EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Strasbourg, 2024.12.17.
COM(2024) 702 final

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

A riasztási mechanizmus keretében készült 2025. évi jelentés

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

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

KÖZLEMÉNY A RIASZTÁSI MECHANIZMUS KERETÉBEN KÉSZÜLT JELENTÉSRŐL

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának gazdasági elemzése alapján azonosítja azokat a tagállamokat, amelyek esetében a Bizottság megítélése szerint egyensúlyhiány vagy annak kockázata áll fenn[1]**.** Az eredménytábla gazdasági elemzése a 2023. évi eredményadatokat veszi figyelembe, amelyeket előretekintő módon értelmez. Ennek során adott esetben tekintetbe veszi a lehetséges kockázatok alakulását az évközi (2024-es) gazdasági fejlemények, valamint a Bizottság 2024. őszi előrejelzésében szereplő, 2025-re és 2026-ra vonatkozó előrejelzések alapján. Több évet követően az eredménytábla most módosult, így ez az első olyan jelentés a riasztási mechanizmus keretében, amely a felülvizsgált eredménytáblán alapul. A főbb változásokat az 1. háttérmagyarázat tartalmazza, további részletek pedig az e közleményt kísérő, az eredménytábla felülvizsgálatáról szóló bizottsági szolgálati munkadokumentumban[2] találhatók. Egy másik szolgálati munkadokumentum tartalmazza az e közlemény alapjául szolgáló teljes gazdasági elemzést, amelyet az eredménytábla értékeit tartalmazó melléklet kísér[3].

A 2021-ben kezdődött magas inflációs időszak lecsengőben van, ám miközben az infláció a célérték felé közelít, a szolgáltatási szektorban továbbra is erőteljes az árak emelkedése. 2024 közepére mérséklődött a 2021-től megfigyelt erős infláció. Az általános fogyasztóiár-infláció fokozatosan közelít a monetáris hatóságok célértékeihez. Az átfogó csökkenés ellenére azonban az inflációs nyomás nem szűnt meg. A belső tényezők, elsősorban a szolgáltató szektor által generált infláció összességében továbbra is számottevő – egyes tagállamok esetében kiugró –, és jelentős eltéréseket mutat. A belsőleg generált infláció hozzájárulását ellensúlyozza az importált tényezőkből – elsősorban az energia és élelmiszerek árából – származó dezinfláció, valamint a tartós fogyasztási cikkek árának csökkenése. A dezinflációs folyamat részben a bázishatásoknak, részben az alacsonyabb energiaáraknak tudható be, amelyek a gyártási folyamaton keresztül éreztetik hatásukat. E hatások gyengülése nyomán a szolgáltatások inflációja – ha időközben nem sikerül megfékezni – az általános inflációs rátát is megemelheti. Mivel a reálbérek csak idén érték el a világjárvány előtti szintet, a bérigények továbbra is erősek lehetnek, és hozzájárulhatnak a maginfláció és a GDP-deflátor magas szintjéhez.

A gazdasági növekedés újraindult, de a makrogazdasági környezet kihívásokat támaszt. A reálnövekedés 2023-ban gyenge volt, mivel mind a fogyasztás, mind a beruházások csökkentek a magas kamatlábak, valamint a magas ár- és költségnövekedés együttes hatására. 2024-ben újraindul a reálnövekedés, mivel a magasabb béreknek és az alacsonyabb inflációnak köszönhetően erősödik a háztartások vásárlóereje. Ez várhatóan azt eredményezi, hogy a nominális növekedés az infláció csökkenése ellenére viszonylag élénk marad. A kamatlábak csökkenésnek indultak, ám még

[1] Az Európai Parlament és a Tanács 1176/2011/EU rendelete (2011. november 16.) a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról.

[2] Bizottsági szolgálati munkadokumentum a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának változásairól, SWD(2024) 702.

[3] Bizottsági szolgálati munkadokumentum: A riasztási mechanizmus keretében készült 2025. évi jelentés, SWD(2024) 700 és Bizottsági szolgálati munkadokumentum: A riasztási mechanizmus keretében készült jelentést kísérő statisztikai melléklet, SWD(2024) 701.

így is lényegesen magasabbak, mint az elmúlt évtized nagy részében. Ez csökkenteni fogja az adóssággal rendelkező háztartások, vállalatok és kormányok által érzékelt nyomást. Bár a finanszírozási feltételek lazábbak, egyes országokban szigorodik a költségvetési politika, ami hatással lehet a növekedésre. A világjárvány és az energiaársokkok elmúltával és a növekedés visszatértével a kormányok megkezdték lefaragni adósságrátáikat, amelyek részben a világjárvány és az energiaársokkok időszakában bevezetett keresletélénkítő intézkedések miatt növekedtek. A globális gazdasági környezet továbbra is összetett, a felmerülő geopolitikai feszültségek és az esetleges gazdasági zavarok olyan jelentős kihívásokat jelentenek, amelyek hatással lehetnek az államadósság szintjére. A tartós kockázatok továbbra is lefelé mutatnak, és azokat a globális környezet vezérli: a közel-keleti konfliktus, Oroszország Ukrajna elleni, folytatódó háborúja és az általában változó geopolitikai helyzet, amely hatással lehet a globális kereskedelemre, és ronthatja a külső feltételeket.

A véget érő inflációs időszak országonként eltérő növekedési pályákat és árszintemelkedéseket hagy örökül, ami költség-versenyképességi problémákhoz vezethet. A fogyasztói árak emelkedése mindenütt jelentősen csökkent, sőt néhány országban az elmúlt évben egyes rövid időszakokban deflációt is mértek. Ezek jellemzően olyan országok, ahol az energia és más nyersanyagok jelentős szerepet játszottak az árcsökkenésben, részben a bázishatások miatt. Egyes országokban ugyanakkor a maginfláció továbbra is tartósan magasabb, mint másutt, ami tovább növeli az elmúlt években bekövetkezett, kumulált árszintemelkedést. Ennek következtében a bérnövekedés és az árinfláció közötti visszacsatolási hatások állandósulhatnak. Azon országok esetében, ahol már eddig is nagyon magas volt az árszintek emelkedése, ez a folytatódó visszacsatolás aggodalomra adhat okot. A GDP-növekedés ugyancsak eltérő mintázatokat mutat. Jóllehet nagyjából minden országra igaz, hogy a 2023-as lassabb növekedést 2024-ben és 2025-ben gyorsabb növekedés követte, a különbségek jelentősek. A magas maginfláció és a belső kereslet közötti kapcsolat nem egy azonos mintát követ, ami a válság utáni helyzet jelentős eltéréseire utal. Konkrétan, míg egyes esetekben a magas maginfláció a reál-GDP folytatódó magas növekedésével járt együtt, más országokban a maginfláció annak ellenére is magas maradt, hogy a növekedés tavaly negatív volt és a reál-GDP mind más országokhoz, mind a világjárvány előtti növekedési rátákhoz viszonyítva gyenge maradt.

Ágazatspecifikus tematikus értékelés

- 2023-ban **szinte valamennyi tagállamban javult a folyó fizetési mérleg**, mivel az energiaárak csökkentek, a kereslet pedig gyenge maradt, részben megszüntetve a kereskedelmi mérleg 2022-től bekövetkezett erőteljes romlását. Az említett javulás ellenére a folyó fizetési mérleg sok esetben – különösen egyes nagy nettó adós országok esetében – a világjárvány előtti és a gyors korrekciót lehetővé tevő szint alatt marad. Néhány figyelemre méltó esetben a belföldi kereslet továbbra is erős, és a folyó fizetési mérleg jelentős hiánya tartósnak tűnik. Egyes más esetekben a folyó fizetési mérleg erőteljes javulása vagy mérsékelt szinten való stabilizálódása a kereslet ciklikus – vagy legalábbis átmeneti – csökkenésének eredménye. Ezekben az esetekben a kedvezőbb feltételek visszatérése negatívabb mögöttes pozíciót tárhat fel. Továbbra is fennállnak magas fizetésimérleg-többletek, amelyekben egyes esetekben jelentős szerepet játszanak bizonyos jövedelemegyenlegek és országspecifikus sajátosságok. 2024-ben összességében a belföldi kereslet fokozatos élénkülése ellensúlyozza a cserearányok folyamatos javulását, ami idén és jövőre nagyjából stabilizálhatja a folyó fizetési mérlegeket, bár az elmúlt negyedévekben érzékelhető javulást éves szinten még nem tükrözik teljes mértékben az adatok. A világjárvány előtti helyzethez képest megváltozott a gazdaság különböző szektorainak hitelnyújtási és hitelfelvételi pozíciója: a kormányzatok növelték nettó hitelfelvételüket, míg a magánszektor nettó hitelnyújtási pozíciója erősödött. 2024-ben ez a hatás nem annyira markáns, mint 2023-ban, mivel csökkent az állami hitelfelvétel, és nőtt a magánszektor megtakarítása.

- A számottevő **negatív nettó külső állományi pozíciók** 2023-ban erősen javultak (ebben nagy szerepet játszott a nevezőhatás), több mint ellensúlyozva néhány jelentős hiányt. Egyes esetekben a markáns értékelési hatások az árfolyammozgásokat tükrözve további csökkenést eredményeztek. A jelentős **pozitív nettó külső pozíciók** nagyjából stabilak maradtak, mivel a számláló- és nevezőhatások egyensúlyban voltak a folyó fizetési mérleg továbbra is számottevő többlete mellett.

- Az **euroövezet folyó fizetési mérlege** a 2023 eleji mélypontról emelkedni kezdett, és azóta minden negyedévben javul. A kereskedelem feltételeinek javulása a nominális egyenleg gyors javulását eredményezte, miközben a kereslet összességében visszafogott volt, ami a folyó fizetési mérleg egyenlegét is növelte. Az euroövezet folyó fizetési mérlege továbbra sem éri el a világjárvány előtti szintet, ami a kereskedelmi mérleget befolyásoló magasabb energiaárak tartós hatását és az elsődleges jövedelmek egyenlegének fokozatos romlását tükrözi. Az elsődleges jövedelmek egyenlegének romlása néhány országra koncentrálódik, és egyes esetekben a különleges célú gazdasági egységek műveleteit tükrözi, amelyek erős határokon átnyúló pénzügyi kapcsolatokkal rendelkeznek, míg az országok belföldi gazdaságához csak korlátozott mértékben kapcsolódnak. Ezzel párhuzamosan csökkent a (csekély) szolgáltatási többlet, bár az idegenforgalom hozzájárulása nagyjából megfelel a hosszabb távú átlagnak. Az euroövezet folyó fizetési mérlege az előrejelzések szerint idén tovább javul, és jövőre nagyjából stabil marad, tükrözve a belföldi befektetések tartós lemaradását a megtakarításokhoz képest. Összességében a nettó adósok nettó nemzetközi befektetési pozíciójának (NIIP) erőteljes javulása az **euroövezeti külső pozíciók** egyoldalú kiegyensúlyozásához vezetett annak ellenére, hogy a nagy nettó hitelező országok részéről nem történt korrekció.

- A **fajlagos munkaköltségek** növekedése 2023-ban összességében jelentősen felgyorsult, jóllehet az egyes országok között jelentős különbségek mutatkoztak. A növekedés a legtöbb esetben a bérnövekedés felgyorsulására, valamint a termelékenység visszafogott, sőt akár negatív növekedésére vezethető vissza. A legtöbb tagállamban a fajlagos munkaköltség soha nem nőtt olyan gyorsan az elmúlt években, mint 2023-ban. A béremelések jelentősek voltak, de egyes tagállamokban a reálbérek még mindig nem érik el a 2019-es szintet. 2024-ben lassul a bérnövekedés, de az előrejelzések szerint számos országban továbbra is történelmileg magas szinten marad. A munkaerőpiacok összességében továbbra is feszesek, ami javítja a munkavállalók alkupozícióját. Míg egyes országokban mérsékelten emelkedik a munkanélküliség, ez alacsony szintről történik, és továbbra sem számottevő. A munkanélküliség emelkedése számos esetben a foglalkoztatás jóval jelentősebb növekedésével párosult, mivel nőtt a migráció és/vagy a munkaerőpiaci részvétel. Az euroövezet nagy nettó adós országaiban a fajlagos munkaköltség növekedése az euroövezeti átlag alatt van, számos nettó hitelező ország pedig erőteljesebb növekedést mutat; ez hozzá fog járulni ahhoz, hogy a külső pozíciók egyensúlya szimmetrikus módon álljon helyre az euroövezeten belül.

- 2023-ban az euro felértékelődött más főbb valutákkal szemben, mivel az EKB folytatta szigorítási ciklusát. Az euroövezeten kívül az európai valuták is felértékelődtek, a svéd korona kivételével. Ennek eredményeként a **reál effektív árfolyamok** összességében emelkedtek; kivétel ezalól Svédország és néhány sokkal alacsonyabb inflációval rendelkező euroövezeti tagállam, ahol nagyjából stabil maradt a reál effektív árfolyam. A nagyon magas inflációval rendelkező országokban a HICP-alapú reál effektív árfolyamok egy év alatt több mint 5 %-kal emelkedtek; azokban az euroövezeten kívüli országokban, amelyeket a nemzeti valuta erős felértékelődése és magas infláció jellemez, ennél is nagyobb volt az emelkedés. 2024-ben az euro felértékelődése jelentősen lelassult, ami nagyjából stabil reál effektív árfolyamot eredményezett az euroövezetben, ahol is a reál effektív árfolyamok viszonylag korlátozott mértékű változásait az infláció tekintetében tapasztalt, jelenleg sokkal kisebb különbségek okozták.

- A **GDP-hez viszonyított vállalati adósság** 2023-ban már harmadik éve mutatott jelentős csökkenést EU-szerte, aminek köszönhetően a teljes adósságráta több mint egy évtizede nem látott szintre süllyedt. Míg a csökkenés legjelentősebb mozgatórugója az infláció nevezőre gyakorolt hatása volt, a korlátozott vagy egyes esetekben negatív nettó hiteláramlások is hozzájárultak a vállalati eladósodottság általános csökkenéséhez. Összességében a hiteláramlások a több mint egy évtizede mért legalacsonyabb szintre estek vissza. A vállalati hitelállomány-leépítés elsősorban a kölcsönök állományának a csökkenésével volt összefüggésben, míg a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állománya nagyjából stabil maradt. A szigorú finanszírozási feltételek és a magas kamatlábak növelték a vállalatok kamatkiadásait, és rontották a vállalati szektor adósságszolgálati képességét. A vállalatok pénzügyi sebezhetőségének enyhe növekedése ellenére azonban jelenleg kevés jel utal a hitelnemteljesítések növekedésére. A 2022 közepén bekövetkezett csúcsot követően a nyereségráták 2023-ban és 2024 elejére visszaestek a világjárvány előtti szintre, ami valószínűleg a béremelkedések hatásának volt betudható, jóllehet egyes országokban és iparágakban a visszafogott gazdasági tevékenység és a gyenge termelékenységnövekedés is kétségtelenül nyomást gyakorolt és fog gyakorolni a nyereségre. Bár lassabb ütemben, a hitelállomány-leépítés 2024-ben is folytatódik, ami az infláció enyhülését és a hiteláramlás kismértékű emelkedését tükrözi, amit a vállalati beruházások fokozatos, jóllehet lassú fellendülésének kell kísérnie. A kereslet élénkülése, a finanszírozási feltételek és az üzleti bizalom javulása tovább fogja erősíteni ezt a fellendülést.

- A **lakásárak** emelkedése a 2020–2022-es erőteljes növekedést követően 2023-ban mérséklődött. A tagállamok között azonban jelentős eltérések mutatkoztak: egyes országokban az árak csökkentek, néhány más országban viszont nőttek. Az árak csökkenése – vagy lassabb emelkedése – a magasabb hitelfelvételi költségekhez való alkalmazkodást tükrözi, mivel a magasabb kamatok mellett a háztartások csak alacsonyabb hitelállomány költségeit képesek viselni. A kamatlábak már bekövetkezett kismértékű csökkenése, valamint a piac alacsonyabb árszinthez való alkalmazkodása 2024-ben a kereslet újbóli élénküléséhez vezet, jóllehet egyes országokban az áremelkedés visszafogott marad. A mérséklődés ellenére a lakásárak a becslések szerint az uniós országok háromnegyedében továbbra is túlértékeltek, és több mint a felében 10 %-ot meghaladó túlértékeltségre utaló jelek mutatkoznak. Ez annak ellenére van így, hogy a lakásárak a becslések szerint a leginkább túlértékelt piacokon csökkentek a legnagyobb mértékben. Ezzel párhuzamosan egyes országokban a lakásárak emelkedése továbbra is igen jelentős. Összességében csökkent a lakásépítések és a kiadott építési engedélyek száma, különösen azokban az országokban, ahol jelentősebb árkorrekcióra került sor. Ennek eredményeként a közeljövőben várhatóan fennmaradnak a kínálati korlátok, ami az elmúlt években a lakásárak erőteljes emelkedéséhez vezető mögöttes dinamika újraindulásához vezethet.

- A **háztartások adósságrátáinak** az elmúlt években tapasztalt csökkenése 2023-ban is folytatódott, így a háztartások adóssága a legtöbb uniós országban történelmi mélypontra esett vissza. Míg a 2023-as csökkenést jórészt a magas infláció nevezőre gyakorolt hatása vezérelte, a hiteláramlások zsugorodása, azaz az új hitelfelvételek csökkenése is hozzájárult az adósságra gyakorolt hatáshoz. A hitelfelvételi költségek meredeken nőttek, és e növekedés késleltetés nélkül megjelent az új hitelekben, ami csökkentette a jelzáloghitelek iránti keresletet. A hitelfelvételi költségek növekedése közvetlenebbül érintette a meglévő hitelek kamatfizetéseit azokban az országokban, ahol nagyobb a változó kamatozású jelzáloghitelek vagy a nagyon rövid kamatrögzítési időszakokkal rendelkező szerződések aránya, és ahol a jelzáloghitelek futamideje hosszú. A háztartások megtakarításai 2023-ban valamelyest emelkedtek, miután a világjárvány okozta csúcsot követően két éven át csökkentek. A háztartások kamatbevételei átlagosan valamivel nagyobb mértékben nőttek, mint a kamatkiadásaik. Mivel azonban az eszközök és a hitelek különböző háztartások tulajdonában vannak, számos országban jelentős nyomás nehezedik egyes háztartásokra a magas kamatlábak miatt. A kamatlábak most

megkezdődött csökkenésének és a várt bérnövekedésnek a jövőben némileg enyhítenie kell ezt a helyzetet. 2024-ben a háztartások mérlege összességében tovább erősödött, bár a 2023. évinél lassabb ütemben.

- A magas infláció által vezérelt erőteljes nominális GDP-növekedés 2023-ban is támogatta az **államadósság** csökkenését, a továbbra is jelentős költségvetési hiányok ellenére. 2024-ben és 2025-ben az elsődleges hiányok várhatóan nem fognak jelentősen szűkülni egyes magas adósságállománnyal rendelkező országokban, és a nominális GDP-növekedés és a kamatlábkülönbözetek kedvezőtlenebb alakulása miatt a GDP-arányos államadósság 2021 óta tapasztalható markáns csökkenése az előrejelzések szerint mérséklődik vagy megtorpan. Egyes különösen magas adósságállománnyal rendelkező országokban azonban az előrejelzések szerint 2024-ben is jelentős mértékben csökken az államadósság-ráta. Ezek olyan országok, amelyek többlettel vagy mérsékelt hiánnyal rendelkeznek, és továbbra is erőteljes reál-GDP-növekedést regisztrálnak, ami várhatóan elősegíti a hitelállomány-leépítést. Egyes euroövezeten kívüli országok esetében, ahol az államadósság viszonylag nagy része külföldi pénznemben denominált, az esetleges árfolyamváltozások miatt további kockázatok kapcsolódnak a kormányzati hitelfelvételhez. Az elkövetkező években az új uniós költségvetési keretrendszer végrehajtása támogatni fogja a kormányzati szektor hitelállomány-leépítését.

- Összességében az uniós **pénzügyi ágazat** 2023-ban is reziliens maradt: a bankok kamatbevétele nőtt, a nemteljesítő hitelek aránya pedig nem változott. A magasabb kamatlábak a kamatmarzs emelkedését eredményezték, mivel a bankok gyorsabban tükröztették a magasabb kamatlábakat a hitelekben, mint a betétekben. Ez növelte a bankok nyereségességét, különösen azon bankok esetében, amelyek nagyobb mértékben finanszírozzák magukat betétekből. Az elsődleges alapvető tőkemegfelelési mutató enyhén emelkedett. Összességében a nemteljesítő hitelek állománya stabil maradt, bár 2024-ben némi növekedés volt megfigyelhető, ami a jelek szerint főként a kereskedelmi ingatlanok árának számos országban folyamatban lévő korrekciójával, de általában a gyengébb konjunkturális feltételekkel is összefügg. A hitelfeltételek 2023-ban szigorodtak, és mind a háztartások, mind a nem pénzügyi vállalatok tekintetében csökkent a hitelkínálat és a hitelkereslet. A bankszektor 2024-ben is reziliens marad, bár az, hogy egyes hitelfelvevők, köztük az ingatlanokkal foglalkozó vállalkozások helyzete a magasabb kamatlábak és a likviditási rések miatt nehezebbé vált, az eszközminőség némi romlását okozhatja. A bankszektoron kívül a nem banki pénzügyi szektor kétségtelenül további kockázatoknak van kitéve, amelyek a szigorúbb pénzügyi feltételekhez, a romló hitelminőséghez és a rendezetlen eszközár-korrekciók lehetőségéhez kapcsolódnak. Idetartoznak a likviditási kockázatok és az összekapcsoltságból eredő kockázatok is, tekintve, hogy a banki és a nem banki szektor közötti kapcsolatok különösen erősek az EU-ban. A befektetési alapok ágazatában vagy a biztosítási ágazatban bekövetkező zavarok továbbgyűrűző hatást gyakorolhatnak a bankszektorra, és fordítva. A kereskedelmiingatlan-ágazat visszaesése kockázatot jelent a pénzügyi szektor egyes részei számára, és negatív továbbgyűrűző hatást gyakorolhat az egész pénzügyi szektorra és a reálgazdaságra.

A gazdasági egyensúlyhiányra vonatkozó kilátások

Az egyensúlyhiányra vonatkozó kilátásokra a szokatlanul erős inflációs környezet nyomta rá a bélyegét, amely jelentősen csökkentette az adósságrátákat. 2023-ban az inflációs ráták erősen estek, és az év végére elérhető közelségbe került a központi banki inflációs cél elérése. Az év során azonban még az ár- és költségnövekedés volt a meghatározó tényező az egyensúlyhiányra vonatkozó kilátások szempontjából. A magas GDP-deflátorok erős nevezőhatást gyakoroltak a fő adósságrátákra. Ily módon az örökölt egyensúlyhiányok – elsősorban a magas adósságállomány – kiigazítása folytatódott, és számos aggregátum – különösen a vállalatok és a háztartások adósságállománya – évek óta a legalacsonyabb szintre mérséklődött. Ez alól kivételt

képez néhány ország államadóssága, ahol a 2023. évi további csökkenés ellenére az adósságráta még nem tért vissza a 2020 előtti szintre.

Az elmúlt évek inflációs nyomása megváltozott gazdasági környezetet hagy maga mögött. Annak ellenére, hogy az infláció csökkenése nyomán az áremelkedések hozzájárulása az adósságállomány-leépítéshez korlátozottabb lesz, a magasabb infláció hatásai továbbra is érződnek, és befolyásolják az egyensúlyhiányok alakulását. Az előrejelzések szerint a fajlagos munkaköltségek számos országban továbbra is jelentősen emelkednek, mivel a rendelkezésre álló reáljövedelem csökkenését a béremelések által igyekeznek pótolni. Annak ellenére, hogy a központi bankok, köztük az Európai Központi Bank, megkezdték a monetáris politika lazítását, a kamatlábak továbbra is magasabb szinten vannak és várhatóan maradnak, mint az elmúlt évtized során. Ez hatással van az eladósodottsághoz kapcsolódó kamatterhekre, és a gazdaság valamennyi ágazatában hat az eszközök értékére. A kamatlábak emelkedése óta mind a lakáscélú, mind az üzleti beruházások csökkentek.

A nominális növekedés az elkövetkező években korlátozottabb támogatást fog nyújtani a passzív hitelállomány-leépítéshez. Az előrejelzések szerint a nominális növekedés összességében valamivel magasabb marad, mint a világjárvány előtt, nagyrészt a GDP-deflátor enyhén magas szintje miatt. Az elkövetkező években azonban az adósságterhek további csökkentése nem valósítható meg a hitelfelvétel korlátozása nélkül. A magasabb törlesztőrészletek miatt nyomás alá kerülhetnek azok a háztartások, amelyek jelentős adóssággal és változó kamatozású jelzáloghitelekkel rendelkeznek, illetve amelyek esetében a hitelek kamatrögzítési periódusa a végéhez ért vagy a végéhez közeledik. A hiteláramlás csökkenése a vállalatok esetében nyilvánvaló, és párhuzamosan jelentkezik a fajlagos nyereség – erőteljes növekedést követő – csökkenésével, aminek hátterében vélhetően a megélhetési költségekhez felzárkózó bérek okozta fajlagos munkaköltség-növekedés részleges ellensúlyozása áll.

Egyes országokban nyilvánvaló jelei vannak a jelentős mögöttes folyófizetésimérleg-hiánynak, és a nettó külső adósság újra emelkedhet. Néhány esetben a külső eladósodottság fordulóponthoz érkezett, mivel a jelentős folyófizetésimérleg-hiányt már nem ellensúlyozza a nominális növekedés, ami a nettó külső pozíció várható romlását eredményezi az elkövetkező években. Bár a legnagyobb külső eladósodottsággal rendelkező országok esetében nem ez a helyzet, több olyan tagállam van, ahol a hatékony szakpolitikai fellépés hiánya a külső eladósodottság aggasztó növekedéséhez vezethet. A fellépésnek jellemzően a költségvetési hiány visszaszorítására kell irányulnia az erőteljes kereslet megfékezése érdekében, ami egyúttal a fennmaradó inflációs nyomás mérséklésében is segítene. Emellett szükség lehet a háztartási vagy vállalati szektor újbóli kiigazítására is.

Az elmúlt években nőttek a költség-versenyképességgel kapcsolatos kihívások, és egyes országok jelenleg sokkal magasabb és esetenként tovább növekvő ár- és költségszintekkel szembesülnek a kumulatív növekedés miatt. Bár az inflációs különbözetek nagyon erősen csökkentek – és sok esetben eltűntek –, néhány tagállamban a korábbinál sokkal magasabb relatív árakat és költségeket hagytak örökül. Noha ez elsősorban azokra az országokra igaz, ahol továbbra is van némi felzárkózási potenciál, úgy tűnik, hogy a növekedés sokkal nagyobb annál, mint amit hitelesen a Balassa-Samuelson hatásnak és más hasonló tényezőknek lehetne tulajdonítani, és nem a termelékenység növekedéséből adódik. Ennek eredményeként ezek az országok a korábbiaknál jóval magasabb árszinttel rendelkeznek, ami nyomást gyakorolhat versenyképességükre, különösen ott, ahol az árszintnövekedés a világjárvány előtti, már amúgy is gyengült versenyképességi pozícióra épült rá. Ezeknek a hatásoknak a korrekciója időbe telik: vagy az árak és a költségek jelentős csökkenését igényli, ami gazdasági zavarokhoz vezethet, vagy a kereskedelmi partnerekhez képest tartósan alacsonyabb ár- és költségnövekedést kell elérni, éspedig hosszabb időszakon át vagy markánsabb mértékben annál, mint ahogyan korrekciós intézkedések nélkül megvalósulna.

A megnövekedett ár- és költségszintek további nyomást gyakorolhatnak a külső pozícióra, és egyes esetekben nehézségekbe ütközhet a további ár- és költségemelkedések visszaszorítása. Néhány olyan országban, ahol jelentősen emelkedtek az árak és a költségek, további káros tényezők is különös kockázatot jelentenek. Az exportpiacok elvesztését – ami geopolitikai okokkal is összefügghet – nehezebb új lehetőségek feltárásával ellensúlyozni, ha a belföldi árak és költségek magasabbak. Amennyiben a külső egyenlegek már jelenleg is nyomás alatt állnak – például az energiaárak okozta tartós egyenlegromlás miatt –, a magasabb költségszintek további nyomást helyezhetnek a külső oldalra, amíg nem kerül sor az alacsonyabb keresleti szinthez történő alkalmazkodásra. Ahol a növekedés is visszafogott, a kereslet helyreálltával nehéz lehet majd mérsékelni a további inflációs nyomást. A gazdasági feltételek normalizálódásával felszínre kerülhetnek a gazdaság mögöttes gyenge pontjai, például a strukturálisan gyengébb külső egyenlegek.

A közelmúltbeli mérséklődés ellenére a magas lakásárak számos országban továbbra is komoly aggodalomra adnak okot. A lakásárak több évnyi erőteljes növekedést követően, amely a világjárvány időszakában a legtöbb esetben még dinamikusabbá vált, most mérséklődtek. Ez a korrekció önmagában nem csökkenti érdemben a lakásárak alakulásával kapcsolatos kockázatot, hanem inkább a sebezhetőség megnyilvánulása: azokban az országokban, ahol a lakásárak erősen csökkennek, ennek oka az, hogy a mögöttes dinamika fenntarthatatlan szintre emelte azokat. Összességében a mögöttes dinamika nem változott. Arra lehet számítani, hogy miután a lakáskereslet teljes mértékben alkalmazkodik a magasabb kamatszintekhez, az élénk kereslet és a korlátozott kínálat közötti régóta fennálló szakadék miatt a lakásárak erőteljes növekedése újra beindul. Ezt súlyosbíthatja a lakásberuházások közelmúltbeli csökkenése, amelyre a bizonyos tagállamokba irányuló, minden eddiginél nagyobb mértékű nettó migráció közepette került sor. A lakhatás megfizethetősége, amely számos országban egyre nehezebbé vált, valószínűleg tovább romlik. Egyes tagállamok nagyvárosi területein a lakásárak olyan szintet értek el, amely fékezheti gazdaságuk azon képességét, hogy munkavállalókat vonzzon, és ez növekedési modelljük egyre jelentősebb korlátjává válhat. Egyes országokban a lakásárak növekedése még mindig nagyon erőteljes, és ismét gyorsul. Egyes esetekben ez az erőteljes növekedés az erős inflációs dinamikával párhuzamosan folytatódik, amit nehéz lehet úgy megfékezni, hogy az ne járjon komoly gazdasági következményekkel.

Országspecifikus következtetések és nyomon követés

2025-ben kilenc olyan tagállamról készül részletes vizsgálat, amelyek esetében 2024-ben megállapítást nyert az egyensúlyhiány vagy a túlzott egyensúlyhiány fennállása[4]. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés áttekintést nyújt az egyensúlyhiány alapjául szolgáló kulcsfontosságú adatok alakulásáról. A meglévő értékelések aktualizálása és az esetleges fennmaradó szakpolitikai igények felmérése céljából 2025 első felében közzéteendő 2025. évi részletes vizsgálatok keretében kerül sor annak gazdasági értékelésére, hogy ezek az egyensúlyhiányok súlyosbodnak-e, kiigazítás alatt állnak-e vagy kiigazításra kerültek-e. Részletes vizsgálatra a következő országok esetében kerül sor: **Ciprus, Görögország, Hollandia, Magyarország, Németország, Olaszország, Románia, Szlovákia** és **Svédország**.

Emellett az eredménytábla gazdasági elemzése arra a következtetésre vezet, hogy Észtország esetében is részletes vizsgálatot kell végezni, mivel fennáll az újonnan kialakuló egyensúlyhiány konkrét kockázata. Ez összhangban van az elmúlt években követett előretekintő perspektívával. E megközelítés értelmében a részletes vizsgálatokat az aggodalomra okot adó fejlemények kialakulásával párhuzamosan, még azt megelőzően kell elvégezni, hogy az egyensúlyhiányok fennállása egyértelművé válna. Észtországban az elmúlt években erős költségnyomás volt tapasztalható, miközben a lakásárak jelentősen emelkedtek, és a háztartások hitelfelvétele is nőtt. E fejlemények különösen tartósak voltak, és egyéb, aggodalomra okot adó tényezők további kockázatot jelentenek.

Észtországban a költség-versenyképesség csökkenése tovább kumulálódik, és romlik a folyó fizetési mérleg; ugyanakkor a lakásárak továbbra is jelentősen emelkednek. Észtország 2023 tavaszán részletes vizsgálat tárgyát képezte, de akkor a Bizottság nem állapított meg egyensúlyhiányt: a versenyképességgel, a külső egyenlegekkel és a lakásárakkal kapcsolatos sebezhetőségek már fennálltak, de korlátozottnak minősültek, és gyors csökkenésükre lehetett számítani. Az Észtországra vonatkozó jelenlegi eredménytábla azt mutatja, hogy 2023-ban két mutató, nevezetesen a reál effektív árfolyam és a fajlagos munkaköltség meghaladta az indikatív küszöbértéket. Az eredménytábla közelmúltbeli fejleményeken és kilátásokon alapuló gazdasági elemzése nem kellően megnyugtató. A költségnyomás mérséklődött, de az euroövezetben a legmagasabbak között van. Az országban továbbra is magas az infláció, a maginfláció a közelmúltban nőtt, és egyértelműen meghaladja az euroövezeti átlagot. Észtországban a gazdaság gyenge növekedése ellenére erőteljes ár- és költségnövekedés következett be. A gazdaság nem lábalt ki az Oroszország Ukrajna elleni háborúja által kiváltott válságból, és 2023–2024-ben jelentős recesszión ment keresztül; reálértéken a GDP éppen a világjárvány előtti szint körül van, ami az EU legrosszabb teljesítménye. A közelmúltban jelentősen csökkent az export és az exportpiaci részesedés is. A folyó fizetési mérleg hiánya a 2022. évi szinthez képest mérséklődött, de további javulás nem várható. Ráadásul a hiány mérséklődésére lassú konjunktúra idején került sor, ami gyengébb mögöttes külső pozícióra utal, és a gazdasági tevékenységnek a kereslet élénkülését eredményező javulása rontaná a folyó fizetési mérleg pozícióját. Ugyanakkor a lakásárak az elmúlt években jelentősen emelkedtek, a nominális árak pedig 2024 első felében több mint 7 %-kal nőttek. Ez súlyosbította a lakásárak túlértékeltségének kockázatát. A háztartások hitelfelvétele 2023-ban mérséklődött, de az euroövezeti viszonylatban a legmagasabb hitelfelvételi költségek ellenére továbbra is jelentős maradt.

A többi tagállam esetében jelenleg nincs szükség részletes vizsgálatra.

[4] A Bizottság közleménye: 2024. évi európai szemeszter – tavaszi csomag, COM(2024) 600 final.

Háttérmagyarázat: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájára vonatkozó 2024. évi felülvizsgálat eredménye

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló rendelettel összhangban a Bizottság rendszeresen értékeli, és szükség esetén aktualizálja a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának megfelelőségét (az 1176/2011/EU rendelet 4. cikkének (7) bekezdése). A riasztási mechanizmus keretében készült e jelentés számos változtatást eszközöl az eredménytáblában, úgy a kiemelt, mint a kiegészítő mutatókban. Az eredménytábla korábbi felülvizsgálataihoz hasonlóan a tervezett módosításokról a végleges elfogadásuk előtt a Bizottság tájékoztatta az Európai Parlamentet, a Tanácsot (beleértve annak szakértői bizottságait is) és az Európai Rendszerkockázati Testületet.

Az elfogadott módosítások figyelembe veszik a statisztikai mutatókkal kapcsolatos legújabb fejleményeket, és céljuk, hogy az eredménytábla kompaktabbá váljon, jobban kiegyensúlyozza a különböző tematikus blokkokat, és előremutatóbb legyen. A módosításokat a következő elvek vezérelték: i. stabilitás (a túl gyakori felülvizsgálatok elkerülése); ii. a változók sokasodásának elkerülése (az eredménytáblára vonatkozó rendeletben megállapított „takarékossági” követelmény betartása érdekében a változók száma főszabály szerint nem emelkedhet); iii. relevancia és megfelelőség a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás felügyelete szempontjából; továbbá iv. a statisztikai minőség folyamatos javításának figyelembevétele. A kiemelt mutatókat érintő lényegi változásokat az alábbiakban ismertetjük. További részletek az e közleményt kísérő bizottsági szolgálati munkadokumentumban[5] találhatók.

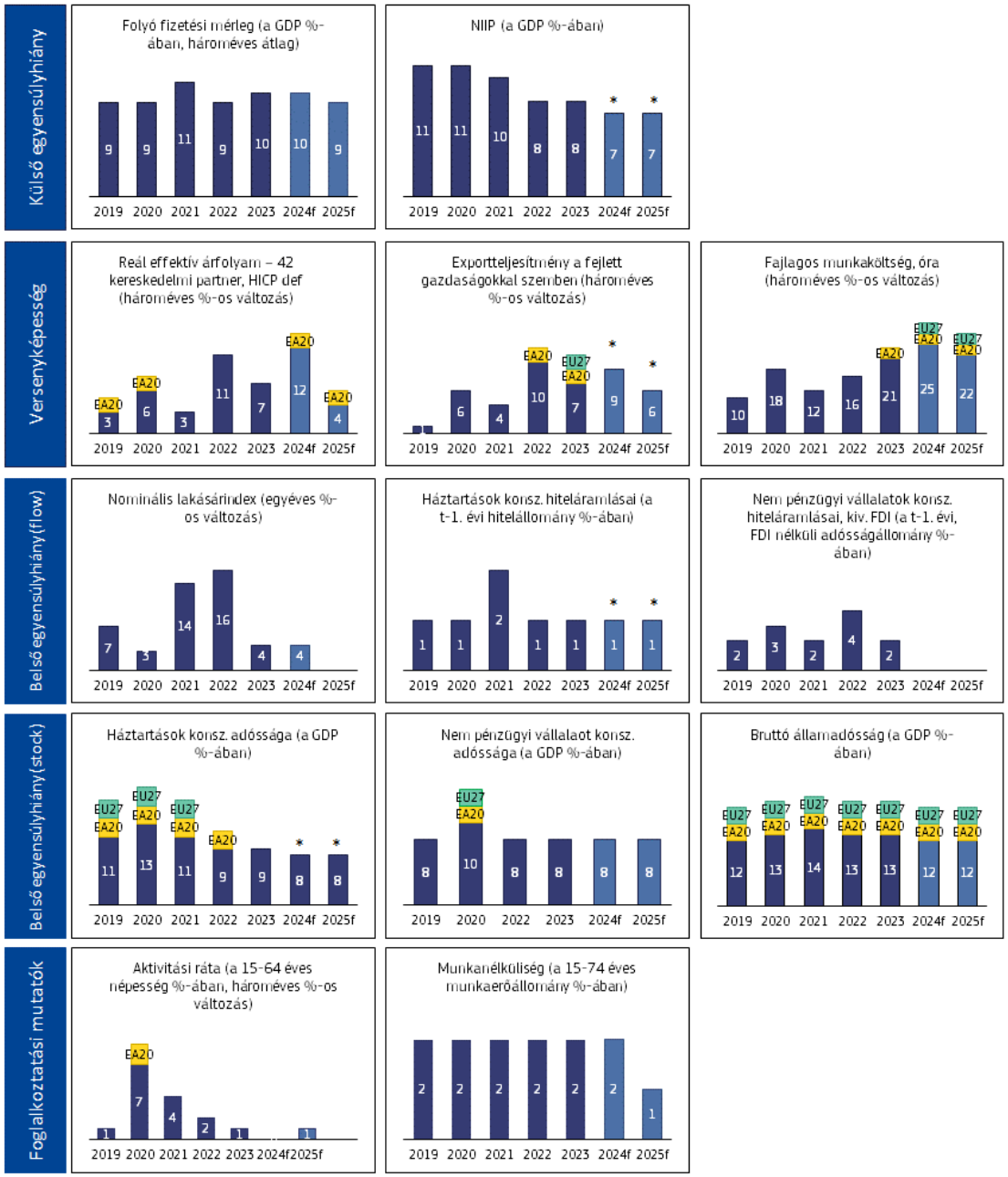
- A fejlett gazdaságokkal szembeni exportteljesítményre vonatkozó mutató státusza kiegészítő mutatóról kiemelt mutatóra változott, és a mért időszak három év lett. Erre a mutatóra vonatkozóan új küszöbértéket állapítottunk meg, amely –3 %. Ezzel szemben az exportpiaci részesedésre vonatkozó mutató státusza kiemelt mutatóról kiegészítő mutatóra változott.
- A magánszektor adósságállományára és a hiteláramlásra vonatkozó mutatókat a háztartásokra és a nem pénzügyi vállalatokra vonatkozó külön mutatókra bontottuk. A hiteláramlást az előző évi állomány százalékában mérjük, és a nem pénzügyi vállalatokba irányuló hiteláramlás sem a számlálóban, sem a nevezőben nem tartalmazza a közvetlen külföldi befektetéseket. Az új küszöbérték a háztartások adósságállománya esetében a GDP 55 %-a, a nem pénzügyi vállalatok adósságállománya esetében pedig a GDP 85 %-a, a hiteláramlások esetében pedig az előző évi adósságállomány 14 %-a (háztartások), illetve 13 %-a (nem pénzügyi vállalatok).
- A pénzügyi ágazat kötelezettségeire vonatkozó kiemelt mutatót töröltük. Ennek oka egyrészt az, hogy nincs olyan átfogó pénzügyi ágazati mutató, amelyre vonatkozóan észszerű módon meghatározható küszöbérték, másrészt pedig az, hogy a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás bevezetése óta számos egyéb, független, a pénzügyi szektorra vonatkozó, európai szintű felügyeleti mechanizmus lépett működésbe. A bankszektort a következő három kiegészítő mutató segítségével fogjuk szorosabban nyomon követni: bruttó nemteljesítő hitelek (a bruttó hitelek %-ában), a bankszektor T1 tőkemegfelelési mutatója (a kockázattal súlyozott eszközök %-ában) és a bankszektor sajáttőke-arányos jövedelmezősége (%). Bár ezek a mutatók fontos információkat szolgáltatnak, nehéz érdemi makrogazdasági küszöbértékeket meghatározni esetükben. Az, hogy az eredménytábla nem tartalmaz kiemelt mutatót, semmi esetre sem jelenti azt, hogy a makrogazdasági felügyelet keretében a Bizottság kisebb jelentőséget tulajdonítana a pénzügyi szektornak.
- A tartós munkanélküliségi ráta és az ifjúsági munkanélküliségi ráta kiegészítő mutatóvá válik.
- A reál effektív árfolyam mutatójának küszöbértéke az euroövezeti tagállamok esetében ±5 %-ról ±3 %-ra, az euroövezeten kívüli országok esetében pedig ±11 %-ról ±10 %-ra csökken, figyelembe véve a legfrissebb adatok eloszlási jellemzőit.

[5] Bizottsági szolgálati munkadokumentum a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának változásairól, SWD(2024) 702.

- Módosult néhány kiemelt mutató meghatározása:
  - A nominális fajlagos munkaköltség indexét egy foglalkoztatottra jutó érték helyett egy órára jutó értéken mérjük.
  - A lakásárindexet nem reálértéken, hanem nominális értéken mérjük, ami maga után vonja a küszöbérték +9 %-ra történő módosítását is.
  - A munkanélküliségi ráta esetében a hároméves átlag helyett éves adatokat mutatunk be.

A kísérő bizottsági szolgálati munkadokumentumban részletezetteknek megfelelően a kiegészítő mutatók tekintetében is számos változtatás került végrehajtásra, beleértve e mutatók számának jelentős csökkentését. A korábbi táblákhoz képest a felülvizsgált eredménytábla eggyel kevesebb kiemelt mutatót és öttel kevesebb kiegészítő mutatót tartalmaz.

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

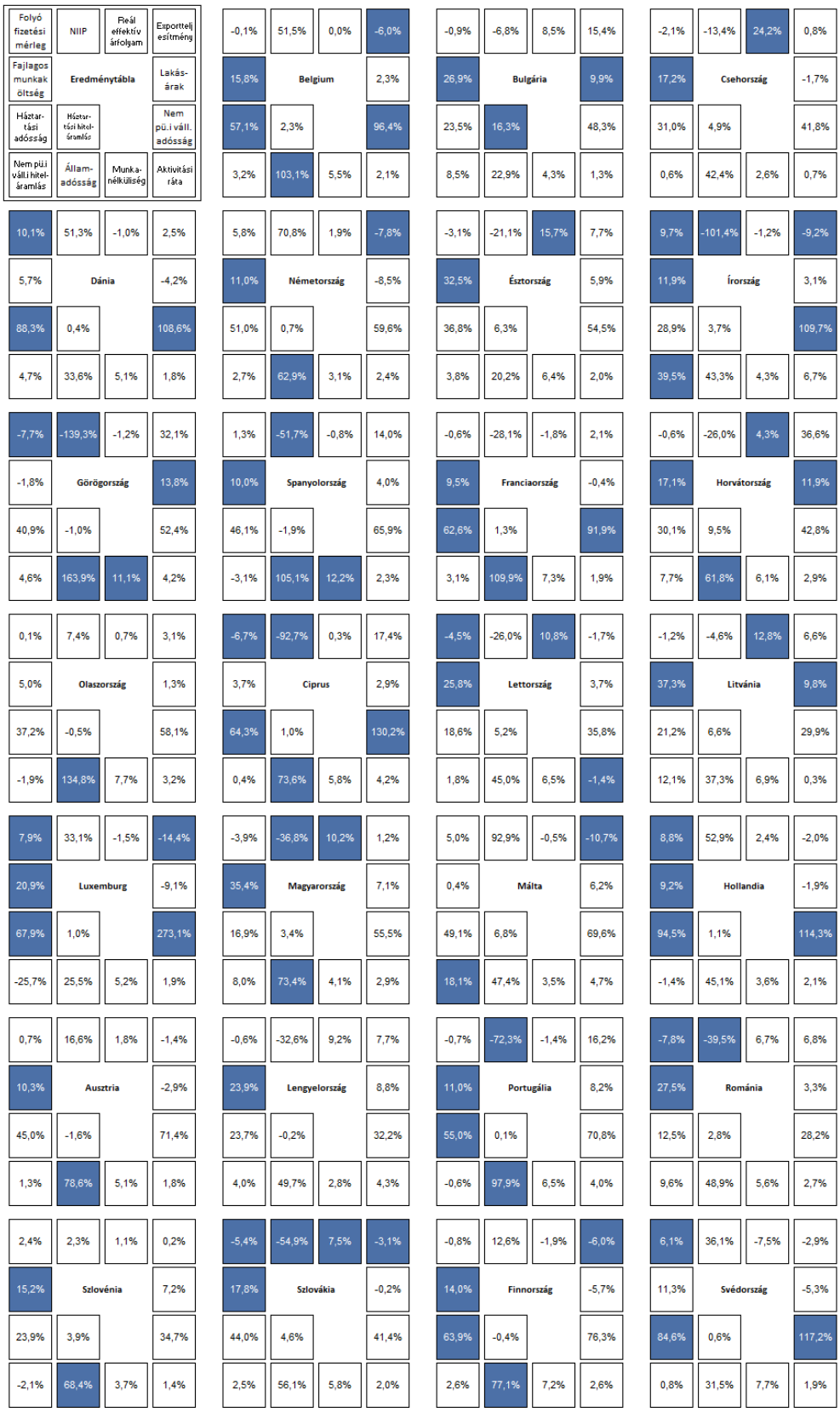


Azon tagállamok száma, amelyekben az eredménytábla-változók egy adott évben meghaladták a releváns küszöbértékeket, a jelentés zárónapjáig, 2024. október 31-ig beérkező adatok alapján. Az esetleges utólagos adatmódosítások miatt különbségek lehetnek a jelentés korábbi kiadásaiban közzétett, az eredménytábla-változók korábbi értékei alapján számított küszöbérték-túllépések számához képest.

*Az előrejelzési időszakra vonatkozóan nem állnak rendelkezésre aggregált adatok.

Forrás: Eurostat és az Európai Bizottság előrejelzései

2. ábra: **A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának mutatói 2023-ban, országonként**



Forrás: Eurostat