénkült és szoros nyomon követést tesz szükségessé. Mindazonáltal a magánszektor adósságállománya mérsékelt, ideértve a háztartások adósságállományát is, amely stabil. Az államadósság alacsony, és folyamatosan csökken, amihez hozzájárul az államháztartási többlet. A pénzügyi szektor kötelezettségállományának növekedése 2017-ben számottevően felgyorsult, és az indikatív küszöbérték fölé emelkedett. Ez elsősorban a cseh koronában denominált betétek nem rezidensek általi, az árfolyamra vonatkozó kötelezettségvállalás lejáratát megelőző megszerzésével magyarázható. A munkanélküliségi ráta tovább csökkent, és a munkaerőpiac rendkívül szűk.

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

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

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

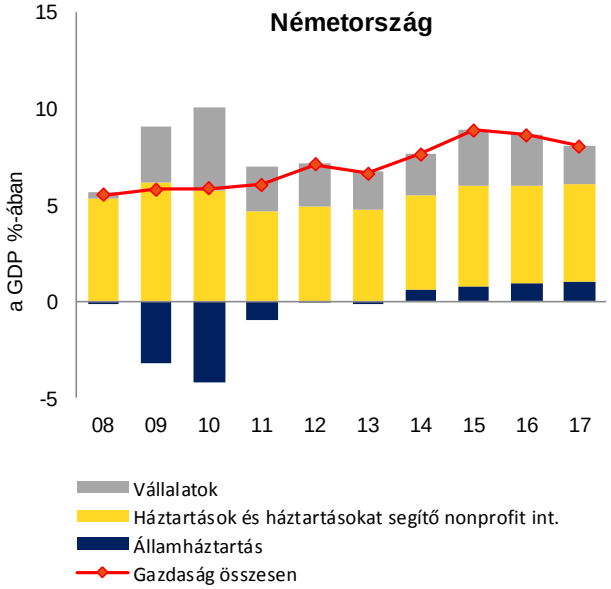


Forrás: Eurostat és EKB

A folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is jelentős többletet mutat. A folyó fizetési mérleg sorozatos többlete számottevő pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciót eredményezett, ez pedig pozitív nettó elsődleges jövedelmet generál, ami megerősíti a pozitív folyófizetésimérleg-egyenleget. A fajlagos munkaköltség növekedése lassú annak ellenére, hogy a szűkebb munkaerőpiac nyomást gyakorol a bérekre és a termelékenységi dinamika visszafogott. Az exportpiaci részesedés növekedése nagyjából egyenletes. Noha nemzeti szinten lassulás jellemző, a lakásárak a jelentős nagyvárosi területeken továbbra is gyorsan nőnek. Ezeket a fejleményeket figyelemmel kell kísérni. A háztartások eladósodottsága a GDP arányában a legmagasabbak között van az EU-ban, és mérsékelt hitelnövekedés mellett csak lassan csökken. A háztartásokban folytatódott a megtakarítások növelése, tükrözve az adósságállomány csökkentésére irányuló erőfeszítéseket, és makroprudenciális szakpolitikai intézkedések kerültek bevezetésre a kockázatos hitelfelvétel korlátozása céljából. Másfelől a vállalatok eladósodottsága mérsékelt marad. A munkaerőpiac továbbra is javul, a foglalkoztatás növekedése stabil, a munkaerőhiány egyre jelentősebbé válik.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a folyó fizetési mérleggel, a magánszektor adósságállományával és a lakásszektorral összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

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



Forrás: bizottsági szolgálatok

Németország: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Németországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, ami mindenekelőtt a folyó fizetési mérleg jelentős – a magán- és a közszférában egyaránt felhalmozott megtakarításokhoz képest visszafogott beruházásokat tükröző – többletével függ össze. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató továbbra is meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege és az államadósság.

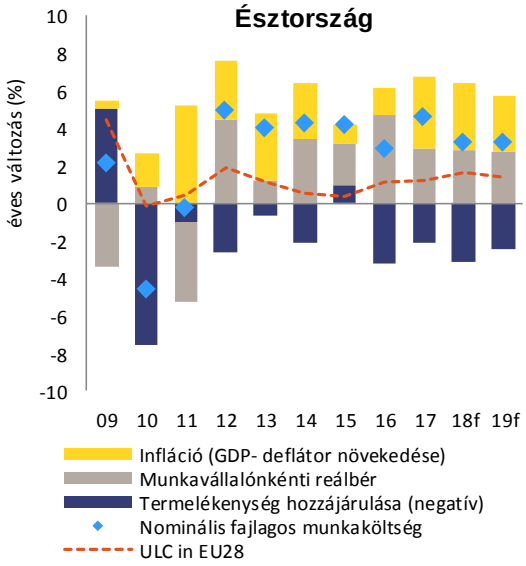
A folyó fizetési mérleg változatlanul rendkívül nagy többletet mutat, bár éves szinten 2017-ben némileg szűkült. A folyamatosan bővülő belső kereslettel párhuzamosan várhatóan folytatódni fog a folyó fizetési mérleg többletének szűkülése, de magas szinten marad és a nettó nemzetközi befektetési pozíció további növekedéséhez vezet. A fajlagos munkaköltség növekedése továbbra is mérsékelt. Az exportnövekedés 2017-ben megerősödött, de az exportpiaci részesedés csekély mértékben visszaesett. Az alacsony adósságállomány ellenére a magánszektorban folytatódik a hitelállomány-leépítés. Ugyanakkor az üzleti beruházások GDP-hez viszonyított aránya növekszik. A lakásberuházások szintén bővülnek, de még mindig elmaradnak a városi övezetekben jelentkező lakáskereslettől. A reál lakásárak növekedése gyorsult és az építési költségek emelkedtek, ami figyelmet érdemel, többek között az árak és a lakáskínálat regionális különbségeire tekintettel. A hitelállomány bővülése fokozatosan erősödik. A háztartási megtakarítások aránya magas szinten marad a mérsékelt bérnövekedés és az erős magánfogyasztás ellenére, az elosztott vállalati jövedelem magasabb beáramlását tükrözve. Az államadósság csökkenése folytatódott, és várhatóan 2019-re a GDP 60 %-ában meghatározott küszöbérték alá kerül, miközben változatlanul jellemző az állami beruházások elmaradása. Az általános munkanélküliség, és ezen belül az ifjúsági és a tartós munkanélküliség tovább csökkent és rendkívül alacsony maradt.

Összességében a gazdasági elemzés a megtakarítások tartós, a beruházásokat meghaladó többletét emeli ki, ami a magas, és csak fokozatosan csökkenő folyófizetésimérleg-többletben tükröződik, rávilágítva annak szükségességére, hogy folytatni kell az egyensúly helyreállítását. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Észtország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Észtország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján a nominális fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A folyó fizetési mérleg többlete 2017-ben tovább nőtt, a nettó nemzetközi befektetési pozíció javult és a küszöbértéken belüli szintre került. A nominális fajlagos munkaköltség növekedésének üteme változatlanul nagy, tükrözve az inflációt és az élénk béremelkedést. A termelékenység dinamikája visszafogott, és ez némileg hatást gyakorol a költség-versenyképességi mutatókra. A reál effektív árfolyam felértékelődése folytatódott, miközben az exportpiaci részesedés stabil. A reál lakásárak emelkedése az elmúlt években dinamikus volt, de 2017-ben mérsékelt szintre lassult. A háztartások hitelállomány-leépítése folytatódott, miközben az államadósság szintje nagyon alacsony. A munkaerőpiac szűkül, de a bevándorlás némileg enyhítette a munkaerőhiányt.

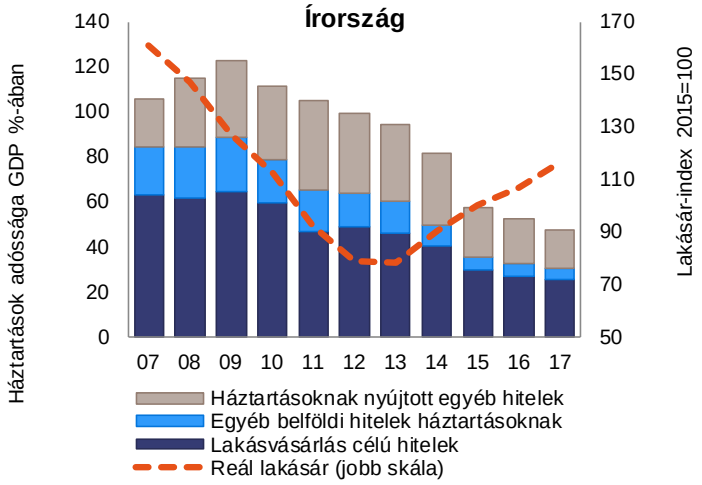
A6. ábra: ***A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban***



Forrás: bizottsági szolgálatok

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

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



Forrás: Eurostat, bizottsági szolgálatok és EKB

Írország: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Írországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, mindenekelőtt az állam- és magánadósság jelentős állományából és a nettó külső kötelezettségekből eredő sebezhetőséggel összefüggésben. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a reál effektív árfolyam, a magánadósság, az államadósság, valamint a reál lakásárak éves változása.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2017-ben számottevő többletet mutatott a 2016. évi jelentős hiányhoz és az azt megelőző évek többletéhez képest. A szellemi tulajdon importja és a szerződéses gyártás terén jelentkező volatilitás az elmúlt években hozzájárult a folyó fizetési mérleg egyenlegében bekövetkezett ingadozásokhoz.[37] A nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább javul, bár még mindig

[37] A szerződéses gyártás olyan folyamat, amelynek keretében rezidens multinacionális vállalatok külföldi cégekkel szerződnek arra, hogy azok a nevükben árut állítsanak elő. Mivel ezek az áruk a

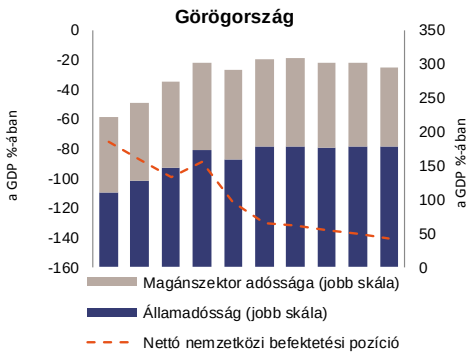
erőteljesen negatív, nagyrészt a belföldi gazdasághoz kevéssé kapcsolódó multinacionális vállalatok tevékenysége miatt. A multinacionális vállalatok tevékenysége révén is előmozdított, erős termelékenységnövekedés az elmúlt években hozzájárult a versenyképesség javulásához. A magánadósság még mindig rendkívül magas, bár tovább csökkent. A háztartások tovább csökkentették adósságállományukat, és az ír bankok visszafogták a belföldi vállalatokkal szembeni kitettségeiket, ami arra utal, hogy folytatódik a vállalatok hitelállomány-leépítése. A belföldi nem pénzügyi vállalatok helyzetének értékelését megnehezíti a multinacionális vállalatok teljes vállalati adósságállományból való részesedése. 2014 óta rendkívül dinamikus a lakásárak növekedése, főleg a kínálati korlátok miatt, és ez szoros nyomon követést tesz szükségessé. A számottevő gazdasági növekedés eredményeként csökken – bár még mindig magas – a GDP-arányos államadósság szintje. Az elmúlt években csökkent a nemteljesítő hitelek aránya, de változatlanul magas. Bár a bankok tőkeerősek, a tartalékképzés szintje csökkent. A bankok jövedelmezősége – noha még mindig visszafogott – fokozatosan javul. A munkanélküliségi ráta 2017-ben az eredménytábla küszöbértéke alá esett, és az ifjúsági és a tartós munkanélküliség csökkenése folyamatos.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső pozíció volatilitásával és a magán- és a közszféra adósságállományával, valamint a lakásárak gyors növekedésével, továbbá a nemteljesítő hitelek viszonylag magas arányával összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Görögország: Görögország 2010-től mostanáig pénzügyi támogatási programokban vett részt. Az egyensúlyhiány és a korrekciós intézkedések felügyelete nem a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás, hanem a pénzügyi támogatási programok keretében történt. Az elmúlt években Görögország fontos lépéseket tett a folyamatjellegű egyensúlyhiányok visszaszorítása és a kapcsolódó kockázatok kezelése érdekében, de a korábbi állományi egyensúlyhiányok várhatóan fennmaradnak. Ezt tükrözi az aktualizált eredménytábla is, amely alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció, az exportpiaci részesedésvesztés, az államadósság és a munkanélküliségi ráta.

Míg a magánszektor nettó nemzetközi befektetési pozíciója pozitív, a külső államadósság magas aránya összességében jelentősen negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciót eredményez. Bár a külső államadósság nagy részét kedvező kamatozású kölcsönök adják, a nettó nemzetközi befektetési pozíció hosszú távú fenntarthatósága szükségessé teszi a folyó fizetési mérleg közelmúltbeli javulásának fenntartását a növekvő belső

A8. ábra: ***Nettó nemzetk. befektetési pozíció (NIIP), magánszektor adóssága és államadósság***



Forrás: Eurostat

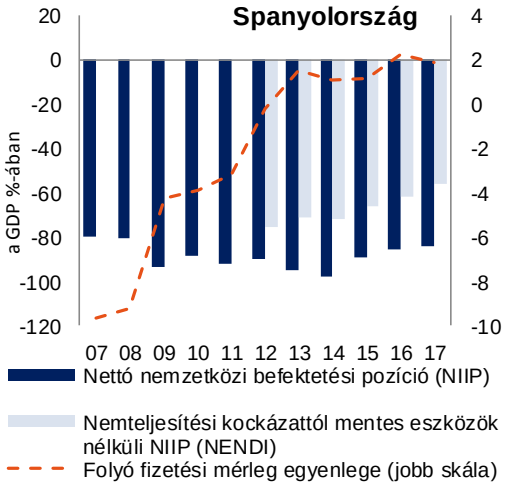
rezidens vállalatok tulajdonában vannak, az áruk értékesítése a rezidens ország szempontjából exportként kerül megjelenítésre, még akkor is, ha azok nem kerülnek be a belföldi gazdaságba.

kereslettel összefüggésben. Az elmúlt öt évben az exportpiaci részesedés jelentős csökkenése volt jellemző, de úgy tűnik, ez a tendencia 2017-ben megfordult. A GDP-arányos államadósság nagyon magas, bár várhatóan csökkenni fog és fenntarthatóságát alátámasztja az eurócsoporttal kötött 2018. júniusi megállapodás. A lakásárak 2017-ben reálértéken továbbra is csökkentek, de 2018 elején stabilizálódtak. A magánszektor hitelállományának további leépítésével a hitelállomány bővülése negatív marad. A nemteljesítő hitelek magas aránya gátolja a gazdaságba irányuló megfelelő hiteláramlás helyreállítását, amelyre középtávon szükség van a növekedés ösztönzéséhez. A munkanélküliség csökken, de továbbra is magas, különösen ami a tartós és ifjúsági munkanélküliséget illeti.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magas állami és külső adósságállománnyal, a megtakarítások alacsony szintjével és a nemteljesítő hitelek magas állományával, valamint az ezt övező magas munkanélküliséggel, alacsony termelékenységnövekedéssel és a lanyha beruházási tevékenységgel összefüggő problémákat emeli ki A Bizottság ezért úgy véli, hogy célszerű lenne részletes vizsgálatban tovább elemezni a kockázatokat annak megállapítása érdekében, hogy fennáll-e egyensúlyhiány.

Spanyolország: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Spanyolországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amely különösen a magán- és a közszféra külső és belső adósságának magas szintjéhez kapcsolódik, összefüggésben a jelentős munkanélküliséggel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a magán és az államadósság aránya, továbbá a munkanélküliségi ráta, valamint az aktivitási ráta növekedése.

A9. ábra: ***NIIP és folyófizetésimérleg-egyenleg***



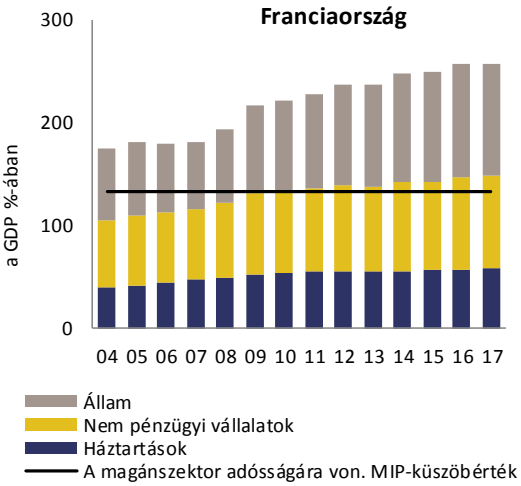
Forrás: bizottsági szolgálatok

A külső egyensúly helyreállítása folytatódott, bár viszonylag lassan, ugyanakkor a nettó nemzetközi befektetési pozíció továbbra is nagyon magas, de javul. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése a visszafogott béremelkedés és az alacsony termelékenységnövekedés összefüggésében stabil volt. Éves összehasonlításban az exportpiaci növekedés mérsékelt volt a reál effektív árfolyam 2017-es kismértékű felértékelődése ellenére. A magánszektor adósságállományának csökkenése 2017-ben folytatódott, különösen a vállalatoknál, de továbbra is fennáll a hitelállomány-leépítés szükségessége. Emellett folytatódott a beruházások élénküléséhez hozzájáruló új hitelek állományának bővülése. A háztartások esetében az adósság csökkenését visszatartotta a fogyasztói hitelek állományának erőteljes növekedése. A lakásárak az utóbbi években a korábbi alulértékelést követően emelkedni kezdtek. Az elmúlt években az államháztartási hiány csökkenésének fő mozgatórugója az erős gazdasági növekedés volt, de a tartós hiány azt jelzi, hogy az államadósság aránya csak lassan csökken. A munkanélküliség gyorsan csökken, de továbbra is igen magas, különösen a fiatalok körében. Ugyanakkor a csekély termelékenységnövekedés következtében a versenyképesség javulása a költségelőnyök függvénye.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső fenntarthatósággal, a magán- és államadóssággal, valamint a munkaerőpiaci kiigazítással kapcsolatos problémákat emeli ki, háttérben a termelékenység gyenge növekedésével. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását és annak határokon átnyúló jelentőségét is figyelembe véve – úgy véli, hogy hasznos tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Franciaország: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Franciaországban *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében mindenekelőtt a magas államadósság-állomány és az alacsony termelékenységnövekedéssel összefüggő gyenge versenyképesség áll. Az aktualizált eredménytábla alapján az államadósságra és a magánszektor adósságállományára, valamint a munkanélküliségre vonatkozó mutatók küszöbértéken vannak vagy meghaladják azt.

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



Forrás: Eurostat

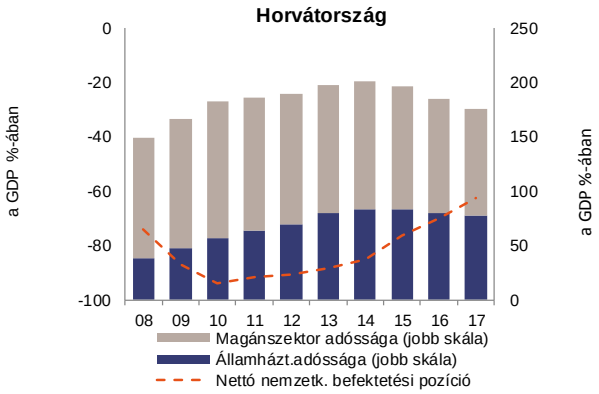
A folyó fizetési mérleg hiánya 2017-ben nagyjából stabil volt, míg a nettó nemzetközi befektetési pozíció romlott. Az exportnövekedés élénkülése ellenére 2017-ben kismértékű exportpiaci részesedésvesztés következett be, miközben a reál effektív árfolyam stabilizálódott. A béremelkedés mérséklődésének köszönhetően visszafogott volt a fajlagos munkaköltség növekedése. A termelékenység dinamikája azonban lanyha maradt. A magas és még mindig növekvő államadósságból eredő sebezhetőségek jelentik az aggodalmak fő forrását. A jelentős állam- és magánadósság kombinációja további sebezhetőséget eredményez. A magánszektor adósságállománya viszonylag magas, különösen a nem pénzügyi vállalatok esetében, miközben a hitelállomány bővülése némileg élénkül. A reál lakásárak mérsékelt ütemben emelkedtek. A munkaerőpiaci helyzet javul, a munkanélküliség mutatója a küszöbértéken belül mozog.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a nagyarányú eladósodottsággal, valamint az alacsony termelékenységnövekedéssel összefüggő gyenge versenyképességgel kapcsolatos problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Horvátország: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Horvátországban *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, ami az állami, magán- és külső – nagyrészt külföldi pénznemben denominált – adósság magas szintjéhez kapcsolódik, összefüggésben az alacsony potenciális növekedéssel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), az államadósság és a munkanélküliségi ráta.

A szélesedő folyófizetésimérleg-többlet által alátámasztott negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció, amely nagyrészt a közvetlen külföldi befektetéseket tükrözi, erősödött, bár a küszöbérték fölött marad, és tartós árfolyamkockázatnak van kitéve. A fajlagos munkaköltség negatív nominális növekedése a költség-versenyképesség további javulására utal, bár a reál effektív árfolyam stabil maradt. Ennek eredményeként 2017-ben Horvátország piaci részesedése tovább nőtt, de a korábbi évekkel összevetve lassabb ütemben. A magánszektor adósságállománya a hiteláramlás 2017-es helyreállása ellenére még mindig csökken. A nemteljesítő hitelek állományának csökkenése a bankszektorban lelassult, és a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek nagy része továbbra is nemteljesítő. 2017-ben tovább csökkent az államadósság-ráta, többek között az államháztartási egyenleg javulásának köszönhetően. A munkanélküliségi ráta csökkenése folytatódott. A munkaerőpiaci részvétel azonban még mindig nagyon alacsony és a lanyha termelékenységjavulással összekapcsolódva továbbra is visszafogja a potenciális növekedést. Az ország legnagyobb munkáltatójához, az Agrokorhoz kapcsolódó kockázatok enyhültek, miután hitelezői elfogadták az adósságátstrukturálásra vonatkozó tervet.

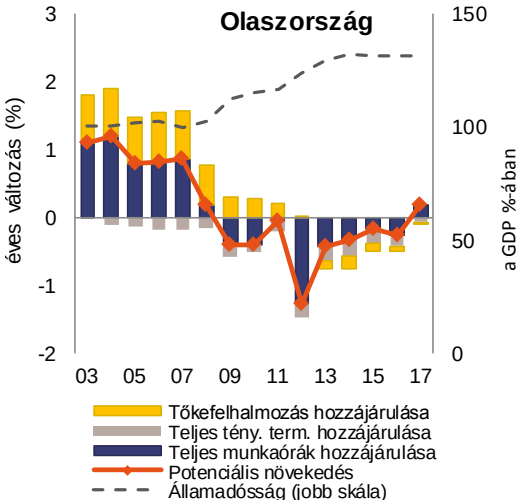
A11. ábra: ***NIIP, magánszektor adóssága és az államháztartás adóssága***



Forrás: Eurostat

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a még mindig magas, bár csökkenő adósságszinteket és a valamennyi gazdasági ágazatban jelentkező árfolyamkockázati kitettségeket, valamint a magasabb potenciális növekedés tartós korrekcióval összefüggő jelentőségét emeli ki. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

A12. ábra: ***Potenciális növekedés és államadósság***



Forrás: bizottsági szolgálatok

Olaszország: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Olaszországban *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében mindenekelőtt a magas államadósságból és a tartósan gyenge termelékenységi dinamikából eredő kockázatok állnak, összefüggésben a nemteljesítő hitelek nagy állományával és a munkanélküliséggel. Az aktualizált eredménytábla alapján két mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az államadósság és a munkanélküliségi ráta.

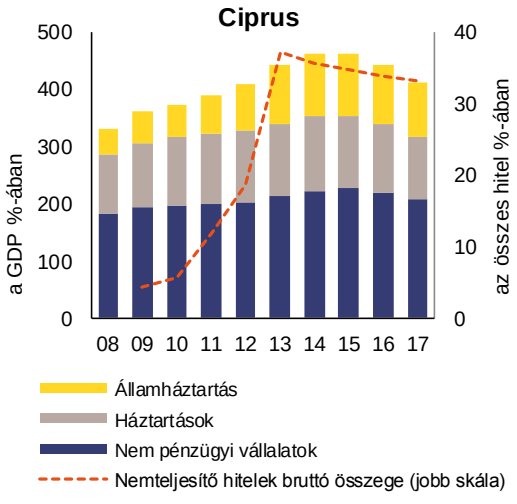
A külső pozíció viszonylag erős és összekapcsolódik a folyó fizetési mérleg többletével, valamint a nettó nemzetközi befektetési pozíció javulásával. Az államadósság 2017-ben rendkívül magas szinten stabilizálódott, de a kormány fiskális tervei, a vártnál gyengébb élénkülés és a magasabb hitelfelvételi költségek a jövőben gátolják a GDP-arányos adósságráta csökkenését.

Ugyanakkor a gyenge termelékenységnövekedés és a munkaképes korú népesség számának csökkenése nyomást gyakorol Olaszország potenciális növekedésére. Az alacsony termelékenységnövekedés a régóta fennálló strukturális gyengeségekben gyökerezik, amelyek közé tartozik a szomszédos országokban jellemzőhöz képest kevésbé kedvező üzleti környezet, a finanszírozási korlátok, a magasan képzett munkaerő hiánya és az immateriális javakra fordított beruházások alacsony szintje. Előrehaladt a bankok mérlegének helyreállása, és az olasz bankszektor 2017-ben újra nyereségessé vált. Mindazonáltal továbbra is sebezhetőségek állnak fenn különösen azon közepes és kis méretű bankok esetében, amelyek még mindig nemteljesítő hitelek korábban keletkezett nagy állományával rendelkeznek, és a nagyobb bankoknál jobban ki vannak téve a szuverén kockázatnak. A munkaerőpiaci körülmények fokozatosan javulnak, de a munkanélküliségi ráta változatlanul magas, jóval meghaladja a válság előtti szinteket, különösen a fiatalok és a tartósan munkanélküliek körében. Az általános aktivitási ráta emelkedőben van, de nem éri el az euróövezeti átlagot. A folyamatban lévő gazdaságélénkülés miatt nem romlott tovább az olaszországi egyensúlyhiány, de még mindig számottevő és felszámolása csak fokozatosan valósul meg. A reál GDP növekedésének lelassulása, és az államkötvények piacán újra jelentkező feszültségek alááshatják az eddig elért eredményeket.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés az állam nagyarányú eladósodottságával és az ezzel összefüggő nagyobb piaci volatilitással, valamint a magas munkanélküliséggel kapcsolatos problémákat emeli ki. A termelékenység dinamikája továbbra is gyenge és újra aggodalomra ad okot a bankok és az állam közötti visszacsatolási spirál. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

Ciprus: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Cipruson *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, aminek hátterében mindenekelőtt a magán-, állam- és külső adósság nagy állománya, továbbá az áll, hogy a bankrendszerben magas a nemteljesítő hitelek aránya. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató 2017-ben változatlanul meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg, a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a reál effektív árfolyam, a magánszektor adósságállománya és az államadósság, valamint a munkaerő aktivitási rátájának változása.

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



Forrás: Eurostat és EKB

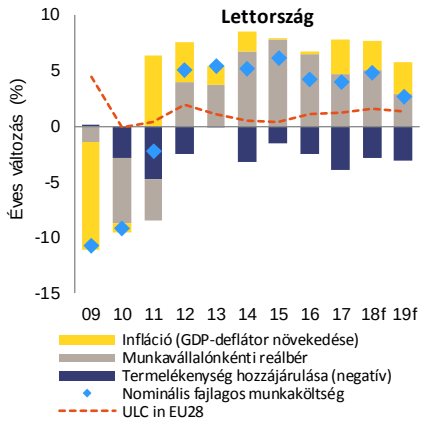
A folyó fizetési mérleg hiánya 2017-ben – az erőteljes importnövekedés mellett – szélesedett, és a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció még mindig jelentős. A költség-versenyképesség kiigazítását visszafogta a fajlagos munkaköltség kismértékű növekedése és a reál effektív árfolyam stabilizálódása. A magánszektor eladósodottságának szintje uniós összehasonlításban mind a háztartások, mind a vállalatok tekintetében a legmagasabbak között van, és ezzel párhuzamosan a hitelállomány-leépítési folyamat lassú. Kiemelendő, hogy a háztartások megtakarítása negatív. A reál lakásárak lefelé történő kiigazítása elérte a mélypontot és a lakásárak mérsékelten emelkedni kezdtek. A nemteljesítő hitelek rendkívül magas aránya gátolja a

gazdaságba irányuló hiteláramlást, amelyre középtávon szükség van a potenciális növekedés ösztönzéséhez. A GDP-arányos államadósság még mindig nagyon magas. A munkanélküliség gyorsan csökken, bár még mindig jelentős, mindenekelőtt az ifjúsági munkanélküliség, jóllehet az elmúlt három évben a tartós és az ifjúsági munkanélküliség csökkenni kezdett.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső fenntarthatósággal, a magán- és államadóssággal, a pénzügyi szektor sebezhetőségével, valamint a munkaerőpiaci kiigazítással összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

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

A14. ábra: A fajlagos munkaköltség (ULC) tényezők szerinti bontásban



Forrás: bizottsági szolgálatok

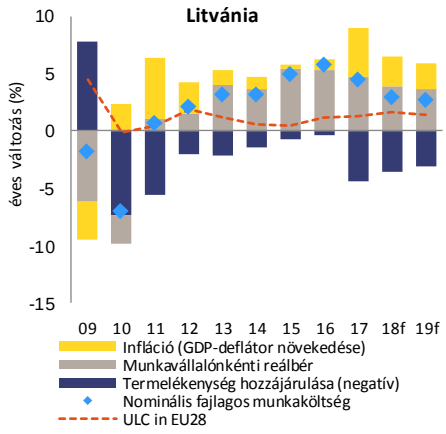
A folyó fizetési mérleg nagyjából kiegyensúlyozott, és a nagyrészt közvetlen külföldi befektetésekből álló negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció – bár továbbra is meghaladja a küszöbértéket – javult, tekintettel az erős nominális GDP-növekedésre. Más országokéval összehasonlítva a fajlagos munkaköltségek több éven át gyorsan növekedtek, az erős béremelkedést és a szűk munkaerőpiacot tükrözve, és a mutató 2014 óta az eredménytábla küszöbértéke felett maradt. A külső árversenyképességre és az exportteljesítményre gyakorolt hatás, amelyet részben a csökkentett haszonkulcsok tompítottak, mindeddig korlátozott volt. A jövőben a béremelkedés várhatóan erős marad a munkaerőpiac további szűkülése következtében. Összességében ezek a fejlemények kockázatot jelentenek az ország versenyképessége és a középtávú növekedési kilátások szempontjából. A reál lakásárak emelkedése dinamikus marad. Bár 2016-hoz képest 2017-ben csökkentek a lakásárak, 2018 első felében növekedésük újra felgyorsult. A hitelállomány bővülése összességében visszafogott. A magánszektor és az államháztartás adósságállománya viszonylag alacsony.

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

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

A folyó fizetési mérleg nagyjából kiegyensúlyozott, és az erős nominális GDP-növekedésre tekintettel a – nagyrészt közvetlen külföldi befektetéseket tartalmazó – negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció javult, bár valamivel a küszöbérték felett marad. Más országokkal összehasonlítva a fajlagos munkaköltség növekedése évek óta magas, és a mutató 2015 óta meghaladja az eredménytábla küszöbértékét, ami a szűk munkaerőpiacot és egyéb tényezők mellett a minimálbér 2016 óta jellemző gyors növekedését tükröző magas béremelkedés következménye. A növekvő munkaköltségeknek a külső költség-versenyképességre és az exportteljesítményre gyakorolt hatása eddig korlátozott volt, mivel részben tompították a csökkentett haszonkulcsok, ami önmagában hosszú távon valószínűleg nem fenntartható. A jövőben a béremelkedés várhatóan erős marad, a csökkenő munkanélküliség és a szűkülő munkaerőpiac mellett. Összességében ezek a fejlemények középtávon nyomást gyakorolnak az ország versenyképességére és a növekedési kilátásokra. A lakásárak növekedése az elmúlt években dinamikus volt, és – bár még mindig a küszöbértéken belül van – fokozatosan erősödik. A hitelállomány bővülése megélénkült. Az állam- és a magánadósság szintje továbbra is viszonylag alacsony és stabil.

A15. ábra: A fajlagos munkaköltség (ULC) tényezők szerinti bontásban



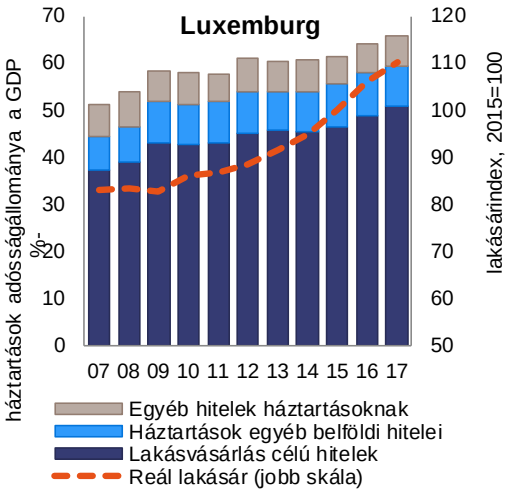
Forrás: bizottsági szolgálatok

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

Luxemburg: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Luxemburg tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a magánszektor adósságállománya, valamint az aktivitási ráta és a tartós munkanélküliségi ráta változása.

A külső pozíció változatlanul stabil folyófizetésimérleg-többletet, valamint pozitív és állandó nettó nemzetközi befektetési pozíciót jelez. Mindazonáltal az adatokra nagyobb hatást gyakorolt az ország nemzetközi pénzügyi központként betöltött szerepe, mint a belföldi gazdasági tevékenység. A kumulatív exportpiaci részesedés stabilizálódott. Az utóbbi időben azonban némi piacvesztés következett be, amit részben előmozdított a költség-versenyképesség romlása, amire viszont a fajlagos munkaköltség erősebb növekedése és az importárak emelkedése hatott. Az elmúlt évtizedben a reál lakásárak viszonylag nagymértékben emelkedtek, aminek

A16. ábra: Háztartások adósságállománya és lakásárindex



Forrás: Eurostat és EKB

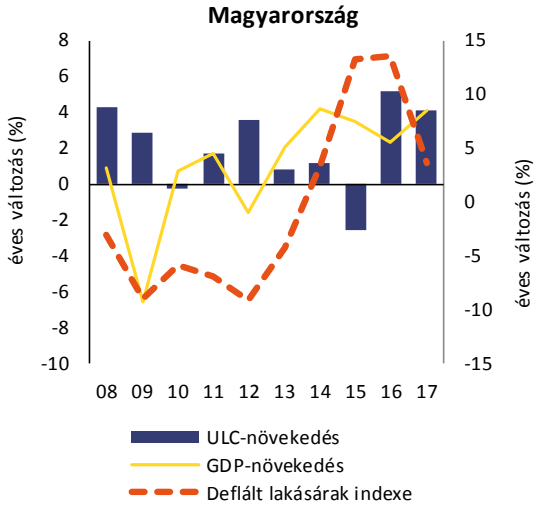
összességében kiemelt figyelmet kell szentelni. A lakásárak emelkedésének hátterében a dinamikus munkaerőpiac és az ahhoz kapcsolódó jelentős nettó migrációs áramlás, valamint a kedvező finanszírozási feltételek állnak, miközben a kínálat viszonylag korlátozott és nem elegendő az erős kereslet kiegyenlítéséhez. A folyamatosan növekvő lakásárakra tekintettel a lakások megfizethetősége továbbra is romlik. A vállalatok eladósodottsága rendkívül magas, de ez elsősorban a határokon átnyúló vállalaton belüli hitelezéshez kapcsolódik. A háztartások – főként jelzálogtartozásból álló – adósságállományának szintje folyamatosan nő, a lakáspiac dinamikáját és a kedvező hitelfeltételeket tükrözve. Bár az alacsonyabb kamatok és a jelzáloghitelek hosszabb lejárata csökkentette a háztartásokra nehezedő pénzügyi nyomást és az új jelzáloghitelek többségét rögzített kamattal nyújtják, az eladósodott háztartások nagy része továbbra is ki van téve a kamatláb-emeléseknek. A bankszektor szilárdsága azonban enyhíti az ország pénzügyi stabilitását övező kockázatokat. Az államadósság változatlanul nagyon alacsony. A gazdaság közelmúltbeli lassulása ellenére a munkaerőpiac szűkül és a munkanélküliség tovább csökken.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés elsősorban a folyamatosan növekvő lakásárakhoz és a háztartások adósságállományához kapcsolódó néhány visszafogott kockázatra utal. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

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

Az elmúlt évek folyófizetésimérleg-többlete a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció gyors és tartós javulását eredményezte, ami nagyrészt a közvetlen külföldi befektetéseket is tükrözi. Az exportpiaci részesedés 2017-ben javult, amihez hozzájárult az egyre bővülő gépjárműipar. A nominális fajlagos munkaköltségek lényegesen emelkedtek a szűkülő munkaerőpiaccal összefüggésben. Az adminisztratív béremelések szintén hozzájárultak a munkaerőköltségek növekedéséhez, de ezt részben ellensúlyozta a munkáltatókat terhelő szociális hozzájárulások csökkentése. A magánszektorba irányuló hitelezés pozitívvá vált, de a magánszektor hitelállománya 2017-ben tovább csökkent. A reál lakásárak emelkedése a korábbi évekbeli jelentős növekedést követően mérséklődött. Mindazonáltal az értékelések magas szintje egyes régiókban, és a jelzálog-hitelezés gyors bővülése figyelmet érdemel. A lakáspiac folyamatban levő élénkülése hozzájárulhat a nemteljesítő hitelek még mindig magas arányának további csökkentéséhez. A bankszektor növelte jövedelmezőségét és sokkellenálló-képességét. A kedvező gazdasági ciklus ellenére az államadósság csak fokozatosan csökkent a

A17. ábra: ***GDP, fajlagos munkaköltség (ULC) és lakásárak***



Forrás: bizottsági szolgálatok

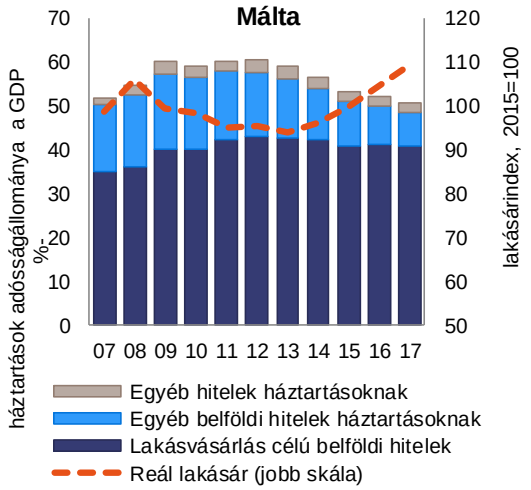
prociklikus költségvetési politika nyomán. A munkanélküliség minden eddiginél jobban csökkent, és a szűkülő munkaerőpiac hozzájárult a gyors bérnövekedéshez, ami még mindig meghaladja a termelékenység javulását.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a lakáspiaccal és a szűkülő munkaerőpiaccal összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

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

A magas folyófizetésimérleg-többlet 2017-ben tovább nőtt, és rendkívül magas szintet ért el, ami összekapcsolódott a már így is pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíció jelentős javulásával. A külső pozíció azonban inkább a nemzetközi irányultságú vállalati szektor ingadozásait tükrözi és nem a belföldi fejleményeket. A költség-versenyképesség és a reál effektív árfolyam alakulása viszonylag kedvező volt, miközben a viszonylag erős munkatermelékenység-növekedéssel összekapcsolódó csekélyebb bérnövekedés mérsékelt szinten tartja a fajlagos munkaköltség növekedését. A magánszektor GDP-arányos adósságrátája 2017-ben lényegesen csökkent, amihez hozzájárult az erős nominális GDP-növekedés. Miközben a vállalati szektor tőkeáttétele továbbra is magas, a háztartásokra irányuló hitelezés növekedési rátája csökkenőben van. A GDP-arányos államadósság határozottan csökkenő pályára került. 2017-ben nőttek a reál lakásárak, amit figyelemmel kell kísérni. Mindenekelőtt az erős gazdaság és a magán megtakarítások befektetési lehetőségeinek korlátozottsága miatt újra élénkült a kereslet a lakáspiacon. A belföldi bankszektorban javul az eszközminőség, a rendelkezésre álló tőkepufferek pedig elegendőnek bizonyulnak a lakáspiacra vagy a feltételezett intézményi keretre visszavezethető, esetleges azonnali kockázatok kezeléséhez. A munkaerőpiac változatlanul jól teljesít, a foglalkoztatás erőteljes növekedése alacsony és tovább csökkenő munkanélküliséggel kapcsolódik össze.

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



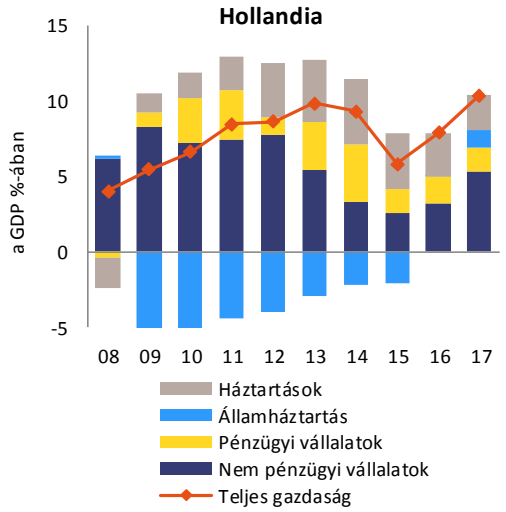
Forrás: Eurostat és EKB

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső pozícióval és a lakáspiaccal összefüggő problémákat emeli ki, háttérben az erős gazdasági növekedéssel, bár a kockázatok ebben a szakaszban visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Hollandia: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Hollandiában *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a magánadósság magas szintű állománya, valamint a tetemes folyófizetésimérleg-többlet áll. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlegének hároméves átlaga, a magánszektor adósságállománya és a reál lakásárak emelkedése.

A folyó fizetési mérleg többlete változatlanul nagyon magas, és 2017-ben tovább nőtt, míg a pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíció kismértékben csökkent. Noha valamennyi ágazatra a nettó megtakarítás jellemző, a folyó fizetési mérleg többletének 2017. évi növekedését főként a megtakarítási többlettel rendelkező nem pénzügyi vállalatok irányították, ami a viszonylag magas vállalati jövedelmezőséghez és viszonylag alacsony beruházási rátához kapcsolódik. A fajlagos munkaköltségek alakulása visszafogott, a bérnövekedés összhangban van a termelékenység alakulásával. A magánszektor adósságállománya magas, a vállalatok adósságállománya részben a multinacionális vállalatok csoporton belüli eladósodottságával magyarázható. A háztartások eladósodottsága magas és hozzájárul a lakások tulajdonosok általi használatának kedvező adóügyi megítélése, valamint a kedvező jelzáloghitel-kamatok. Noha a háztartások adósságállományának a GDP-hez viszonyított aránya csökkenő tendenciát mutat, a nominális adósság újra növekszik. A lakásárak növekedésének 2017-es további gyorsulása nyomán a lakáspiacon jelentős élénkülés következett be, ami összefügg a bérlakáspiac optimálistól elmaradó működésével. A munkaerőpiac szűkül, a munkanélküliség alacsony és csökkenőben van.

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



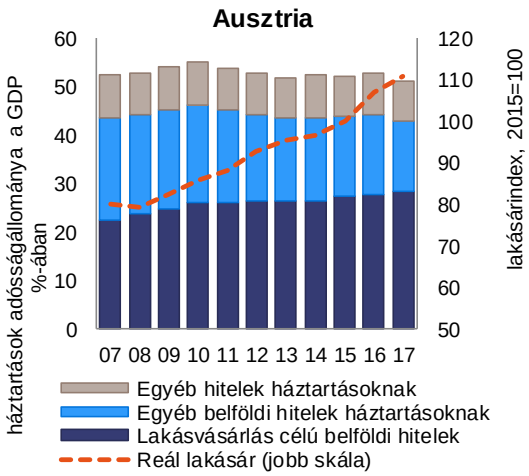
Forrás: Eurostat

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a háztartások magas adósságállományával és a jelentős belföldi megtakarítási többlettel összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

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

A folyó fizetési mérleg többlete 2017-ben mérsékelt szinten stabil maradt, némileg pozitív nettó nemzetközi befektetési pozícióval. Az exportpiaci részesedések stabilak. A fajlagos munkaköltség növekedése alacsony és hozzájárul a korlátozott bérnövekedéssel összekapcsolódó munkatermelékenység-növekedés. A reál lakásárak még mindig emelkedő tendenciát mutatnak, de a növekedés üteme 2016-hoz képest 2017-ben lassult. Bár ezek a fejlemények szükségessé teszik a nyomon követést, úgy tűnik, az áremelkedés hátterében nem a hitelek állnak, és csak kismértékű hitelállomány-bővülés volt megfigyelhető. Emellett a vállalatok és a háztartások adósságrátája lassan csökken. Az államadósság is változatlanul csökkenő pályán van és 2017-ben a csökkenés az erős gazdasági növekedéssel és az államosított pénzügyi intézmények eszközeinek folyamatban levő elidegenítésével magyarázható. A banki ágazat helyzete tovább javult részben a szomszédos országok gazdaságélénkülésének köszönhetően. E kedvező gazdasági feltételek között és a foglalkoztatás erős növekedésének eredményeként a munkanélküliségi ráta számottevően csökkent.

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



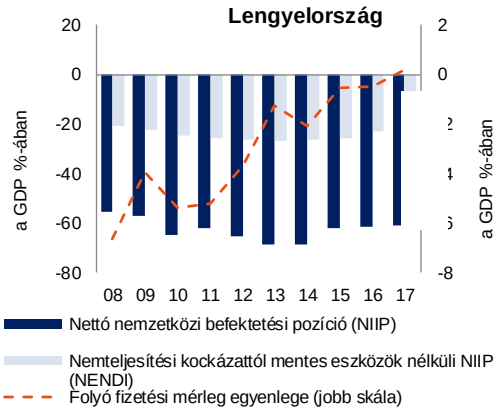
Forrás: Eurostat és EKB

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

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

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2017-ben nagyjából kiegyensúlyozott volt, míg a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció stabil maradt. A külső sebezhetőség még mindig visszafogott, ami azzal magyarázható, hogy a külföldi kötelezettségek nagy része a közvetlen külföldi befektetésekhez kapcsolódik. 2017-ben újra erőteljesen javult az exportpiaci részesedés.

A21. ábra: ***Nettó nemz. befekt. pozíció és a folyó fizetési mérleg egyenlege***



Forrás: bizottsági szolgálatok

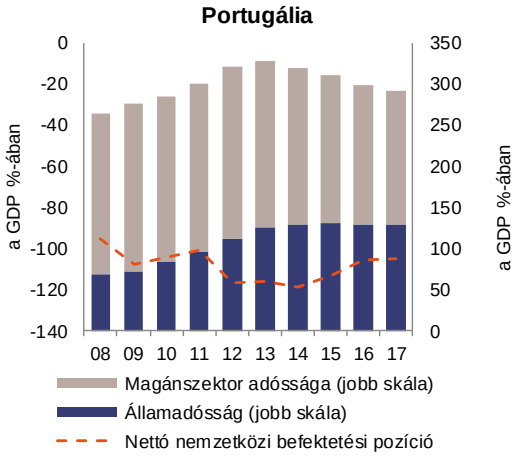
A határozott termelékenységnövekedéssel és az emelkedő bérekkel kölcsönhatásban a nominális fajlagos munkaköltség növekedése visszafogott. A magánszektor GDP-arányos adósságrátája 2017-ben csökkent, az erős GDP-növekedést és a zloty azon valutákkal szembeni felértékelődését tükrözve, amelyekben a kintlévő adósságállomány egy része denominált. A GDP százalékában kifejezett államadósság viszonylag alacsony szintről tovább csökkent a gyors nominális gazdasági növekedés, az alacsonyabb államháztartási hiány és a zloty felértékelődése nyomán. A banki ágazatban jelentkező kockázatok továbbra is visszafogottak. A munkaerőpiac teljesítménye tartósan erős, aminek eredményeként a munkanélküliségi ráta nagyon alacsony szintre süllyedt.

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

Portugália: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Portugáliában *makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a nettó külső kötelezettségek, az állam- és a magánadósság jelentős állománya, és a nemteljesítő hitelek nagy aránya áll, összefüggésben az alacsony termelékenységnövekedéssel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), az államadósság, a magánszektor adósságállománya, a munkanélküliség, valamint a reál lakásárak emelkedése.

A folyófizetésimérleg-pozíció stabil és némi többletet mutat, miközben a nettó nemzetközi befektetési pozíció még mindig erősen negatív, és az előrejelzések szerint a kiigazítás üteme rendkívül lassú marad. Az árversenyképesség 2017-ben a reál effektív árfolyam csekély felértékelődése nyomán kismértékben romlott. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése mérsékelt, miközben 2017-ben a munkatermelékenység növekedése negatív volt. Ezek a fejlemények azonban nagyjából összhangban vannak a kereskedelmi partnerek helyzetének alakulásával, és az exportpiaci részesedés is javul. Folytatódik a magánszektor hitelállományának leépítése, és a hitelállomány bővülése visszafogott marad. Az államháztartás adóssága még mindig magas, de az előrejelzések szerint folyamatosan csökken. A bankok jelentősen megerősítették mérlegüket és nettó jövedelmüket, de fennáll még sebezhetőség, mivel a közelmúltbeli csökkenés ellenére a nemteljesítő hitelek állománya még mindig magas. A lakásárak emelkedése jelentős, de ennek hátterében a korábbi alulértékeltség és a jelzáloghitelek nagyjából stabil állománya áll. A kedvező gazdasági ciklus nyomán az elmúlt években a munkaerőpiac átfogó javulása következett be és számottevően csökkent a munkanélküliség.

A22. ábra: ***Nettó nemz. befekt. pozíció, magánadósság és államadósság***



Forrás: Eurostat

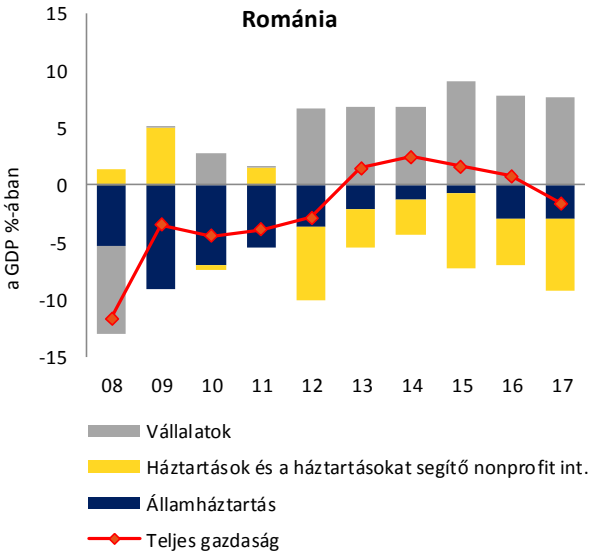
Összefoglalva, a gazdasági elemzés a stock változók egyensúlyhiányával, különösképpen a nettó külső kötelezettségekkel, az állam- és magánadósság állományával, a bankszektor sebezhetőségével és a gyenge termelékenységnövekedéssel összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az

egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy célszerű tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Románia: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Románia tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján egy mutató haladja meg az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció.

A folyó fizetési mérleg hiánya 2017-ben tovább romlott, főként a fogyasztási cikkek behozatalának felgyorsulása miatt. A folyó fizetési mérleg növekvő hiánya ellenére a nagyrészt közvetlen külföldi befektetésekből álló negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció az erős nominális GDP-növekedés mellett tovább javult. Az exportteljesítmény 2017-ben is jó volt és Románia exportpiaci részesedése tovább nőtt. A fajlagos munkaköltségek azonban jelentősen emelkedtek 2017-ben, a – mindenekelőtt a közszférában jellemző – magasabb béremelkedés miatt. Noha Románia exportteljesítménye eddig erős volt, a korábbi tapasztalatok alapján feltételezhető, hogy a közszférabeli bérnövekedés hatása érvényesül a magánszektorban is, ami a jövőben a költség-versenyképesség romlását válthatja ki. A reál lakásárak emelkedése 2017-ben kicsit visszaesett és mérsékelt marad. A bankszektor változatlanul tőkeerős és likvid. A magánszektorba irányuló hitelezés bővülése némileg élénkült, de még mindig visszafogott. A munkanélküliségi ráta a munkaerőpiac szűkülését tükrözve 2017-ben tovább csökkent, míg az aktivitási ráta némileg javult. Az erős nominális GDP-növekedés eredményeként a magán- és az államadósság GDP-hez viszonyított aránya csökkent, és viszonylag alacsony maradt. A tervek szerint azonban a kedvező gazdasági feltételek ellenére a költségvetési irányvonal középtávon expanzív marad, és negatív hatást gyakorolhat az államadósságra és a folyó fizetési mérleg dinamikájára. A romló kereskedelmi hiány és a fajlagos munkaköltségek emelkedésének felgyorsulása egyaránt a kormány tartósan prociklikus fiskális politikájához kapcsolódik, ami a többszöri adócsökkentések és a közszféra béreinek emelése révén ösztönözte a már amúgy is erőteljesen növekvő gazdaságot. Emellett a gyakori és előre nem látható jogszabályi változások hozzájárulnak az üzleti környezet bizonytalanságához, negatívan hatnak az üzleti döntésekre és a beruházásokra, és befolyásolhatják az ország vonzerejét a külföldi befektetők szempontjából.

A23. ábra: ***Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazatonként***



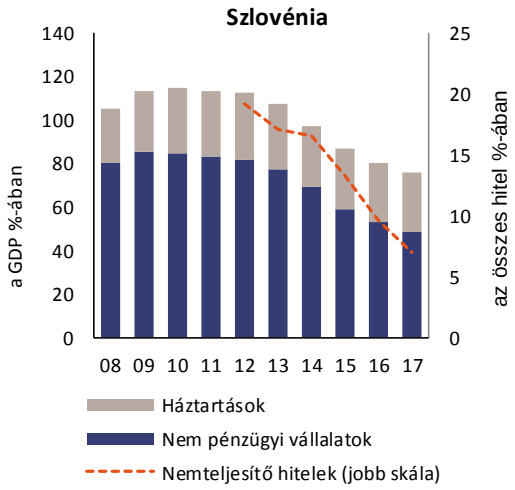
Forrás: bizottsági szolgálatok

A gazdasági elemzés szerint a sebezhetőség erősödött, mindenekelőtt a külső pozíció és a versenyképesség tekintetében. A Bizottság mindezek alapján úgy véli, hogy célszerű részletes vizsgálatban tovább elemezni a kockázatokat annak megállapítása érdekében, hogy fennállnak-e egyensúlyhiányok.

Szlovénia: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Szlovéniában *immár nem áll fenn makrogazdasági egyensúlyhiány*. Az aktualizált eredménytábla alapján az államadósság és a reál lakásárak emelkedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

2017-ben tovább nőtt a folyó fizetési mérleg többlete az erős exportnövekedés hatására. A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció jelentősen javult, és már nem haladja meg a küszöbértéket. Az exportpiaci részesedés nőtt, miközben a fajlagos munkaköltség növekedése visszafogott volt, és a reál effektív árfolyam leértékelődött. A magánszektor adósságállománya tovább csökkent, aminek a mozgatója a vállalati szektor volt, miközben a magánszektorba irányuló hiteláramlás pozitívvá vált. A beruházások jelentősen javultak, de a beruházási szint még mindig a korábbi átlag alatt marad. A lakásárak növekedése valamivel gyorsabb volt, mint az előző években, miközben a lakáscélú beruházások stabilak és a jelzáloghitelezés bővülése visszafogott. Az államadósság, amelynek szintje 2015-ben érte el a csúcsértéket, továbbra is magas, de csökken. Az idősödéssel összefüggő várható költségek továbbra is kockázatokat jelentenek a közép- és hosszú távú költségvetési fenntarthatóságra nézve. A bankszektor stabilizálódott, tőkeáttétele csökkenőben van, és a nemteljesítő hitelek viszonylag magas aránya még mindig lefelé mutató tendenciát követ, és további csökkenés várható. A munkaerőpiac tovább javult, az aktivitási ráta növekszik, a munkanélküliség pedig csökken. Emellett 2017-ben a munkatermelékenység növekedése megélénkült.

A24. ábra: ***Magánadósság és nemteljesítő hitelek***



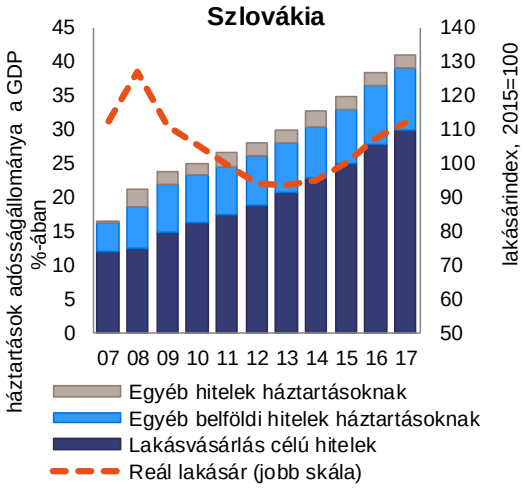
Forrás: Eurostat és EKB

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a hosszú távú költségvetési fenntarthatósággal összefüggő problémákat emeli ki. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

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

A folyó fizetési mérleg hiánya 2017-ben tovább szélesedett, de összességében mérsékelt marad. A nettó nemzetközi befektetési pozíció erősen negatív, eltekintve némi közelmúltbeli javulástól, miközben a kockázatok korlátozottak, mivel a külföldi kötelezettségek nagyrészt a közvetlen külföldi befektetésekhez

A25. ábra: ***Háztartások adósságállománya és lakásárindex***



Forrás: Eurostat és EKB

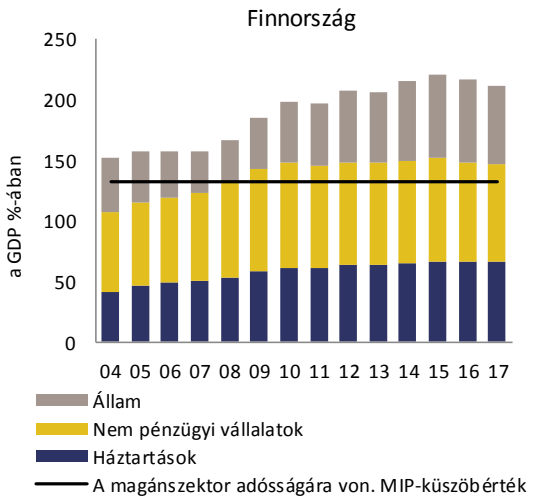
kapcsolódnak, különösen a terjeszkedő gépjárműiparban és a pénzügyi ágazatban. Az exportpiaci részesedés és a reál effektív árfolyam nagyjából stabil volt. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése erősödött, az erőteljes béremelkedés következtében, összefüggésben a szűkülő munkaerőpiaccal. A lakásárak emelkedése továbbra is erős, de 2016-hoz képest 2017-ben mérséklődött, és mértéke nem éri el a küszöbértéket. A magánszektorbeli hitelezés némileg csökkent, miközben a GDP-arányos magánadósság összességében növekszik. A nagyrészt külföldi tulajdonú bankszektor jól tőkésített. A teljes és a tartós munkanélküliség további csökkenése összekapcsolódott az aktivitási ráta növekedésével.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső szempontokkal, a lakáspiaccal és a hitelállomány növekedésével összefüggő problémákat emeli ki, bár a kockázatok egyelőre visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

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

A folyó fizetési mérleg egyenlege több éves hiány után 2017-ben enyhén negatív maradt, míg a nettó nemzetközi befektetési pozíció némileg pozitív. Az exportpiaci részesedés már második éve fellendülőben van, miközben a költség-versenyképesség mutatói a fajlagos munkaköltségek csökkenése és a reál effektív árfolyam leértékelődése miatt javultak. 2018-ban és 2019-ben az exportnövekedés üteme valószínűleg még mindig meg fogja haladni az importnövekedés ütemét. A költség-versenyképesség mutatói azonban várhatóan stabilizálódnak, miután a versenyképességi paktum kedvező hatása részben elhalványul. A köz- és a magánszféra GDP-arányos adósságrátája 2017-ben tovább csökkent, a kibocsátás jelentős élénkülését tükrözve. Mindazonáltal a kedvező hitelfeltételek, az alacsony kamatlábak és a jobb gazdasági kilátások felgyorsították a magánszektorba irányuló hitelezést, ami a jövőben visszafoghatja a hitelállomány-leépítést, miközben a magánszektor adósságállománya még mindig magas. A háztartások adósságállománya magas és megtakarítási rátája minden eddiginél alacsonyabb. A pénzügyi szektor tőkeerős marad, korlátozva a pénzügyi stabilitási kockázatokat, míg a viszonylag stabil reál lakásárak a háztartási szektor adósságállományával összefüggő korlátozott kockázatokra utalnak. A javuló gazdasági növekedést tükrözve az államadósság-ráta csökken. A foglalkoztatás változatlanul bővül és a munkanélküliség az erőteljesebb gazdasági tevékenység eredményeként csökken.

A26. ábra: ***Adósságállomány a gazdasági ágazatokban***



Forrás: Eurostat

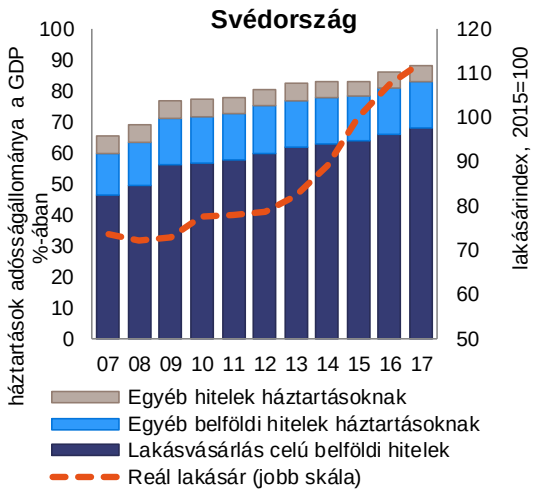
Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magánszektor adósságállományával összefüggő kihívásokat emeli ki, de a kockázatok továbbra is korlátozottak. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban

nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Svédország: A Bizottság 2018 márciusában megállapította, hogy Svédországban *egyensúlyhiány* áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a lakásárak túlértékeltsége és a háztartások adósságállományának folyamatos növekedése áll. Az aktualizált eredménytábla alapján a magánszektor adósságállománya meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A folyó fizetési mérleg többlete mérsékelt marad, és 2017-ben szűkült. A nettó nemzetközi befektetési pozíció némileg csökkent és most egyensúlyközeli. Az exportpiaci részesedésvesztés mérséklődött, és a mutató most kismértékben a küszöbérték alatt van. A fajlagos munkaköltségek növekedése visszafogott, miközben a reál effektív árfolyam leértékelődött. A háztartások adósságállománya magas és 2008 óta folyamatosan nőtt, 2017-et is beleértve. A növekedés összekapcsolódott a lakásárak emelkedésével, ami kockázatokat jelent a makrogazdasági stabilitásra nézve. 2017 őszén a lakásárak némileg csökkentek, de összességében még mindig rendkívül magasak. A lakásárakat, valamint a háztartások eladósodottságát különösen a (hitelből finanszírozott) lakástulajdonlás kedvező adóügyi megítélése, az alacsony jelzáloghitel-kamatok és a svédországi jelzáloghitel-piac sajátosságai növelik. A bankrendszerhez kapcsolódó kockázatok visszafogottnak tűnnek, mivel az eszközminőség és a jövedelmezőség változatlanul magas és a háztartások pénzügyi helyzete erős. A munkaerőpiac szűkül, és a munkanélküliség tovább csökken.

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

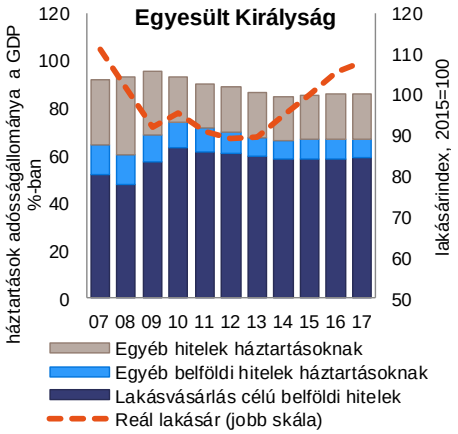


Forrás: Eurostat és EKB

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magánszektor magas adósságállományával és a lakásszektorral kapcsolatos problémákat emeli ki. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány 2018. márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Egyesült Királyság: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában az Egyesült Királyság tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg hiánya, a magánszektor adósságállománya és az államadósság.

A28. ábra: ***Háztartások adósságállománya és lakásárindex***



Forrás: Eurostat és EKB

A folyó fizetési mérleg 2017-ben némileg szűkült, ennek hajtóereje az elsődleges jövedelmi egyenleg javulása volt, de a jelentős hiány és a kapcsolódó jelentős külső finanszírozási szükséglet változatlanul fennáll. A font sterling leértékelődése hozzájárult a nettó nemzetközi befektetési pozícióhoz, ami enyhén negatív, valamint a javuló árversenyképességhez, amelynek hátterében a fajlagos munkaköltség növekedésének mérséklődése áll. Mindazonáltal a mai napig csalódottságra ad okot a nettó kereskedelem gyengébb font sterlingre adott válasza. Több éven át tartó fokozatos hitelállomány-leépítést követően a magánszektor GDP-arányos adóssága elérte mélypontját. Konkrétan, a háztartások adósságállománya változatlanul magas, és továbbra is szoros nyomon követést tesz indokolttá. A reál lakásárak emelkedése lelassult, és a lakhatási költségek stabilizálódnak, bár magas szinten. Az államadósság magas és nagyjából stabil. A foglalkoztatás erőteljes növekedését továbbra is alacsony és csökkenő munkanélküliség kíséri, jóllehet a munkatermelékenység gyenge marad.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magánszektor adósságállományához, a lakáspiachoz és a külgazdasághoz kapcsolódó néhány problémát emeli ki. Úgy tűnik, ezek a problémák rövid távon jelentenek némi kockázatot a stabilitás szempontjából. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

1.1. táblázat: Az egyensúlyhiány-eljárás eredménytáblája a 2017. évre

	Külső egyensúlyhiány és versenyképesség					Belső egyensúlyhiány						Foglalkoztatási mutatók[1]		
2017. év	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 kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %-ában (3 éves százalékpontos változás)	Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %-ában (3 éves százalékpontos változás)	Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %-ában (3 éves százalékpontos változás)
Küszöbérték	-4/6%	-35%	±5% (euróövezet) ±11% (nem	-6%	9% (euróövezet) 12% (nem	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	-0.3	52.6	0.9	3.9	1.1	1.5p	-1.5	187.0	103.4	7.8b	0.7	0.3b	-0.8b	-3.9b
BG	3.1	-42.8	-3.3	19.4	13.6p	6.2	6.2	100.1	25.6	7.7	1.1	2.3	-3.5	-10.9
CZ	1.0	-26.5	5.4	8.2	5.9	9.1p	4.1	67.4	34.7	4.0	22.9	2.4	-1.7	-8.0
DK	8.1	56.3	-2.1	0.5	3.0	3.2	-1.4	204.0	36.1	6.0	4.1	0.7b	-0.4b	-1.6
DE	8.4	54.0	-2.5	6.5	5.1	2.9	4.9	100.1	63.9	4.2	4.0	0.5	-0.6	-0.9
EE	2.3	-31.4	2.9	2.6	12.4	1.8	3.6	106.4	8.7	6.3	9.7	3.6	-1.4	-2.9
IE	2.9	-149.3	-6.2	64.4	-17.2	9.5p	-7.5	243.6	68.4	8.4	4.3	0.9	-3.6	-9.0
EL	-0.8	-142.5	-2.8	-10.0	-1.0p	-2.2e	-0.8p	116.4p	176.1	23.3	-12.9	0.9	-3.9	-8.8
ES	1.8	-83.8	-2.5	9.8	0.0p	4.5	0.2p	138.8p	98.1	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
FR	-0.6	-20.1	-2.9	2.7	1.3p	1.8	7.0p	148.2p	98.5	10.0	4.3	0.5	-0.3	-1.9
HR	3.6	-62.4	0.0	20.0	-4.3d	2.8	1.2	98.4	77.5	13.5	3.9	0.3	-5.5	-17.7
IT	2.3	-5.3	-3.1	2.0	1.1	-2.0p	2.1	110.5	131.2	11.6	4.3	1.5	-1.2	-8.0
CY	-5.0	-121.5	-6.6	6.9	-2.7p	1.3p	8.7p	316.3p	96.1	13.0	-2.3	-0.4	-3.2	-11.3
LV	0.6	-56.3	1.7	7.8	14.7	5.5	0.3	83.5	40.0	9.4	6.1	2.4	-1.3	-2.6
LT	-0.7	-35.9	2.3	9.7	16.0	5.4	3.7	56.1	39.4	8.0	14.0	2.2	-2.1	-6.0
LU	5.0	47.0	-0.9	25.2	7.1	4.1	-15.5	322.9	23.0	6.1	-1.7	-0.6	0.5	-6.9
HU	4.0	-52.9	0.1	11.3	6.7	3.3	0.9	71.4	73.3	5.4	-8.0	4.2	-2.0	-9.7
MT	8.4	62.6	-2.3	11.2	1.7	4.1p	2.9	120.2	50.9	5.2	4.7	4.4	-1.1	-1.2
NL	8.3	59.7	-1.6	1.2	-0.2p	6.0	3.0p	252.1p	57.0	5.9	2.0p	0.7	-1.0	-3.8
AT	2.1	3.7	0.3	2.3	3.7	3.5	4.3	122.5	78.3	5.7	1.8	1.0	0.3	-0.5
PL	-0.3	-61.2	-3.4	28.4	4.5p	1.7	2.7	76.4	50.6	6.2	6.3	1.7	-2.3	-9.1
PT	0.4	-104.9	-0.7	14.6	3.5p	7.9	1.3p	162.2p	124.8	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9
RO	-2.2	-47.7	-5.5	37.0	11.9p	4.0	1.7p	50.8p	35.1	5.9	8.1	1.6	-0.8	-5.7
SI	5.7	-32.3	-2.0	18.6	3.4	6.2	0.8	75.6	74.1	7.9	5.1	3.3	-2.2	-9.0
SK	-2.0	-65.6	-1.9	6.7	6.9	4.4	5.9	96.1	50.9	9.8	17.9	1.8	-4.2	-10.8
FI	-0.7	2.4	-2.6	-4.3	-2.5	0.5	8.2	146.4	61.3	8.9	-3.8	1.3	0.2	-0.4
SE	4.0	1.8	-5.4	-4.3	3.7	4.6	13.1	194.4	40.8	7.0	6.8	1.0	-0.2	-5.1
UK	-4.6	-8.6	-10.7	-1.0	5.4	2.4	8.4	169.0	87.4	4.8	-1.6	0.9	-1.1	-4.9

A megjelölt adatok a küszöbértéknek megfelelő vagy azt meghaladó értékek. Jelzések: b: break in time series (törés az idősorban). d: a fogalommeghatározás eltér, e: estimated (becsles). p: provisional (ideiglenes adat).

1) A foglalkoztatási mutatókhoz kapcsolódóan lásd a 2016. évi AMR 2. oldalát. 2) Lakásár-index e = forrás: EL nemzeti központi bankja. 3) Nominális fajlagos munkaköltség HR esetében d: a foglalkoztatási adatok a „belföldi" szemlélet helyett a „nemzeti" szemléleten alapulnak 4) Munkanélküliségi ráta, aktivitási ráta, tartós munkanélküliségi ráta és ifjúsági munkanélküliségi ráta: BE: módosítások a felmérés módszertanában; IE: adatforrásként a háztartásokra vonatkozó negyedéves felmérés felváltása a munkaerőre vonatkozó új felméréssel; DK: az adatgyűjtés javítása, számítógéppel támogatott internetes interjú.
Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, valamint a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (a reál effektív árfolyam esetében), és a Nemzetközi Valutaalap adatai, WEO (a világpiaci exportra vonatkozó adatsorok esetében)

2.1. táblázat: Kiegészítő mutatók a 2017. évre

2017. 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 anemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélkül (a GDP %-ában)	Közvetlen külföldi befektetések a jelentés tárgyát képező gazdaságban – tőkeáramlások	Közvetlen külföldi befektetések a jelentés tárgyát képező gazdaságban – tőkeállomány	Energiatermékek nettó kereskedelmi mérlege (a GDP %-ában)	Reál effektív árfolyam – Euróövezeti kereskedelmi partnerek (3 éves %-os változás)	Az exporteljesítmény változása a fejlett gazdaságokkal szemben (5 éves %-os változás)	A cserearány változása (5 éves %-os változás)	Az exportpiaci részesedés volumene (1 éves %-os változás)	Munkatermelékenység (1 éves %-os változás)	Hazai és külföldi szervezetek bruttó nemteljesítő hitelei (a bruttó hitelek %-a)	A fajlagos munkaköltség teljesítménye az 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 NPISH, a GDP %-ában)	Konszolidált banki tőkeáttételi, hazai és külföldi szervezetek (teljes eszközök/teljes tőke)
BE	1.7	23.5	:	0.8	45.0	-7.8	199.9	-2.5	2.8	-0.8	1.0	-0.3	0.3	2.7p	1.4	8.2	5.9	60.1	13.2p
BG	3.8	18.5	0.8p	7.7	33.1	3.8	88.4	-4.2	-3.0	14.0	5.7	0.5	2.0p	10.2p	50.9	19.5	2.9	20.4	7.7p
CZ	4.3	24.7	1.8p	2.0	28.8	4.3	78.3	-2.6	5.8	3.3	3.1	1.4	2.7	2.8p	1.0	24.4p	3.9	29.7	12.4p
DK	2.3	20.5	:	8.1	18.6	0.6	54.3	-0.1	-0.5	-4.0	2.9	-0.9	0.7	2.5p	-0.2	17.7	4.6	128.0	16.4p
DE	2.2	20.3	3.0e	7.9	41.5	2.1	42.1	-1.8	0.3	1.7	5.9	-0.7	0.7	1.8p	8.4	16.0	6.1	52.7	14.1p
EE	4.9	24.4	:	4.2	21.5	5.9	95.5	-0.6	2.5	-2.0	4.2	-1.8	2.1	1.9p	22.5	18.1	4.3	39.4	6.8p
IE	7.2	23.5	1.1	-1.1	-259.1	0.3	435.6	-1.2	-2.1	57.0	-0.1	2.5	4.2	9.9p	-39.2	32.8p	2.0	47.7	6.6p
EL	1.5p	12.9p	1.1p	-0.5	-126.4	1.8	17.6	-1.8p	-1.7	-14.1	7.4p	1.5p	0.0p	45.0p	-12.9	-8.3e	0.6p	57.0	8.8p
ES	3.0p	20.5p	:	2.1	-58.1	0.6	58.6	-1.8p	-1.0	4.8	0.8p	-0.1p	0.4p	4.4p	-11.1	15.1	5.2p	61.1	13.5p
FR	2.2p	22.5p	:	-0.5	-33.5	1.9	46.5	-1.7p	-0.5	-1.9	5.0p	-0.8p	1.1p	3.1p	-0.2	2.6	6.2p	58.6	15.2p
HR	2.9	20.1	:	4.5	-17.3	3.6	58.7	-2.9	0.7	14.6	2.5	1.1	0.7d	8.8p	-15.0	1.7	:	34.1	7.4p
IT	1.6	17.6	:	2.7	-3.9	0.5	26.1	-1.9	-0.6	-2.6	7.6	0.4	0.4	11.2p	-0.3	-4.6	4.4	41.3	12.2p
CY	4.2p	20.9p	:	-7.9	-95.1	50.0	1017.8	-4.2p	-3.7	2.1	0.9p	0.7p	0.4p	30.7p	-8.9	1.0p	5.7p	107.5	12.1p
LV	4.6	20.9	0.5p	1.5	-7.6	3.8	59.0	-3.0	0.9	2.9	3.4	0.9	4.7	5.6p	7.7	14.0	1.9	22.2	8.9p
LT	4.1	19.2	0.9	2.1	-7.9	2.4	40.9	-3.0	1.5	4.8	5.9	8.3	4.7	3.2p	8.9	19.0	2.7	22.4	10.7p
LU	1.5	18.9	:	4.5	-3947.3	-264.1	8263.3	-2.8	0.1	19.5	-0.1	-7.2	-1.8	0.7p	14.9	18.0	3.2	65.9	13.2p
HU	4.1	22.2	1.4	4.2	-8.1	-9.3	211.0	-3.8	0.7	6.3	3.3	-0.6	2.1	8.4p	6.3	35.8	2.8	18.8	9.7p
MT	6.7	21.1	0.6	14.3	229.6	27.3	1627.0	-8.9	1.4	6.2	2.7	-1.5	1.4	3.1p	4.8	17.5p	4.8	50.4	13.5p
NL	2.9p	20.5p	:	10.4	-29.5	39.4	615.5	-0.8p	-0.5	-3.3	1.7p	0.0p	0.7p	2.1p	-2.5	17.0	4.4p	104.5p	16.7p
AT	2.6	23.6	3.2p	1.9	-4.1	3.7	66.7	-2.1	2.1	-2.3	1.9	-0.6	0.8	3.5p	5.7	19.9	4.4	50.4	11.6p
PL	4.8	17.7	1.0	1.4	-20.7	2.0	49.7	-2.0	-3.0	22.7	6.1	4.2	3.4p	6.6p	1.7	7.4	2.8	34.9	8.8p
PT	2.8p	16.6p	1.3p	1.4	-60.9	4.6	79.6	-2.1p	0.9	9.5	7.3p	2.5p	-0.5p	13.3p	-8.2	20.6	2.8p	68.9	10.6p
RO	7.3p	22.6p	:	-2.0	-5.8	2.8	44.5	-1.3p	-5.0	30.9	3.6p	4.4p	4.3p	6.6p	32.8	15.6	:	16.1	9.6p
SI	4.9	18.5	:	6.4	-17.7	2.2	37.3	-2.6	-1.4	13.3	3.6	5.4	1.9	9.2p	1.1	12.5	2.1	27.1	8.0p
SK	3.2	21.4	0.9	-1.1	-15.1	6.3	72.4	-3.5	-1.5	1.9	-1.6	0.6	1.0	3.7p	2.0	19.0	2.7	40.6	9.3p
FI	2.8	22.1	2.8	-0.6	6.1	5.8	55.0	-1.6	-1.0	-8.6	5.5	2.2	1.6	1.2p	5.4	2.0	6.4	67.1	18.9p
SE	2.1	25.0	3.3	3.2	-7.0	5.8	4.2	-0.9	-3.9	-8.6	1.2	-2.1	-0.2	1.3p	5.6	30.7	5.7	88.2	16.5p
UK	1.7	17.2	1.7p	-3.8	-5.3	2.5	76.5	-0.6	-6.7	-5.4	5.3	0.4	0.7	1.5p	5.0	18.5	4.0	86.2	15.0p

Jelzések: d: Definition differs (eltérő definíció). e: Estimated. (becslés) p: Provisional (ideiglenes).

1) A K+F-re fordított bruttó belföldi kiadásokra vonatkozó 2017. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2018. október 31, míg az adatfelvétel időpontja 2018. október 24. volt. 2) Lakásár-index e = forrás: EL nemzeti központi bankja. 3) Nominális fajlagos munkaköltségek és munkatermelékenység HR esetében d: a foglalkoztatási adatok a „belföldi" szemlélet helyett a „nemzeti" szemléleten alapulnak.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, valamint a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (a reál effektív árfolyam esetében), az európai Központi Bank (a hazai és külföld szervezetek bruttó nemteljesítő hitelei és a konszolidált banki tőkeáttétel, hazai és külföldi szervezetek esetében), és a Nemzetközi Valutaalap adatai, WEO (az áruk és szolgáltatások világpiaci exportjára vonatkozó adatsorok esetében)

2.1. tábla (folytatás): Kiegészítő mutatók a 2017. évre

2017. év	Foglalkoztatási ráta (1 éves %-os változás)	Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %-ában (%)	Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %-ában (%)	Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %-ában (%)	Nem foglalkoztatott, oktatásban és képzésben nem részesülő fiatalok – a teljes 15–24 év közötti népesség %-ában		Szegénységben vagy társadalmi kirekesztettségben élők – a teljes népesség %-ában		A szociális transzferek után is szegénységben élők – a teljes népesség %-ában		Súlyos anyagi nélkülözésben élők – a teljes népesség %-ában		Alacsony munkaintenzitású háztartásban élők – a teljes 0–59 év közötti népesség %-ában	
					%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás	%	3 éves százalékpontos változás
BE	1.4	68.0b	3.5b	19.3b	9.3b	-2.7b	20.3	-0.9	15.9	0.4	5.1	-0.8	13.5	-1.1
BG	1.8p	71.3	3.4	12.9	15.3	-4.9	38.9	-1.2b	23.4	1.6	30.0	-3.1	11.1	-1.0
CZ	1.6	75.9	1.0	7.9	6.3	-1.8	12.2	-2.6	9.1	-0.6	3.7	-3.0	5.5	-2.1
DK	1.6	78.8b	1.3b	11.0	7.0b	1.2b	17.2	-0.7	12.4	0.3	3.1	-0.1	10.0	-2.2
DE	1.4	78.2	1.6	6.8	6.3	-0.1	19.0	-1.6	16.1	-0.6	3.4	-1.6	8.7	-1.3
EE	2.7	78.8	1.9	12.1	9.4	-2.3	23.4	-2.6b	21.0	-0.8	4.1	-2.1	5.8	-1.8b
IE	2.9	72.7	3.0	14.4	10.9b	-4.4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1.5p	68.3	15.6	43.6	15.3	-3.8	34.8	-1.2	20.2	-1.9	21.1	-0.4	15.6	-1.6
ES	2.6p	73.9	7.7	38.6	13.3	-3.8b	26.6	-2.6	21.6	-0.6	5.1	-2.0	12.8	-4.3
FR	1.1p	71.5	4.2	22.3	11.5	0.3b	17.1	-1.4	13.3	0.0	4.1	-0.7	8.1	-1.5
HR	2.2d	66.4	4.6	27.2	15.4	-3.9	26.4	-2.9	20.0	0.6	10.3	-3.6	12.2	-2.5
IT	1.2	65.4	6.5	34.7	20.1	-2.0	28.9	0.6	20.3	0.9	10.1	-1.5	11.8	-0.3
CY	3.9p	73.9	4.5	24.7	16.1	-0.9	25.2	-2.2	15.7	1.3	11.5	-3.8	9.4	-0.3
LV	0.0	77.0	3.3	17.0	10.3	-1.7	28.2	-4.5	22.1	0.9	11.3	-7.9	7.8	-1.8
LT	-0.5	75.9	2.7	13.3	9.1	-0.8	29.6	2.3	22.9	3.8	12.4	-1.2	9.7	0.9
LU	3.4	70.2	2.1	15.4	5.9	-0.4	21.5	2.5	18.7	2.3	1.2	-0.2	6.9	0.8
HU	2.0	71.2	1.7	10.7	11.0	-2.6	25.6	-6.2	13.4	-1.6	14.5	-9.5	6.6	-6.2
MT	5.2	72.2	1.6	11.3	8.6b	-1.7b	19.2	-4.6	16.8	0.9	3.3	-6.9	6.7	-3.1
NL	2.2p	79.7	1.9	8.9	4.0	-1.5	17.0	0.5	13.2	1.6	2.6	-0.6	9.5	-0.7
AT	1.7	76.4	1.8	9.8	6.5	-1.2	18.1	-1.1	14.4	0.3	3.7	-0.3	8.3	-0.8
PL	1.4p	69.6	1.5	14.8	9.5	-2.5	19.5	-5.2	15.0	-2.0	5.9	-4.5	5.7	-1.6
PT	3.3p	74.7	4.5	23.8	9.3	-3.0	23.3	-4.2	18.3	-1.2	6.9	-3.7	8.0	-4.2
RO	2.8p	67.3	2.0	18.3	15.2	-1.8	35.7	-4.6	23.6	-1.5	19.7	-6.2	6.9	-0.3
SI	2.9	74.2	3.1	11.2	6.5	-2.9	17.1	-3.3	13.3	-1.2	4.6	-2.0	6.2	-2.5
SK	2.2	72.1	5.1	18.9	12.1	-0.7	16.3	-2.1	12.4	-0.2	7.0	-2.9	5.4	-1.7
FI	1.2	76.7	2.1	20.1	9.4	-0.8	15.7	-1.6	11.5	-1.3	2.1	-0.7	10.7	0.7
SE	2.3	82.5	1.2	17.8	6.2	-1.0	17.7	-0.5	15.8	0.2	1.1	0.1	8.8	-0.2
UK	1.0	77.6	1.1	12.1	10.3	-1.6	:	:	:	:	4.9p	-2.5p	:	:

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

1) A szegénységben vagy társadalmi kirekesztettségben élőkre vonatkozó 2017. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2018. november 30., míg az adatfelvétel időpontja 2018. október 24. volt. 2) Nominális fajlagos munkaköltségek és munkatermelékenység HR esetében d: a foglalkoztatási adatok a „belföldi" szemlélet helyett a „nemzeti" szemléleten alapulnak. 3) Munkaerő-felmérés mutatói IE esetében: adatforrásként a háztartásokra vonatkozó negyedéves felmérés felváltása a munkaerőre vonatkozó új felméréssel

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat