



Brüsszel, 2021.11.24.
COM(2021) 741 final

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

A riasztási mechanizmus keretében készült 2022. évi jelentés

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

{SWD(2021) 361 final}

TARTALOM

Összefoglaló	2
1. Makrogazdasági háttér és az egyensúlyhiány alakulása az euróövezetben	9
2. Egyensúlyhiány, kockázatok és kiigazítás: főbb fejlemények a tagállamokban	17
2.1. Pillanatkép az eredménytábla állásáról	17
2.2. Külső szektor és versenyképesség	20
2.3. A magánszektor adóssága és az ingatlanpiacok	33
2.4. Kormányzati szektor	44
2.5. Pénzügyi szektor	47
3. A fő kihívások összefoglalása és felügyeleti vonatkozások	53
4. Az egyes tagállamokra vonatkozó észrevételek	56
1. melléklet: Az eredménytábla fő mutatóinak szinkronidejű becslése és előrejelzése	102
2. melléklet: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblája	105

Ezzel a riasztási mechanizmus keretében készült jelentéssel kezdetét veszi a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás tizenegyedik éves ciklusa. Az eljárás a tagállami gazdaságok, a gazdasági és monetáris unió vagy az egész Unió zökkenőmentes működését hátráltató egyensúlyhiányok feltárására, megelőzésére és kiigazítására, illetve a megfelelő szakpolitikai választéshatározások előmozdítására irányul. Az egyéb gazdaságfelügyeleti eszközök keretében kidolgozott elemzésekkel és ajánlásokkal való összhang biztosítása érdekében a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás végrehajtása a gazdaságpolitikai koordináció európai szemeszterének részét képezi (az 1176/2011/EU rendelet 1. és 2. cikke).

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben közölt elemzés egy kiválasztott mutatókat tartalmazó eredménytábla gazdasági értelmezésén, valamint a kiegészítő mutatók szélesebb körén, egyéb elemzési eszközökön és értékelési kereteken, illetve további releváns információkon, köztük frissen közzétett adatokon és előrejelzéseken alapul. A riasztási mechanizmus keretében készült ideai jelentés megerősített előzetekintő értékelést nyújt a makrogazdasági stabilitást és a makrogazdasági egyensúlyhiány alakulását fenyegető kockázatokról. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a tagállamok makrogazdasági egyensúlyhiányának az euróövezet egészére gyakorolt hatásait is elemzi.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés azonosítja, hogy mely tagállamok esetében kell részletes vizsgálatot végezni annak értékelése érdekében, hogy fennáll-e náluk szakpolitikai beavatkozást igénylő egyensúlyhiány (az 1176/2011/EU rendelet 5. cikke). A Bizottság részletes vizsgálatot fog készíteni az érintett tagállamokról, figyelembe véve az Európai Parlamenttel, a Tanáccsal és az eurócsoporttal a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésről folytatott egyeztetéseket. A részletes vizsgálatok 2022 tavaszán kerülnek közzétételre, és alapul szolgálnak majd a makrogazdasági egyensúlyhiány fennállására és súlyosságára vonatkozó bizottsági értékeléshez, valamint a szakpolitikai hiányosságok meghatározásához.

ÖSSZEFOGLALÓ

Ez a második olyan, a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés, amelyre a Covid19-világjárvány rányomja a bélyegét, hiszen a jelentés fő témája a világot 2020-ban hirtelen és váratlanul sújtó válságból való gazdasági kilábalás. A Covid19-világjárvány súlyosságában példa nélküli gazdasági válságot okozott. A 2020 első felében bekövetkezett fennakadásokat követően a járvány megfékezésére irányuló intézkedések Európa-szerte bekövetkező enyhítésével gyors gazdasági helyreállításnak lehettünk tanúi. Az oltóanyagok alkalmazása nyomán pozitívan változtak a gazdasági kilátások. Bár továbbra is különbségek vannak a tagállamok között, a gazdasági sokk azonnali hatásainak kezelésére irányuló erőfeszítések kezdik meghozni az eredményeket. A védőoltások sikeres bevezetése – a járvány megfékezésére irányuló hatékony és célzott stratégiával együtt – 2021 tavaszától erőteljesebben élénkítette a gazdasági aktivitást, a gazdaságpolitikai koordináció pedig a szilárd és inkluzív helyreállítás és az erősebb reziliencia alapjainak lefektetése irányában mozdult el. A Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése szerint a legtöbb tagállam kibocsátási szintje várhatóan 2021 végére, a többié pedig jövőre eléri a válság előtti szintet.

A világjárvány egy olyan időszakban tört ki, amikor kedvező makrogazdasági feltételek mellett a legtöbb egyensúlyhiány korrekciója folyamatban volt, miközben a túlfűtöttség jelei új kockázatokra hívták fel a figyelmet. Az elmúlt évtized nagy részében a tartós gazdasági növekedés elősegítette az egyensúlyhiányok fokozatos kiigazítását. Ezek az egyensúlyhiányok a magán- és az államadósság GDP-hez viszonyított magas arányával függtek össze, ami a globális pénzügyi válság és az ahhoz vezető folyamatok öröksége volt. A korrekció során csökkent a folyó fizetési mérlegek magas hiánya, visszafogottabbá vált a hitelkiáramlás, ami a külső adósság fokozatos csökkenését és a bankrendszerek megerősödését eredményezte. Az utóbbi években egyes országokban, különösen azokban, ahol a gazdasági növekedés élénkebb volt, a gazdaság túlfűtöttségére utaló kihívások és kockázatok jelentek meg bizonyos ágazatokban, főként a lakásárak és a költség-versenyképesség szintjén.

A világjárvány megakasztotta a GDP-arányos államadósság csökkenését, miközben a lakásárak növekedése tovább gyorsult, ami a makrogazdasági kockázatok általános súlyosbodására utal. Ugyancsak súlyosbodtak a magas államadóssághoz és a magánszektor adósságállományához kapcsolódó egyensúlyhiányok, aminek oka a GDP erős visszaesése, valamint a Covid19-válság kezeléséhez, a termelési kapacitások védelméhez, valamint a foglalkoztatási és társadalmi hatás mérsékléséhez szükséges intézkedések költségvetési hatása. A lakásárak már amúgy is ütemes növekedése tovább gyorsult, ami több országban kockázatot jelent, különösen ott, ahol ezt a jelzőhitelek jelentős növekedése kíséri. Erős tökemegfelelési mutatóknak és magas likviditási tartalékaiknak köszönhetően a bankok meg tudták őrizni hitelnyújtási képességüket. A bankszektor tekintetében azonban nem zárhatók ki esetleges másodlagos hatások a védintézkedések megszüntét és azt követően, hogy a pandémiának a vállalkozások fizetőképességére gyakorolt hosszú távú hatásai érzékelhetővé válnak a gazdaság egészében. A külső mérleg romlott azokban az országokban, amelyek nagy mértékben függenek a nemzetközi turizmustól. A megerősített szakpolitikai támogatás segített féken tartani a munkanélküliséget és stabilizálni a háztartások jövedelmét. A gazdaság visszapattanása során egyes országokban munkaerőhiány és költségnyomás alakult ki, és számos tagállamban jelentős béremelkedés várható.

A világjárványra adott gyors és összehangolt szakpolitikai válaszintézkedések enyhítették a pandémia gazdasági hatását, a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz pedig egyedülálló lehetőséget nyújt arra, hogy megerősödve kerüljünk ki a válságból. A Stabilitási és Növekedési Paktum általános mentesítési záradékát közvetlenül a világjárvány kitörése után aktiválták, támogatva a nemzeti költségvetési intézkedéseket. Az állami támogatásokra vonatkozó ideiglenes keretről szóló megállapodás lehetővé tette a tagállamok számára, hogy teljes mértékben kihasználják az állami támogatási szabályok által biztosított rugalmasságot. A szükséghelyzeti munkanélküliségi kockázatokat mérséklő ideiglenes támogatást nyújtó európai eszköz (SURE) elősegítette a munkahelyek védelmét. A kormányok példa nélküli költségvetési és szakpolitikai támogatást nyújtottak, az Európai Központi Bank (EKB) pedig intézkedések széles körét hajtotta végre a pénzügyi stabilitás megőrzése és a pénzügyi piacok zavartalan működésének biztosítása érdekében. A helyreállítás előrehaladtával a helyreállítási és rezilienciaépítési tervekbe foglalt reformok és beruházások hatékony végrehajtása hozzá fog járulni a tartós élénkülés előmozdításához, a reziliencia megerősítéséhez, valamint az EU zöld és digitális

átállításának felgyorsításához. A helyreállítási és rezilienciaépítési tervek végrehajtása elősegítheti az egyensúlyhiány csökkentését és a makrogazdasági kockázatok mérséklését. A tervek egyedülálló lehetőséget kínálnak arra, hogy a Covid19-válság által leginkább érintett tagállamok tartósan magasabb növekedési pályára kerüljenek, ami elősegíti a munkahelyteremtést, javítja az adósság fenntarthatóságát és hozzájárul az egész európai gazdaság egyensúlyának helyreállításához.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben bemutatott horizontális elemzés fő megállapításai a következőképpen foglalhatók össze:

- **A Covid19-válság átmenetileg hatással volt a külső pozíciókra, de alapvetően nem módosította a folyó fizetésimérleg-tendenciákat.** Azokban a országokban, ahol jelentős a nemzetközi turisztikai ágazat aránya, általában számottevően nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya vagy csökkent a szerény többlet. Ez várhatóan fokozatosan helyreáll a turizmus fellendülésével. A jelentős folyó fizetésimérleg-többletek egy része 2020-ban enyhén csökkent, így az euróövezet egészének folyó fizetési mérlege összhangba került a fundamentális tényezőkkel. A 2021 első felére vonatkozó adatok mindazonáltal az euróövezeti folyó fizetésimérleg-többlet markáns növekedését mutatják, aminek hátterében elsősorban a szolgáltatások kereskedelmének javuló mérlege áll. Az euróövezet folyó fizetési mérlege az előrejelzések szerint 2021-ben visszatér a 2019. évi szintre, ami a továbbra is visszafogott belföldi keresletet tükrözi. Összességében a folyó fizetési mérlegek leginkább az összetétel tekintetében változtak: a magánszektor valamennyi tagállamban növelte nettó megtakarítási pozícióját, míg a kormányzati szektor nettó hitelnyújtási pozíciója jelentősen csökkent a Covid19-világjárvány hatása és a járvány enyhítésére hozott intézkedések miatt. 2020-ban több, jelentős negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező tagállam számolt be folyó fizetési mérlegének romlásáról, de a nettó nemzetközi befektetési pozíció GDP-hez viszonyított arányára gyakorolt hatás az előrejelzések szerint fokozatosan megfordul.
- **A gazdasági aktivitás 2020-as zavarai a fajlagos munkaköltségek jelentős növekedéséhez vezettek, amit a fellendülés várhatóan részben ugyan visszafordít, de számos esetben máris munkaerőhiány és költségnomás alakult ki.** A stabil foglalkoztatási létszám mellett bekövetkező termelés-csökkenés eredményeként a fajlagos munkaköltségek Unió-szerte nőttek. A munkahelyek megtartását különböző, erre irányuló állami kezdeményezések, különösen a csökkentett munkaidős foglalkoztatás bevezetése tette lehetővé; ezek a ledolgozott munkaórák számának csökkentését részesítették előnyben az elbocsátások helyett. Ezek a hatások a munkatermelékenység 2020. évi átmeneti csökkenésében tükröződnek. A fellendülés nyomán nő a termelékenység, és a fajlagos munkaköltség növekedéséből eredő veszteségek részben ledolgozhatók. Egyes országokban azonban a világjárvány előtti tendenciát folytatva újra gyorsul a bérek emelkedése. A munkaerőpiaci helyzet ugyanakkor ágazatonként és országonként eltérő: míg egyes esetekben a foglalkoztatás nagyjából visszaállt a válság előtti szintre, másutt továbbra is jelentős a különbség. Bizonyos esetekben a helyreállítás során folytatódhat a munkahelyek, a vállalkozások és az ágazatok közötti nagyobb mértékű munkaerő-reallokáció, ami az országok termelőkapacitásának tartós változásaihoz vezethet. Néhány más esetben munkaerőhiány alakul ki, különösen a válság által kevésbé sújtott országokban és élénk kereslet közepette. Más tényezőkkel, például a gyorsan emelkedő energiaárakkal együtt a költségnomás jelentőssé válhat, és a jövőben kockázatot jelenthet.
- **A válság alatt számos szakpolitikai intézkedés segítette elő a munkahelyek és a termelési kapacitás megőrzését a magánszektor likviditásának és fizetőképességének támogatásával.** Az olyan támogatási intézkedések, mint az adósságtörlesztési moratóriumok és az állami hitelgaranciák segítettek elkerülni, hogy a magánszektor likviditáshiánya fizetőképességi problémákká váljon a Covid19-válság kezdetén. A moratóriumok lehetővé tették az adósságtörlesztések késleltetését, növelve a nominális adósságállományt és a kapcsolódó kamatterhet. Ezen intézkedések fokozatos kivezetésével törlesztési nehézségek merülhetnek fel, különösen a válság által jobban érintett ágazatokban és a már eleve sebezhető vállalkozások körében. Számos országban mind a vállalati, mind a háztartási hitelfelvétel növekedését a nettó megtakarítások növekedése kísérte.
- **A vállalatok eladósodottsága a legtöbb uniós országban nőtt 2020-ban, néhol meredeken.** A súlyos recesszió hatása mellett a világjárványból eredő hirtelen bevételekiesést és likviditási hiányt fedező új hitelfelvétel is hozzájárult a vállalati adósság GDP-hez viszonyított arányának növekedéséhez. Míg a jelentősen megnövekedett nettó hiteláramlás 2021 elejéig tartott, annak újabban

tapasztalt mérséklődése utalhat a hitelkereslet csökkenésére (ami a vállalkozásoknál felhalmozott likviditás felhasználásával hozható összefüggésbe) vagy az alacsonyabb hitelkínálatra.

- **A fellendülés erősödésével a háztartások hitelfelvétele is megélné.** 2020-ban a háztartások magasabb GDP-arányos adósságrátája főként a GDP jelentős visszaesésének volt betudható. A világválság csúcán a hiteláramlás visszafogott volt, főként a fogyasztási hitelek meredek visszaesése miatt. Ugyanakkor számos országban nőtt a jelzáloghitelek volumene, tekintettel az élénk ingatlanpiaci aktivitásra és a lakások gyorsuló növekedésére. 2021 eleje óta a fellendülés előrehaladtával több országban is jelentősebbé vált a nettó hiteláramlás.
- **A Covid19-válság és a kormányok által a válság enyhítése érdekében hozott intézkedések jelentős hatást gyakoroltak az államadósságra.** A kormányok által nyújtott életbevágó, széles körű támogatások hozzájárultak ahhoz, hogy a pandémia kedvezőtlen gazdasági hatásainak egy részét elirányítsák a háztartásoktól és a vállalkozásoktól, védve a munkahelyeket és a növekedési potenciált. Az államadósság GDP-hez viszonyított aránya nagyobb mértékben nőtt azokban az országokban, amelyeket aránytalanul sújt a recesszió, elsősorban idegenforgalmi ágazatok miatt. A fellendüléssel az adósság GDP-hez viszonyított aránya várhatóan stabilizálódni fog, és egyes tagállamokban máris csökken; általában véve azonban a kormányzatok egyértelműen nagyobb eladósodottsági szint mellett lábálnak ki a válságból. A támogató költségvetési irányvonal és a monetáris politikai intézkedések kölcsönösen erősítik a bizalom és a stabilitás fenntartását. A kormányzati forrásbevonás feltételei a megnövekedett finanszírozási igény ellenére továbbra is kedvezőek maradtak, egyrészt a monetáris politikai intézkedések, másrészt olyan hosszabb távú tényezők hatására, mint az, hogy az euróövezetben a megtakarítások szintje hagyományosan magasabb a beruházások szintjénél. Az infláció alakulásának fényében a hitelfelvétel költségei némileg nőttek, de összességében továbbra is alacsonyak. A hitelfelvételi költségek némileg nagyobb mértékben növekedtek néhány euróövezeten kívüli, lebegő árfolyammal rendelkező tagállamban. Némelyikük esetében nem elhanyagolható a devizában denominált adósság vagy a viszonylag rövid lejáratú adósság aránya.
- **A pandémiát a lakások növekedésének további gyorsulása kísérte.** Többéves emelkedést követően a lakások 2020-ban és 2021 első felében tovább gyorsultak, és a globális pénzügyi válság óta a leggyorsabb növekedési ütemet mutatták. Számos uniós ország esetében fennáll a túlértékeltség kockázata. Ez aggodalomra ad okot, különösen ott, ahol magas vagy gyorsan növekvő háztartási adósságállomány kíséri. A lakások növekedését számos keresletbővítő és kínálatstímító tényező vezérelte. A kínálati korlátok már a világválság előtt is jelen voltak, és a korlátozások átmenetileg súlyosbították azokat. A világválság strukturális változásokhoz is vezethetett a lakáskeresletben, mivel a távmunkára való átállás megváltoztathatta a földrajzi preferenciákat. A pénzügyi feltételek kedvezőek voltak, és összességében valószínűleg továbbra is támogatják az erőteljes lakáskeresletet, míg a fellendüléssel párhuzamosan növekvő lakossági jövedelmek valószínűleg fenntartják majd a lakások további növekedését.
- **A bankszektor tőke megfelelési mutatói továbbra is erősek, de a nyereségesség 2020-ban gyengült, és a válságnak a bankok mérlegére gyakorolt teljes hatása csak késleltetve lesz látható.** A globális pénzügyi válság óta jelentősen javult a bankszektor helyzete: a világválság előtti években tőkepufferek alakultak ki, a tőke megfelelési mutatók pedig 2020-ban tovább emelkedtek, többek között az osztalékfizetésekre vonatkozó átmeneti szabályozási korlátok miatt. A Covid19-válság bankszektorra gyakorolt hatása korlátozott volt, köszönhetően az ágazat a pénzügyi válságot követően elért erősödésének és az olyan kiterjedt átmeneti szakpolitikai intézkedéseknek, mint például a hitelgaranciák, az adósságtörlesztési moratóriumok vagy a szabályozás átmeneti enyhítése. A nemteljesítő hitelek aránya 2020-ban tovább csökkent, különösen azokban az országokban, ahol ez az arány jelentős volt, és ahol a bankok eladták a korábban felhalmozott gyengén teljesítő eszközöket. Az alacsony nyereségesség régóta fennálló problémája azonban nem szűnt meg. Emellett előfordulhat, hogy a válságnak az eszközök minőségére, a nyereségességre és a tőkepufferekre gyakorolt teljes hatása csak a szakpolitikai intézkedések visszavonását követően mutatkozik meg. Szoros nyomon kell követni a bankok, az államháztartások és a vállalati szektor közötti esetleges visszacsatolási spirálokat is.

Bár a határozott szakpolitikai fellépés enyhítette a világválság hatását, a pandémia elmélyítette az euróövezeti országok közötti különbségeket. A Covid19-világválság gazdasági következményeinek

azok a tagállamok voltak a leginkább kitéve, ahol jelentős a nemzetközi idegenforgalmi ágazat súlya, ami a foglalkoztatásra és a növekedésre gyakorolt eltérő hatásokhoz vezetett. Mivel ezeket az országokat egyúttal viszonylag magas állami, magán- vagy külső adósságállomány jellemezte, ez az eladósodottság nagyobb szórását eredményezte az euróövezeten belül. E mintázatok némelyike átmeneti tényezőkhöz kapcsolódik, például az utazási korlátozások hatásához, de a gazdasági és társadalmi különbségek növekedésének enyhítését célzó határozott szakpolitikai fellépés sikere ellenére fennáll annak a veszélye, hogy a válság hosszabb távú következményekkel jár, és tartósítja az eltéréseket.

Az euróövezet egészét tekintve továbbra is jelentős folyófizetésimérleg-többlet áll fenn, ami rávilágít arra, hogy az euróövezet összesített szintjén továbbra is van tere a fellendülés folytatódásának. Ez hozzájárulna az egyensúlyhiányok gyorsabb korrekciójához is. A teljes euróövezet folyó fizetési mérlegének többlete átmenetileg a fundamentális tényezőknél megfelelő szint közelébe csökkent, de az előrejelzések szerint visszatér a válság előtti, a fundamentumokkal indokolható szint feletti mértékre. Az eredmények tagállamonként igen eltérőek. Az euróövezet külső egyensúlyának helyreállítása annál is inkább fontos, mivel a monetáris politika mozgástere már igencsak korlátozott a kereslet fenntartásának támogatásában.

Az euróövezeti gazdaságok közötti összekapcsolódások fényében a tagállamok makrogazdasági politikáinak megfelelő kombinációjára van szükség a fellendülés fenntartása, valamint az egyensúlyhiányok korrekciója és a felmerülő kockázatok kezelése érdekében. Az euróövezet nettó hitelező országaiban a gazdaság bővülése – még akkor is, ha a kereslet ösztönzésén alapul – nemcsak ezen országok, hanem a nettó adós országok számára is előnyös lenne, mivel az euróövezet gyorsabb növekedése az utóbbi országcsoportban is elősegíti a növekedést és a hitelállomány-leépítést, valamint a külső pozíciók javulását. Ezt a folyamatot elősegítheti a válság során nyújtott rendkívüli szakpolitikai támogatásnak a kiigazítási igényekhez időzített kivezetése. A nettó adós országok termelékenységének és versenyképességének markáns és tartós javulása szintén hozzájárulna a külső egyensúly helyreállításához és az adósságterhek enyhítéséhez. A rendelkezésre álló euróövezeti, illetve uniós szintű eszközök hatékony alkalmazása a szükséges reformok és beruházások eredményes végrehajtásával együtt elősegítené a tartós fellendülést, és hozzájárulna a reziliencia fokozásához, egyebek mellett az egyensúlyhiányok és az új kockázatok kezelése révén. Döntő fontosságú lesz a Next Generation EU és a többéves pénzügyi keret biztosította finanszírozás teljes mértékű és a lehető legproduktívabb módon történő felhasználása. Ez maximalizálná a források gazdasági hatását, és hozzájárulna a kiegyensúlyozott növekedéshez.

A világválságnak az egyensúlyhiányra gyakorolt teljes hatása csak később válik egyértelművé, mivel másodlagos hatásokkal is számolhatunk. Egyes vállalatok pénzügyileg sebezhetővé váltak, mivel elhúzódó veszteségeik és eladósodásuk miatt elfogytak a tőketartalékaik. A szerkezeti változások a vállalkozások egy része számára szükségessé tehetik üzleti modelljük kiigazítását. A támogatási intézkedések kivezetése a nemteljesítő hitelek és a csődök növekedéséhez vezethet mindenképp a Covid19-válság által leginkább érintett ágazatokban, valamint azon vállalkozások körében, amelyek már a válság előtt is kiszolgáltatott helyzetben voltak. Ez esetleg csak később következik be, attól függően, hogy a hitelezők milyen típusú átstrukturálásokat ajánlanak fel az egyébként fizetésképtelen hitelfelvevőknek. A gazdaságba irányuló új hitelek áramlásának biztosításához fontos, hogy a fizetésképtelenségi eljárások lehetőséget adjanak a meglévő értékvesztések elszámolására. A vállalati hitelekre nyújtott állami garanciák segítenek megőrizni az életképes vállalatokat, de ha jelentősek, visszacsatolási spirálokat is eredményezhetnek a vállalati és a kormányzati szektor között, ami a bankokat is érinti. A vállalkozások gyenge mérlegpozíciói kedvezőtlenül érinthetik a munkaerőpiacot, és azon keresztül egyes háztartások hiteltörlesztési képességét. A jelzáloghitelek erőteljes növekedése további kockázati tényező, különösen az ingatlanpiacok korrekciója esetén. Hasonlóképpen, a kereskedelmi ingatlanárak további csökkenése a pénzügyi szektort is gyengítheti.

A finanszírozási feltételek hatással lesznek az egyensúlyhiány alakulására. Az alacsony kamatkörnyezet lehetővé tette a kormányok, a vállalkozások és a háztartások számára, hogy magasabb adósságot vállaljanak. Ezáltal enyhítette a világválság hatását, védte a munkahelyeket és a termelési kapacitást. A kamatlábak emelkedése mind az állami, mind a magánszektorban növelné az adósság finanszírozási költségeit, fokozva a kockázatokat ott, ahol a finanszírozási igények magasak. Az infláció 2021 eleje óta markánsan emelkedett az euróövezetben és számos más fejlett gazdaságban. Bár az infláció emelkedésének meghatározó tényezői – beleértve az energiaárak emelkedését is – többnyire átmenetinek

tűnnek, fennáll a kockázat, hogy ez az időtartam nem lesz olyannyira rövid. Amíg a finanszírozási feltételek nem szigorodnak, a magasabb infláció enyhítheti az adósságterhet. Az infláció tartós növekedése azonban szigorúbb finanszírozási feltételeket és magasabb hitelfelvételi költségeket eredményezhet.

A lakáspiacok fejleményeit szorosan figyelemmel kell kísérni. A magas lakásárak kockázatot jelentenek, különösen ha a háztartások magas eladósodottsága és a munkaerőpiaci igazodás bizonytalansága kíséri őket. Ez kockázatot jelent a háztartások jelzáloghitel-kötelezettségeinek teljesítése tekintetében. A magasabb kamatlábak további nyomást gyakorolhatnak a jelzáloghitel-törlesztési képességre, ami továbbgyűrűzhet a bankszektorra. A fellendülés folytatódásával párhuzamos áremelkedések bérnyomás kialakulásához vezethetnek, és növelhetik a jelzáloghitel-felvételt. Az elmúlt években romlott a lakások megfizethetősége, ami potenciálisan kedvezőtlen makrogazdasági következményekkel járhat azáltal, hogy csökkenti a magánfogyasztást és a munkaerő mobilitását, és eltéríti a hiteleket a termelékenységnövelő beruházásoktól.

Az állami és a magánszektor magas adósságállományának csökkentése alapvetően attól függ, hogy a helyreállítás tartós bővüléssé alakul-e át, ami termelőberuházásokat tesz szükségessé. A tartós fellendülés a támogató politikai irányvonalától és a válság után kapott rendkívüli szakpolitikai ösztönzők megfelelő időben történő visszavonásától függ. A gazdaság tartós bővülésének alapja a gazdasági és társadalmi reziliencia megerősítése, amihez megfelelő reformok végrehajtására és beruházásokra van szükség. A termelékenységnövelő beruházások elengedhetetlenek a középtávú növekedés ösztönzéséhez, valamint a demográfiai változások közepette a zöld és digitális átállás megvalósításához szükséges strukturális átalakulások támogatásához. Ez annál is inkább fontos, mivel számos országban magas az államadósság és a magánszektor adósságállománya, és viszonylag alacsony a potenciális növekedés, ami megnehezíti a magas adósságszint csökkentését. Magas államadósság esetében javítani kell a kiadások és a bevételek összetételét, hogy létrejöjjön az állami beruházások megvalósításához szükséges mozgáster. A jövőbeli válságok kezeléséhez szükséges mozgáster biztosításához pedig az adósságállománynak egy hiteles költségvetési kiigazítási stratégia mentén történő leépítésére is szükség van. Ugyanakkor a vállalati hitelállomány leépítése fékezheti a magánberuházásokat. A helyreállítási és rezilienciaépítési tervek hatékony végrehajtása fontos szerepet játszik a köz- és magánberuházások támogatásában, ezáltal segítve a világválság hosszú távú hatásainak leküzdését, és utat nyitva az erőteljesebb növekedéshez és nagyobb rezilienciához. Az új Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz az európai strukturális és beruházási alapokkal együtt előmozdítja a beruházásintenzív helyreállítást. Hatékony végrehajtásuk révén az uniós gazdaság fenntarthatóbb, inkluzívabb, ellenállóbb lesz, és felkészültebbé válik a zöld és digitális átállásra, összhangban az e tekintetben kitűzött uniós célokkal.

A világválság rávilágított az anticiklikus diszkrecionális költségvetési politikának, a támogató monetáris politikának és az európai koordinációnak a gazdasági válságra való reagálásban játszott pozitív szerepére. A Covid19-válság megmutatta, hogy a jelentős diszkrecionális költségvetési válaszüntézkedések hatékonyak lehetnek a nagy sokkok azonnali hatásainak enyhítésében, és sikeresen előkészítik a gyors fellendülést. Az azonnali nemzeti költségvetési kiigazítást az uniós szabályozási kereteken belül biztosított rugalmasság alkalmazása alapozta meg. A kollektív fellépés növelte a bizalmat. A monetáris politikai intézkedések hozzájárultak a gazdaság valamennyi ágazata számára kedvező finanszírozási feltételek megőrzéséhez a világválság során, támogatva a gazdasági aktivitást és fenntartva a középtávú árstabilitást. A költségvetési és a monetáris politika egymást kölcsönösen erősítő hatásai döntő fontosságúak voltak a válság hatásainak enyhítésében, és elősegítették a helyreállítást. A monetáris politika várhatóan laza marad az elkövetkező években, az alacsony kamatkörnyezet és az infláció közelmúltbeli emelkedése azonban korlátozza a további monetáris lazítás lehetőségét. A költségvetési politikának ezért stabilizációs szerepet kell fenntartania, ha lefelé mutató kockázatok merülnek fel, rendes körülmények között viszont a prudens költségvetési politika fenntartásával bizalmat kell teremteni a tekintetben, hogy a fiskális intézkedések válság idején is eredményesek maradnak.

A makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzése és kiigazítása továbbra is alapvető fontosságú. Először is, a gazdasági helyreállítás gyengesége a vállalati csődök megugrásához vezethet, ami munkahelyek megszűnését, a vállalati hitelekhez kapcsolódó, a válsággal összefüggő garanciák növekvő mértékű lehívását és a beruházások visszaesését eredményezheti. Másodsor, a kedvezőtlen gazdasági fejlemények fokozhatják az állam és a bankok közötti visszacsatolási spirált. Harmadsor, a növekvő eszköz- és lakásárak az esetleges fenntarthatatlan eszközár-emelkedések miatt növelhetik a háztartási

szektor sérülékenységét. Ezek a kockázatok hátrányosan befolyásolhatják az államadósság fenntarthatóságát, és korlátozhatják a költségvetési politika mozgásterét a jövőbeli kihívások kezelése terén. A sebezhetőségek felhalmozódásának megszüntetése hozzájárul a helyreállítás megszilárdításához és a hosszú távú növekedés megerősítéséhez is. A hasonlóbb gazdasági szerkezet és az összehangoltabb gazdasági ciklusok hozzájárulnak a közös monetáris politika hatékonyságának növeléséhez.

A beruházásintenzív fellendülés előmozdítása révén a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz hozzá fog járulni a makrogazdasági stabilitáshoz. A helyreállítási és rezilienciaépítési tervek eredményes végrehajtása fenntarthatóbbá, inkluzívabbá, reziliensebbé teszi az uniós gazdaságot, és jobban felkészíti a zöld és digitális átállásra. Hozzá fog járulni az Unió belüli divergenciák kockázatának csökkentéséhez is, mivel a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz keretében nyújtott vissza nem térítendő támogatások az alacsonyabb egy főre jutó GDP-vel és magasabb munkanélküliséggel rendelkező és a Covid19-válság által leginkább sújtott tagállamokra összpontosulnak. Emellett a globális pénzügyi válságot követő évekkel ellentétben a világválságot követő fellendülést jelentős volumenű állami beruházások fogják támogatni. A Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz keretében nyújtott támogatások magas színvonalú beruházási projekteket finanszíroznak, és lehetővé teszik a termelékenységet fokozó reformokat anélkül, hogy magasabb nemzeti hiányt és adósságrátát eredményeznének. Ezek a támogatások és más uniós finanszírozási források a becslések szerint 2021-ben és 2022-ben évente átlagosan a GDP mintegy 0,5 %-ával növelik a közberuházásokat a tagállamokban.

A makrogazdasági egyensúlyhiány megelőzése és kiigazítása javítja a tagállamok azon képességét, hogy reagáljanak a sokkokra, és támogatja a gazdasági konvergenciát. A sebezhetőségek felhalmozódásának megszüntetése vagy megelőzése hozzájárul a helyreállítás megszilárdításához és a hosszú távú növekedés megerősítéséhez. Az egyensúlyhiánnyal küzdő országoknak vissza kell térniük a világválság előtti kiigazítási pályájukra, és ezt a potenciális növekedést támogató szakpolitikákkal kell elősegíteni. Az egyensúlyhiányok csökkentése pozitív továbbgyűrűző hatásokat is eredményezhet az országok között. A mélyebb gazdasági és pénzügyi integráció és az összehangoltabb gazdasági ciklusok hozzá fognak járulni a közös monetáris politika hatékonyságának növeléséhez, különösen az euróövezet tagjai esetében, lehetővé téve, hogy az jobban reagáljon a jövőbeli kihívásokra.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés következtetése szerint 12 tagállam esetében indokolt a részletes vizsgálat. E tagállamok a következők: Ciprus, Franciaország, Görögország, Hollandia, Horvátország, Írország, Németország, Olaszország, Portugália, Románia, Spanyolország és Svédország. Ezek a tagállamok a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző éves felülvizsgálataiban is részletes vizsgálat tárgyát képezték, és egyensúlyhiánnyal (Hollandia, Horvátország, Franciaország, Írország, Németország, Portugália, Románia, Spanyolország és Svédország) vagy túlzott egyensúlyhiánnyal (Ciprus, Görögország és Olaszország) jellemezhető országnak minősültek. Az új részletes vizsgálatok az értékelések aktualizálása és az esetleges további szakpolitikai igények felmérése céljából értékelik, hogyan alakultak ezek az egyensúlyhiányok, elemezve azok súlyosságát, alakulását és a tagállamok által adott szakpolitikai válaszokat. A 3. szakasz összefoglalja, hogyan alakultak az említett egyensúlyhiányok, a 4. szakasz pedig részletesen ismerteti az országspecifikus információkat.

Emellett néhány olyan tagállamban, amelyre az előző fordulóban nem terjedt ki a részletes vizsgálat, olyan fejlemények tapasztalhatók, amelyek kitüntetett figyelmet érdemelnek. Szlovákiában a lakásárak erőteljes növekedése, valamint a háztartások hitelfelvételének tartós, bár lassuló növekedése jellemző. Az export csupán néhány ágazatra koncentrálódik, és a költségversenyképesség csökkent, jóllehet ez az exportpiaci részesedéseket ez idáig nem érintette hátrányosan. Magyarországon figyelmet érdemel az állami hitelfelvétel és a külső finanszírozás közötti kölcsönhatás a jelentős devizahitel-kitettséggel összefüggésben. A lakásárak növekedése erőteljes volt. A költségversenyképességre nehezedő nyomás fokozódik, ám ez az exportpiaci részesedéseket ez eddig nem érintette hátrányosan.

Más tagállamokban is szükség van továbbá a kockázatok alakulásának nyomon követésére, sok esetben a lakáspiachoz kapcsolódóan. Dánia és Luxemburg esetében az ingatlanpiac alakulása a kockázatok halmozódására utal. Bár a megváltozott preferenciák, a támogató pénzügyi feltételek és a kínálati korlátok fenntarthatják a lakásárak növekedését, a lefelé irányuló korrekció kockázata, amely hatással lehet a tágabb gazdaságra, nem hagyható figyelmen kívül. Csehországot a lakásárak erőteljes

növekedése és tartós, az utóbbi években jelentős költség-versenyképességi veszteségek jellemzik. Máltán a növekvő magánadósság és a fizetéseképtelenségi keret gyengése eredményez sajátos sebezhetőséget. A nyomon követésnek és a felügyeletnek szorosan figyelemmel kell kísérnie e hat tagállamban a fejleményeket, és meg kell győződnie arról, hogy azok összhangban állnak-e a makrogazdasági stabilitással, illetve elősegítik-e azt. A kockázatok mérlege jelenleg nem indokolja részletes vizsgálat szükségességét. A 4. szakasz további információkat tartalmaz az országspecifikus fejleményekről.

1. MAKROGAZDASÁGI HÁTTÉR ÉS AZ EGYENSÚLYHIÁNY ALAKULÁSA AZ EURÓÖVEZETBEN

A gazdasági háttér

A riasztási mechanizmus keretében készült idei jelentést a Covid19-világjárvány gazdasági hatásainak háttérében kell szemlélni. A világjárvány kezdetben mély recessziót okozott, mivel a vírus terjedésének megfékezésére irányuló korlátozó intézkedések 2020-ban jelentős hatást gyakoroltak a gazdasági tevékenységre. Ennek eredményeként 2020-ban az EU-ban 5,9 %-kal, az euróövezetben pedig 6,4 %-kal esett vissza a GDP, miközben az országok között jelentős eltérések voltak tapasztalhatók. Egyes országokban két számjegy körüli vagy a feletti volt az esés, míg másutt enyhe maradt a recesszió. A javuló egészségügyi helyzet 2020 második negyedétől lehetővé tette a korlátozó intézkedések enyhítését, és ezzel elkezdődött a helyreállítás. A világjárvány különböző hullámai 2021 elejéig egyenetlen fellendülést eredményeztek. A védőoltások bevezetése, valamint a járvány megfékezésére irányuló hatékony és célzott stratégia, továbbá a széles körű állami támogatási intézkedések lehetővé tették a nagyobb mobilitást, és így a gazdasági aktivitás 2021 tavaszától a vártnál gyorsabban állt helyre. Összességében a Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése szerint mind az EU-ban, mint az euróövezetben 5 %-os lesz a GDP-növekedés 2021-ben, és 4,3 %-os 2022-ben. A legtöbb tagállam kibocsátási szintje várhatóan 2021 végére, néhányuké pedig jövőre éri el a válság előtti szintet (1.1. a) ábra)¹.

Bár a határozott szakpolitikai fellépés enyhítette a világjárvány hatását, a pandémia elmélyítette az euróövezeti országok közötti különbségeket. Ez a világjárvány okozta egyenlőtlen károkat és a tagállamok nemzetgazdaságainak eltérő szerkezetét tükrözi. A korlátozások súlyosabban érintették a személyközi szolgáltatásokat, mint a feldolgozóipart. Ez jelentős eltéréseket eredményezett a gazdasági teljesítmény terén, mind az országokon belül, mind az országok között. A számottevő nemzetközi idegenforgalmi ágazattal rendelkező és a mobilitási korlátozások által különösen érintett országokban a GDP az átlagnál nagyobb mértékben zsugorodott, és a külső mérleg jelentősen romlott. Ez a helyzet Görögország, Portugália és Spanyolország esetében. A recesszió a magas belföldi adóssággal rendelkező országokat, például Franciaországot és Olaszországot is keményen sújtotta (lásd az 1.1. b) ábrát). Ezek az országok egyúttal a legmagasabb magán-, kormányzati vagy külső adóssággal rendelkeznek az EU-ban. A fellendülés az előrejelzések szerint ezen országok némelyikében lassabb lesz.

A rendkívüli szakpolitikai válasz kulcsfontosságú volt a Covid19-válság hatásainak enyhítése és a helyreállítás támogatása szempontjából, miközben pozitív hatást gyakorolt a makrogazdasági stabilitásra. A kormányok példa nélküli költségvetési támogatást nyújtottak a munkahelyek és a jövedelmek védelmére, valamint a vállalkozások támogatása érdekében, csökkentve a vállalati csődök kockázatát. Adó- és hitelmoratóriumot vezettek be a háztartások és vállalkozások számára, a bankhitelekre pedig kormányzati garanciát nyújtottak. Ennek eredményeként 2020-ban a háztartások rendelkezésre álló bruttó jövedelme a markáns recesszió ellenére lényegében az EU egészében állandó maradt. Az EU munkanélküliségi rátája mindössze 0,4 százalékponttal nőtt, a vállalati csődök száma pedig nagyon visszafogott volt, mivel a hatások nagy részét a kormányok fedezték.

Uniós szinten példátlan mértékű koordinációra került sor a szakpolitikai válaszok tekintetében. A Stabilitási és Növekedési Paktum általános mentesítési záradékát közvetlenül a világjárvány kitörése után aktiválták, támogatva a költségvetési intézkedéseket. Az állami támogatásokra vonatkozó ideiglenes keretről szóló megállapodás lehetővé tette a tagállamok számára, hogy teljes mértékben kihasználják az állami támogatási szabályok által biztosított rugalmasságot. A szükséghelyzeti munkanélküliségi kockázatokat mérséklő ideiglenes támogatást nyújtó európai eszköz (SURE) elősegítette a munkahelyek

¹ Az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése, Institutional Paper 160, 2021. november. Lásd még Croitorov O. és mások (2021): *The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area* (A Covid19-járvány makrogazdasági hatása az euróövezetben) *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Európai Bizottság, Vol. 20, No 2, Part I.

védelmét. A koronavírusra való reagálást célzó beruházási kezdeményezés (CRII és CRII plusz) és a REACT-EU mozgósította és kiegészítette a kohéziós politikai alapokat a közegészségügyi ágazat, a vállalkozások és a legkiszolgáltatottabb népesség támogatása érdekében. Az Európai Stabilitási Mechanizmus és az Európai Beruházási Bank pénzügyi eszközöket bocsátott rendelkezésre. A Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz által támogatott reformok és beruházások hatékony végrehajtása fenntarthatóbbá, inkluzívabbá, reziliensebbé teszi az uniós gazdaságot, és jobban felkészíti a zöld és digitális átállásra, az erre vonatkozó uniós célokkal összhangban.

Az összehangolt globális monetáris politikai válasz kedvező pénzügyi feltételeket eredményezett. Az Európai Központi Bank intézkedések széles körét hajtotta végre a pénzügyi stabilitás megőrzése és a pénzügyi piacok zavartalan működésének biztosítása érdekében. Kiegészítő likviditást biztosított a bankoknak, enyhítette a biztosítékokra vonatkozó követelményeket, és jelentős mennyiségben vásárolt további állami és magánszektorbeli eszközöket. A laza monetáris politikai irányvonal alátámasztotta a kedvező pénzpiaci hangulatot, és segített elkerülni a hitelválságot, így számos kötvény- és részvényt piac meghaladta a világjárvány előtti szinteket. A hosszabb távú tényezőkkel együtt, idesorolva azt is, hogy az euróövezetben a megtakarítások szintje hagyományosan magasabb a beruházások szintjénél, a bőséges piaci likviditás alacsony állami hitelfelvételi költségeket biztosított, amelyek egyes esetekben még a válság kezdete előtt is alacsonyabbak voltak. Emellett az euróövezeten belüli hozamkülönbsétek is szűkültek. Az erőteljes fellendüléssel kapcsolatos várakozások tovább erősítették a pozitív piaci hangulatot, amit a 2020 őszi oltóanyag-fejlesztés terén elért áttörés is megerősített.

A kamatok továbbra is történelmi mélypontra vannak, de a szigorítás jeleit figyelemmel kell kísérni. Bár az államkötvényhozamok 2021-ben kismértékben emelkedtek, általában jóval a historikus átlagok alatt maradtak. A legjobb minőségű kormányok adósságaik tekintetében negatív vagy nullához közeli kamatlábakat élveznek, míg néhány, különösen az euróövezeten kívüli tagállamban növekedés következett be. A vállalati kötvénypiacokon laza, bár némileg szigorodó finanszírozási feltételek jellemzők, és a banki hitelkamatok az EU-ban a történelmi minimumszinten vagy annak közelében vannak. Az euró 2020 második felében felértékelődött, majd némileg visszakorrigált, és ezt néhány euróövezeten kívüli tagállam valutája is lekövette.

Az infláció 2021-ben emelkedett, de a növekedés várhatóan nagyrészt átmeneti lesz. Az infláció az euróövezetben az elmúlt hónapokban tíz éve nem látott szintre emelkedett, miután közel egy évtizeden át alatta maradt az inflációs célnak. Az infláció számos euróövezeten kívüli tagállamban meghaladta a célértékeket. Az energiaárak emelkedése jelentősen hozzájárult a növekedéshez, tekintve, hogy a maginfláció kevésbé nőtt. Az infláció növekedése várhatóan nagyrészt átmeneti lesz, jóllehet nem feltétlenül rövid távú. A fosszilis tüzelőanyagokról való átállással járó problémák megoldásához némi időre van szükség. A gazdasági újraindítás jelentősen növelte a keresletet, de az aktivitást a kínálat szűk keresztmetszetei korlátozzák. Valószínű, hogy az emelkedő költségek begyűrznek egyes fogyasztói árakba, bár ennek mértéke bizonytalan, és a vállalati haszonkulcsok csökkentése felszívhatja a költségnövekedés egy részét. A tartós inflációs dinamika kockázata jelenleg visszafogottnak tűnik, mivel az euróövezet inflációs várakozásai továbbra is visszafogottak, és nagyjából a világjárvány előtti trendekhez való visszatérést tükrözik. A strukturális átrendeződések azonban – beleértve a fogyasztási mintáknak a világjárványra adott reakcióját és az ágazatspecifikus szakemberhiányt – hatással lehetnek a relatív árakra és bérekre, ami növelheti az infláció volatilitását. Az infláció elhúzódó növekedése változásokat eredményezhet a monetáris politika normalizálásának időzítésében, és szigorúbb pénzügyi feltételekhez, továbbá magasabb hitelfelvételi költségekhez vezethet.

Az EU gazdasága a vártnál gyorsabban áll helyre, de a gazdasági kilátások továbbra is bizonytalanok. A sikeres oltási kampányok Uniós-szerte csökkentették az esetleges jövőbeli fertőzési hullámok megelőzésére hivatott, a járvány megfékezésére irányuló szigorú intézkedések szükségességét. Globális szinten továbbra is jelentősek a pandémiával kapcsolatos kockázatok a védőoltások viszonylag alacsony elterjedtsége miatt. A kereskedelem még nem lábalt ki teljes mértékben a világjárvány okozta korlátozások hatásából, és nem segítik elő fellendülését a kínálati oldal szűk keresztmetszetei sem, amelyek kihatnak a globális értékláncokba nagymértékben integrált tevékenységekre. Az értékláncok tartós átrendeződése költségekkel jár, és kockázatokot és lehetőségeket is tartogat az uniós országok számára. A vállalkozások nyereségességének csökkenése és a tőkeáttétel növekedése csökkentette a magánberuházásokat. Ez visszavetheti a fellendülést, és akadályozhatja a vállalati hitelállomány-leépítést. A szakpolitikai támogatás visszavonása a kockázat átárzását vonhatja maga után. A bizonytalanság

fokozhatja a pénzügyi piacok volatilitását, ami kedvezőtlen hatással lehet a pénzügyi eszközök és az ingatlanok árára, mivel függetlenül az értékpapírok árait a gazdasági fundamentumoktól^{2, 3, 4}. Másfelől viszont a világvárvány megfékezése terén elért gyorsabb előrehaladás, valamint az ambiciózus és uniós szinten összehangolt intézkedések végrehajtása tartós fellendüléshez vezethet.

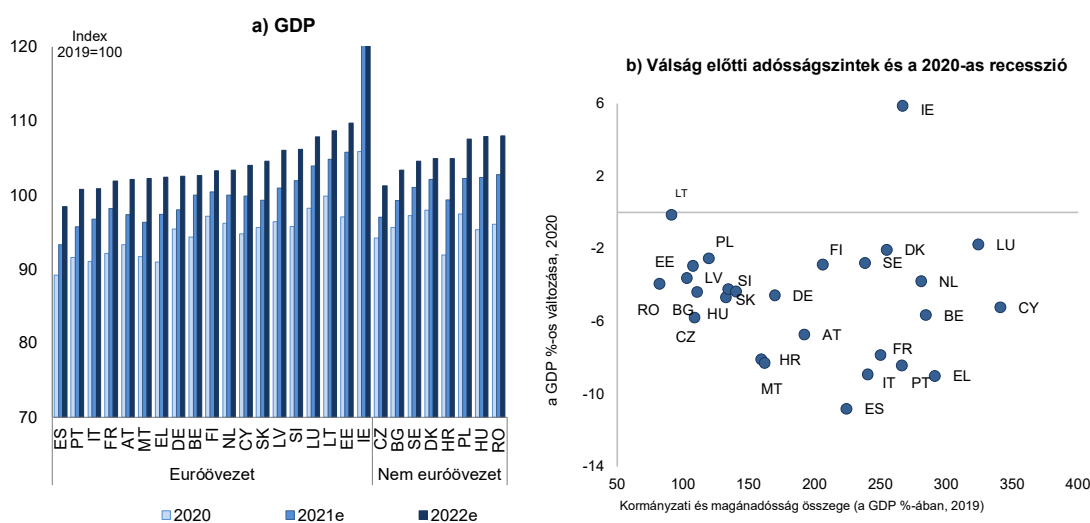
Az erőteljes fellendülés támogatja a makrogazdasági stabilitást, de a recesszió másodlagos hatásai késleltetve jelentkezhetnek, és továbbra is kockázatot jelentenek. Az erőteljes GDP-növekedés közepette a kormányzati és a magánszektor magas adósságrátája a tavalyi markáns növekedést követően a legtöbb uniós országban stabilizálódott vagy kismértékben csökkent. A szakpolitikai támogatás megszüntetése elkerülhetetlenül exponálni fogja a Covid19 által leginkább érintett iparágak és területek esetleges mögöttes sebezhető pontjait. Az adósságtörlesztési moratórium feloldása adósságszolgálati nehézségeket okozhat a vállalkozások és a háztartások körében, ami fizetéseképtelenséghez, ez pedig munkanélküliséghez vezethet. Az állampapírok és a magánadósságok, valamint a pénzügyi szektor közötti összefonódások egyúttal a kockázattételi mechanizmust képeznek. Az állami és a magánesezők minőségének romlása hatással lehet a pénzügyi intézmények mérlegére, amelyek alacsony nyereségessége amúgy is tovább csökkent a világvárvány alatt. Az adósságszolgálati nehézségek visszafoghatják a beruházásokat, a háztartások jövedelmét és fogyasztását, ami fékezi a gazdasági növekedést, és alááshatja a hitelállomány-leépítést. A világvárvány a költség-versenyképesség romlásához vezetett számos olyan országban, ahol már a válság előtt is jelentősen nőttek – és az előrejelzések szerint egyes esetekben a jövőben is nőni fognak – a munkaerőköltségek. A lakásárak több mint egy évtizede nem látott ütemben nőnek, és növekedésüket a pandémia sem törte meg, sőt helyenként fokozta. Az eladósodottság növekedésével ellentétben a gazdasági fellendülés valószínűleg nem vezet az ingatlanárak korrekciójához, bár egyes rövid távú ellátási nehézségek enyhülhetnek. Az ingatlanárak gyorsuló növekedése aggodalomra ad okot a makrogazdasági stabilitás szempontjából, különösen akkor, ha azt a háztartások magas eladósodottsága és a hitelállomány erőteljes emelkedése kíséri. A lakások megfizethetőségének romlása gazdasági költségekkel járhat a fogyasztás csökkentésén és a munkaerő mobilitásának fékezésén keresztül. Ugyanakkor az ingatlan- és egyéb eszközár-korrekciók a pénzügyi intézmények mérlegének romlásához vezethetnek.

² Európai Értékpapíri Hatóság (2021): *ESMA Risk Dashboard* (ESMA Kockázati jelzőtábla), 2021. június 3. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761_risk_dashboard_no_1_2021.pdf

³ A monetáris politika Fed általi szigorítása hatással lehet az euróvezeti vállalati szektor finanszírozási feltételeire is, különösen azért, mert a globalizáció megváltoztatta a monetáris politika transzmissziós mechanizmusát és külföldi tovagyrűző hatásait, továbbá a Fed monetáris politikája jelentős hatást gyakorolt a külföldi pénzügyi változókra, például a vállalati kötvények hozamkülönbségetére. Ca'Zorzi M. és mások (2021): *Making waves – Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's* (Hullámok hátán – A Fed intézkedéseinek tovagyrűző hatásai erősebbek és átfogóbbak, mint az EKB-é), ECB's Research Bulletin No. 83, 2021. április 15., <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2021/html/ecb.rb210415~8639b73bb6.en.html>

⁴ Lásd még: IMF (2021): *Global Financial Stability Report* (Globális pénzügyi stabilitási jelentés), 2021. október.

1.1. ábra: GDP a világválság előtti szinthez képest / Válság előtti adósságszint és Covid19 okozta recesszió



Forrás: AMECO, Eurostat és az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése

Továbbgyűrűző hatások és euróövezeti kiigazítási kérdések⁵

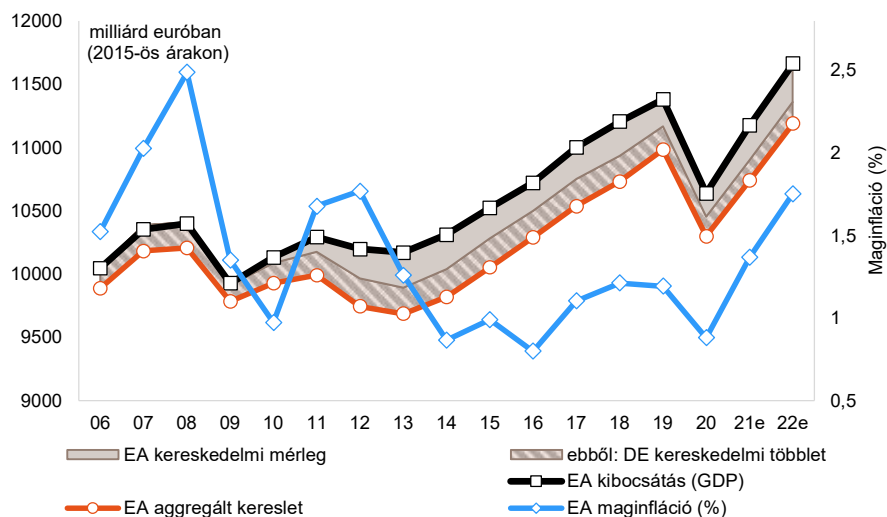
A Covid19-válság súlyosbította az euróövezeten belül fennálló egyensúlyhiányokat. A Covid19-válság azokat az országokat érintette súlyosabban, ahol már a világválságot megelőzően viszonylag magas volt a kormányzati, magán- vagy külső adósságállomány, amihez egyes esetekben alacsony potenciális GDP-növekedés is társult. A Covid19-válság érzékenyen érintette a jelentős idegenforgalmi ágazattal rendelkező nettó adós országok külső pozícióit, és korlátozottabb hatást gyakorolt más országok külső egyenlegeire. A recesszió által leginkább sújtott országok némelyike gyorsan talpra állt, más országokban azonban lassabb a fellendülés. Ez arra utal, hogy a gazdasági növekedés – legalábbis a közeljövőben – kisebb mértékben járulhat hozzá az állományi jellegű egyensúlyhiányok kezeléséhez, és kiemeli a hatékony reformok és beruházások fontosságát a strukturális gyengeségek kezelése és a potenciális GDP további növelése tekintetében⁶.

Az euróövezet kereskedelmi egyenlege 2020-ban kissé javult, mivel a kibocsátás csökkenését a kereslet párhuzamos visszaesése kísérte. Az áruk és szolgáltatások exportja és importja egyaránt csökkent 2020-ban. Az árukereskedelem többlete nőtt, amit nagyrészt az alacsonyabb energiaárak segítettek, míg a szolgáltatásmérleg többlete csökkent, főként a nemzetközi utazások visszaesése miatt. Ez összességében megszakította az euróövezeti kereskedelmi többlet 2017-ben kezdődött csökkenését. A kereskedelmi mérleg az előrejelzések szerint 2021-ben szerény mértékben tovább javul, 2022-ben pedig nagyjából változatlan marad (1.2. ábra). 2021-ben a még mindig jelentős kibocsátási rés ellenére az euróövezeti maginfláció (az energia és a feldolgozatlan élelmiszerek nélkül számított infláció) várhatóan nőni fog, miközben a teljes inflációs cél alatt marad.

⁵ A Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi és Martin Schulz által készített, „Az európai gazdasági és monetáris unió megvalósítása” című 2015. június 22-i jelentés azt javasolta, hogy több figyelmet kell fordítani az egyensúlyhiányok euróövezeti dimenziójára. A kölcsönös függőség és az egyensúlyhiány rendszerszintű hatásainak jelentőségét elismeri az 1176/2011/EU rendelet, amely az egyensúlyhiányokat a következőképpen határozza meg: „olyan makrogazdasági fejleményeket eredményező tendenciák, amelyek hátrányosan befolyásolják vagy hátrányosan befolyásolhatják egy tagállam, a gazdasági és monetáris unió vagy a teljes Unió gazdaságának megfelelő működését”. Az ebben a jelentésben foglalt elemzés kiegészíti az „Euróövezet gazdaságának elemzése” című európai bizottsági szolgálati munkadokumentumban szereplő értékelést, amely az euróövezet gazdaságpolitikájáról szóló tanácsi ajánlásra vonatkozó bizottsági ajánlást kíséri.

⁶ Lásd még Croitorov O. és mások (2021): *The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area* (A Covid19-járvány makrogazdasági hatása az euróövezetben), *Quarterly Report on the Euro Area*, DG ECFIN, Európai Bizottság, Vol. 20, No 2, Part II.

1.2. ábra: Euróavezeti (EA) kibocsátás, belső kereslet, kereskedelmi egyenleg és maginfláció



Megjegyzés: míg a GDP és a belső kereslet közötti különbségnek definíció szerint meg kell egyeznie a külkereskedelmi egyenleggel, az euróvezeten belüli adatszolgáltatási eltérések miatt az adatok nincsenek teljes mértékben összhangban.
Forrás: AMECO és az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése

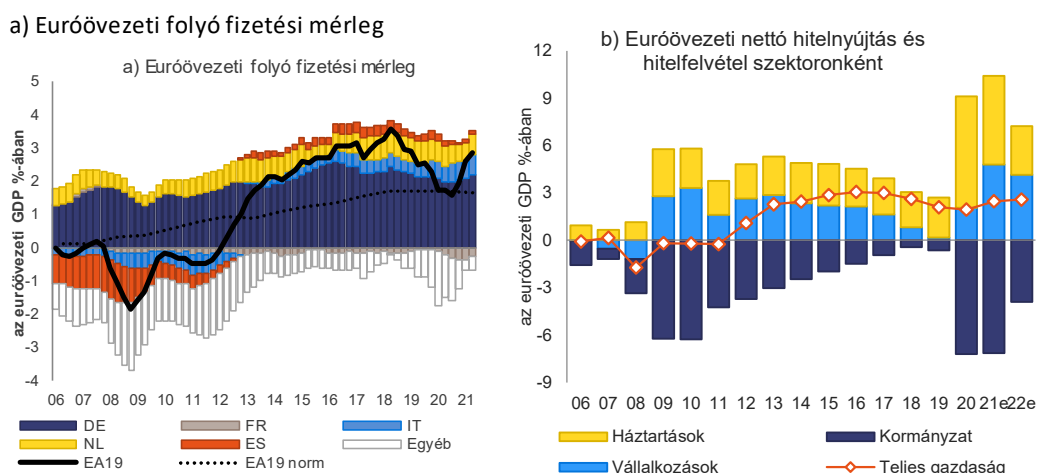
Az euróövezet folyófizetésimérleg-többlete 2020-ban tovább csökkent, és elérte az euróvezeti gazdasági fundamentumok által indokolt szintet, 2021-ben azonban ismét növekedésnek indult. Az euróövezet 2020. évi folyó fizetési mérlegének többlete a GDP 2 %-a volt (1.3. ábra)⁷. A kereskedelmi egyenleg enyhe javulása ellenére a kissé romló jövedelmi egyenleg a folyó fizetési mérleg többletének némi csökkenését eredményezte. Mind a mérleg fő száma, mind az államháztartástól és a ciklikus hatásoktól megtisztított, a GDP 1,6 %-ának megfelelő mérlegadat megközelítette az alapvető gazdasági tényezők által

indokolt folyófizetésimérleg-normát, amely a becslések szerint a GDP 1,7 %-a⁸. Ez azt tükrözte, hogy a belföldi kereslet az Unióban stabilabban reagált, mint legtöbb kereskedelmi partnerénél. A 2021 első felére vonatkozó adatok azonban az euróvezeti folyófizetésimérleg-többlet növekedését mutatják, aminek háttérben elsősorban a szolgáltatások kereskedelmének javuló egyenlege áll. Az euróövezet folyó fizetési mérlege az előrejelzések szerint 2021-ben visszaáll a 2019. évi szintre. Ez a GDP és az aggregált kereslet közötti különbségnek a világjárvány előtti szintre való visszatérését, és ezáltal a tartósan visszafogott belföldi keresletet tükrözi (1.2. ábra).

⁷ Az euróövezet itt említett és használt folyófizetésimérleg-többletére vonatkozó adat az euróvezeti folyófizetésimérleg-statisztikából származik amely összhangban van a tagállamok által (az ún. „közösségi koncepció” keretében) közölt, az euróvezeten kívüli partnerekkel szembeni folyófizetésimérleg-adatokkal. Ez az adat eltérhet a tagállamok összesített folyófizetésimérleg-egyenlegeinek összegétől a különböző nemzeti statisztikai hivatalok által közölt, euróvezeten belüli egyenlegekben mutatkozó aszimmetriák miatt.

⁸ Az IMF-modell alapján becsült euróvezeti folyófizetésimérleg-norma 2020-ban a GDP 1 %-a (lásd az IMF 2021. augusztusi külső ágazati jelentését), ami a GDP 0,8 %-ának megfelelő mértékű eltérést mutat a ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérleghez képest (amely a jelentésben a GDP 1,8 %-ának felel meg). A Covid19-válság átmeneti hatásával kapcsolatos kiigazítások elvégzését követően azonban a becsült különbség 0,6 %-ra csökken.

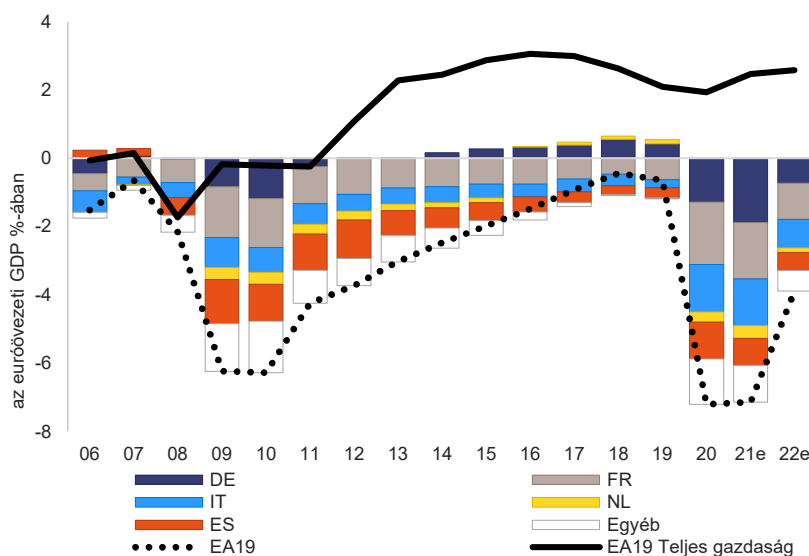
1.3. ábra: Az euróövezeti (EA) folyó fizetési mérleg alakulása országok szerint / Nettó hitelnyújtás és hitelfelvétel szektoronként



Megjegyzések: b) ábra: A 2021 előtti évekre vonatkozóan az euróövezeti „Teljes gazdaság” adatsor az Eurostat fizetésimérleg-statisztikájában szereplő nettó hitelnyújtásnak/hitelfelvételnek felel meg. A 2021. és 2022. évi euróövezeti „Teljes gazdaság” adat az Európai Bizottság 2021. őszi előrejelzésében szereplő (kiigazított) folyófizetésimérleg- és tőkeimérleg-adatok összegének felel meg. A háztartásokra és a vállalatokra vonatkozó 2021. és 2022. évi adatokat az euróövezeti országadatok összegeként számítják, kivéve Máltát, amelyre vonatkozóan nem állnak rendelkezésre adatok.

Forrás: Eurostat fizetésimérleg-statisztika és az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése

2020-ban a külső egyenlegek fő változásai nem földrajzi, hanem szektorális jellegűek voltak. Az euróövezeti többlet zömét adó országok (Németország és Hollandia) folyófizetésimérleg-többlete (1.3. a) ábra) 2020-ban tovább csökkent. Olaszország pozitív hozzájárulása, valamint Franciaország negatív hozzájárulása valamelyest nőtt. Az euróövezeti többlet 2021 első felében tapasztalt növekedését nagyrészt Írország folyó fizetési mérlegének megugrása vezérelte. Németország és Hollandia euróövezeti többletéhez való hozzájárulása szintén nőtt, és visszatért a 2019. évi szintre. Olaszország többletének részaránya tovább nőtt, és elérte Hollandiáét. Az euróövezet többletének földrajzi összetétele az előrejelzések szerint a jövőben nagyjából stabil marad. Ezzel szemben az egyes szektorok külső egyenleghez való hozzájárulása 2020-ban jelentősen megváltozott (1.3. b) ábra). A háztartások és – kisebb mértékben – a vállalkozások megnövekedett megtakarításait erős expanzív költségvetési politikák ellensúlyozták. A magánszektor nettó hitelnyújtása az előrejelzések szerint 2021-ben tovább bővül, elsősorban a vállalati szektornak köszönhetően, az elővigyázatossági megtakarítások csökkenése és a háztartások fogyasztásának növekedése ellenére. Az előrejelzések szerint az államháztartás nettó hitelfelvétele szinte változatlan marad, és a német költségvetési hiány jelentős növekedése erőteljesen hozzájárul az euróövezet jelentős nettó kormányzati hitelfelvételéhez (1.4. ábra). A kormányzati szektor hitelfelvételi pozíciói 2022-ben várhatóan jelentősen szűkülnek (lásd még a kormányzati szektorról szóló 2.4. szakaszt). Mivel a magánszektor nettó hitelnyújtása tekintetében hasonló nagyságrendű csökkenés várható, a teljes külső pozíció várhatóan stabil marad.



Megjegyzés: A 2021 előtti évekre vonatkozóan az euróövezeti „Teljes gazdaság” adatsor az Eurostat fizetés mérleg-statisztikájában szereplő nettó hitelnyújtásnak/hitelfelvételnek felel meg. A 2021. és 2022. évi euróövezeti „Teljes gazdaság” adat az Európai Bizottság 2021. őszi előrejelzésében szereplő (kiigazított) folyófizetésimérleg- és tőkemérleg-adatok összegének felel meg.

Forrás: Eurostat fizetésimérleg-statisztika és AMECO

Szakpolitikai válasz

A világvárvány rávilágított az anticiklikus diszkrecionális költségvetési politikának, a támogató monetáris politikáknak és az európai koordinációnak a gazdasági válságra való reagálásban játszott pozitív szerepére. A Covid19-válság megmutatta, hogy a jelentős diszkrecionális költségvetési válaszintézkedések hatékonyak lehetnek a nagy sokkok azonnali hatásainak enyhítésében, és sikeresen előkészítik a gyors fellendülést. Az azonnali nemzeti költségvetési kiigazítást az uniós szabályozási keretek könnyítése alapozta meg. A kollektív fellépés növelte a gazdaság iránti általános bizalmat. A monetáris politikai intézkedések hozzájárultak a gazdaság valamennyi ágazata számára kedvező finanszírozási feltételek megőrzéséhez a világvárvány során, támogatva a gazdasági tevékenységet és fenntartva a középtávú árstabilitást. A költségvetési és monetáris politika egymást kölcsönösen erősítő hatásai döntő fontosságúak voltak a válság hatásának enyhítése szempontjából, és elősegítették a helyreállítást. A finanszírozási feltételek várhatóan támogatók maradnak, az alacsony kamatkörnyezet és az infláció közelmúltbeli emelkedése azonban korlátozza a további monetáris lazítás lehetőségét. A költségvetési politikának ezért stabilizációs szerepet kell fenntartania, ha lefelé mutató kockázatok merülnek fel, rendes körülmények között viszont a prudens költségvetési politika fenntartásával bizalmat kell teremteni a tekintetben, hogy a fiskális intézkedések válság idején is eredményesek maradnak.

A makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzése és kiigazítása továbbra is alapvető fontosságú. Először is, a gazdasági helyreállítás gyengesége a vállalati csődök megugrásához vezethet, ami munkahelyek megszűnését, a vállalati hitelekhez kapcsolódó, a válsággal összefüggő garanciák növekvő mértékű lehívását és a beruházások visszaesését eredményezheti. Másodsor, a kedvezőtlen gazdasági fejlemények fokozhatják az állam és a bankok közötti visszacsatolási spirált. Harmadsor, a növekvő eszköz- és lakásárak az esetleges fenntarthatatlan eszközár-emelkedések miatt növelhetik a háztartási szektor sérülékenységét⁹. Ezek a kockázatok hátrányosan befolyásolhatják az államadosság fenntarthatóságát, és korlátozhatják a költségvetési politika mozgásterét a jövőbeli kihívások kezelése terén. A sebezhetőségek felhalmozódásának megszüntetése hozzájárul a helyreállítás megszilárdításához

⁹ Európai Bizottság (2020): [Impact of macroeconomic developments on fiscal outcomes](#) (A makrogazdasági fejlemények hatása a költségvetési eredményre), *Report on Public Finances in EMU*, Institutional Paper, 133, Part III.

és a hosszú távú növekedés megerősítéséhez is. A hasonlóbb gazdasági szerkezet és az összehangoltabb gazdasági ciklusok hozzájárulnak a közös monetáris politika hatékonyságának növeléséhez.

Az állami és a magánszektor magas adósságállományának csökkentése alapvetően attól függ, hogy a helyreállítás tartós bővüléssé alakul-e át, ami termelőberuházásokat tesz szükségessé. Az előbbi a helyreállítás során biztosított támogató politikai irányvonalától és a válság ideje alatt nyújtott rendkívüli szakpolitikai ösztönzők megfelelő időben történő visszavonásától függ. A bővülés ereje a gazdasági fundamentumok fellendítésétől függ, amihez megfelelő reformokra és beruházásokra van szükség. Ez annál is inkább fontos, mivel számos országban magas az államadósság és a magánszektor adósságállománya, és viszonylag alacsony a potenciális növekedés. Ez megnehezíti adósságterhek csökkentését, és hiteles visszatérést tesz szükségessé a prudens középtávú pozíciókhoz, amikor a gazdasági feltételek ezt lehetővé teszik.

Az euróövezeti gazdaságok közötti összekapcsolódások fényében a tagállamok makrogazdasági politikáinak megfelelő kombinációjára van szükség a fellendülés fenntartása, valamint az egyensúlyhiányok korrekciója és a felmerülő kockázatok kezelése érdekében. Az euróövezet nettó hitelező országaiban a gazdaság bővülése – még akkor is, ha a kereslet ösztönzésén alapul – nemcsak ezen országok, hanem a nettó adós országok számára is előnyös lenne, mivel az euróövezet gyorsabb növekedése az utóbbi országcsoportban is elősegíti a növekedést és a hitelállomány-leépítést, valamint külső pozíciók javulását. Ezt a folyamatot elősegítheti a válság során a kiigazítási szükségletekre fordított rendkívüli szakpolitikai támogatásnak a kiigazítási igényekhez időzített kivezetése. A nettó adós országok termelékenységének és versenyképességének markáns és tartós javulása szintén hozzájárulna a külső egyensúly helyreállításához és az adósságterhek enyhítéséhez. A rendelkezésre álló euróövezeti, illetve uniós szintű eszközök hatékony alkalmazása a szükséges reformok és beruházások eredményes végrehajtásával együtt elősegítené a tartós fellendülést, és hozzájárulna a reziliencia fokozásához, egyebek mellett az egyensúlyhiányok és az új kockázatok kezelése révén. Döntő fontosságú lesz, hogy a Next Generation EU keretében nyújtott finanszírozás teljes mértékben és a lehető legproduktívabb módon kerüljön felhasználásra. Ez egyrészt fokozná a pénzeszközök gazdasági hatását, másrészt megelőzné a nem kereskedelmeképes tevékenységek túlzott bővülésének és külső egyensúlyhiánynak a kockázatát azokban az országokban, ahol a pénzbeáramlás a GDP jelentős részét teszi ki.

A beruházásintenzív helyreállítás előmozdítása és a reziliencia megerősítése révén a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz keretében megvalósított reformok és beruházások eredményes végrehajtása hozzájárul a makrogazdasági stabilitáshoz. A helyreállítási és rezilienciaépítési tervek eredményes végrehajtása fenntarthatóbbá, inkluzívabbá, reziliensebbé teszi az uniós gazdaságot, és jobban felkészíti a kettős átállásra. Hozzá fog járulni az Unión belüli divergenciák kockázatának csökkentéséhez is, mivel a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz keretében nyújtott vissza nem térítendő támogatások az alacsonyabb egy főre jutó GDP-vel rendelkező és a Covid19-válság által leginkább sújtott tagállamokra összpontosulnak. A potenciális növekedés támogatásával a helyreállítási és rezilienciaépítési tervek végrehajtása javíthatja az adósság fenntarthatóságát, különösen a legnagyobb költségvetési kockázatokkal és a magánszektor túl magas adósság szintjével szembesülő tagállamokban. Emellett a globális pénzügyi válságot követő évekkel ellentétben a világjárványt követő fellendülést a jelentős mértékű állami beruházás fogja támogatni. A Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz keretében nyújtott támogatások magas színvonalú beruházási projekteket finanszíroznak, és lehetővé teszik a termelékenységet fokozó reformokat anélkül, hogy magasabb nemzeti hiányt és adósságrátát eredményeznének. Ezek a támogatások és más uniós finanszírozási források a becslések szerint 2021-ben és 2022-ben évente átlagosan a GDP mintegy 0,5 %-ával növelik a közberuházásokat a tagállamokban.

2. EGYENSÚLYHIÁNY, KOCKÁZATOK ÉS KIIGAZÍTÁS: FŐBB FEJLEMÉNYEK A TAGÁLLAMOKBAN

2.1. PILLANATKÉP AZ EREDMÉNYTÁBLA ÁLLÁSÁRÓL

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a makrogazdasági egyensúlyhiányok kimutatását szolgáló eredménytábla mutatóinak gazdasági elemzésére épül. Az eredménytábla szűrőként szolgál az esetleges kockázatok és sebezhetőségek első látásra meggyőző bizonyítékainak feltárására. Az eredménytábla 14, indikatív küszöbértékkel rendelkező mutatót tartalmaz a következő területeken: külső pozíciók, versenyképesség, a magánszektor és az államháztartás adóssága, lakáspiac, banki ágazat és foglalkoztatás. Jó statisztikai minőségű adatokra támaszkodik az adatstabilitás és az országok közötti konzisztencia biztosítása érdekében. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló rendelettel (az 1176/2011/EU rendelet) összhangban a Bizottság feladata az eredménytábla értékeinek olyan gazdasági elemzése, amely lehetővé teszi az átfogó gazdasági környezet mélyebb megértését és az országspecifikus szempontok figyelembevételét. Az eredménytábla értékeit nem mechanikusan kell értelmezni¹⁰. Az eredménytábla értelmezését 28 kiegészítő mutató segíti.

Emellett ez a jelentés előrejelzéseket, szinkronidejű becsléseket és sűrű megfigyelésű idősorokat használ a makrogazdasági stabilitást fenyegető kockázatok lehetséges alakulásának pontosabb mérésére. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés hivatalos eredménytáblája 2020-ig tartalmaz adatokat. Tekintettel a Covid19-válság teljes hatását övező jelentős bizonytalanságra, ez a jelentés előretételek értékelést tartalmaz a válság makrogazdasági stabilitására és a meglévő makrogazdasági egyensúlyhiányok alakulására gyakorolt lehetséges hatásairól. Ez összhangban van a riasztási mechanizmus keretében készült, 2020 novemberében közzétett jelentésben követett megközelítéssel. Az eredménytábla változóinak 2021-re és az azt követő évekre vonatkozó értékeit a Bizottság előrejelzési adatai alapján becsülték meg, a szinkronidejű becslések pedig évközi adatokon alapulnak (a részleteket lásd az 1. mellékletben). Ezeket az előrejelzéseket jelentős bizonytalanság övezi, és ezt szem előtt kell tartani az elemzés és a felhasznált adatok átláthatósága elvének, valamint a következtetésekkel kapcsolatos óvatosság elvének tiszteletben tartása érdekében. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés emellett – a korábbi évekhez hasonlóan – figyelembe veszi az értékelési keretből származó meglátásokat, valamint a meglévő részletes vizsgálatok és a vonatkozó elemzések megállapításait.

Az eredménytábla adatai arra engednek következtetni, hogy a Covid19-válság miatt az állományi jellegű egyensúlyhiányok közelmúltbeli korrekciója megtorpant, miközben a főként az ingatlanpiacokhoz kapcsolódó túlfűtöttség kockázata szélesebb körűvé válhatott. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának küszöbértékeit meghaladó értékek többéves áttekintése a következőket mutatja (2.1.1. ábra):

- A 2013 és 2019 közötti gazdasági fellendülés segítette csökkenteni a magán- és az államadósság GDP-hez viszonyított arányát, ami abban nyilvánult meg, hogy 2019-ig csökkent azoknak a tagállamoknak a száma, amelyek adósságrátája meghaladja a küszöbértékeket. A Covid19-válság hatására megszakadt ez a csökkenés, és a korábbinál több ország regisztrált vagy regisztrál majd várhatóan a küszöbérték feletti magán- és államadósságot.

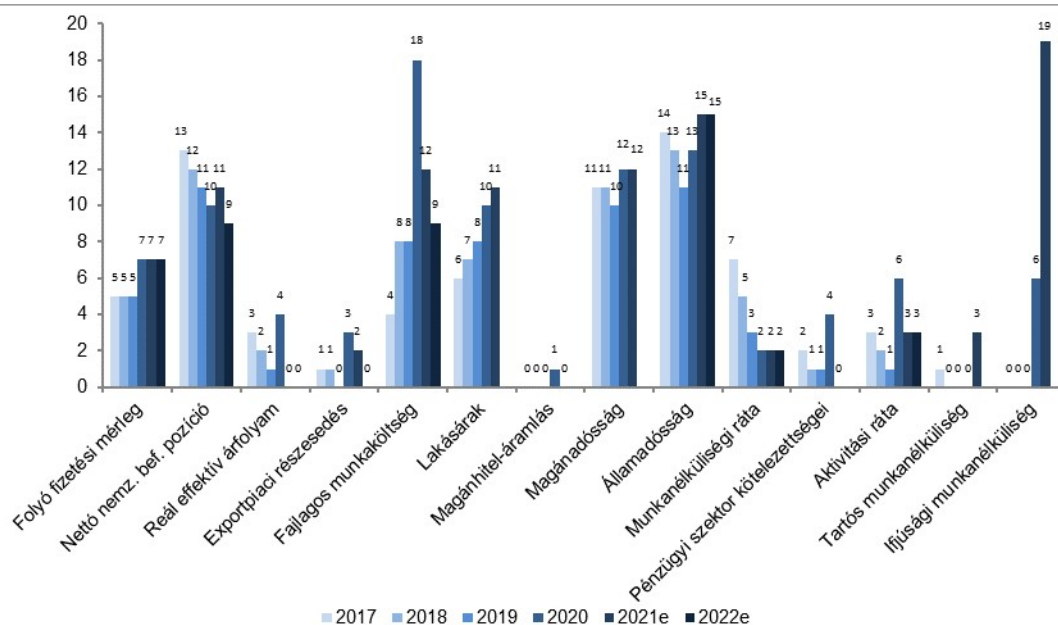
¹⁰ A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának összeállítása mögött meghúzódó logikáról és a tábla értelmezéséről lásd: Európai Bizottság (2016): *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium* (A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás. Indokok, folyamat, alkalmazás: rövid összefoglalás), European Economy, Institutional Paper, 039. sz., 2016. november.

- A magasabb lakásárak következtében az elmúlt években növekedett azon országok száma, amelyek esetében a vonatkozó mutató meghaladta a küszöbértékeket. Ez a tendencia 2020-ban, amikor ismét több ország lépte túl a küszöbértéket, egyértelművé vált.
- A fajlagos munkaköltség növekedése (a 3 év alatt mért kumulatív változások alapján) a Covid19-válságot megelőzően számos esetben meghaladta a küszöbértéket, és a fajlagos munkaköltség 2020-ban meredeken nőtt. Ezt főként a termelékenység jelentős visszaesésének mechanikus hatásaként adódott, amely a jelentős munkaerő-tartalékolással párosuló csökkent aktivitásnak tudható be. A fajlagos munkaköltség növekedése várhatóan lassulni fog, mivel a fellendülés lehetővé teszi az elsődleges termelékenység növelését. A reál effektív árfolyam és az exportpiaci részesedés küszöbszámain kívül eső értékek száma 2020-ban nőtt, ám várhatóan viszonylag gyorsan vissza fog csökkenni.
- Jelentős számú tagállam rendelkezik olyan (hároméves átlagon alapuló) folyófizetésimérleg-értékkel, amely továbbra is kívül esik a felső vagy az alsó küszöbértéken. Az utóbbi években több olyan ország volt, ahol a folyófizetésimérleg-többlet meghaladta a felső küszöböt, mint olyan, amely az alsó küszöbértéknél nagyobb hiánnyal rendelkezett. A Covid19-válság nem változtatta meg alapvetően a folyó fizetési mérleg tekintetében tapasztalt mintázatokat, bár néhány további ország kis mértékben átlépte a küszöbértékeket¹¹. A fellendülés várhatóan hozzá fog járulni a GDP-arányosan jelentős mértékben negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciók számának csökkentéséhez, ami a külső pozíciók a világjárvány előtt tapasztalt javuló trendjének újraindulását jelentené.
- A válság a jelek szerint hatással van a munkaerőpiacra. Míg a tagállamok munkanélküliségi rátái összességében visszafogottak maradtak, az aktivitási ráta néhány tagállamban csökkent, és átlépte a vonatkozó küszöbértéket. Ennek oka a munkaerőpiacot elhagyók növekvő száma, ami egyúttal a fő munkanélküliségi ráták mérsékelt növekedését is táplálja. A tartós és különösen az ifjúsági munkanélküliség a szokásos módon, jelentősen érzékenyen reagált a munkaerő-piaci helyzet változásaira.

¹¹ Azon tagállamok számának a 2.1.1. ábrán látható növekedése, amelyek folyófizetésimérleg-értékei a 2019-es és 2020-as adatok tekintetében kívül estek a küszöbértékeken, főként az adatok felülvizsgálatának tudható be.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés alábbi részeiben közelebbről is megvizsgáljuk ezeket és más kapcsolódó kérdéseket.

2.1.1. ábra A küszöbértéket meghaladó eredménytábla-változókkal rendelkező tagállamok száma



Megjegyzés: A releváns küszöbértékeket meghaladó eredménytábla-változókkal rendelkező országok száma a vonatkozó éves riasztási mechanizmus keretében készült jelentéssel együtt közzétett adott évi eredménytábla adatain alapul. Az esetleges utólagos adatmódosítások miatt különbségek lehetnek a küszöbértékeket meghaladó értékeknek az eredménytábla-változók legújabb számadatainak felhasználásával számított száma, és a fenti ábrán szereplő száma között. A 2021. és 2022. évi eredménytábla-mutatókra vonatkozó előrejelzéseknél követett megközelítésekkel kapcsolatban lásd az 1. mellékletet. A következő mutatók esetében csak 2021-re vonatkozóan készül előrejelzés: lakásárak, magánszektorbeli hiteláramlás, magánadósság, pénzügyi szektor kötelezettségei, tartós munkanélküliség, ifjúsági munkanélküliség.
Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai (lásd az 1. mellékletet)

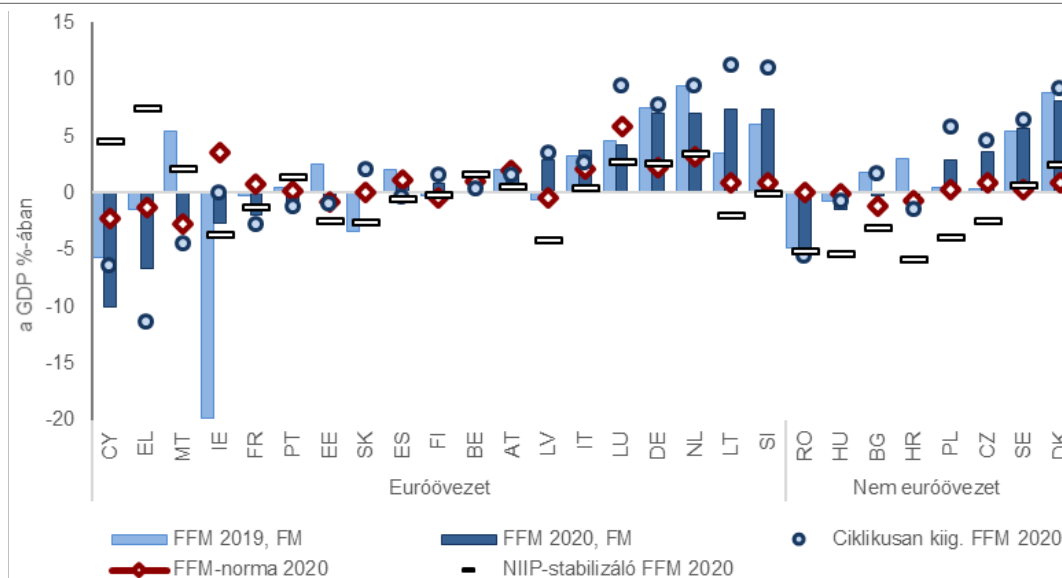
2.2. KÜLSŐ SZEKTOR ÉS VERSENYKÉPESSÉG

2.2.1. KÜLSŐ SZEKTOR

A Covid19-válság rontotta több, nagy külső kötelezettségállománnyal rendelkező tagállam folyó fizetési mérlegét, más országok ugyanakkor továbbra is jelentős folyó fizetési mérleg-többlettel rendelkeznek. A folyó fizetési mérlegek 2020-ban eltérően alakultak az EU tagállamaiban: az idegenforgalmi bevételekre nagymértékben támaszkodó országok folyó fizetési mérlege jelentősen romlott. Ezen országok körébe Horvátország, Ciprus, Görögország és Málta, valamint a kisebb mértékben érintett Portugália és Spanyolország tartozik (2.2.1. ábra). Málta kivételével mindegyikük már a Covid19-válság előtt is jelentős külső kötelezettségállománnyal rendelkezett. Ezzel szemben Csehország, Lettország, Litvánia és Lengyelország folyó fizetési mérlege jelentősen javult, főként a kereskedelmi mérleg, részben pedig a befektetési jövedelmek kedvező alakulásának köszönhetően (a válság hatására csökkent a külföldi befektetők jövedelme). A világválság alatt Németország, Dánia és különösen Hollandia folyó fizetési mérlegének többlete csökkent, de továbbra is jelentős. Szlovénia folyó fizetési mérlegének többlete tovább nőtt. 2020-ban az alacsonyabb energiaárak miatt szinte az összes tagállam folyó fizetési mérlege növekedett.

Az uniós országok külső egyenlegét a nagy gazdasági sokk összességében csak korlátozottan és átmeneti jelleggel befolyásolta, a hozzájáruló szektorok súlya azonban jelentősen megváltozott. A háztartások növelték megtakarításaikat, egyrészt óvatosságból, másrészt a korlátozott fogyasztási lehetőségek miatt, és a bizonytalan környezetben a vállalatok is inkább visszafogták beruházásaikat, ami a magánszektor nettó finanszírozási képességének növekedéséhez (nettó finanszírozási igényének csökkenéséhez) vezetett (2.2.3. a), b) és c) ábra). Az uniós országok kormányzatai ugyanakkor a válság alatt gazdaságélénkítő programokat indítottak, bevételeik csökkenése ellenére is, ami jelentősen növelte nettó finanszírozási igényüket. E nagy szektorális kilengések lényegében kiegyenlítették egymást, így a legtöbb tagállam nettó finanszírozási képessége/igénye gyakorlatilag nem változott.

2.2.1. ábra: Folyó fizetési mérlegek (FFM) és referenciaértékek 2019-ben és 2020-ban



Megjegyzés: Az országok a 2020. évi folyó fizetési mérleg egyenlege szerinti sorrendben szerepelnek. FFM-normák: lásd a 12. lábjegyzetet. Ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek: lásd a 15. lábjegyzetet. A NIIP-stabilizáló FFM-referencia a folyó fizetési mérleg azon egyenlege, amely mellett a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) a következő 10 évben a jelenlegi szinten stabilizálódik, vagy eléri az országspecifikus prudenciális NIIP-küszöböt, ha jelenleg attól elmarad.

Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.

2020-ban három tagállam folyó fizetési mérlege nem érte el a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás (MIP) eredménytáblájának alsó, hároméves átlagot tükröző küszöbértékét. Ciprus nagy folyó fizetési mérleg-hiánya 2020-ban tovább romlott, a GDP -10,1 %-át

tette ki, elsősorban a nemzetközi turizmus visszaesése, valamint az elsődleges jövedelmi mérleg növekvő hiánya miatt. Hároméves átlaga még jobban a MIP-küszöbérték alá süllyedt. A folyó fizetési mérleg elmarad mind a normától, mind attól a szinttől, amely a prudenciális NIIP-referenciaérték következő 10 éven belüli eléréséhez szükséges^{12,13}. Románia folyó fizetési mérlege (a GDP –5 %-a) az eddigi csökkenő tendenciának megfelelően minimális mértékben csökkent, a normától való eltérése ennek megfelelően kis mértékben nőtt. Írország folyó fizetési mérlege 2020-ban a GDP –2,7 %-át tette ki, hároméves átlaga azonban a 2019. évi kivételesen nagy hiány miatt megközelítette a –6 %-ot¹⁴.

2020-ban négy tagállam folyófizetésimérleg-többlete meghaladta a felső MIP-küszöbértéket. Ez a helyzet Dániában, Németországban és Hollandiában közel egy évtizede áll fenn. Dánia és Németország többlete 2020-ban a GDP 8,1 %-át, illetve 6,9 %-át tette ki, vagyis 2019-hez képest csökkent, Hollandia többlete pedig a GDP 9,4 %-áról 7 %-ra esett, részben a multinacionális vállalatok tevékenységeivel összefüggésben. A dán többlet az alacsonyabb kereskedelmi mérleg miatt csökkent, Németországban és Hollandiában azonban a visszaesést főként a befektetési jövedelmek alacsonyabb egyenlege okozta. Szlovénia magas többlete a válság alatt még tovább nőtt, a GDP 6 %-áról 7,4 %-ra, a kereskedelmi és az elsődleges jövedelmi mérleg magasabb egyenlege miatt. Mind a négy ország többlete jelentősen meghaladta a vonatkozó folyófizetésimérleg-normát és a vonatkozó NIIP-stabilizáló FFM-referenciaértéket.

A legtöbb többi uniós ország folyó fizetési mérlege meghaladta a gazdasági fundamentumokon alapuló 2020. évi országspecifikus szinteket, néhány kivétellel. A legtöbb tagállamban mind az általános mérleg, mind a ciklikus hatásoktól megtisztított folyó fizetési mérleg meghaladta vagy megközelítette a gazdasági fundamentumokon alapuló folyó fizetési mérleget és a NIIP-stabilizáló folyó fizetési mérleget (2.2.1. ábra)¹⁵. Ez alól Görögország és Portugália volt kivétel, amelyek folyó fizetési mérlege elmarad mind a normától, mind attól a szinttől, amely a prudenciális NIIP-referenciaérték következő 10 éven belüli eléréséhez szükséges. Mindkét országról elmondható – Görögországról különösen –, hogy a korábbi évek jelentős erősödése után a Covid19-válság komoly csökkenést okozott a folyó fizetési mérlegben.

¹² A gazdasági fundamentumokon alapuló folyó fizetési mérlegeket („folyófizetésimérleg-normákat”) egyszerűsített regresszió alkalmazásával – a megtakarítás-beruházás egyenleg fő tényezőinek, vagyis a gazdasági fundamentumoknak, a szakpolitikai tényezőknek és a globális pénzügyi körülményeknek a figyelembevételével – számítják. A gazdasági fundamentumokon alapuló folyó fizetési mérleg e jelentésben használt számítási módszertana tekintetében lásd L. Coutinho és mások (2018): *Methodologies for the assessment of current account benchmarks* (A folyó fizetési mérleg referenciaértékeinek értékelési módszertanai), *European Economy*, 86. sz. vitaanyag, 2018. Lásd még S. Phillips és mások (2013): *The External Balance Assessment (EBA) Methodology* (A külső egyenleg értékelésének módszertana), IMF Working Paper, 2013/272.

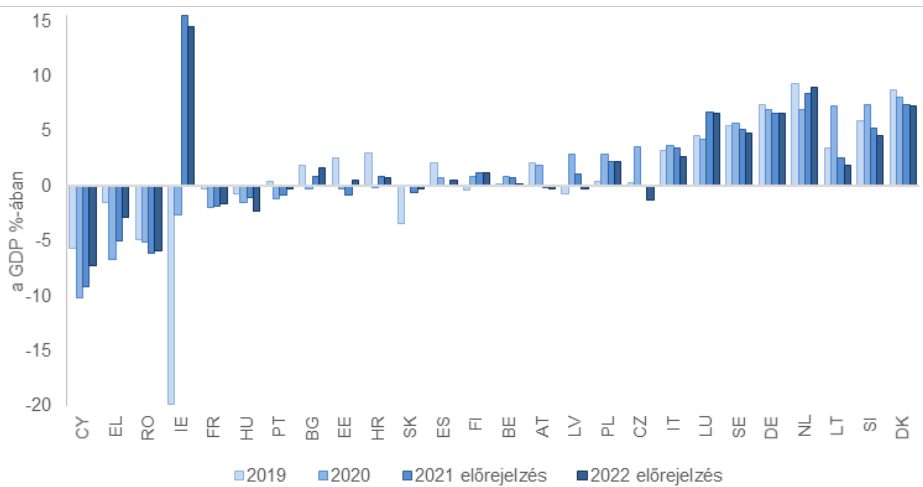
¹³ A prudenciális NIIP-küszöböt a fizetésimérleg-válságra vonatkozó előrejelző képesség maximalizálásával határozzák meg, az egy főre jutó jövedelemben összesített országspecifikus információk figyelembevételével. A prudenciális NIIP-küszöb számítási módszertana tekintetében lásd Turrini és S. Zeugner (2019): *Benchmarks for Net International Investment Positions* (A nettó nemzetközi befektetési pozíciókra vonatkozó referenciaértékek), *European Economy*, 97. sz. vitaanyag, 2019.

¹⁴ 2019-ben a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP –19,9 %-át tette ki. Az Írországra vonatkozó külgazdasági adatok nagy volatilitása a multinacionális vállalatok tevékenységeivel függ össze.

¹⁵ A ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek a ciklus hatását a hazai kibocsátási rés és a külkereskedelmi partnereknél fennálló kibocsátási rés tekintetében történő kiigazítással veszik figyelembe, 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.

A jelentős nemzetközi turisztikai ágazattal rendelkező országok folyófizetésimérleg-hiánya az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben lassan javulni fog, a legnagyobb többletek pedig általában – de nem mindig – várhatóan enyhén csökkenni fognak (2.2.2. ábra). A jövőben a

2.2.2. ábra: A folyó fizetési mérlegek alakulása

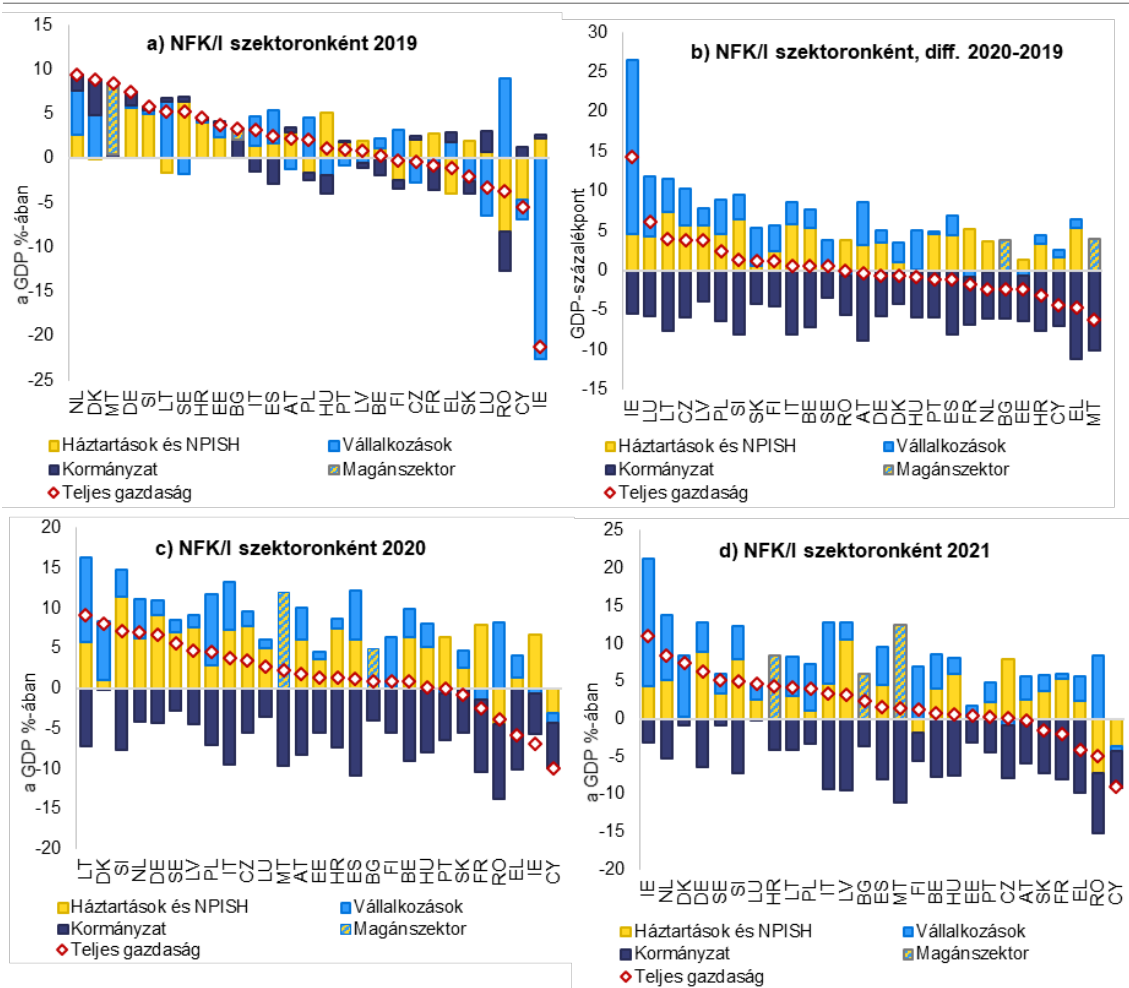


Megjegyzés: Az országok a 2020. évi folyófizetésimérleg-egyenleg szerinti növekvő sorrendben szerepelnek.
Forrás: Eurostat, az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése és a Bizottság szolgálatának számításai.

nemzetközi turizmus fokozatos helyreállása várható, amely azonban az előrejelzés távlatában valószínűleg nem lesz sem egyenletes, sem teljes (lásd az 1. keretes írást a turizmusról). Ez hozzájárul majd az idegenforgalmi bevételekre nagymértékben támaszkodó országok, különösen Horvátország, Ciprus és Görögország folyó fizetési mérlegének javításához. Ciprus nagy folyófizetésimérleg-hiánya azonban várhatóan csak lassan fog javulni. Románia folyó fizetési mérlege az előrejelzések szerint tovább romlik. Ezzel szemben Írország volatilis folyó fizetési mérlege az előrejelzések szerint jelentős többletet fog mutatni az előrejelzés időszakában. Dánia, Németország és Szlovénia jelentős többlete az előrejelzések szerint csökkenni fog, noha Németország esetében csak igen kis mértékben; Hollandia többlete viszont az előrejelzések szerint 2022-ben újra a 2019. évi szint közelébe emelkedik majd.

A megtakarítások és a beruházások szempontjából az egyes szektorok külső egyenleghez való hozzájárulása a legtöbb tagállamban várhatóan nem fog jelentősen változni. A magánszektorok 2021-ben többnyire várhatóan nettó hitelezők maradnak, a kormányzati szektorok pedig nettó hitelfelvévők (2.2.3. d) ábra). A magánszektorokon belül a vállalatok nettó finanszírozási képessége az előrejelzések szerint a legtöbb tagállamban nőni fog, a háztartásoké pedig valamelyest csökkenni. A kormányzatok átlagos nettó finanszírozási igénye várhatóan enyhén csökkenni fog. A tagállami közszektorok közül a magas folyófizetésimérleg-többlettel rendelkező országok nettó finanszírozási képessége hatással lesz ezen államok külső egyenlegére.

2.2.3. ábra: **Nettó finanszírozási képesség/igény szektoronként, 2019–2021**



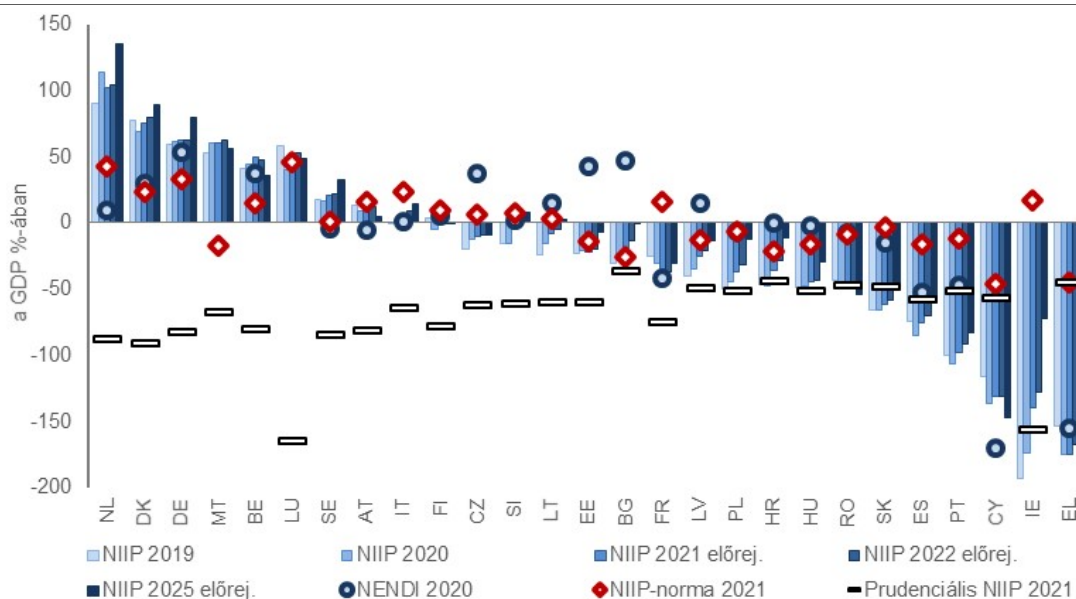
Forrás: AMECO és az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése.

2020 folyamán a legtöbb nagy nettó adós ország nettó nemzetközi befektetési pozíciója (NIIP) romlott, a nagy nettó hitelező országoké pedig többnyire javult. 2019-ben még szinte minden uniós ország nettó nemzetközi befektetési pozíciója nőtt (négy ország kivételével), 2020-ban azonban már jelentős különbségek mutatkoztak a tagállamok között, közel felüknek csökkent a nettó nemzetközi befektetési pozíciója. 2020-ban tíz tagállam nettó nemzetközi befektetési pozíciója maradt el az eredménytáblának a GDP –35 %-ában meghatározott küszöbértékétől, eggyel kevesebbé, mint 2019-ben. Ezen országok nettó nemzetközi befektetési pozíciója 2021-ben várhatóan alacsonyabb lesz a gazdasági fundamentumokon alapuló normánál, hat országé pedig a prudenciális küszöbnél is (lásd a 2.2.4. ábrát)¹⁶. A nagy negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciók az előrejelzések szerint többnyire javulni fognak.

¹⁶ A gazdasági fundamentumokon alapuló nettó nemzetközi befektetési pozíciókat („NIIP-normákat”) a folyófizetésimérleg-normák értékeinek időbeli kumulációjával számítják (lásd még a 12. lábjegyzetet). A gazdasági fundamentumokon alapuló NIIP-állomány számítási módszertana tekintetében lásd Turrini és S. Zeugner (2019): *Benchmarks for Net International Investment Positions* (A nettó nemzetközi befektetési pozíciókra vonatkozó referenciaértékek), *European Economy*, 97. sz. vitaanyag, 2019.

Azon tagállamok közül, amelyek nettó nemzetközi befektetési pozíciója 2020-ban nem érte el a –35 %-os szintet, középtávon várhatóan három ország fogja meghaladja azt. A nagy pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciók az előrejelzések szerint tovább fognak növekedni, vagy nagyjából stabilak maradnak.

2.2.4. ábra: **Nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP) 2019–2022 között, 2025-ben és a 2021. évi referenciaértékek**



Megjegyzés: Az országok a NIIP GDP-hez viszonyított 2020. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. A NENDI a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP. A prudenciális NIIP-küszöb és a NIIP-norma fogalma tekintetében lásd a 13. és a 16. lábjegyzetet. IE, LU és MT esetében a NENDI a skálán kívül van.

Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai (lásd még az 1. mellékletet).

2020-ban a legnagyobb negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező tagállamok szenvedték el a legnagyobb visszaesést, de a helyreállítás esetükben várhatóan többnyire javulást tesz majd lehetővé. Ciprus, Görögország, Írország és Portugália nettó nemzetközi befektetési pozíciója a GDP –100 %-a alá süllyedt, továbbá elmarad a gazdasági fundamentumokon alapuló értéktől és a prudenciális küszöbtől is. Ezen országokat Spanyolország követi a GDP mintegy –85 %-át kitevő nettó nemzetközi befektetési pozícióval. Írország kivételével e tagállamok pozíciói jelentősen romlottak, a romlás Ciprus és Görögország esetében GDP-arányosan mintegy 20 százalékpontot tett ki. Ez főként a nominális GDP csökkenésére vezethető vissza (e tekintetben különösen Görögország érintett), illetve a folyó fizetési mérleg jelentős hiányára (e tekintetben leginkább Ciprus érintett). Írország és Ciprus esetében a NIIP szintje nagymértékben tükrözi a multinacionális vállalatok határokon átnyúló pénzügyi kapcsolatait és a különleges célú gazdasági egységek nagy jelentőségét. Az említett öt országnak meglehetősen nagy a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíciója (NENDI), vagyis külső pozíciójában nagy a nettó külső adósságkötelezettségek aránya¹⁷. Görögország külső kötelezettségeinek többsége kedvezményes feltételű államadósságból áll. A nagy negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező tagállamok külső fenntarthatóságát a többéves pénzügyi keretből származó uniós transferek mellett támogatni fogják a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszközből (RRF) származó – néha tekintélyes nagyságú – vissza nem térítendő támogatások is. Ennek ellenére Ciprus esetében a jelenlegi előrejelzések a nettó nemzetközi befektetési pozíció stagnálására utalnak, még középtávon is. Ezzel szemben a nagy negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező egyéb országok pozíciója 2022-ig és középtávon az erőteljes GDP-növekedés és a folyó fizetési mérleg javulása miatt várhatóan fokozatosan javulni fog, sőt, Írország esetében e javulás várhatóan kivételesen gyors lesz, a folyó fizetési mérleg jelentős előre jelzett többleteinek köszönhetően.

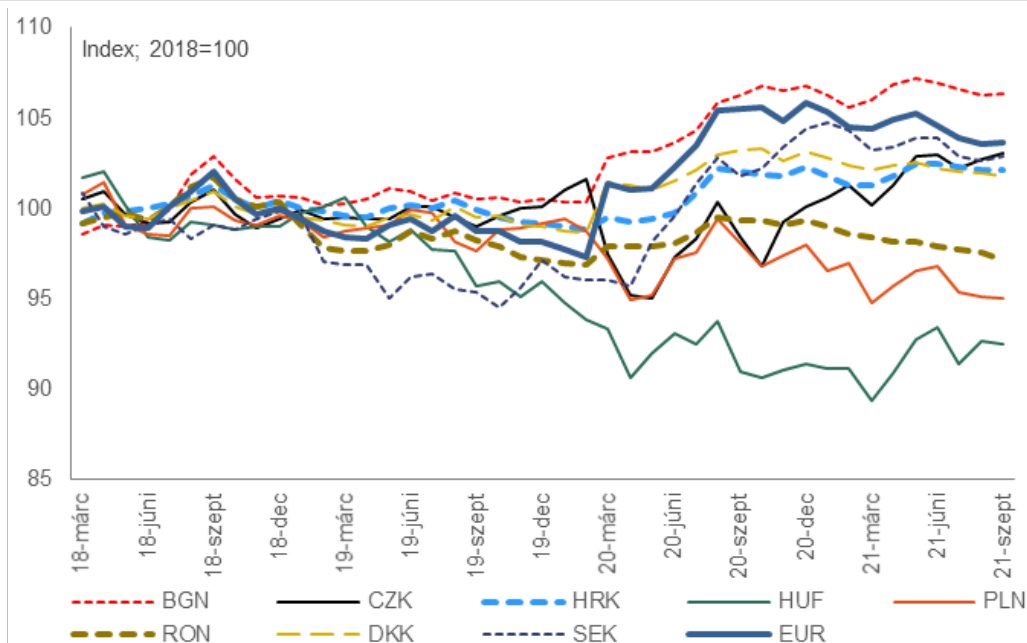
¹⁷ A NENDI a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP – a NIIP azon részmutatója, amely nem tartalmazza a tisztán sajáttőke-jellegű komponenseket, vagyis a közvetlen külföldi tőkebefektetésekből (FDI) származó tőkét és a törzsrésvényeket, valamint a vállalaton belüli, határokon átnyúló FDI-tartozásokat. Lásd még Európai Bizottság: *Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard* (A MIP-eredménytábla egyes 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_hu.

A mérsékelttel negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező uniós országok legtöbbje 2020-ban nem tapasztalt jelentős változásokat pozíciójában, és az előrejelzések szerint a legtöbb országban javulás várható. Az előrejelzések szerint ezen országok – Horvátország, Magyarország, Lengyelország, Románia és Szlovákia – nettó nemzetközi befektetési pozíciója 2021-ben várhatóan nem fogja elérni a gazdasági fundamentumokon alapuló referenciaértéket, a prudenciális küszöbértéktől azonban csak Románia és Szlovákia esetében marad el. E tagállamok, valamint más közép- és kelet-európai és balti országok nettó nemzetközi befektetési pozícióját a befelé irányuló közvetlen külföldi befektetések nagy volumene és a NIIP-nél sokkal kedvezőbb NENDI jellemzi. Ráadásul ezek az országok meglehetősen nagy uniós transferekhez jutnak a többéves pénzügyi keretből, ami nem elhanyagolható támogatást nyújt külső pozíciójukhoz. A többéves pénzügyi keretből származó transfereken felül a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszközből folyósított vissza nem térítendő támogatások többnyire szintén növelik ezen országok nettó nemzetközi befektetési pozícióját. Összességében az előrejelzések szerint ezen országok nettó nemzetközi befektetési pozíciója javulni fog, kivéve Romániát, amelynek pozíciója várhatóan enyhén romlani fog (2.2.4. ábra).

2020-ban a nagy pozitív nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező tagállamok helyzete is többféleképpen alakult. A nominális GDP visszaesésével összefüggésben Hollandia, Németország, Málta és Belgium nettó nemzetközi befektetési pozíciója tovább növekedett, az első két ország esetében ehhez a továbbra is jelentős folyófizetésimérleg-többlet is hozzájárult. Különösen Hollandia, de Málta esetében is erős pozitív értékelési hatás is érvényesült. Ezzel szemben a német nettó nemzetközi befektetési pozíció növekedését negatív értékelési változások korlátozták. Dánia és Luxemburg nagy pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciója a negatív értékelési változások miatt még az erős folyófizetésimérleg-többlet ellenére is csökkent.

A külső finanszírozási feltételek a jövőben romolhatnak, ami következményekkel járhat egyes euróövezeten kívüli országokra nézve. A Covid19-válság kezdetén a globális pénzügyi piaci feszültségek számos euróövezeten kívüli tagállamban éreztették hatásukat. Néhány ilyen tagállam valutája – különösen a magyar forint – esetében e nyomás 2020 márciusában és áprilisában leértékelődéshez vezetett, az árfolyamok azonban a kockázati várakozások általános javulásával és a tőkeáramlás megszilárdulásával már májusban helyreálltak és stabilizálódtak (2.2.5. ábra). A jövőre nézve azonban nem zárható ki a tőkeáramlás volatilitásának bizonyos fokú kiújulása vagy a külső finanszírozási feltételek romlása, részben az USA-ban és más fejlett gazdaságokban várható monetáris szigorítás miatt. Az ezzel összefüggésben esetlegesen felmerülő (re)finanszírozási problémák kevésbé fogják érinteni azokat az euróövezeten kívüli tagállamokat, amelyek az előrejelzés szerint nagy nettó finanszírozási képességgel (vagy jelentős devizatartalékkal) rendelkeznek majd. E tekintetben a magán- és a kormányzati szektor külső finanszírozási igényei is szerepet játszanak (lásd a kormányzati szektorról szóló 2.4. szakaszt).

2.2.5. ábra: **Nominális effektív árfolyamok**



Forrás: Európai Bizottság

2.2.2. VERSENYKÉPESSÉG

A fajlagos munkaköltség a Covid19-válság alatt – az általános munkatermelékenység jelentős átmeneti csökkenése miatt – Uniószerre emelkedett. Az eredménytábla szerint a fajlagos munkaköltség a 2020-ig tartó három év halmozott növekedése alapján már 18 tagállamban meghaladja a küszöbértéket, szemben az egy évvel ezelőtti nyolccal. Már 2020 előtt is voltak jelei annak, hogy egyes országok (Bulgária, Csehország, Észtország, Magyarország, Lettország, Litvánia, Luxemburg, Málta, Románia és Szlovákia) gazdasága túlfűtötté válhat. 2020-ban azonban már 22 tagállamban gyorsult fel a fajlagos munkaköltség növekedése. Ez a kivételes növekedés azonban az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben, a fajlagos munkaköltség általánosan emelkedő volatilitása miatt számos országban részben visszajára fordul.

A Covid19-világjárvány hatása és a helyreállítással összefüggő strukturális súrlódások miatt a költség-versenyképesség változásai nehezen értékelhetők. A fajlagos munkaköltség 2020. évi meredeken gyorsuló növekedése és – a legtöbb országban – e növekedés 2021-ben és 2022-ben várható részleges visszafordulása lényegében egy statisztikai hatás, amely a jelentős munkaerő-tartalékolásból és az egy főre jutó termelékenység ezzel összefüggő csökkenéséből ered (2.2.6. ábra). Ezt a hatást a kormányzati munkahelyvédelmi programok, főként az ideiglenesen és széles körben alkalmazott csökkentett munkaidős foglalkoztatási programok váltották ki, amelyek a munkahelyek megőrzése érdekében lehetővé tették a ledolgozott munkaórák csökkentését. A munkaerőpiac pangása és a szakemberhiány a fajlagos munkaköltség alakulásával kapcsolatos volatilitásra és bizonytalanságra utal. E tényezők az ellátási lánc problémáira és az egyenlőtlen gazdasági helyreállításból eredő súrlódásokra, valamint a felgyorsult digitalizációra és a hosszabb távú strukturális változásokra vezethetők vissza. Mivel a fajlagos munkaköltség az elmúlt években sok országban jelentősen növekedett, a költség-versenyképesség csökkenésének kockázatát továbbra is figyelemmel kell kísérni, különösen annak felmérése érdekében, hogy a 2020-ban regisztrált veszteségek milyen mértékben nyerhetők vissza a helyreállítás során. A versenyképességet és a termelékenységet előmozdító szakpolitikák továbbra is rendkívül fontosak a Covid19-válságból való fenntartható kilábalás szempontjából.

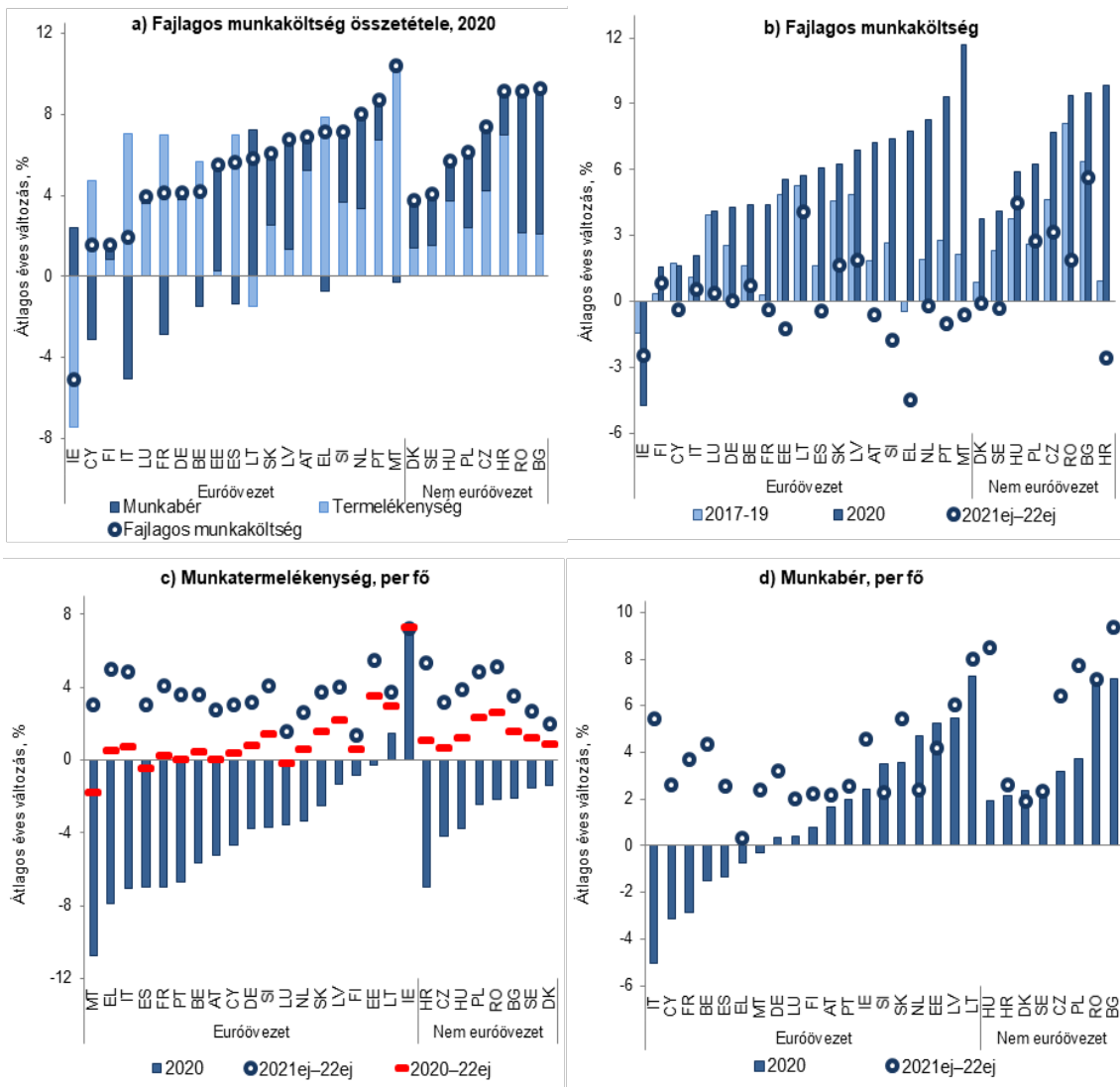
A munkatermelékenység szinte az összes uniós országban csökkent 2020-ban, de idén és jövőre várhatóan helyreáll (2.2.6. c) ábra). A Covid19-válság alatt csökkent a munkaerő-ráfordítás: főként a munkaórák száma csökkent, a foglalkoztatottak száma viszont alig változott, köszönhetően a kormányzati intézkedéseknek – többek között a széles körben alkalmazott csökkentett munkaidős foglalkoztatási programoknak –, amelyek jelentősége a helyreállítás előrehaladtával fokozatosan mérséklődik. Ennek eredményeként az alkalmazotti létszámon alapuló munkatermelékenység csökkenése a legtöbb országban jóval meghaladta a ledolgozott munkaórákon alapuló munkatermelékenység csökkenését. 2021-ben és 2022-ben a helyreállítás nyomán, illetve a munkaerő-tartalékolás hatásainak visszafordulásával a termelékenységi adatok emelkedésére lehet számítani. 2022-ben az egy főre jutó termelékenység az előrejelzések szerint minden tagállamban meghaladja majd a 2019. évi szintet, kivéve Luxemburgot, Máltát, Portugáliát és Spanyolországot.

A béremelések 2020-ban mérsékeltek voltak, de 2021-ben és 2022-ben várhatóan – helyenként markáns mértékben – intenzívebbek lesznek. A Covid19-válság idején a legtöbb uniós országban visszafogott volt a bérek növekedése (2.2.6.d. ábra). Az egy munkavállalóra jutó bér az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben évente több mint 5 %-kal nő majd Bulgáriában, Csehországban, Magyarországon, Olaszországban, Lettországon, Litvániában, Lengyelországban, Romániában és Szlovákiában. Belgium, Észtország és Írország esetében a növekedés átlagosan várhatóan 4 % és 5 % között lesz. Bulgária, Csehország, Észtország, Magyarország, Lettország, Litvánia, Románia és Szlovákia esetében a bérek és a fajlagos munkaköltség tartósan magas növekedése már a világjárvány előtt is aggodalomra adott okot, megkérdőjelezve a költségalapú versenyképességet.

A termelékenységi hatások megszűnésével a fajlagos munkaköltség alakulása várhatóan újból támogatni fogja a külső egyensúly helyreállítását. A fajlagos munkaköltség 2020-ban az átlagnál jobban nőtt néhány nettó adós országban, például Görögországban, Portugáliában és Spanyolországban, mivel ezen országokban a recesszió és a munkaerő-tartalékolás mértéke is magasabb volt. 2022-ben a fajlagos munkaköltség növekedése az előrejelzések szerint a nettó adósok esetében valamivel alacsonyabb lesz, mint a nettó hitelezők esetében, vagyis újból nagyobb mértékben támogatni fogja a külső egyensúly helyreállítását (2.2.7. ábra). Az egyensúly helyreállítására gyakorolt hatás a világjárvány

előtti időszakhoz képest korlátozottabb, ami a termelékenységre gyakorolt elhúzódoó hatással magyarázható – ezt a meglévő eltérések leküzdése érdekében kezelni kell. Ezzel szemben a bérek az előrejelzések szerint magasabbak lesznek a nettó hitelező országokban, mint a nettó adós országokban.

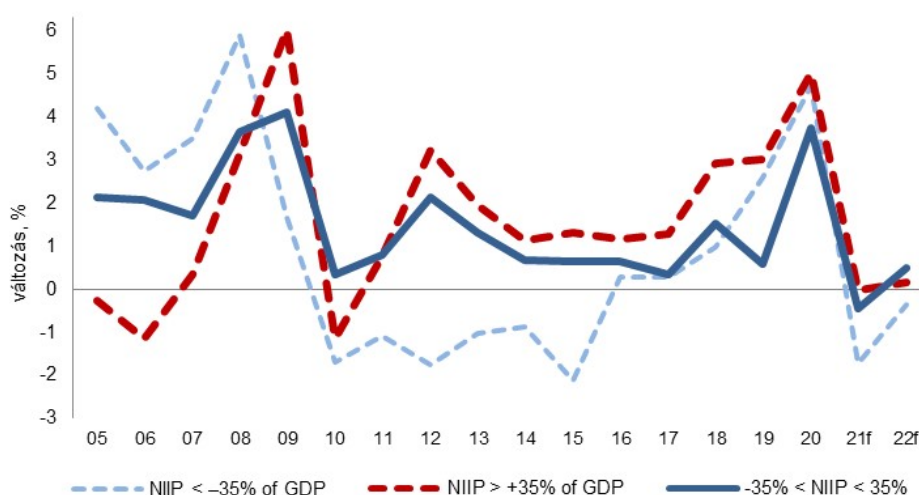
2.2.6. ábra: A fajlagos munkaköltség, a bérek és a termelékenység növekedése



Megjegyzés: A többéves növekedési ráták évesítve lettek.

Forrás: AMECO és az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése.

2.2.7. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedése az euróövezetben



Megjegyzés: A GDP +35 %-át meghaladó nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országok: DE, LU, NL, BE, MT. A GDP +35 %-a és -35 %-a közötti nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országok: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. A többi ország nettó nemzetközi befektetési pozíciója a GDP -35 %-a alatt van. Az országok besorolása a 2017–2019 közötti időszak nettó nemzetközi befektetési pozíciójának átlagértékein alapul. A nettó hitelező országok átlagos folyófizetésimérleg-többletet regisztráltak ugyanebben az időszakban. Az adatok a három országcsoporth GDP-vel súlyozott átlagaira vonatkoznak.

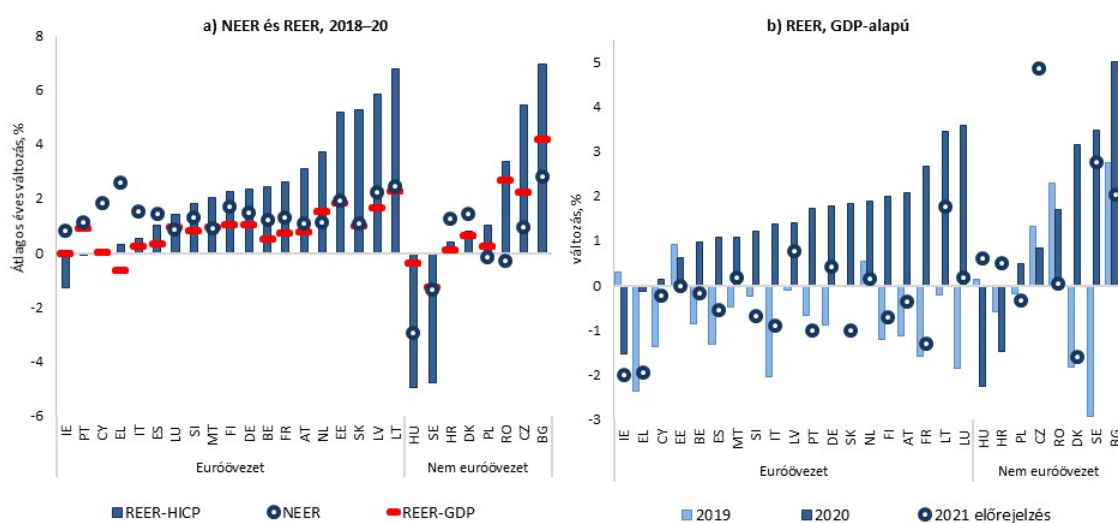
Forrás: AMECO és az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése

A legtöbb ország valutájának nominális effektív árfolyama 2020-ban felértékelődött. A legerősebb felértékelődést Bulgária, Görögország, Lettország, Litvánia és Svédország tapasztalta. Nominális leértékelődésre csak Magyarországon, illetve kisebb mértékben Csehországban és Lengyelországban került sor. A nominális effektív árfolyamok felértékelődése az eurónak a Covid19-világjárvány kezdetén tapasztalt felértékelődését és ezzel összefüggésben a biztonságos tartalékvaluták előnyben részesítését is tükrözi. 2021 eddigi időszakában a nominális effektív árfolyamok a legtöbb uniós országban felértékelődtek, bár többnyire mérsékeltebben, mint 2020-ban.

A HICP-alapú reál effektív árfolyamok 2020-ban a legtöbb tagállamban mérsékelten felértékelődtek, ami részben a nominális felértékelődéseket tükrözi. A HICP-alapú reál effektív árfolyam csak Horvátország és Magyarország esetében értékelődött le. A legerősebb felértékelődést Bulgária, Litvánia és Svédország tapasztalta. E mérsékelt felértékelődést megelőzően, 2019-ben, a legtöbb tagállamban leértékelődésre került sor. A GDP-deflátoron alapuló reál effektív árfolyam 2021. évi előrejelzéséből arra lehet következtetni, hogy a jövőben a reálárfolyamok várhatóan mérsékelten emelkedni fognak, jelentős felértékelődésük csak Bulgáriában, Csehországban, Litvániában és Svédországban várható (2.2.8. b) ábra).

A reál effektív árfolyamok alakulása támogatja a külső egyensúly helyreállítását, de csak korlátozott mértékben. Egyes nettó hitelező országok – köztük Dánia, Németország, Hollandia és Málta – esetében a reál effektív árfolyam felértékelődése 2020-ban valamivel meghaladta az uniós átlagot. Egyes jelentős nettó adós országok, illetve a Covid19-válság által jobban érintett országok – például Ciprus, Horvátország, Görögország, Olaszország, Portugália vagy Spanyolország – versenyképessége az alacsonyabb inflációnak köszönhetően némileg javult az említett nettó hitelező országokkal szemben, amint azt a reál effektív árfolyam mérsékeltebb alakulása is jelzi (2.2.8. ábra). Úgy tűnik, hogy ez a tendencia 2021-ben is fennáll, ami arra utal, hogy a reál effektív árfolyam alakulása mérsékelten támogatja a külső egyensúly rövid távú helyreállítását.

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



Megjegyzés: A reál effektív árfolyamok és a nominális effektív árfolyamok (NEER) számítása 42 kereskedelmi partner viszonylatában történik.

Forrás: AMECO és az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése.

Az exportpiaci részesedés 2020-ban erősen ingadozott, három tagállam vesztesége meghaladta az eredménytábla küszöbértékét. Franciaország, Görögország és Spanyolország exportpiaci részesedése öt év kumulált változása alapján jelentősen, a küszöbértéket meghaladó mértékben csökkent. Más országokban viszont jelentős javulás volt tapasztalható, Írország, Litvánia és Lengyelország esetében 30 %-ot meghaladó mértékben. A tagállamok exportpiaci részesedése 2020-ban erősen ingadozott. Átlagos exportpiaci részesedésük 2020-ban nőtt, de az egyes országok között nagy különbségek adódtak.

Néhány, 2020-ban jelentős exportpiaci részesedést veszített ország a közeljövőben várhatóan még csak részben fogja visszazerezni elvesztett részesedéseit. Ausztria és Észtország kivételével a szolgáltatási mérleg Covid19-válsággal összefüggő jelentős visszaesése az elmúlt negyedévekben Bulgáriában, Horvátországban, Cipruson, Görögországban, Magyarországon, Olaszországban, Máltán, Portugáliában és Spanyolországban véget ért. Németország szolgáltatási mérlege a 2020 eleje óta bekövetkezett jelentős javulást követően enyhe többletet mutat. Az árumérleg 2019 óta több országban kedvezőbb alakult, ami részben ellensúlyozta a szolgáltatási mérleg csökkenését. 2021-ben és 2022-ben, a nemzetközi turizmus helyreállításával Horvátország, Görögország és Spanyolország exportpiaci részesedése várhatóan különösen erőteljesen fog növekedni, de ez nem minden esetben lesz elég a 2020-ban elvesztett részesedések teljes visszazéréséhez. A 2020–2022 közötti időszakban az exportpiaci részesedés összességében a legnagyobb mértékben várhatóan Észtországban, Írországban, Litvániában, Luxemburgban és Lengyelországban fog növekedni, Görögországban, Spanyolországban, Franciaországban és Portugáliában pedig csökkenni fog.

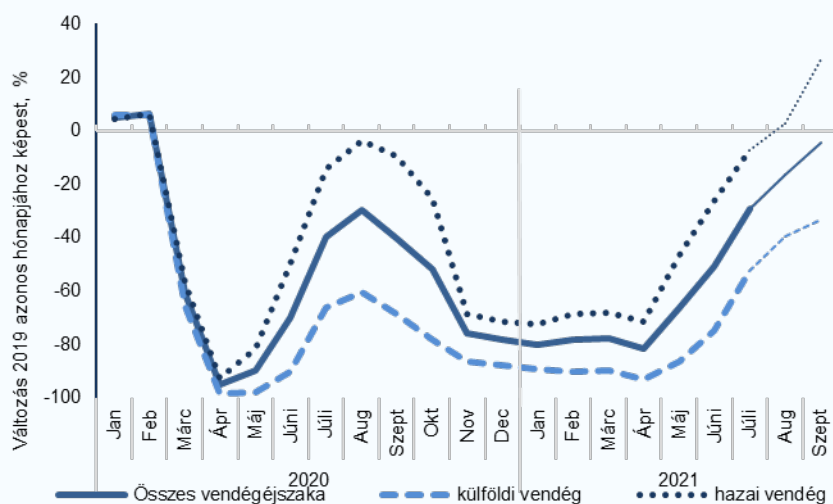
Az exportpiaci részesedés alakulása a jövőben némileg hozzájárulhat a külső egyensúly helyreállításához. A jelentős folyófizetésimérleg-többlettel rendelkező országok – köztük Dánia, Németország és Hollandia – exportpiaci részesedése a 2020–2022 közötti időszakban várhatóan csökkenni fog. Németország és Hollandia esetében a 2021 második negyedévi adatok GDP-arányosan továbbra is a szolgáltatási mérleg többletét és az árumérleg javulását mutatják. Mindazonáltal ezek az országok a szokásos turisztikai aktivitás helyreállása után valószínűleg elvesztik a Covid19-válsággal összefüggésben a szolgáltatások terén szerzett exportpiaci részesedések egy részét.

1. keretes írás: Turizmus a Covid19-válság idején

A Covid19-válság alatt a turizmus volt az egyik legsúlyosabban érintett gazdasági ágazat, mivel a világválság megfékezésére irányuló intézkedések korlátozták a vendéglátóipart és a nemzetközi idegenforgalmat. A kedvezőtlen hatás nagysága a vendégéjszakák számának jelentős csökkenésével demonstrálható (1. ábra): 2020 áprilisában a turisztikai szálláshelyeken töltött vendégéjszakák száma 95 %-kal csökkent 2019 azonos hónapjához képest. A nyári hónapokban jelentős helyreállítás volt tapasztalható: a belföldi turizmus 2020 augusztusában megközelítette a 2019-es szintet. Ugyanakkor a külföldi turisták által lekötött vendégéjszakák száma még az augusztusi csúcsideszakban is 60 %-kal elmaradt a 2019. augusztusi szinttől. A világválság második hullámával az idegenforgalom újból visszaesett.

2021 májusában újabb, immáron erősebb fellendülés kezdődött, ezúttal nemzetközi viszonylatban is. Ennek előzményeként jelentős előrelépés történt a védőoltások terén és az EU-n belüli nemzetközi utazási szabályok összehangolásában, az *uniós digitális Covid-igazolvány* bevezetésével. Júliusban – a 2020. évi szinthez képest – mind a belföldi, mind a nemzetközi turizmus nőtt, ez utóbbi javulása erőteljesebb volt. Az augusztusi és a szeptemberi szinkronidejű becsléseket is figyelembe véve úgy tűnik, hogy 2021 nyarán a turisztikai aktivitás 2020-hoz képest összességében mintegy 30 %-kal nőtt, de a 2019. évi szinttől továbbra is elmarad, 16 %-kal, illetve némileg az összetétele is megváltozott. (1) Noha a belföldi turizmus 2021 nyarán, illetve különösen szeptemberben a becslések szerint meghaladta a 2019 nyarán elért szintet, a nemzetközi utazások még mindig több mint 40 %-kal elmaradnak a világválság előtti szinttől. 2021 első kilenc hónapját és 2020 azonos időszakát összehasonlítva látható, hogy a turizmus teljesítménye 2021-ben csak mintegy 12 %-kal nőtt, ami részben arra vezethető vissza, hogy 2020 első negyedévét a világválság lényegében még nem érintette.

1. ábra: Vendégéjszakák száma az EU-ban 2020-ban és 2021-ben

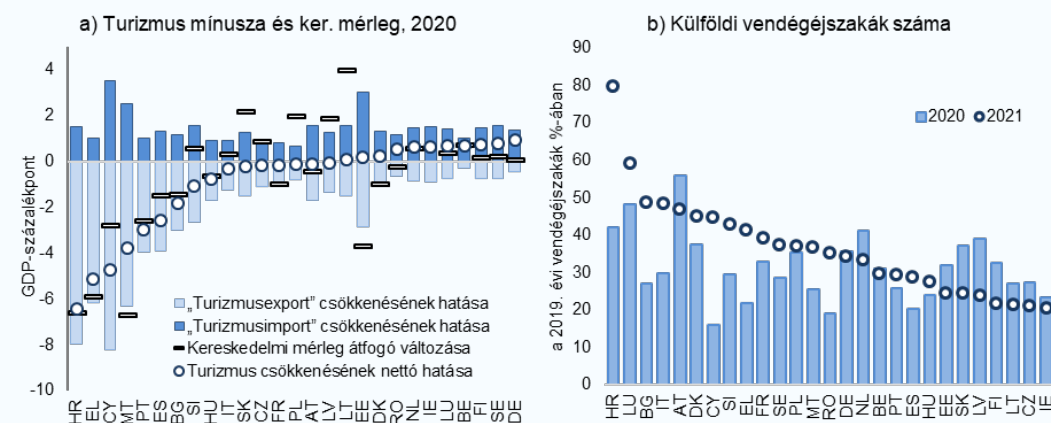


Megjegyzés: A turisztikai szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma az Eurostatnak bejelentett adatok és a 2021. augusztusi és szeptemberi AirBnB-értékelésekből készült szinkronidejű becslés alapján. Ciprus, Franciaország és Írország esetében a becslések a nemzeti statisztikai hivatalok adataira támaszkodnak. Lásd még az 1. lábjegyzetet.

Forrás: Az Eurostat és az Európai Bizottság becslései.

Az idegenforgalmi bevételekre nagymértékben támaszkodó országokat különösen súlyosan érintette a nemzetközi utazások világválság miatti visszaesése. A nemzetközi turizmus erőtlensége különösen nagy hatást gyakorolt néhány nettó adós országra, például Horvátországra, Ciprusra, Görögországra, Portugáliára vagy Spanyolországra, amelyek mindaddig jelentős többleteket értek el az utazási szolgáltatások kereskedelmében, valamint Máltára (2. a) ábra). (2) A legtöbb ilyen ország esetében a kereskedelmi mérleg 2020. évi romlása a nemzetközi turizmus hanyatlásának a hatásával magyarázható. (3) (4) 2021-ben a nemzetközi turizmus erőteljes fellendülésével párhuzamosan enyhültek a turisztikai szolgáltatások nagy exportőreire gyakorolt negatív hatások. A spektrum másik végén azok az országok találhatók, amelyek általában több utazási szolgáltatást importálnak, mint amennyit exportálnak. Esetükben a nemzetközi turizmus csökkenése részben pozitív hatást is gyakorolt a kereskedelmi mérlegre, mivel a turisták a belföldi úti célok felé fordultak.

2. ábra: A turizmus visszaesésének hatása a kereskedelmi egyenlegre, a 2021. évi vendégéjszakák számának előrejelzése



Megjegyzések: a) A becsült hatások csak a fizetésimérleg-statisztika utazási tétele alatt nyilvántartott szolgáltatások kereskedelmére vonatkoznak. Egytényezős elemzésen alapulnak, amely a kereskedelem hozzáadott értékére vonatkozó adatokból indul ki, és figyelembe veszi mind a közvetlen, mind a közvetett hatásokat. Lásd a 3. és a 4. lábjegyzetet. b) A 2021. évi előrejelzések a külföldiek turisztikai szálláshelyeken, a szeptemberig tartó időszakban eltöltött vendégéjszakáinak számán alapulnak, az Eurostatnak bejelentett adatok és – ezen adatok hiánya esetében – AirBnB-értékelésekből készült szinkronidejű becslések felhasználásával. Ciprus, Franciaország és Írország esetében a becslések a nemzeti statisztikai hivatalok adataira támaszkodnak. Az előrejelzés szerint a turisztikai aktivitás 2021 utolsó negyedévében ugyanolyan szintű lesz (a 2019. évi vendégéjszakák százalékos arányában), mint ami a tényadatok (és a szinkronidejű becslések) alapján 2021 harmadik negyedévéét jellemezte.

Forrás: Az Eurostat és az Európai Bizottság becslései.

A 2021-re vonatkozó előzetes adatok a nemzetközi turizmus részleges és fokozatos, de országonként eltérő mértékű fellendülését jelzik. A külföldiek turisztikai szálláshelyeken töltött vendégéjszakáinak száma 2021-ben várhatóan jelentősen nő Horvátországban, Cipruson és Görögországban, és valamivel kisebb mértékben Spanyolországban (2. b) ábra).⁽⁵⁾ Portugáliában várhatóan visszafogottabb lesz a nemzetközi turisztikai aktivitás helyreállása, szintje azonban továbbra is meg fogja haladja a Spanyolországban várható. A nemzetközi turizmus az előrejelzés szerint Bulgária, Olaszország, Románia és Szlovénia esetében is jelentősen növekedni fog, de például Ausztria és Hollandia, valamint néhány más tagállam esetében csökkenése várható, ami valószínűleg a külföldi turisták látogatásainak eltérő szezonális eloszlásával és az utazási preferenciák 2020. és 2021. évi eltéréseivel magyarázható.

¹ Az AirBnB-adatokkal kapcsolatos részletekért, valamint a szinkronidejű becslések módszertani magyarázataiért lásd az Európai Bizottság 2020. őszi európai gazdasági előrejelzését: *Tourism in pandemic times: an analysis using real-time big data* (Turizmus a világvárvány alatt: nagy adathalmazokra támaszkodó elemzés), 3.3. különtéma, Institutional Paper 136. szám, 2020. november. A szinkronidejű becslések esetében a belföldi és a külföldi turisták által eltöltött vendégéjszakák az értékelés kitöltéséhez használt nyelv alapján különböztethetők meg.

² A „nemzetközi turizmus” kifejezés a fizetésimérleg-statisztika utazási egyenlegében nyilvántartott nemzetközi utazási szolgáltatásokat jelöli.

³ A nemzetközi turizmus visszaesésének a kereskedelmi mérlegre gyakorolt hatásait egytényezős elemzéssel becsülték, amely a külföldi turisták által elfogyasztott áruk és szolgáltatások előállításához felhasznált inputok importjának figyelembevételével a kereskedelem hozzáadott értékére összpontosít. Az elemzés a külföldi turisztikai kereslet változásának közvetlen hatásai mellett figyelembe veszi annak közvetett hatásait is (a turizmuson kívüli gazdasági ágazatokot érintő visszacsatolásokat). Feltételezése szerint a külföldi utazásra félretett, felhasználatlan pénzt nem költik más célra. További részletekért lásd L. Coutinho, G. Vukšić and S. Zeugner (2021): *International tourism decline and its impact on external balances in the euro area*, *Quarterly Report on the Euro Area* (A nemzetközi turizmus visszaesése és ennek hatásai az euróövezet külső egyenlegeire, Negyedéves euróövezeti jelentés), DG ECFIN, Európai Bizottság, 20. kötet, 2. sz., III. rész.

⁴ Példaként Ciprus említhető, ahol 2020-ban a nemzetközi személyszállítási szolgáltatások visszaesésével együtt jelentősen csökkent az ezen szolgáltatásokhoz kapcsolódó nettó import is, ami enyhítette a kereskedelmi mérlegre gyakorolt általános hatást. A nemzetközi személyszállítás külön kategória a fizetési mérlegben, de kapcsolódik a nemzetközi turizmushoz. Sok uniós ország esetében még nem állnak rendelkezésre az ezen szolgáltatásokra vonatkozó 2020-as adatok, így az elemzés nem tartalmazza azokat. Az adatokkal már rendelkező országok esetében e kategória figyelembevétele nem változtat jelentős mértékben az eredményeken. Málta kereskedelmi mérlegét viszonylag erősen befolyásolták az utazáson kívüli tételek változásai is.

⁵ A 2021. évi előrejelzések és a 2020. évi tényadatok összevetése kapcsán emlékeztetni kell arra, hogy 2020 első negyedévét a világvárvány lényegében még nem érintette, és hogy a turisztikai aktivitás 2019-hez képest emelkedőben volt.

2.3. A MAGÁNSZEKTOR ADÓSSÁGA ÉS AZ INGATLANPIACOK

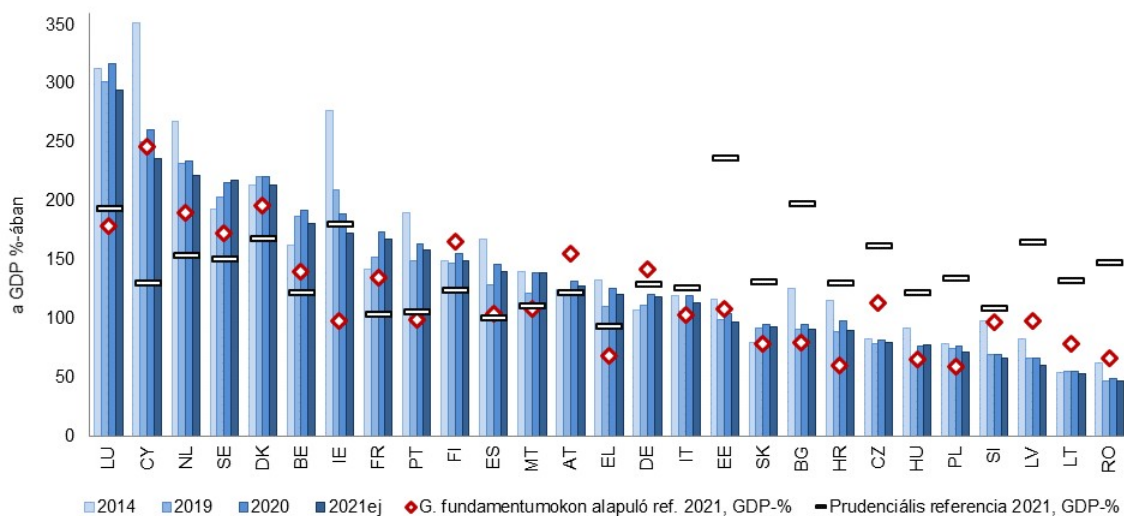
2.3.1. A MAGÁNSZEKTOR ADÓSSÁGA

A magánszektor adósságrátája a Covid19-válság alatt jelentősen nőtt, de az előrejelzések szerint 2021-ben az országok többségében visszatér a csökkenő tendenciához. 2020-ban Dánia, Írország és Litvánia kivételével minden uniós országban nőtt a magánszektor GDP-arányos államadóssága (2.3.1. ábra), megszakítva a számos országban zajló hitelállomány-leépítést. A 2020. évi növekedés elsősorban a GDP csökkenésének tudható be, de a legtöbb országban – különösen a vállalatok esetében – nőtt a hitelfelvétel is. A hitelgaranciák és az adósságtörlesztési moratóriumok fontos szakpolitikai intézkedések voltak a Covid19-válság kezdetén tapasztalt likviditási hiányok leküzdéséhez, de hozzájárultak az adósság növekedéséhez is. A magánszektor GDP-arányos adósságrátája 12 tagállamban (Belgium, Ciprus, Dánia, Finnország, Franciaország, Írország, Luxemburg, Málta, Hollandia, Portugália, Spanyolország és Svédország) meghaladta az eredménytábla 133 %-os küszöbértékét – az egy évvel korábbi, 10 országból álló lista Spanyolországgal és Máltával bővült (2.3.1. ábra). Az adósságrata ugyanakkor a küszöbérték alatt maradó országok esetében is jelentősen emelkedett. A magánszektor teljes adósságállománya az országspecifikus gazdasági fundamentumokon alapuló referenciaértékekkel és a prudenciális küszöbértékekkel összehasonlítva magasnak tűnik¹⁸. Ez a helyzet Belgium, Ciprus, Dánia, Franciaország, Görögország, Írország, Luxemburg, Málta, Hollandia, Portugália, Spanyolország és Svédország esetében áll fenn.

A Covid19-válság összességében növelte a magánszektor adósságszintjével kapcsolatos kockázatokat. Az előrejelzések szerint 2021-ben, a gazdaság élénkülésével, a magánszektor GDP-arányos adósságrátája az EU egészében csökkenni fog (2.3.1. ábra), de a legtöbb uniós országban várhatóan továbbra is meg fogja haladni a 2019-es szintet. A kormányzati támogatási intézkedések fokozatos kivételével előfordulhat, hogy a vállalkozások és a háztartások kevésbé lesznek képesek teljesíteni törlesztési kötelezettségeiket – különösen azok, amelyeket a Covid19-válság súlyosabban érintett, vagy amelyek pénzügyi ereje már a válság előtt is gyengébb volt –, ami az adósságszínvonal romlásához vezethet. Emellett a vállalkozások, háztartások, kormányzatok és bankok növekvő adósságszintje az ágazatok egyre szorosabb összekapcsolódásához vezetett, ami felgyorsíthatja a sokk ágazatok közötti terjedését. A globális értékláncok zavarai és a gazdasági helyreállítás egyenlenségeiből fakadó sűrűlődések – a felgyorsult digitális átalakulással összefüggésben – további kockázatok felmerülését és strukturális változások bekövetkezését eredményezhetik, valamint vállalkozások és munkahelyek erodálásához vezethetnek.

¹⁸ Az országspecifikus referenciaértékeket az Európai Bizottság a Gazdaságpolitikai Bizottság LIME munkacsoportjával együttműködve dolgozta ki (Európai Bizottság: *Benchmarks for the assessment of private debt* [Referenciaértékek a magánszektor adósságának értékeléséhez], feljegyzés a Gazdaságpolitikai Bizottság számára, ARES (2017) 4970814), továbbá J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini és S. Zeugner: *Is Private Debt Excessive?* (Túlzott mértékű a magánadósság?) (Open Economies Review, 3., 471–512., 2020.) munkája alapján. A gazdasági fundamentumokon alapuló referenciaértékek révén a magánszektor tényleges adóssága összehasonlítható a gazdasági fundamentumokra visszavezethető elméleti adósságértékekkel; e referenciaértékeket regresszió alkalmazásával – a hitelnövekedés fő tényezőinek figyelembevételével – számítják a tényleges adósságállományból. A prudenciális küszöbértékek azt az adósságszintet jelentik, amelyen túl a bankválság valószínűsége viszonylag nagy; ezek a szintek a bankválságokra vonatkozó előrejelző képesség maximalizálásán alapulnak: a bankok feltőkésíttségére, az államadósságra és a gazdasági fejlődés szintjére vonatkozó országspecifikus információk figyelembevételével minimálisra csökkentik az elmaradó és a téves riasztások valószínűségét.

2.3.1. ábra: A magánszektor adóssága



Forrás: Eurostat, AMECO, az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése és a Bizottság szolgálatainak becslései a magánszektor 2021. évi adósságáról (lásd az 1. mellékletet). Az adósság hitelekből (F4) és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból (F3) áll.

2.3.1.1. Nem pénzügyi vállalatok adósságállománya

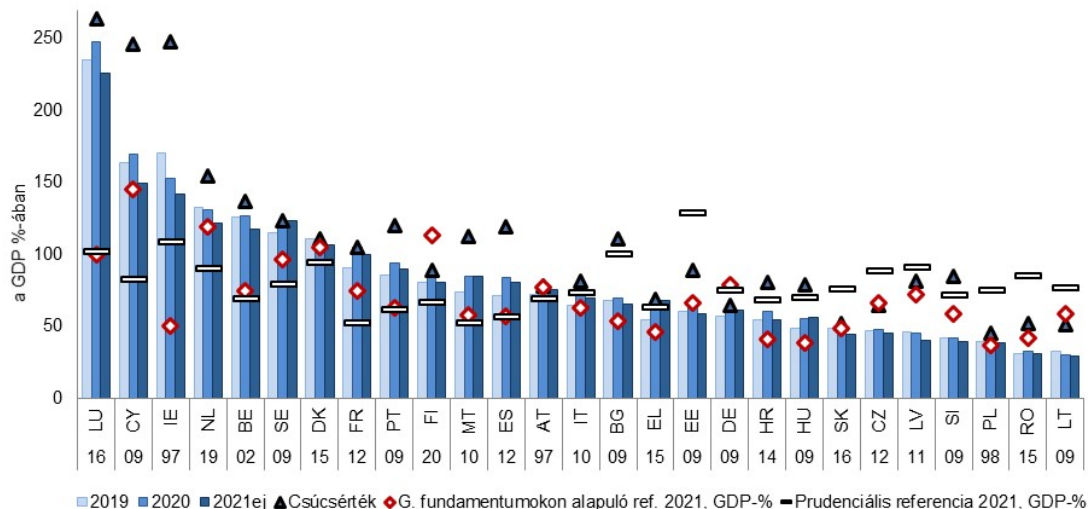
2020-ban a legtöbb uniós országban nőtt a vállalatok eladósodottsága, néha igen erőteljesen. 2020-ban 19 országban nőtt a GDP-arányos vállalati adósságráta, leginkább a GDP erős visszaesése miatt. Ehhez a növekedéshez az is hozzájárult, hogy a vállalatok 2020-ban a jelentős bevételkiesések és az érzékelt likviditáshiány hatására nettó hitelfelvevőként viselkedtek (és betétállományukat is erőteljesen növelték). A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságállománya igen erőteljesen nőtt azokban az országokban, amelyek vállalati adósságrátája már eleve magas volt, vagy nagy idegenforgalmi szektorukat a válság súlyosan érintette (2.3.3. a) ábra). Ezen országok közé Ciprus, Franciaország, Görögország, Olaszország, Málta, Portugália és Spanyolország tartozik. Belgiumban, Írországbán, Luxemburgban és Hollandiában hasonlóképpen továbbra is nagyon magas a vállalati adósság szintje, bár a sebezhetőségeket részben enyhíti az FDI-hitelek és a vállalaton belüli, határokon átnyúló hitelfelvételek jelentős aránya.

A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságállománya sok tagállamban továbbra is magas: a ráta 2020-ban 14 országban meghaladta mind a gazdasági fundamentumokon alapuló referenciát, mind a prudenciális küszöbértéket. Ezen országok közé Belgium, Ciprus, Dánia, Franciaország, Görögország, Írország, Luxemburg, Málta, Hollandia, Portugália, Spanyolország, Svédország, valamint a kisebb mértékben érintett Ausztria és Olaszország tartozik (2.3.2. ábra). A legtöbb országban a nem pénzügyi vállalatok adósságállománya az elmúlt években bekövetkezett jelentős hitelállomány-leépítésnek köszönhetően elmarad a korábbi csúcserőktől, szintje azonban visszalépésnek tekinthető. Egyes országok, például Ausztria, Belgium, Dánia, Franciaország, Finnország, Németország, Görögország, Olaszország, Luxemburg, Lengyelország, Szlovákia és Svédország esetében a vállalati adósság az 1990-es évek közepe óta legmagasabb szinten vagy ahhoz nagyon közel áll.

Ami a jövőt illeti, a magas nominális GDP-növekedés 2021-ben és azon túl is automatikusan csökkenteni fogja a GDP-arányos adósságrátát, noha magasabb szintről indulva. A GDP-arányos vállalati adósságráta 2021-ben a GDP erőteljes élénkülése miatt valószínűleg minden uniós országban csökkenni fog – egyes esetekben jelentősen –, kivéve Görögországot, Magyarországot és Svédországot

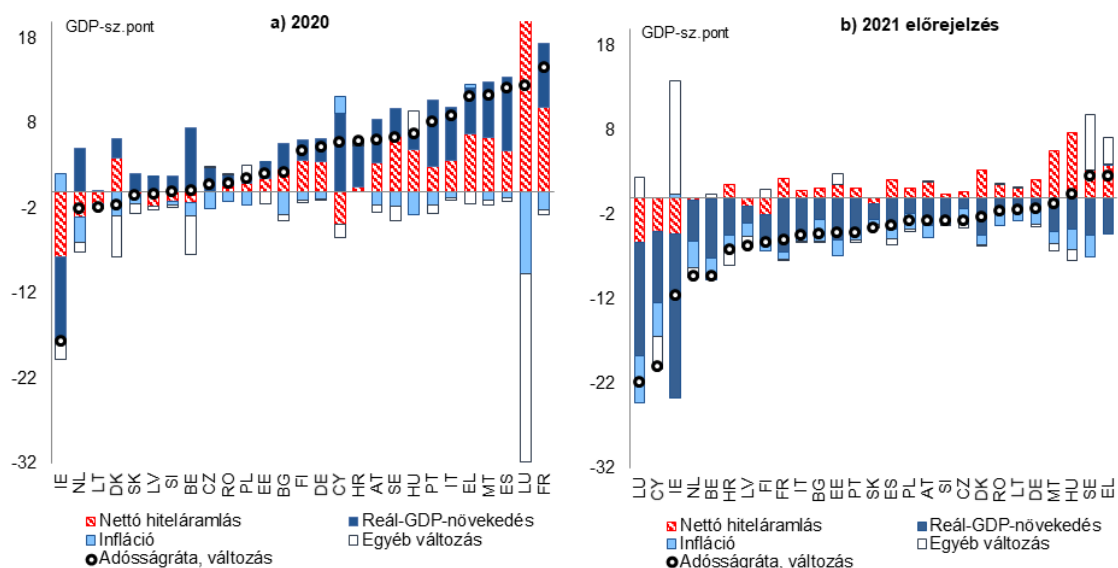
(2.3.3. b) ábra). A hiteláramlások a tagállamok több mint felében várhatóan meg fogják haladni a világiárvány előtti szintet. A magas nominális GDP-növekedés 2021-ben és azon túl is automatikusan csökkenteni fogja a GDP-arányos adósságrátát. A 2020-ban bevezetett rendkívüli intézkedések fokozatos kivezetése az adósságtörlesztések növekedéséhez vezet. Emellett előfordulhat, hogy a nem pénzügyi vállalatok a bizonytalanság csökkenésével az új hitelek felvétele helyett inkább a 2020-ban létrehozott jelentős likviditási puffereiket fogják felhasználni, ami a hitelállomány-leépítés szempontjából is előnyös lehet.

2.3.2. ábra: A nem pénzügyi vállalatok adósságállománya



Megjegyzések: Az országcód alatti szám az adósságrátát 1997 és 2020 közötti csúcsértékének évét jelöli. Az országok a nem pénzügyi vállalatok adósságának GDP-hez viszonyított 2020. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek.
Forrás: Eurostat, AMECO, az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése és a Bizottság szolgálatának becslései a nem pénzügyi vállalatok 2021. évi adósságáról (lásd az 1. mellékletet). Az adósság hitelek (F4) és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból (F3) áll.

2.3.3. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságállományában bekövetkező változás összetétele 2020-ban és 2021-ben



Megjegyzések: A nettó hiteláramlások (hitelügyletek) az Eurostat vonatkozó szektorális pénzügyi tranzakciós számláin – F4 (Hitelek) és F3 (Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok) – nyilvántartott ügyleteknek felelnek meg. 2020-ban Luxemburg esetében a nettó hiteláramlások hozzájárulása 40,1 százalékpontot tett ki.

Forrás: AMECO, Eurostat, a Bizottság szolgálatainak becslései és a magánszektorra irányuló MPI-hitelekkel és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal kapcsolatos tranzakciókra (áramlásokra) vonatkozó, a BSI adatbázisból származó havi EKB-adatokon alapuló számításai, valamint az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése.

A Covid19-válság alatt a nem pénzügyi vállalatokat célzó hiteláramlás a világválság aktuális szakaszának megfelelő minta szerint alakult (2.3.3. b) ábra)¹⁹. 2020-ban a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott banki hitelek a tagállamok több mint kétharmadában nőttek, számos olyan tagállamban is, ahol eleve magas volt a nem pénzügyi vállalatok eladósodottsága, például Dániában, Franciaországban, Görögországban, Olaszországban, Máltán, Hollandiában, Portugáliában, Spanyolországban és Svédországban. Mindez olyan környezetben történt, ahol az állami hitelgaranciák elősegítették a hiteláramlást, az adósságtörlesztési moratóriumok pedig a rendes esetben várhatóan magasabb szinten tartották a nominális adósságállományt. Néhány nagy tagállamban azóta egyértelműen megtorpant, és 2021 elejére a legtöbb esetben a világválság előtti szint alá süllyedt a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek növekedése, noha a kisebb tagállamokra továbbra is a növekedés a jellemző (2.3.4. b) ábra). Ha a nem pénzügyi vállalatok hitelkeresletének csökkenését a felhalmozott likviditási pufferek felhasználása okozza, a hiteláramlás a későbbiekben fellendülhet. Ha azonban a hitelállomány általános csökkenése a hitelkereslet vagy -kínálat szándékos visszafogásának a jele, az a tervezett beruházások alacsony szintjére utalhat.

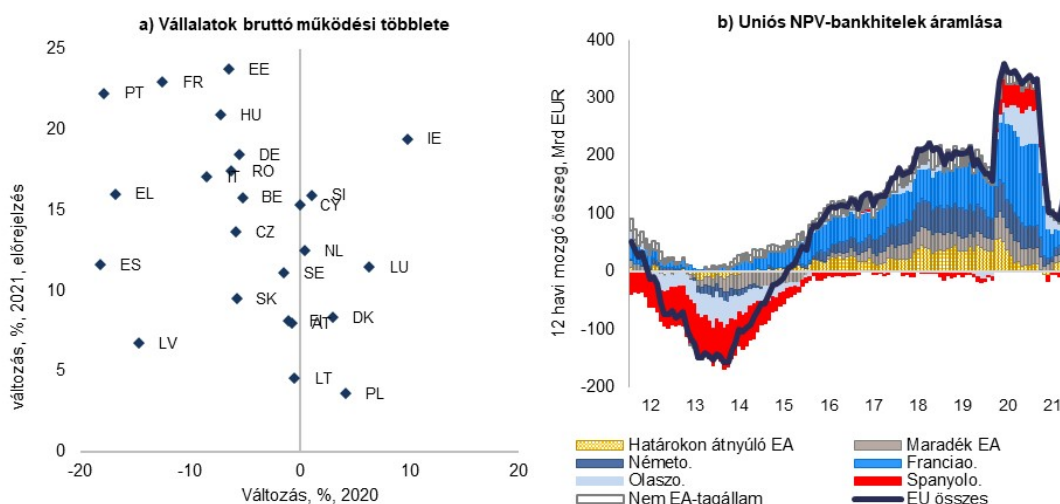
A hitelgaranciák és az adósságtörlesztési moratóriumok segítették a nem pénzügyi vállalatok kilábalását a világválságból, de a jövőben még felmerülhetnek komolyabb adósságtörlesztési nehézségek. A hitelgaranciák és az adósságtörlesztési moratóriumok fontos szakpolitikai intézkedések voltak a Covid19-válság kezdetén tapasztalt likviditási hiányok leküzdéséhez, de hozzájárultak az adósság növekedéséhez is. Egyes esetekben életképtelen és gyakorlatilag fizetésképtelen vállalkozásokat tartanak a piacon, halasztva azok fizetési kötelezettségeit és egyébként elkerülhetetlen felszámolásukat. A nem pénzügyi vállalatok számára EU-szerte – kormányzati intézkedésként vagy a hitelezők önkéntes kezdeményezéseként – biztosított moratóriumok az adósságtörlesztés halasztása miatt az adósságállomány automatikus növekedésével járnak. A törlesztési moratóriumok 2021 folyamán zajló fokozatos kivezetése adósságtörlesztési nehézségeket tárhat fel a vállalati szektor egyes részeiben. A

¹⁹ A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott banki hitelek állományának növekedése a világválság 2020 márciusi kitörése utáni első hónapokban hirtelen felgyorsult, a nagy euróövezeti tagállamok közül különösen Franciaország és Spanyolország esetében (2.3.4. b) ábra). A növekedés Németországban ennél kisebb ütemű, Olaszországban pedig még fokozatosabb volt, az euróövezeten kívüli EU-országokban kevésbé volt látható. Ugyanakkor a válság kezdetén megnőtt az euróövezeten belüli határokon átnyúló hitelek jelentősége. A hitelállomány növekedése ezután meredeken csökkent, és 2021 elejére a legtöbb esetben a világválság előtti szint alá süllyedt. Ez nagyon markáns eltérést jelent a vállalati hitelek állományának elmúlt években tapasztalt fokozatos növekedésétől, lényegében stabilitásától.

Covid19-válság alatt eddig nem nőtt a fizetésektelen vállalatok száma, de a helyreállítás után erre még sor kerülhet, ami kockázatot jelenthet a pénzügyi szektor számára.

A magas vállalati adósságszint és egyes ágazatok alacsony nyereségessége a jövőben ronthatja a beruházási és az adósságtörlesztési kilátásokat. 2020-ban a legtöbb tagállamban romlott a vállalatok nyereségessége (2.3.4. a) ábra). Ez a tendencia 2021 első hónapjaiban szinte minden tagállamban megfordult, de a világválságnak jobban kitett szolgáltatási ágazatok sebezhetőségei továbbra is fennállnak. A tartósan növekvő infláció egyes vállalkozások esetében a haszonkulcsok zsugorodásához és adósságtörlesztési nehézségekhez is vezethet, ha a költségek növekedése meghaladja a bevételeket, ami az energiaárak közelmúltbeli emelkedése miatt valós kockázat. 2019 vége óta Ciprus kivételével valamennyi tagállamban csökkentek az állóeszköz-beruházások. A csökkenés jelentős volt egyes magas vállalati adósságállománnyal rendelkező országokban, többek között Írországban, Luxemburgban, Hollandiában és Belgiumban, valamint néhány nagy idegenforgalmi ágazattal rendelkező országban, például Olaszországban, Máltán, Portugáliában és Spanyolországban. A vállalati adósság magas szintje a jövőben kockázati tényezővé válhat a magánberuházások szempontjából, különösen a zöld és a digitális átállás területén. A helyreállítás előrehaladtával az ellátási lánc fokozódó zavarai közepette egyre több jel utal arra, hogy a gazdaságban strukturális változások várhatók. Ezt az együttesen fennálló munkaerőpiaci szűkösség és pangás, valamint a tartós strukturális munkaerőhiány is alátámasztja.

2.3.4. ábra: **A vállalatok bruttó működési többlete és a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott banki hitelek áramlása**



(1) Pénzügyi és nem pénzügyi vállalatok bruttó működési többlete, nemzeti pénznemben. Bulgária, Horvátország és Málta esetében nem állnak rendelkezésre az adatok. Az uniós banki hiteláramlás 12 havi mozgó összegét jelöl, milliárd EUR-ban.

Forrás: AMECO és EKB, BSI adatbázis.

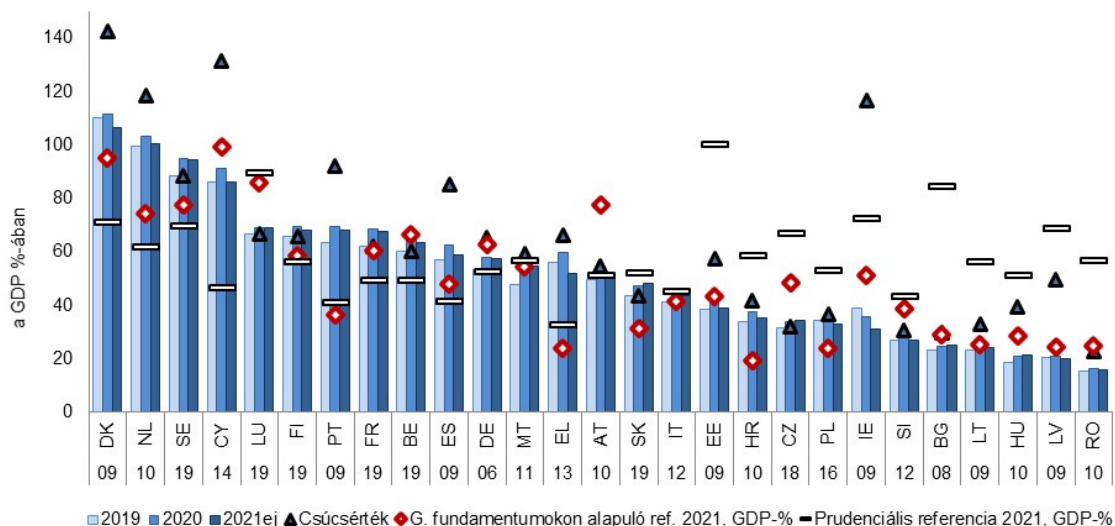
2.3.1.2. Háztartások adósságállománya

A világválság következtében a háztartások adósságállománya szinte valamennyi uniós országban nőtt. A pandémia előtt a legtöbb uniós országban csökkent, de még mindig magas volt a háztartások adósságállománya (2.3.5. ábra). A világválság megállította ezt a tendenciát, a növekvő adósságpályán levő országokban pedig még fokozta is a háztartások eladósodottságát (2.3.6. ábra). A GDP-arányos háztartási adósságráta 2020-ban többnyire a GDP jelentős csökkenése miatt emelkedett (2.3.7. ábra). Ez a hatás 2021-ben legalább részben megfordul, amint a gazdaságok elkezdnek talpra állni. A hitelállomány – különösen a jelzáloghitel-adósság – dinamikus növekedése miatt azonban az adósságráta több országban valószínűleg tartósan növekedni fog, tekintettel az ingatlanpiaci aktivitás fokozódására és a lakásárak gyors növekedésére (2.3.7. b) ábra). Összesítve: a háztartások adósságállománya továbbra is magas lesz néhány országban, különösen azokban, ahol a GDP-arányos háztartási adósságráta a világválság előtt meghaladta az országspecifikus referenciaértéket.

2020-ban a háztartási adósságráta nyolc országban meghaladta mind a gazdasági fundamentumokon alapuló értéket, mind a prudenciális küszöbértéket. 2019-hez hasonlóan ezen

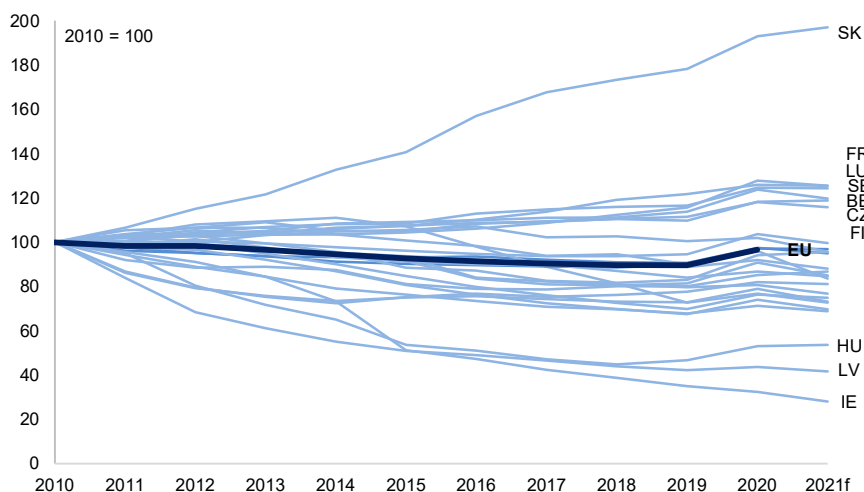
országok közé Dánia, Finnország, Franciaország, Görögország, Hollandia, Portugália, Spanyolország és Svédország tartozik (2.3.5. ábra). A háztartások adósságállománya Belgiumban és Cipruson továbbra is meghaladja a prudenciális szintet, noha közel van a gazdasági fundamentumokon alapuló értékhez, Horvátországban és Szlovákiában ugyanakkor jelentősen meghaladja a gazdasági fundamentumokon alapuló értéket, de még mindig a prudenciális szint alatt van. Egyes országokban az adósságráta a háztartások rendelkezésére álló bruttó jövedelem arányaként számítva jelentősen magasabbnak tűnik. Ez a helyzet Írországban, Luxemburgban és Máltán áll fenn, ahol a háztartások adóssága a becslések szerint meghaladja a háztartások rendelkezésre álló bruttó jövedelmének 100 %-át²⁰.

2.3.5. ábra: **Háztartások adósságállománya**



Megjegyzés: Az országkód alatti szám az adósságráta 1997 és 2020 közötti csúcstértékének évét jelöli. Az országok a háztartások adósságának GDP-hez viszonyított 2020. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek.
Forrás: Eurostat, AMECO, az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése és a Bizottság szolgálatainak becslései a háztartások 2021. évi adósságáról (lásd az 1. mellékletet). Az adósság hitelekből (F4) és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból (F3) áll.

2.3.6. ábra: **A GDP-arányos háztartási adósságráta alakulása az EU-ban**



Az ábrában külön említve csak azok az országok szerepelnek, amelyek fejleményei eltérnek az EU átlagától.
Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak becslései.

²⁰ Málta esetében ez egy becslés, mivel a háztartások e jövedelmi adatai nem állnak rendelkezésre az Eurostat ágazati nemzeti számláiban. A becslést a háztartások rendelkezésre álló bruttó jövedelmének GDP-hez viszonyított arányából számították ki, az egy főre jutó reál-GDP értékére vonatkozó adatok alapján (B6G_R_HAB).

A háztartások nettó hiteláramlását a világválság kevésbé érintette, mint a vállalatokét. 2020-ban az adósságtörlesztési moratóriumok révén fennmaradt a háztartásokba irányuló nettó hiteláramlás, noha a tagállamok között mutatkoztak eltérések. Luxemburgban és Svédországban – ahol a háztartások adósságállománya viszonylag magas (Luxemburgban a háztartások rendelkezésre álló bruttó jövedelméhez viszonyítva) – a háztartásokba irányuló nettó hiteláramlás 2020-ban a GDP 4–5 %-át tette ki. A háztartások adósságállománya Belgiumban, Finnországban és Franciaországban is viszonylag magas, ezekben az országokban azonban a nettó hiteláramlás visszafogottabb volt, a GDP 2–3 %-át tette ki. Ez volt a helyzet Szlovákiában is – ahol a háztartások adósságállománya a prudenciális referenciaérték alatt marad, de az utóbbi években a gazdasági fundamentumokon alapuló szint fölé emelkedett –, valamint Máltán, ahol a háztartások adósságállománya szintén emelkedett, és megközelítette a prudenciális referenciaértéket.

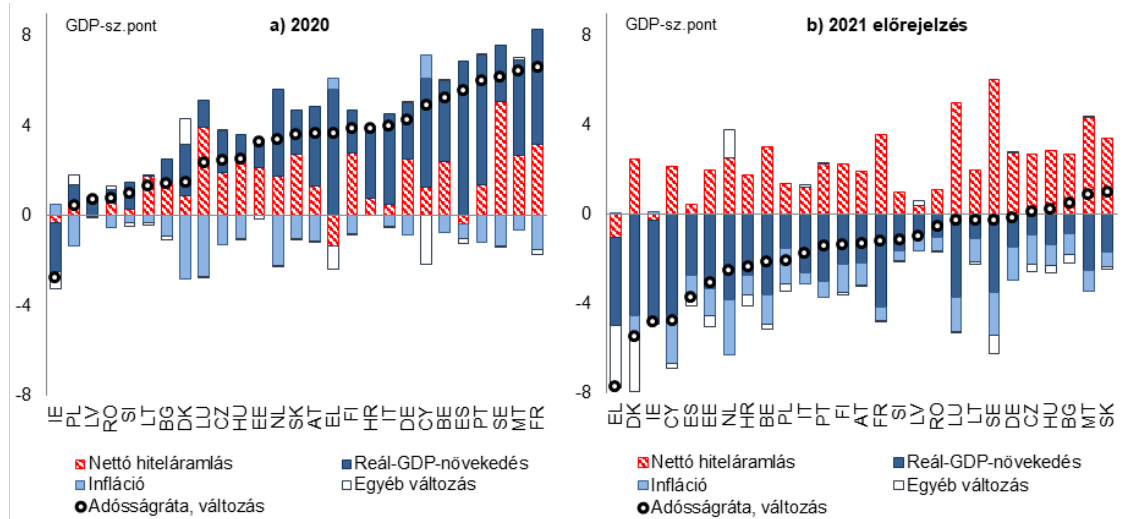
A háztartások felé irányuló banki hitelezés tendenciája a világválság intenzív hónapjait követően összességében újraindult. A világválság átmeneti csökkenést okozott a banki hitelek nettó áramlásában (2.3.8. a) ábra). Ez a nagy euróövezeti országok közül Franciaországban és Spanyolországban volt a legszembetűnőbb, és összességében a fogyasztási célú hitelek nettó áramlásának visszaesését tükrözte (2.3.8. b) ábra). Ezt a mobilitási korlátozások is okozhatták, amelyek szűkítették a fogyasztási lehetőségek körét. A jelzáloghitelezés ellenben viszonylag stabil maradt, sőt, 2020 vége felé felgyorsult.

A háztartások hitelfelvétele 2021-ben dinamikusabbá vált. A háztartásokba irányuló nettó hiteláramlás idén több országban várhatóan jelentősebb lesz. Az adósság és a nettó hiteláramlás alakulására vonatkozó, az EKB havi banki hitelezési adatain alapuló előrejelzések szerint (lásd az 1. mellékletet) a legtöbb országban a tranzakciók bővülésére lehet számítani. A legszembetűnőbb növekedés Luxemburgban, Máltán és Svédországban tapasztalható, a GDP több mint 4 %-át kitevő növekedéssel, amit Belgium, Franciaország és Szlovákia követ (2.3.7. b) ábra). Finnországban – ahol a háztartások adósságállománya viszonylag magas – a háztartásokba irányuló hiteláramlás 2021-ben is közel marad a GDP 2 %-ához.

A háztartások növelték megtakarításaikat, adósságszolgálati képességükkel kapcsolatban azonban kockázatok merülhetnek fel. A kijárási korlátozásokkal összefüggő kényszerű megtakarítások és egyéb elővigyázatossági okok miatt 2020-ban nőtt a háztartások megtakarítási rátája. Az előrejelzések szerint a háztartások összesített megtakarítási rátája 2021-ben is meghaladja a 2019. évi szintet. A ráta Cipruson és Görögországban továbbra is meglehetősen alacsony. Dánia a háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelmét tekintve a magas adóssággal rendelkező országok közé tartozik, de azoknál lényegesen alacsonyabb megtakarítási rátával rendelkezik (2.3.9. a) ábra). A háztartások 2020-ban és 2021 elején pénzügyi eszközöket – főként betéteket – halmoztak fel, ami erősítette pénzügyi pozíciójukat. A munkanélküliség, amelynek növekedése hátrányosan befolyásolná a háztartások jövedelmi helyzetét, továbbra sem jelent nagy kockázatot az adósságtörlesztés szempontjából (2.3.9. b) ábra). A monetáris politika irányvonalának megváltozása azonban a jelenlegi igen alacsony kamatterhek mellett is hatással lehet a háztartások adósságszolgálati képességére, különösen a változó kamatozású szerződések esetében²¹.

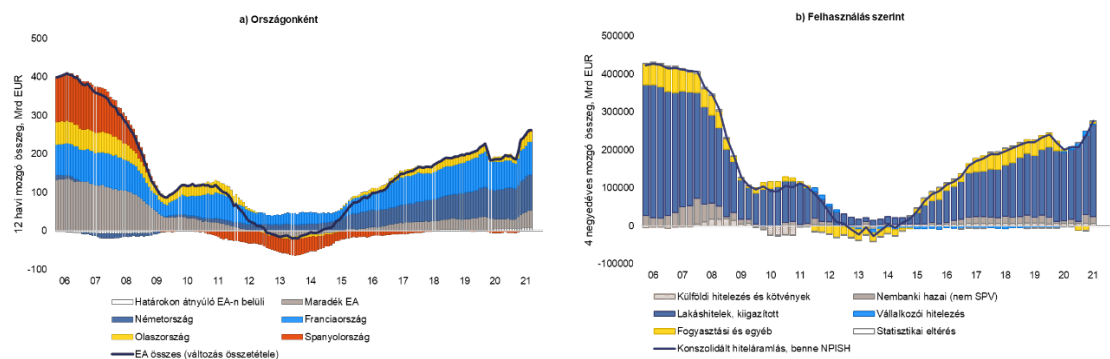
²¹ Bulgáriában, Cipruson, Finnországban és Lettorságban 2013 óta az újonnan kötött változó kamatozású lakáshitel-szerződések aránya közelíti vagy meghaladja a 90 %-ot.

2.3.7. ábra: A háztartások GDP-arányos adósságállományában bekövetkező változás összetétele 2020-ban és 2021-ben



Forrás: Eurostat. A nettó hiteláramlások (hitelügyletek) az Eurostat vonatkozó szektorális pénzügyi tranzakciós számláin – F4 (Hitelek) és F3 (Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok) – nyilvántartott ügyleteknek felelnek meg. Egyéb források: AMECO, valamint a Bizottság szolgálatának becslései és a magánszektorra irányuló MPI-hitelekkel és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal kapcsolatos tranzakciókra (áramlásokra) vonatkozó, a BSI adatbázisból származó havi EKB-adatokon alapuló számításai.

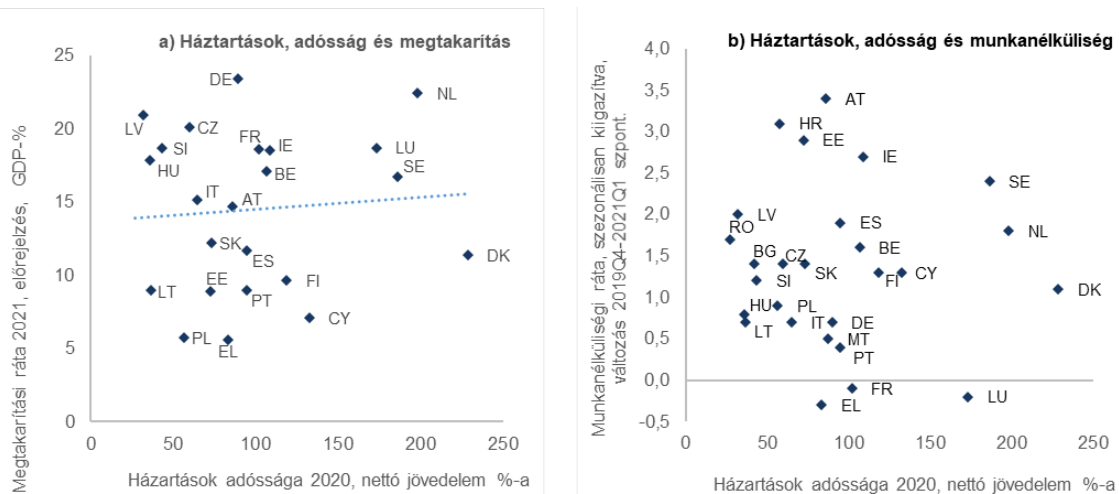
2.3.8. ábra: Háztartásoknak nyújtott banki hitelek áramlása az euróövezetben



Megjegyzés: a. ábra: 12 havi mozgó összeg; b. ábra: 4 negyedéves mozgó összeg.

Forrás: EKB

2.3.9. ábra: **A háztartások adósságállománya, megtakarításai és munkanélküliségi kockázatai**



Forrás: Eurostat és AMECO. Málta jövedelmi adatát a háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelmének GDP-hez viszonyított arányából számították ki, az egy főre jutó reál-GDP értékére vonatkozó adatok alapján (B&G_R_HAB). Bulgária és Horvátország jövedelmi adatát ugyanilyen módon számították, mivel a háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelmére vonatkozó 2020. évi adatok esetükben sem állnak rendelkezésre.

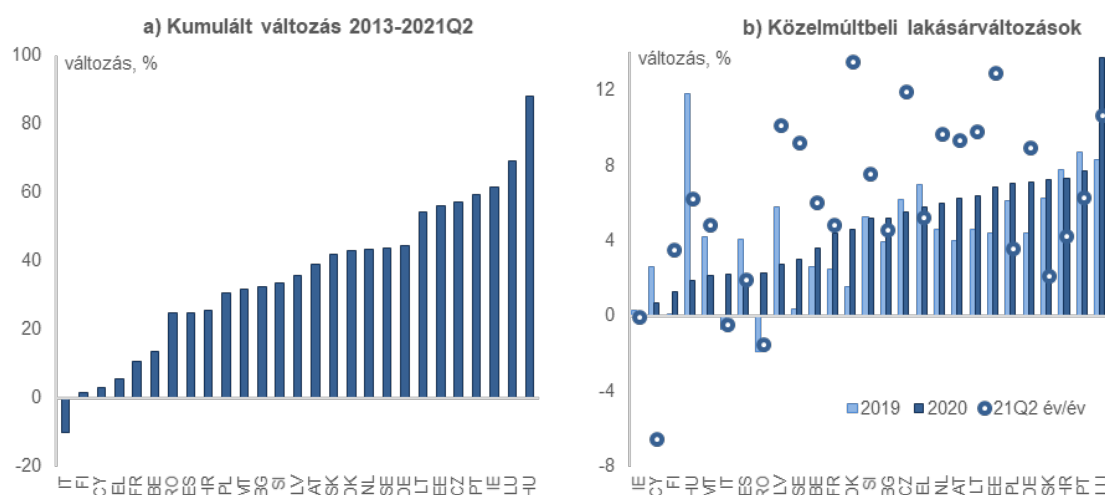
2.3.2. LAKHATÁS

A reál lakásárak növekedése 2020-ban tíz tagállam esetében meghaladta az eredménytábla 6 %-os küszöbértékét. Ezen országok közé Ausztria, Horvátország, Észtország, Németország, Litvánia, Luxemburg, Hollandia, Lengyelország, Portugália és Szlovákia tartozott (2.3.10. b) ábra), vagyis két országgal több, mint az előző évben. Horvátország, Luxemburg, Lengyelország és Szlovákia esetében a lakásárak növekedése a második egymást követő évben haladja meg a küszöbértékét, Portugália esetében pedig 2016 óta minden évben 6 % fölött volt.

2021-ben a lakásárak a legtöbb tagállamban továbbra is erőteljesen növekedtek. A reál lakásárak az idei év első felében gyorsuló ütemben nőttek, a növekedés éves szinten 14 uniós országban volt 6 % fölött (2.3.10. b) ábra). Csehországban, Dániában, Észtországban, Lettországon és Luxemburgban a reálnövekedés éves szinten meghaladta a 10 %-ot. 2021 első két negyedévében Cipruson és – kisebb mértékben – Romániában csökkentek a reál lakásárak, Írországon és Olaszországban pedig lényegében változatlanok maradtak.

A lakásárak növekedését számos keresletbővítő és kínálatbővítő tényező befolyásolta. A kínálat már a világjárvány előtt is szűkös volt, és a helyzetet átmenetileg tovább rontó járványügyi korlátozások befejeződése ellenére várhatóan szűkös marad a következő években is. Ami a keresletet illeti, előfordulhat, hogy a világjárvány strukturális változásokat idézett elő, mivel a távmunka terjedése megváltoztathatja a földrajzi preferenciákat. Emiatt előfordulhat, hogy a kereslet egyes helyeken meghaladja a kínálatot. A pénzügyi feltételek kedvezőek voltak, és összességében valószínűleg továbbra is hozzájárulnak a magas lakáskereslethez. Mivel a háztartások jövedelme a gazdaság élénkülésével együtt nő, a lakásárak további növekedése is valószínűnek tűnik.

A lakásárak közelmúltbeli emelkedése tovább erősíti az uniós lakásárak 2013 óta tartó emelkedő tendenciáját. A reál lakásárak Olaszország kivételével minden tagállamban növekedtek. A legnagyobb növekedést – csökkenő sorrendben – Magyarországon, Luxemburgban, Írországon, Portugáliában, Csehországban, Észtországban és Litvániában figyelték meg (2.3.10. a) ábra). 2020-ban Írország volt az egyetlen olyan uniós ország, amelyben megszakadt a növekvő tendencia, mivel itt 2019-ben és 2020-ban is nagyjából stabilak voltak a lakásárak.



Megjegyzés: Görögország esetében az adatok 2021 II. negyedéve helyett 2021 I. negyedévére vonatkoznak.

Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.

A lakásárak a legtöbb uniós országban túlértékeltnek tűnnek. A túlértékeltségre egyértelmű bizonyítékot szolgáltat a lakásár-indexek és a fundamentális ártényezőkön (például jövedelmi és demográfiai tényezőkön) alapuló referenciaértékek összehasonlítása²². Ez különösen Ausztria, Belgium, Csehország, Dánia, Franciaország, Hollandia, Luxemburg, Magyarország, Németország, Portugália, Svédország és Szlovákia esetében egyértelmű, ahol nagy ez az értékelési különbség (2.3.11. a) ábra). A megfizethetőséget mérő mutató – vagyis az átlagjövedelem mellett egy 100 négyzetméteres lakás vásárlásához szükséges évek száma²³ – alapján Málta, Írország és Horvátország esetében túlértékelt a lakások, és tizenegy másik tagállamban is több mint tíz évnyi jövedelem szükséges egy 100 négyzetméteres lakás megvásárlásához. Az említett országok közé Ausztria, Ciprus, Észtország, Franciaország, Görögország, Magyarország, Hollandia, Lengyelország, Portugália, Spanyolország és Svédország tartozik (2.3.11. b) ábra).

A lakásárak potenciális túlértékelttségére utaló jelek több esetben a háztartások magas adósságállományával vagy a jelzáloghitelek felgyorsulásával is összefüggnek. Luxemburgban a magas és erőteljesen emelkedő lakásárakhoz a háztartások rendkívül magas adósságállománya társul. Ausztria, Belgium, Dánia, Franciaország, Németország, Hollandia, Portugália és Svédország esetében a jelek a lakásárak potenciális túlértékelttségére és ezzel együtt a háztartások jelentős – Dánia esetében nagyon magas – adósságállományára utalnak. Szlovákia esetében a lakásárak potenciális túlértékelttségére utaló jeleken kívül a háztartások adósságállományának az elmúlt években tapasztalt legnagyobb növekedése is megfigyelhető, igaz, alacsony kiinduló szint mellett.

A lakásárak jelentős negatív korrekciójának a kockázatát enyhítik ugyan a kínálati oldal korlátai, de a gazdasági aggályok továbbra is fennállnak. Számos tagállam makroprudenciális intézkedésekkel csökkentette a lakáspiacból eredő pénzügyi stabilitási kockázatokat²⁴. A kevésbé dinamikus lakáskínálat

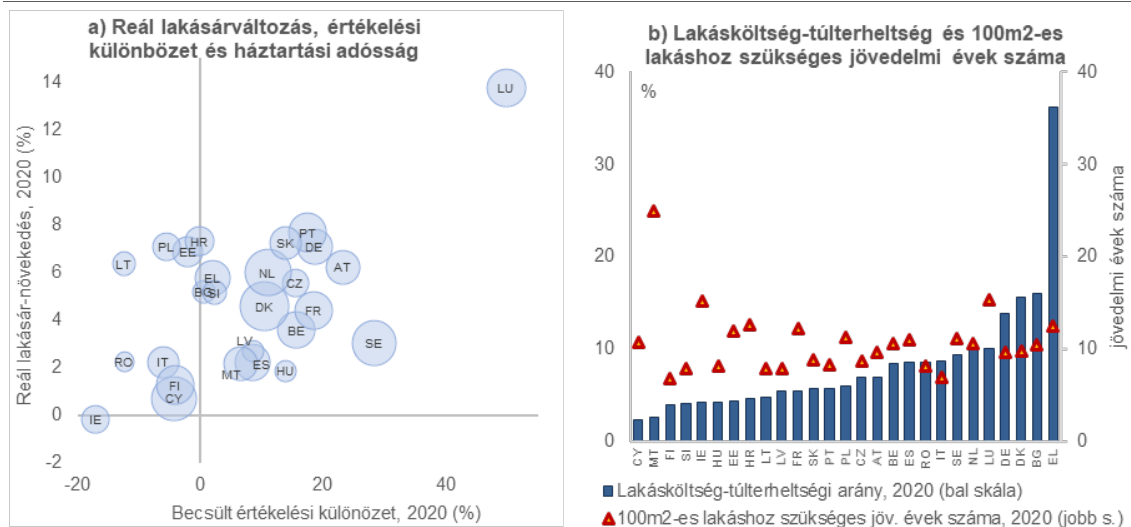
²² A lakásárak értékelési különbségeit országspecifikus referenciaértékek alapján számítják ki. Az összesített értékelési különbséget az egyes referenciaértékekhez viszonyított következő különbségeken alapul: i. az ár/jövedelem arány eltérése a hosszú távú átlagtól; ii. az ár/lakbér arány eltérése a hosszú távú átlagtól; iii. eltérés az alapvető keresleti és kínálati tényezők regresszióján alapuló referenciaértékektől – lásd N. Philipponet és A. Turini (2017): *Assessing house price developments in the EU* (A lakásárak alakulásának vizsgálata az Unióban), Európai Bizottság, 048. sz. vitaanyag, 2017. május. A regresszióalapú referenciaértékek kiszámításánál a ciklikus magyarázó változók volatilitását HP-szűrővel csökkentik.

²³ Az árszintek becslései nemzeti számlák és népszámlálási adatok alapján, vagy ha nem állnak rendelkezésre, az ingatlanügynökségek weboldalain közzétett információk alapján készülnek. Lásd J. C. Bricongne és mások (2019): *Assessing House Prices: Insights from „Houselev”, a Dataset of Price Level Estimates* (Lakásárak értékelése: Meglátások a „Houselev” árszintbecslési adatkészlet kapcsán), European Economy, 101. sz. vitaanyag, 2019. július.

²⁴ A makroprudenciális intézkedéseket az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) felügyeli. 2019 szeptemberében az ERKT kilenc tagállam részére országspecifikus figyelmeztetéseket és ajánlásokat adott ki a lakóingatlan-szektor közép-távú érintő sebezhetőségeiről: ajánlást címzett Belgiumnak, Dániának, Finnországnak, Luxemburgnak, Hollandiának és Svédországnak, és figyelmeztette Csehországot, Franciaországot és Németországot. Az ajánlást kapó országokat (és Ausztriát) az ERKT már 2016 novemberében figyelmeztette. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló (1176/2011/EU) rendelet

hozzájárult az árak emelkedéséhez; a lakásépítések alacsony volumene miatt azonban az ingatlanárak esetleges korrekciójának közvetlen gazdasági hatásai is korlátozottak.

2.3.11. ábra Lakásárak, értékelési mérőszámok, a háztartások adósságállománya és lakásköltség-túlterheltség



Megjegyzések: Az ábra bal oldalán látható buborékok mérete a háztartások 2020. évi GDP-arányos adósságállományához igazodik. Az értékelési különbözetre vonatkozó információkért lásd a 22. lábjegyzetet. A lakásköltség-túlterheltségi arány a lakosság azon százalékos aránya, amely olyan háztartásban él, ahol a (lakhatási támogatás nélküli) lakhatási költségek meghaladják a (lakhatási támogatás nélküli) nettó jövedelem 40 %-át.

Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.

A lakások megfizethetősége romlott. A lakásárak gyorsabban emelkedtek, mint a háztartások jövedelme, így a lakások megfizethetősége romlott. A lakásárak emelkedése összességében nem járt a háztartások eladósodtságának felgyorsulásával, de ez a jövőben még bekövetkezhet, ha a lakások tovább drágulnak. A lakásárak növekedése 2020-ban – Lettország, Ciprus és Írország kivételével – minden uniós országban meghaladta a jövedelmek növekedését. Luxemburgban, Németországban, Dániában és Bulgáriában a lakosság több mint 10 %-a a nettó jövedelmének legalább 40 %-át lakhatásra költi; Görögországban ez a lakosság több mint 36 %-ára igaz (2.3.11. b) ábra). A nyilvánvaló szociális hatások mellett ez jelentős makrogazdasági következményekkel is járhat, elsősorban a rossz forráselosztás miatt. A magas lakásárak a lakásvásárlók átlagosnál nagyobb fogyasztási hajlandósága esetén az összesített magánfogyasztás csökkenéséhez és a nettó külkereskedelmi mérleg növekedéséhez vezethetnek. Ha ez hitelfelvétellel párosul, a hitelezést eltérítheti a termelékenységnövelő beruházásoktól. Végül, de nem utolsósorban, a megfizethető lakhatás hiánya csökkentheti a munkavállalók mobilitását és ezáltal a versenyképességet is.

A kereskedelmi ingatlanok piacát komolyan érintette a Covid19-válság: csökkent az ügyletek száma és jelentősen visszaestek az árak. A kereskedelmi ingatlanok piacának alakulása a Covid19-járvány óta eltért a lakóingatlanokétól. Az ügyletek száma jelentősen csökkent, a kiskereskedelmi szegmensben pedig az árak is jelentősen visszaestek. A kereskedelmi ingatlanokra vonatkozó adatok hiányosak, és ezért nem teszik lehetővé a kockázatok és sebezhetőségek alapos értékelését, de a befektetői felmérések arra utalnak, hogy a piaci hangulat továbbra is romlik²⁵. Ez kockázatot jelenthet akár egyes bankok számára is – ha a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hiteleiket kereskedelmi ingatlanokkal fedezik –, de még inkább az ingatlanalapok számára, mivel a kereskedelmi ingatlanoknak többnyire ilyen alapok a közvetlen tulajdonosai.

alapján a Bizottságnak figyelembe kell vennie az ERKT által a részletes vizsgálat hatálya alá tartozó tagállamoknak címzett figyelmeztetéseket és ajánlásokat. A 2019. évi jelentés aktualizálása 2022 elejére várható.

²⁵ EKB (2021): *Financial Stability Review* (Pénzügyi stabilitási jelentés), 2021. május, a RICS Global Commercial Property Monitor alapján.

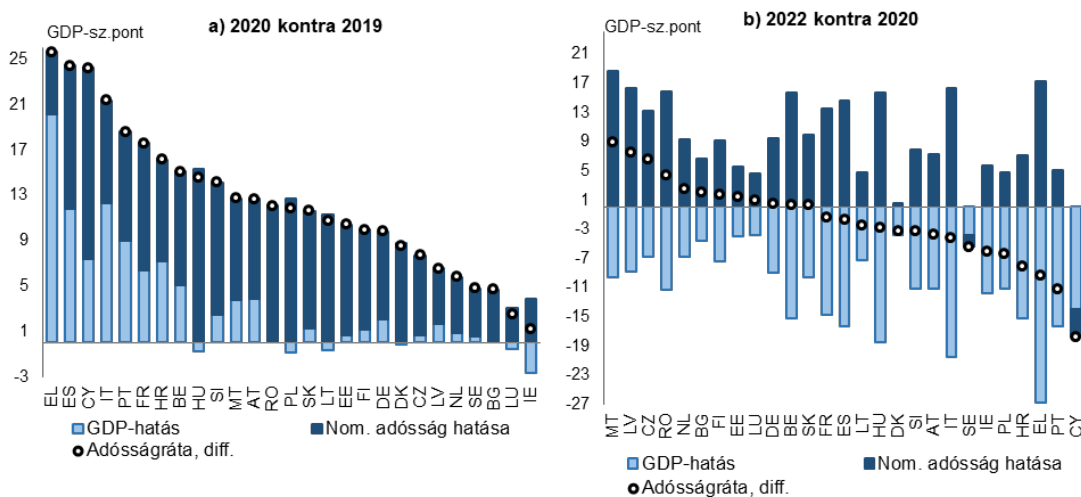
2.4. KORMÁNYZATI SEKTOR

A Covid19-válság és a kormányzatok által a válság enyhítése érdekében hozott intézkedések jelentős hatást gyakoroltak az államadósságra, amely 2020-ban valamennyi tagállamban nőtt. 2020-ban az államadósság 13 tagállam (Ausztria, Belgium, Horvátország, Ciprus, Finnország, Franciaország, Németország, Görögország, Magyarország, Olaszország, Portugália, Szlovénia és Spanyolország) esetében meghaladta az eredménytábla küszöbértékét (a GDP 60 %-át), ami két országgal több, mint 2019-ben, amikor Finnország és Németország még a küszöbérték alatt volt. A 2020-ban bevezetett – többnyire átmeneti – intézkedések a nominális érték növelése révén közvetlenül növelték ugyan az adósságot, viszont csökkentették a világválság okozta recesszió hatásait a gazdaság más ágazataira gyakorolt hatását.

Az államadósság 2020-ban a Covid19-sokk által súlyosan érintett országokban nőtt a legmarkánsabban. Ciprus, Görögország, Olaszország és Spanyolország adósságrátájának növekedése 2020-ban meghaladta a GDP 20 százalékpontját. Az előrejelzések szerint 2022-re a legnagyobb GDP-arányos növekedés (a 2019. évi szinthez képest) Belgiumban, Görögországban, Spanyolországban, Franciaországban, Olaszországban és Máltán fog bekövetkezni. Ezek közül Belgium, Franciaország, Görögország, Olaszország és Spanyolország adósságrátája már a világválság kezdetekor is magas volt, és az előrejelzések szerint 2022-re fog stabilizálódni.

A GDP-arányos államadósság 2019 és 2020 közötti növekedése a nominális adósság növekedésének és a GDP hirtelen csökkenésének tudható be. Az országok többségében a legnagyobb hozzájárulás a nominális adósság növekedéséből származott, amely magában foglalja a gazdaság más ágazatainak támogatására bevezetett szakpolitikai intézkedések hatását is. Görögország és Olaszország esetében azonban az adósságráta növekedésének több mint fele a nevezőhatásból származott, amely általában ott jelentős, ahol magasabb a kiinduló adósság szintje, és ahol erősebb a recesszió (2.4.1. ábra).

2.4.1. ábra: A GDP-arányos államadósság változásainak összetétele



Forrás: AMECO, az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése.

A 2021-re és 2022-ra vonatkozó előrejelzések szerint a tagállamok államadóssága általában stabilizálódni fog, és csak néhányuk esetében fog tovább emelkedni. 2022 végén a GDP-arányos államadósság várhatóan a tagállamok mintegy felénél fogja meghaladni a 2020-as szintet (2.4.1. b) ábra). Az előrejelzések szerint 2021-ben az államadósság több országban még növekedni fog, a továbbra is jelentős költségvetési hiány miatt (2.4.2. és 2.4.3. b) ábra), Málta és Szlovákia esetében pedig várhatóan meg fogja haladni a GDP 60 %-át. 2022-ben a GDP-arányos államadósság a legtöbb országban valószínűleg csökkenő pályára áll, ugyanakkor a politika változatlansága mellett Belgiumban, Csehországban, Észtországban, Lettorságban, Máltán és Romániában nőni fog.

A kormányzatok finanszírozási feltételei kedvezőek voltak. Az államkötvényhozamok 2020-ban, a világválság kitörésekor tapasztalt mérsékelt emelkedést követően stabilak maradtak, sőt, néhol enyhén csökkentek. 2021-ben kissé emelkedtek, és egymáshoz konvergáltak, különösen az euróövezeti országok körében. Lengyelországban, Csehországban és Magyarországon kismértékben, Romániában markánsabban emelkedtek az államkötvényhozamok. A volatilitás csökkenése a kormányzatok finanszírozását támogató szakpolitikai intézkedések eredménye. E tekintetben kulcsszerepet játszott az EKB és egyes uniós központi bankok monetáris politikája, a támogató költségvetési irányvonal és a monetáris politikai intézkedések pedig kölcsönösen hozzájárultak a bizalom és a stabilitás fenntartásához.

A bruttó finanszírozási igény 2020-ban jelentősen nőtt, de a következő években várhatóan folyamatosan csökkenni fog. A világválság következtében valamennyi tagállamban észrevehetően nőtt a bruttó finanszírozási igény, sok esetben a GDP több mint 10 %-ával (Ausztria, Ciprus, Finnország, Franciaország, Olaszország, Málta, Lengyelország, Szlovákia, Szlovénia és Spanyolország). A bruttó finanszírozási igény 2020-ban Olaszországban és Spanyolországban volt a legmagasabb (a GDP mintegy 30 %-a) (2.4.3. a) ábra). Az előrejelzések szerint 2021-ben vagy 2022-ben a legtöbb tagállam finanszírozási igényei csökkenni fognak, igazodva a hiánynak a következő években várható csökkenéséhez (2.4.3. b) ábra). Mindazonáltal az előrejelzések szerint 2022-ben Franciaország, Olaszország és Spanyolország bruttó finanszírozási igénye meg fogja haladni a GDP 20 %-át.

Az államadósság szerkezete kockázati tényező lehet, főként Bulgária²⁶, Horvátország, Magyarország és Románia esetében, ahol a legmagasabb a külföldi pénznemben denominált adósság aránya²⁷. E tekintetben különösen az euróövezeten kívüli országok devizában denominált adósságának jelentőségét és a jellemzően alacsony átlagos lejáratú struktúrák magasabb refinanszírozási igényeit lehet megemlíteni. Egyes esetekben a hazai piacok fejletlensége és alacsony likviditása is okozhat finanszírozási kockázatokat.

Egyes tényezők ugyanakkor enyhíthetik a világválság előttinél nagyobb költségvetési fenntarthatósági kockázatokat. Az előrejelzések szerint a következő évtizedben a tagállamok körülbelül egyharmadában a világválság előtti szintek felett marad az államadósság²⁸. A következő években azonban a GDP növekedése várhatóan meg fogja haladni a kamatlábakét, ami hozzájárul majd az adósságráták stabilizálásához vagy csökkentéséhez. A költségvetési kockázatokat a növekvő futamidők, a viszonylag stabil finanszírozási források és a történelmileg alacsony hitelfelvételi költségek is mérsékelhetik. A potenciális növekedést és így az adósság fenntarthatóságát várhatóan a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz keretében végrehajtott reformok és beruházások is elő fogják mozdítani.

A potenciális kockázatok a kamatlábak emelkedéséből vagy a Covid19-hez kapcsolódó garanciák lehívásából erednek. A kamatlábak emelkedése a kamatfizetések növekedéséhez vezethet, különösen azon országok esetében, amelyek finanszírozási igénye a jövőben nagy lesz. A garanciaállomány szintén okozhat államháztartási kiadásokat: GDP-arányos mértéke 2019 és 2020 között 14 százalékponttal nőtt az euróövezetben. A kisebb költségvetési mozgástérrel rendelkező kormányok (Belgium, Franciaország, Olaszország, Portugália és Spanyolország) bőkezű garanciarendszereket vezettek be. E garanciák révén anélkül nyújtható támogatás, hogy az közvetlenül befolyásolná a költségvetés egyenlegét, lehívások esetén azonban növelik az államadósságot²⁹.

A jövőre nézve a gazdaság helyreállításához a költségvetést is fenntartható pályára kell állítani. 2023-tól várhatóan nem lesz már alkalmazható a Stabilitási és Növekedési Paktum általános mentesítési rendelkezése, amely lehetővé tette a tagállamok számára, hogy a Covid19-válság alatt támogassák gazdaságaikat. Ezután a gazdasági körülményektől függően a prudens középtávú költségvetési helyzet elérésére és a költségvetés középtávú fenntarthatóságának biztosítására kell majd törekedni. Ügyelni kell továbbá arra, hogy az államadósság növekedése miatti aggályok ne vezessenek a Covid19-cel kapcsolatos

²⁶ Bulgáriában a valutatanács-rendszer csökkenti a külső adósság devizaösszetételéből eredő kockázatot. Ezenkívül Bulgária és Horvátország esetében az adósság fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatokat az ERM II-höz való csatlakozás is enyhítheti, köszönhetően az alacsonyabb kockázati feláraknak.

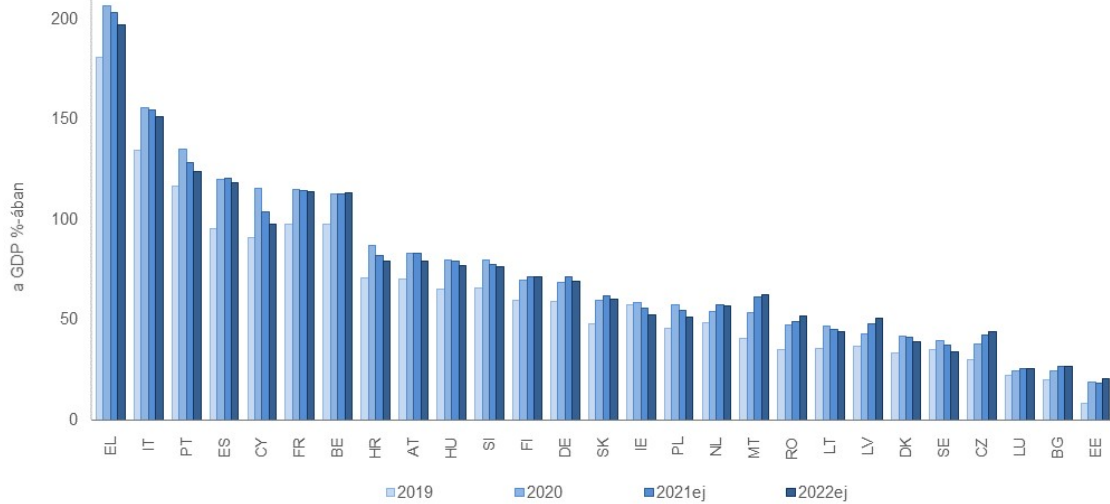
²⁷ 2021 júliusában a devizában denominált államadósság aránya a következő volt: Bulgária 82 %, Horvátország 72,1 %, Románia 51,1 %, Lengyelország 22,9 %, Magyarország 21,7 %, Svédország 20 %, Dánia 10,1 %, Csehország 8 %.

²⁸ Lásd: Európai Bizottság (2021): „[A 2021. évi stabilitási és konvergenciaprogramok: áttekintés és az euróövezet költségvetési irányvonalának értékelése](#)”.

²⁹ EKB (2021): *Financial Stability Review* (Pénzügyi stabilitási jelentés)

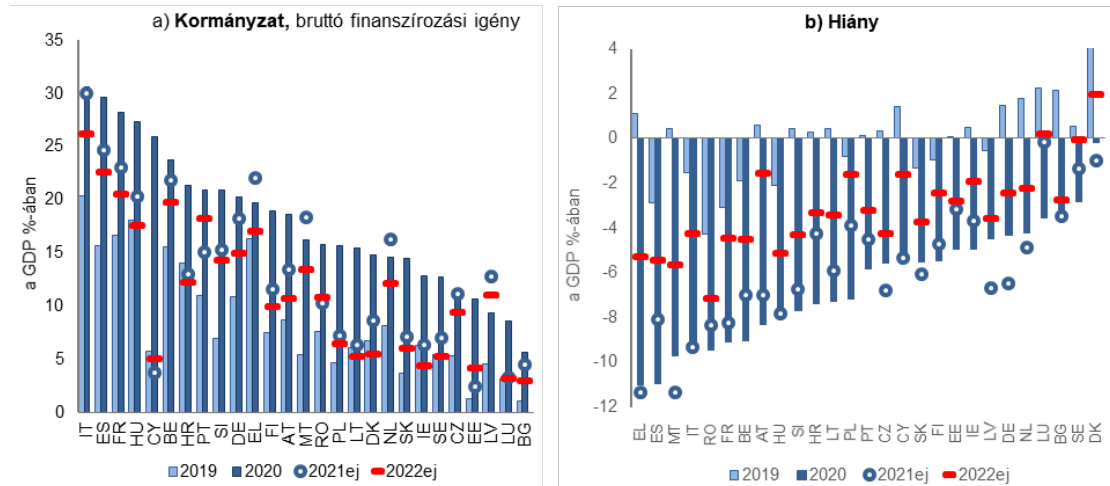
költségvetési intézkedések túl korai visszavonásához, mivel ez lassíthatja a helyreállítást³⁰, és a későbbiekben negatív hatást gyakorolhat a növekedésre. A növekedésre gyakorolt hatások még markánsabbak lehetnek az olyan, magas állami és magánadóssággal rendelkező országok esetében, mint például Belgium, Ciprus, Franciaország, Portugália és Spanyolország.

2.4.2. ábra: **Államadósság**



Forrás: AMECO és az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése

2.4.3. ábra: **Az államháztartás bruttó finanszírozási igénye és hiánya**



Forrás: AMECO, az Európai Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése és a Bizottság szolgálatainak számításai.

³⁰ IMF (2021): *Fiscal Monitor* (2021. április).

2.5. PÉNZÜGYI SEKTOR

Az uniós bankszektor mindaddig reziliensnek bizonyult a világvárossal szemben, ugyanakkor továbbra is fennállnak bizonyos problémák, amelyek már a járványt megelőzően is tapasztalhatók voltak, ezek egyike az alacsony jövedelmezőség. A globális pénzügyi válság és az államadósság-válság súlyos veszteségei után következő több évnvi erősödésnek köszönhetően az uniós bankszektort tőkeerős állapotában érte a világváross. Az ágazat stabilitása azonban országonként eltérő volt: egyes tagállamokban még mindig jelentős a nemteljesítő hitelek aránya, az alacsony jövedelmezőség pedig széles körben jelentkező probléma.

- **Az uniós bankszektor reziliens maradt, ami egyaránt köszönhető erős kiinduló helyzetének és a pandémia alatt bevezetett szakpolitikai intézkedéseknek.** A világváross előtti években összességében erős tőkepuffereket építettek ki, és 2020-ban tovább nőtt az elsődleges alapvető tőke (CET1) állománya, és tovább javultak a tőkeegyelelési mutatók, amit az osztalékokra vonatkozó szabályozási korlátok is segítettek. A nemteljesítő hitelek a korábban felhalmozott, gyengén teljesítő eszközök kivezetésével párhuzamosan tovább csökkentek, és az új nemteljesítő hitelek megjelenését visszafogták a világváross kitörését követően bevezetett hiteltörlesztési moratóriumok. Az új hitelek kihelyezését viszont a vállalati hitelekre vonatkozó kormányzati garanciák és az ideiglenes makroprudenciális lazítással kapcsolatos intézkedések is támogatták, és a pénzügyi feltételek 2021-ben is lazák maradtak. A pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedése továbbra is korlátozott volt 2020-ban, és csak Észtország, Görögország Magyarország és Litvánia esetében haladta meg az eredménytábla küszöbértékét. Az Európai Bankhatóság (EBH) által a közelmúltban végzett stressztesztet azt mutatják, hogy az uniós bankszektor összességében reziliens, de nagy különbségek vannak a bankok között, és a belföldi hitelezésre összpontosító vagy alacsonyabb nettó kamatbevétel termelő bankok esetében nagyobb tőkefeleléssel kell számolni³¹.
- **Az uniós bankszektor egyik fő kihívása továbbra is az alacsony jövedelmezőség** (2.5.1. a) ábra). A legtöbb tagállamban már jó ideje alacsony tőkearányos jövedelmezőség 2020-ban tovább csökkent, ami a magasabb hitelezési veszteségekre képzett céltartalékokra és az alacsonyabb bevételekre vezethető vissza. A jövedelmezőség Cipruson, Görögországban, Írországban, Portugáliában és Spanyolországban negatívvá vált. 2021-ben a jövedelmezőség élénkülésének jelei mutatkoznak³². Ezek az óvatosan kezelendő pozitív fejlemények tükröződnek az uniós bankok piaci értékelésében is. Az értékelések tavaly ősz óta fokozatosan visszaálltak a világváross előtti szintre, de némiképp elmaradnak a részvénypiac egészének teljesítményétől.
- **Egyes uniós országok bankszektora számára továbbra is kihívást jelent a nagyon alacsony jövedelmezőség, az átlag alatti tőkeegyelelési mutatók vagy a nemteljesítő hitelek magas aránya, illetve ezen problémák kombinációi.** (2.5.1. ábra)³³. Görögországban a nemteljesítő hitelek

³¹ 2021 júliusában az Európai Bankhatóság (EBH) közzétette az uniós szintű stresszteszt eredményeit, amelyben 15 uniós és EGT-ország 50 bankja vett részt, és amely az uniós bankszektor eszközeinek 70 %-át fedi le. Ez a mostani vizsgálat kifejezetten a moratóriumok és állami garanciák mellett nyújtott hitelekre összpontosított. Az ideai stresszteszt egy hosszabb ideig tartó Covid19-forgatókönyvet vetített előre, amelynek keretében azt feltételezte, hogy a kamatlábak „hosszabb ideig alacsonyabbak” lesznek, az uniós GDP pedig három év alatt 3,6 %-kal csökken. Az eredmények azt mutatják, hogy az uniós bankszektor 10 %-os elsődleges alapvető tőkeegyelelési mutató felett maradna, 265 milliárd EUR tőkecsökkenéssel, miközben a kiinduló helyzetben még 15 %-on áll az elsődleges alapvető tőkeegyelelési mutató. A tőkevesztés legnagyobb része hitelezési veszteségekből származna. E forgatókönyv szerint a folytatódó tevékenységekből – különösen a nettó kamatbevételekből – származó nyereségek is jelentősen csökkennének.

³² Az uniós bankok átlagos tőkearányos jövedelmezősége a 2019. évi 5,8 %-ról 2020-ra 2,7 %-ra csökkent, 2021 második negyedévében viszont 7,1 %-ra emelkedett.

³³ Az eredménytábla kiegészítő mutatói között szereplő 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” adatszolgáltatási szektorban. A nemteljesítő hitelek harmonizált arányai csak 2014 óta állnak rendelkezésre. Így a „tetőzésre” vonatkozó adatok esetében a 2.5.1. b) ábra bruttó nemteljesítő hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok összes bruttó hitelviszonyt megtestesítő instrumentumhoz viszonyított arányára vonatkozó adatokat jelenít meg, amelyhez hosszabb idejű adatsorok állnak rendelkezésre, és amely a hitelek mellett a bankszektor által tartott egyéb hitelviszonyt megtestesítő instrumentumokra is kiterjed. Ez utóbbi jellemzően némileg alacsonyabb, mint a nemteljesítő hitelek aránya, főként mivel a nevező nagyobb, vagyis az összes bruttó hitelviszonyt megtestesítő instrumentum nagyobb, mint az összes hitel. A két arány közötti különbség jelenleg 5 százalékpont Görögország és 2 százalékpont Ciprus esetében, a legtöbb ország esetében pedig 1 százalékpont alatti.

aránya jelentősen csökkent, de még mindig magas³⁴, míg a jövedelmezőség 2020-ban negatívba fordult, a tőke megfelelési mutatók pedig a legalacsonyabbak között vannak az EU-ban. A ciprusi bankok is jelentősen csökkentették a nemteljesítő hitelek nagyon magas arányát, ugyanakkor a jövedelmezőség is negatívvá vált 2020-ban. Az elmúlt években a nemteljesítő hitelek aránya számos más országban is jelentősen csökkent, de Bulgáriában, Horvátországban és Lengyelországban arányuk megközelíti az 5 %-ot. A tőke megfelelési mutató Spanyolországban és Portugáliában jóval az átlag alatt van, és 2020-ban a jövedelmezőség is enyhén negatívvá vált.

A bankszektort érintő kockázatok továbbra is fennállnak, és a válságnak az eszközök minőségére, a jövedelmezőségre és tőkepufferekre gyakorolt teljes hatása csak a támogatási intézkedések teljes körű kivezetése után lesz látható. A Covid19-válság bankszektorra gyakorolt hatását korlátozták a főként a vállalati szektort célzó széles körű támogatási intézkedések. Ezeket fokozatosan megszüntetik, és a legtöbb intézkedés a tervek szerint 2021 végére hatályát veszti. Az intézkedések kivezetésével láthatóvá válnak a fizetőképességi vagy likviditási problémák. Ez kockázatot jelent a bankszektor számára, mivel az adósoknak olyan visszafizetési kötelezettségeket kell teljesíteniük, amelyekről védve voltak.

- **A vállalatok és a háztartások fizetőképességével kapcsolatos nehézségek a normalitás helyreállításával még mindig jelentkezhetnek.** A magánszektor adóssága számos tagállamban már a világválság előtt is magas volt, 2020-ban pedig tovább nőtt. A vállalati fizetőképességgel kapcsolatos problémák jelentős kockázatot jelentenek, különösen a válság által jobban érintett ágazatokban. A vállalatoknál a fizetésképtelenség mindeddig nem volt jellemző. A háztartások jelzáloghitel-adósságával kapcsolatos kockázatokat mindeddig mérsékeltek az állami jövedelemtámogatási rendszerek és a háztartások megtakarításainak növekedése. A lakáspiacokon régóta fennálló kínálati problémák csökkentik a lakások lényeges csökkenésének kockázatát. Mindazonáltal a vállalati szektorban felmerülő jövőbeli fizetőképességi problémák tovagyrúzó hatást gyakorolhatnak a foglalkoztatásra, és a háztartások fizetőképességét is érinthetik.
- **A nemteljesítő hitelek állománya várhatóan emelkedni fog, különösen egyes ágazatokban és országokban.** A jövedelmezőségük tekintetében a világválság által leginkább érintett nem pénzügyi vállalatok adósságtörlesztési nehézségei a nemteljesítő hitelek növekedését eredményezhetik. Már most is jelentősen nőtt a 2. kategóriába (Stage 2) tartozó hitelek, azaz a jelentősen megnövekedett hitelkockázatú hitelek aránya³⁵. A 2. kategóriába tartozó hitelek aránya az euróövezetben 2020-ban 13 % volt, és ez 2021-ben várhatóan 17 %-ra emelkedik³⁶. A gazdasági tevékenységek regionális eloszlása azt eredményezi, hogy a nemteljesítő hitelek növekedése adott esetben egyenlőtlenül oszlik meg a régiók között, és ezért aránytalanul érintheti egyes országok bankszektorát³⁷. A kamatlábak emelkedése újabb kihívást jelenthet a magas eladósodottságú, alacsony likviditási tartalékokkal rendelkező vállalkozások számára.
- **Szoros figyelemmel kell kísérni a bankok, az államháztartások és a nem pénzügyi vállalatok közötti visszacsatolási spirált.** Az euróövezetben az EKB pandémiás vészhelyzeti vásárlási programja támogatta a kedvező hangulatot a pénzügyi piacokon, és hozzájárult a bankszektor stabilitásához a világválság idején. Néhány országban azonban a bankok szívták fel az újonnan kibocsátott államadósság nagy részét, mely adósságból részben a vállalati szektoroknak nyújtott támogatási intézkedéseket finanszírozták. Ez kockázatot jelent a banki mérlegek, a vállalati szektor és

³⁴ A 2.5.1. b) ábra 2021 első negyedévi adatain alapul, amikor a nemteljesítő hitelek aránya Görögországban 26 % volt. A 2021 második negyedévére vonatkozóan a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés zárónapja (2021. október 22.) után közzétett adatok alapján a nemteljesítő hitelek aránya nagyon jelentős mértékben, 16 %-ra csökken (előzetes adat).

³⁵ A 2. kategóriába tartozó hitelek olyan hitelek, amelyek hitelkockázata jelentősen növekedett a kezdeti megjelenítés óta, de szemben a 3. kategóriába tartozó hitelekkel, ezeket még nem tekintik értékvesztettnek vagy nem teljesítőnek.

³⁶ EKB (2021), Financial Stability Review (pénzügyi stabilitási jelentés), 2021. május.

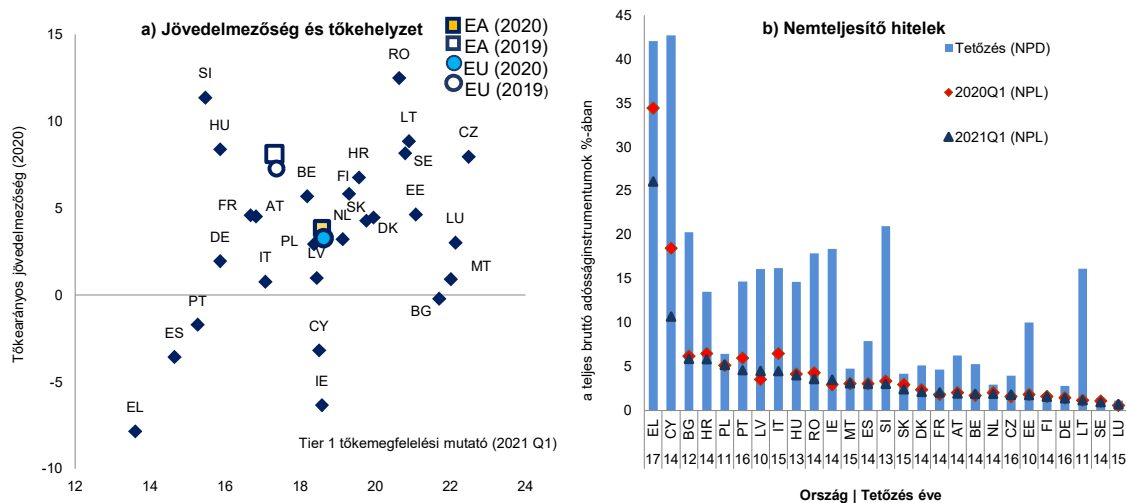
³⁷ Az euróövezeti adatok megerősítik, hogy a 2. kategóriába tartozó hitelek állományának növekedése erőteljesebb volt a világválság és a mobilitás korlátozása által jobban érintett ágazatokban, például a szálláshely-szolgáltatások esetében, amelyeknél a nemteljesítő hitelek aránya a 2019-es 7 %-ról 2020-ra 25 %-ra, a művészetek és a szórakoztatás területén pedig 6 %-ról 23 %-ra nőtt. EKB (2021): Financial Stability Review (pénzügyi stabilitási jelentés), 2021. május. Hasonló tendenciák figyelhetők meg a nemteljesítő hitelek legfrissebb adataiban is. Az EBH 2021 második negyedévére vonatkozó kockázati jelzőrendszere (Risk Dashboard) azt mutatja, hogy nő az eszközök minősége tekintetében az ágazatok között mutatkozó különbség. Például a szálláshelyek és vendéglátás terén a nemteljesítő hitelek aránya a 2021. első negyedévi 9 %-ról 2021 második negyedévére 9,6 %-ra, a művészetek, szórakoztatás és szabadidős tevékenységek tekintetében pedig 7,9 %-ról 8,2 %-ra nőtt.

az államadósság szintje közötti összefonódásra tekintettel, nem utolsósorban a hosszú távú kamatlábak potenciális globális emelkedése esetén.

Továbbra is fennállnak a bankszektorban olyan strukturális kihívások, amelyek már a világvárványt megelőzően is jellemzőek voltak, ezek kezelése valószínűleg nehezebb lesz. A kapacitásfelesleg hosszú ideje kihívást jelent az uniós bankszektor számára, ami alacsony költséghatékonyságot és alacsony jövedelmezőséget eredményez. A digitalizáció és a zöld átállás megkezdett folyamata új kihívásokat jelent a bankszektor számára, amelynek olyan időszakban kell átcsoportosítani a finanszírozást az ágazatok között, amikor a tartósan alacsony jövedelmezőség korlátozza saját beruházásait, és amely kihívásokat az eszközminőség esetleges romlása tovább súlyosbíthat.

A tartósan alacsony kamatkörnyezet által érintett nem banki pénzügyi szektor új kihívásokkal néz szembe. A tartósan alacsony hozamkörnyezet megterhelte a bankoktól eltérő azon egyéb pénzügyi intézmények jövedelmezőségét és mérlegét, amelyek eszközpórfóliója nagyrészt alacsony kockázatú eszközökbe, például biztosítókba helyezett befektetésekből áll, és arra kényszerítette őket, hogy növeljék tőkeáttételüket és kockázatosabb eszközökkel szembeni kitétségeiket³⁸. A kamatlábakra vonatkozó kilátások hirtelen növekedése a kockázatok globális átárazását idézheti elő, ami az uniós nem banki szektor számára eszközértékelési veszteségeket vonhat maga után. Úgy tűnik, hogy ez idáig leginkább az életbiztosítókát sújtotta a Covid19-sokk, mivel díjbevételeik csökkentek 2020-ban, míg a nem-életbiztosítási üzletág esetében nőttek³⁹. Emellett a világvárvány árkorrekciókat eredményezett bizonyos kereskedelmi ingatlanoknál, amelyek hatással voltak az ingatlanalapok teljesítményére (lásd fent a lakáspiacról szóló szakaszt).

2.5.1. ábra: A bankszektor jövedelmezősége, tőkehelyezete és a nemteljesítő hitelek



Megjegyzések: Az EU-ra és az euróövezetre vonatkozó átlagértékek nem súlyozottak a gazdaság mérete szerint. A „tetőzésre” vonatkozó adatok a hitelviszonyt megtestesítő nemteljesítő instrumentumok bruttó értékének a hitelviszonyt megtestesítő összes instrumentum bruttó értékéhez viszonyított arányát jelölik; a nemteljesítő hitelek (NPL) aránya 2020 első negyedévére és 2021 első negyedévére vonatkozóan szerepel; az országkódok alatti számok a hitelviszonyt megtestesítő nemteljesítő instrumentumok tetőzésének évét jelölik.

Forrás: EKB, a Bizottság szolgálatainak számításai.

³⁸ EKB (2021): *Financial Stability Review* (pénzügyi stabilitási jelentés), 2021. május.

³⁹ EIOPA (2021): *Financial Stability Review* (pénzügyi stabilitási jelentés), 2021. július.

2. keretes írás: Foglalkoztatási és szociális fejlemények

Nagyrészt a példátlan nemzeti és uniós szintű támogatási intézkedéseknek köszönhetően a munkaerőpiac a világjárvány alatt reziliens maradt. A szükséghelyzeti munkanélküliségi kockázatokat mérséklő ideiglenes támogatást nyújtó európai eszköz (SURE) és más beavatkozástípusok – többek között a kiterjedt költségvetési és monetáris támogatás – széles körű alkalmazása enyhítette a Covid19-válság munkahelyekre és jövedelmekre gyakorolt sokkhatását, és megakadályozta, hogy az egészségügyi válság foglalkoztatási válsággá váljon. A Covid19-válság munkaerőpiacra gyakorolt hatása általában V-alakú volt: a legtöbb országban a munkaerőpiacokat jelentős mértékben érintette a válság kezdetekor, de ezt követően – főként a gazdasági tevékenység gyors élénkülésének köszönhetően – rövid időn belül részlegesen helyreállt a helyzet¹.

A sok súlyosságához képest a munkanélküliség 2020-ban csak kismértékben nőtt, és 2022-ben várhatóan a világjárvány előtti szintre esik vissza. Az uniós munkanélküliségi ráta (15–74 évesek) 2020-ban 7 %-ra emelkedett (a világjárvány első hullámát követően 7,7 %-os csúcsértéket ért el), ami mindössze 0,3 százalékponttal haladta meg a 2019-es átlagot. Ezek a növekedések az EU egészére jellemző mintegy 6 %-os GDP-visszaeséshez képest alacsony mértékűnek mondhatók². A legnagyobb növekedést a balti államokban (2,4 százalékpont Észtországban, 2,2 százalékpont Litvániában és 1,8 százalékpont Lettországon), Svédországban (1,5 százalékpont) és Spanyolországban (1,4 százalékpont) mérték. Tizenhét tagállamban a munkanélküliségi ráta egy százalékpontnál kisebb mértékben emelkedett. A munkanélküliségi ráta Lengyelországban, Franciaországban, Olaszországban és Görögországban még csökkent is 2020-ban. 2021 első felében a tagállamok többségében csökkent a munkanélküliség. Az EU-ban az ifjúsági munkanélküliségi ráta (15–24 évesek) 2021 közepére a fellendülés kezdeti jeleit mutatta, de 2021 második negyedében még mindig 17,4 % volt, ami a 25–74 éves korosztály munkanélküliségi rátájának csaknem háromszorosa. A Bizottság 2021. őszi gazdasági előrejelzése szerint az uniós munkanélküliségi ráta 2021-ben még várhatóan változatlan marad, majd 2022-ben a világjárvány előtti szintre esik vissza.

A munkanélküliségi ráta vártnál alacsonyabb növekedése azonban részben a munkaerőpiacról való kivonulást, és ezáltal az aktivitási ráták csökkenését tükrözi. Az aktivitási ráta (15–64 évesek) 1,7 százalékponttal csökkent – a 2019. negyedik negyedévi 73,6 %-ról 2020 második negyedévére 71,9 %-ra –, de 2021 második negyedében visszatért a világjárvány előtti szintre. Az aktivitási ráták a legtöbb tagállamban csökkentek 2020-ban, és a csökkenés Olaszország, Spanyolország, Írország, Portugália, Bulgária és Görögország esetében volt a legnagyobb (1 és 2 százalékpont közötti). Az aktivitási ráta a tagállamok jelentős részében 2021-ben is a világjárvány előtti szintek alatt maradt.

A foglalkoztatási ráták, bár 2020-ban szinte valamennyi tagállamban csökkentek, 2021-ben fokozatosan javulnak, de nem minden ágazatban. Az EU-ban a foglalkoztatási ráta (20–64 évesek) a 2019. évi 73,1 %-ról 2020-ban 72,4 %-ra csökkent. A legnagyobb visszaesés Spanyolországban (–2,3 százalékpont), Írországban (–1,7 százalékpont) és Bulgáriában (–1,6 százalékpont) volt megfigyelhető, míg Lengyelország (+0,6 százalékpont), Málta (+0,5 százalékpont) és Horvátország (+0,2 százalékpont) esetében nőtt a foglalkoztatási ráta. 2021 első negyedében a foglalkoztatási ráták a legtöbb tagállamban még mindig csökkentek, de 2021 második negyedében ismét emelkedtek, fokozatosan visszatérve a világjárvány előtti szintekre, kivéve különösen a közösségi kontaktusok korlátozása által leginkább érintett ágazatokat.

A kormányzati támogatási intézkedések enyhítették a piaci jövedelmek csökkenésének a rendelkezésre álló jövedelemre gyakorolt hatását. A munkahelymegtartó programok alkalmazása mellett a kormányok számos intézkedést hajtottak végre a nettó transzferek növelése érdekében, beleértve a munkanélküli-ellátások kibővítését vagy bizonyos fizetési kötelezettségek – például az adó- vagy közüzemi számlák – teljesítésének elhalasztását az adósságtörlesztésre vonatkozó moratóriumok mellett. A háztartások egy főre jutó rendelkezésre álló bruttó realjövedelme 2020 második negyedében 2,7 %-kal csökkent (az előző évhez képest), de az év végére helyreállt, és így 2019 és 2020 között nagyrészt változatlan maradt. A szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitétek aránya 2020-ban a tagállamok legalább felében visszafogott növekedést mutatott volt vagy csökkent 2019-hez képest. Egyes tagállamok esetében

azonban növekedés következhetett be³.

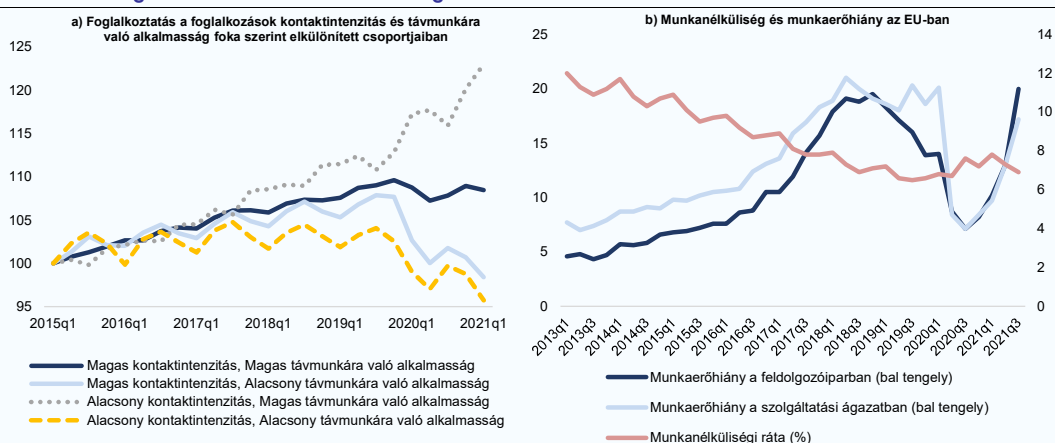
Mindazonáltal jelentős kihívásokkal kell szembenézni:

a világvárvány felgyorsította a munkaerőpiac strukturális tendenciáit, és ez aggályokat vet fel az érintett személyek tekintetében. Felgyorsult a rutinfeladatot ellátó munkavállalók iránti kereslet hosszú távú csökkenése (1. a) ábra). A távmunkában kevésbé ellátható munkaköröket várhatóan nagyobb mértékben fogja érinteni az automatizálás. Emellett a támogatási intézkedések fokozatos megszüntetése jelentős létszámleépítésekhez vezethet a leginkább támogatott ágazatokban, attól függően, hogy az érintett áruk és szolgáltatások iránti kereslet milyen mértékben fog helyreállni. A munkaerő-átcsoportosítás gyorsasága és hatékonysága attól függ, hogy az elbocsátott munkavállalók készségei ágazatspecifikusak-e vagy más ágazatokhoz igazíthatók-e, valamint attól, hogy mennyire hatékony az átképzés és a továbbképzés. Jóllehet a munkaerő ilyen jellegű átcsoportosítása a zöld és digitális kettős átálláshoz is kapcsolódhat, továbbá a termelékenység és a versenyképesség javulásához vezethet, célzott és hatékony szakpolitikai beavatkozások hiányában a munkanélküliség időtartama növekedhet. Helyreállítási és rezilienciaépítési tervében a legtöbb tagállam tervez intézkedéseket a munkahelyek helyreállításának támogatására, de az intézkedések összehangoltságának fokozása kulcsfontosságú lesz a sikeres munkaerőpiaci átmenethez⁴.

Újfént problémát okoz a munkaerőhiány, és egyre nagyobb szükség van az átképzésre és a továbbképzésre (1. b) ábra). A munkaerőhiány már a világvárvány előtt történelmi csúcst ért el az EU-ban. A járvány megfékezésére irányuló intézkedések és az azokból fakadó gazdasági zavarok a munkaerőhiány csökkenését idézték elő, mivel a lezárások idején sok vállalkozás döntött úgy, hogy nem tölti be az üres álláshelyeket. A munkaerőhiány azonban a legtöbb országban ismét nő: a betöltetlen álláshelyek száma legjelentősebben Ausztriában, Belgiumban, Horvátországban, Németországban, Litvániában, Portugáliában, Szlovákiában és Szlovéniában nőtt. A munkaerőhiány jelenleg különösen az információs és kommunikációs ágazatot, valamint az építőipart érinti. A növekvő munkaerőhiány nemcsak a mély recesszióból való gyors kilábalást és a határ menti ingázók számának csökkenését tükrözheti, hanem azt is jelezheti, hogy a már a válság előtt is fennálló strukturális munkaerőhiány tovább növekedhet a kettős átállás előrehaladásával⁵.

A világvárvány és annak utóhatásai a különböző formákban megnyilvánuló egyenlőtlenség növekedésének kockázatát hordozzák magukban. 2021-ben a legtöbb tagállamban nőtt a tartós munkanélküliség, mivel a világvárvány kezdete óta többen munkanélküliek. A munkaerő-felvétel hosszú ideig tartó felfüggesztése korlátozta a munkanélküliek és a munkaerőpiacra belépők, köztük sok fiatal vagy migráns lehetőségeit⁶. Az ifjúsági munkanélküliség a világvárvány idején a legtöbb tagállamban jelentősen nőtt, 2021 második negyedévében pedig meghaladta a 30 %-ot Görögországban (38,5 %), Spanyolországban (38,2 %) és Olaszországban (32,2 %). A kijárási korlátozások tovább súlyosbították az oktatáshoz, az egészségügyi és szociális szolgáltatásokhoz való hozzáférés terén mutatkozó egyenlőtlenségeket, és közép- és hosszú távon hatással lehetnek a munkaerőpiacra, miközben az alacsonyabb képzettségi szinttel rendelkező munkavállalók esetében erősebb volt a ledolgozott munkaórákra gyakorolt hatás. Emellett a határozott idejű szerződéssel foglalkoztatott munkavállalókat különösen súlyosan érintették a 2020-ban bekövetkező létszámleépítések, mely jelenség alól csak Hollandia volt kivétel. Bár a jövedelemtámogatási intézkedések jelentősen enyhítették a válságnak a munkaerőpiaci jövedelmekre gyakorolt regresszív hatását⁷, továbbra is komoly aggályok merülnek fel e munkavállalók munkaerőpiaci kilátásait illetően, tekintettel a távmunkára nem alkalmas munkakörökben dolgozó és a rutin jellegű feladatokat ellátó munkavállalók iránti csökkenő keresletre is.

1. ábra **A foglalkoztatás és a munkanélküliség alakulása**



Megjegyzések: a) Ez a grafikon a távmunkára való technikai alkalmasság és a fizikai közelség mutatóját használja. Az O*NET felmérésre támaszkodik, amely az egyes foglalkozások feladattartalmát méri. Ezeket az adatokat az uniós munkaerő-felméréssel vetik össze. b) Az európai vállalati és fogyasztói felmérések (EU-BCS) keretében negyedéves adatokat gyűjtenek a munkaadóktól az üres álláshelyek betöltésével kapcsolatos nehézségeikről. A válaszadók a korlátozó tényezők között a „munkaerőhiányt” is megjelölhetik.

Forrás: a) Európai Bizottság: 2021 *Labour market and wage developments in Europe report* (A munkaerőpiac és a bérek alakulása Európában 2021-ben) (megjelenés előtt).

b) Eurostat, munkaerő-felmérés és Európai Bizottság: európai vállalati és fogyasztói felmérések (EU-BCS).

¹ A közelmúlt munkaerőpiaci fejleményeinek részletesebb elemzése az Európai Bizottság 2021. évi „*Labour Market and Wage Developments in Europe*” („A munkaerőpiac és a bérek alakulása Európában”) című, rövidesen megjelenő jelentésében található.

² A munkahelyemgártó programok széles körű alkalmazásának köszönhetően a visszaesés jobban tükröződött a ledolgozott órák számának 2020-ban bekövetkezett csökkenésében (-5,5 %), mint a munkanélküliség növekedésében. A GDP visszaesése 2020-ban nagyobb volt, mint 2009-ben (-4,3 %), de a munkanélküliség növekedése jelentősen alacsonyabb volt (a havi munkanélküliségi ráták 2,6 százalékponttal nőttek az EU-ban 2008 és 2009 között).

³ 2021 márciusában az Európai Bizottság új uniós szintű célt tűzött ki arra vonatkozóan, hogy 2030-ig legalább 15 millióval csökkenjen a szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek száma. A szociális jogok európai pillérére vonatkozó cselekvési terv részeként ez a 2030-ig elérendő három kiemelt cél egyike a foglalkoztatás, a készségek és a társadalmi befogadás területén.

⁴ A Bizottság 2021 márciusában ajánlást fogadott el a foglalkoztatás hatékony és aktív támogatásáról (EASE), amelyben felkérte a tagállamokat, hogy hajtsanak végre megerősített aktív munkaerőpiaci intézkedéseket tartalmazó koherens csomagokat annak érdekében, hogy támogassák a foglalkozásváltást a helyreállítás során. Az EASE ajánlással összhangban az aktív munkaerőpiaci intézkedések és az állami foglalkoztatási szolgálatok szerves részét képezik 20 tagállam helyreállítási és rezilienciaépítési tervének, míg valamennyi tagállam beépítette terveibe a továbbképzési és átképzési intézkedéseket.

⁵ A készségek mélyrehatóbb elemzése az Európai Bizottságnak a Bizottság és a Tanács 2022. évi együttes foglalkoztatási jelentésére irányuló javaslatában (2021) található.

⁶ Lásd: Croitorov O. és mások (2021): „*The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area*” (A Covid19-világjárvány makrogazdasági hatása az euróövezetben), Európai Bizottság, Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság: *Quarterly Report on the Euro Area*, (Negyedéves jelentés az euróövezetről), 20. kötet, 2. szám, I. rész.; lásd még: [the 2021 report of the Employment and Social Developments in Europe \(ESDE\)](#) (A munkaerőpiac és a bérek alakulása Európában 2021-ben) és Fasani, F., Mazza, J. (2020): *A vulnerable workforce: migrant workers in the Covid-19 pandemic*. (Kiszolgáltatott munkaerő: migráns munkavállalók a Covid19-világjárvány idején).A JRC szakértői jelentése.

⁷ Foglalkoztatási és szociális fejlemények Európában – 2021. évi jelentés.

3. A FŐ KIHÍVÁSOK ÖSSZEFOGLALÁSA ÉS FELÜGYELETI VONATKOZÁSOK

A Covid19-válság megszakította a magas állam-, magán- és külső adósságokhoz kapcsolódó makrogazdasági egyensúlyhiányok korrekcióját, és akkor következett be, amikor néhány országban több éven át tartó erőteljes növekedés után túlfűtöttségi kockázatok jelentkeztek. A világiárvány okozta recesszió megállította a kormányzati és magánszektorbeli magas eladósodottság leépítésének általános folyamatát, amely az elmúlt évtized nagy részében számos tagállamban zajlott, különösen az elmúlt évtized második felében, amikor a gazdasági növekedés erősebbé vált, és segített csökkenteni az adósságrátákat. A nagy folyófizetésimérleg-hiányt vagy a lendületesen növekvő hitelkiáramlást ugyancsak korrigálták, ami a külső kötelezettségek fokozatos csökkenését és a bankrendszerek megerősödését eredményezte. Az utóbbi néhány évben egyes országok egyes ágazataiban felerősödtek a túlfűtöttség jeleihez kapcsolódó kihívások és kockázatok, főként a lakásárak és a költség-versenyképesség tekintetében, különösen ott, ahol a gazdasági növekedés élénkebb volt, és viszonylag hosszú ideig tartott. Folytatódtek a lakásárak azon tendenciái, amelyek a Covid19-válságot megelőzően már felerősödőben voltak, sőt egyes esetekben a világiárvány alatt fel is gyorsultak. A világiárványt megelőzően néhány gyorsabban növekvő országban romlott a költség-versenyképesség, és az újabb fejleményeket még mindig nehéz értékelni, mivel a rendelkezésre álló adatokat még mindig torzízza a termelékenység 2020-as szokatlan visszaesése és a kiterjedt munkaerőpiaci támogatási intézkedések hatása.

A Covid19-válság következtében számos makrogazdasági egyensúlyhiány súlyosbodott, és új kihívások is felmerülhetnek. A recesszió és a válság következményeinek enyhítésére szolgáló magasabb hitelfelvétel miatt 2020-ban meredeken emelkedtek a GDP-arányos adósságráták mind az államadósság, mind a magánadósság tekintetében. Köszönhetően azonban a markáns gazdasági fellendülésnek az adósságráták stabilizálódnak, vagy már csökkenni kezdtek. A válság azonban mindenképpen magasabb adósságot eredményez, mivel a kormányok egyértelműen magasabb GDP-arányos államadóssággal lábalknak ki a válságból. A magánszektor adóssága ugyancsak nőtt, főként azokban az országokban, ahol a magánszektor adóssága már a válság előtt is magas volt. A helyreállítási és rezilienciaépítési tervek sikeres végrehajtása a hosszú távú növekedés fokozása révén támogathatja a kormányzati szektor és a háztartások eladósodottságának csökkentését. Rövid távon azonban az államháztartáshoz és a magánszektorhoz kapcsolódó eszközök minőségének romlása hatással lehet a pénzügyi intézmények mérlegére, amelyek alacsony jövedelmezősége tovább csökkent a világiárvány alatt, és ez negatívan hathat a fellendüléshez szükséges hitelkínálatra. A válság a fizetési mérlegeket kevésbé érintette, de az egyenleg romlott azokban az országokban, ahol a nemzetközi turizmus jelentősebb, és ezen országok némelyike esetében a nettó nemzetközi befektetési pozíció jelentős negatív értéket mutat. Ezzel párhuzamosan a lakáspiacok a válság során dinamikusabban fejlődtek, és a lakásárak növekedése több tagállamban évtizedes csúcsára jutott. A lakásárak túlértékelésének kockázata növekszik, ami aggodalomra ad okot, különösen ott, ahol a háztartások adósságállománya magas. A gazdaság élénkülésével a költség-versenyképességi nyomás erőteljesebben érzékeltetheti hatását, különösen a válság által kevésbé érintett országokban.

Összességében számos tagállamban kihívások mutatkoznak. A fő kihívások a következőkhöz kapcsolódnak:

- számos tagállamot érintenek kedvezőtlenül *különbőle és összekapcsolódó állományjellegű sebezhetőségek*. Jellemzően ez a helyzet azon országok esetében, amelyeket együttesen érintettek a fellendülési-visszaesési hitelciklusok és a folyó fizetési mérleg globális pénzügyi válságot követő előjelváltása, és mindez a bankszektorra és az államadósságra is kihatott. A Covid19-válság ezen tagállamok közül szinte mindegyiket súlyosan érintette, ami azt is jelzi, hogy gazdaságaik szempontjából a nemzetközi turizmus nagy jelentőséggel bír:

- Ciprus és Görögország esetében a magas adósságállományt, valamint a jelentős negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciót a pénzügyi ágazatban tartósan fennálló kihívások kísérik. E tagállamok folyó fizetési mérlege 2020-ban romlott az utazási és idegenforgalmi bevételek visszaesése miatt. Bár 2020-ban további előrelépés történt a nemteljesítő hitelek csökkentése terén, ezek aránya mindkét országban továbbra is magas. Görögország esetében a potenciális kibocsátás növekedése lassú, a munkanélküliség pedig magas.
- Horvátországban, Írországban, Portugáliában és Spanyolországban a magas adósságokhoz kapcsolódó egyensúlyhiány a Covid19-válság kitöréséig mérséklődött. Horvátországban, Portugáliában és Spanyolországban azonban ezeket a tendenciákat megszakította a világválság okozta recesszió, és az adósság GDP-hez viszonyított aránya láthatóan megugrott. 2020-ban egyedül Írországban nem következett be a GDP visszaesése, miközben gazdaságának szerkezete kedvező hatást gyakorolt a fizetési mérlegére.
- Romániában és Magyarországon a sebezhetőség főként az államadósság és a külső finanszírozás közötti kapcsolathoz fűződik a túlhevülési kockázatok és a jelentős költségvetési hiányok közepette. Romániában a folyó fizetési mérleg hiánya évek óta jelentős és tartós, és a közeljövőben sem várható javulás. Az államadósság a Covid19-válságot megelőzően gyorsan nőtt, ami a jelentős költségvetési hiányok leképeződése, és az adósság várhatóan tovább nő, ami megemeli a külső finanszírozási igényeket. Magyarországon az elmúlt években nagy volt a kormányzati finanszírozási igény, amelyet részben külső forrásból finanszíroztak, és a kormányzati finanszírozási igény a rövid lejáratú adósságok és a jelentős költségvetési hiányok miatt továbbra is számottevő marad. Mindkét országban az adósság nem elhanyagolható része devizában denominált, ami még összetettebbé teszi a külső szektor és a fiskális helyzet közötti kapcsolatokat. Magyarország esetében a lakásárak meredeken emelkednek, és az erőteljes gazdasági fellendülés és a tartós szakpolitikai támogatás mellett inflációs és költség-versenyképességi nyomás tapasztalható.
- Néhány országban a sebezhetőségek főként a jelentős és a válság alatt tovább emelkedő GDP-arányos államadósság-rátákból, illetve a potenciális kibocsátás növekedésével és a versenyképességgel kapcsolatos, tartósan fennálló aggályokból erednek. Ez különösen igaz Olaszország esetében, ahol a bankszektorhoz, valamint a nemteljesítő hitelek nagy – ugyanakkor még 2020-ban is csökkenő – állományához is sebezhetőségek kapcsolódnak, a munkaerőpiac tartósan gyenge teljesítménye mellett. Belgium és Franciaország esetében a legutóbbi válsággal jelentősen megnövekedett magas államadósság, valamint a gyenge versenyképesség közepette a potenciális növekedéssel kapcsolatos problémák jelentik a fő kihívásokat. Franciaországban a magánszektor adósságállománya – különösen a vállalati adósságállomány – folytatta növekedését a már eleve viszonylag magas szintekről. Belgiumban a magánszektor magas adósságállománya ugyancsak tovább nőtt 2020-ban. A lakásárak Belgiumban és Franciaországban is túlértékelték lehetnek, és az utóbbi időben még dinamikusabbá váltak.
- Egyes tagállamokban jelentős többletet mutat a folyó fizetési mérleg, amely továbbra is a fundamentális gazdasági tényezők által indokolt szint felett van. Ez a helyzet áll fenn Németországban és Hollandiában. A tavalyi átmeneti csökkenést követően az euróövezet többlete idén várhatóan meg fog ugrani. A nagy többletek elszalasztott növekedési és belföldi beruházási lehetőségeket tükrözhetnek. Ez hatással lehet az euróövezet működésére a mostani fellendülési környezetben, amelyet a még mindig jelentős bizonytalanság közepette kell fenntartani. A lakásárak dinamikája mindkét esetben a túlértékelttség kockázatára utal, amely Hollandia esetében már évek óta fennáll, és amelyhez a háztartások magas adósságállománya társul.
- Csehországban és Szlovákiában a költség-versenyképesség csökkenése mellett néhány éve erőteljes lakásár-növekedés is tapasztalható. A költség-versenyképesség romlása a válság előtt is érzékelhető volt, és a munkavállalói jövedelmek folytatódó markáns növekedése túlhevülési kockázatokat jelez, ami mellett a költségvetési hiányok is tartósan magasak, és Szlovákiában az államadósság is emelkedik. Úgy tűnik, hogy ezen országok külgazdasági teljesítményét a válság nem érintette, de az export néhány ágazatra való koncentráltsága sebezhetőséget jelent. Mindehhez a lakásárak erőteljes növekedése társul, ami a lakásárak túlértékelttségének növekvő kockázatát rejti. Szlovákia esetében emellett többévnnyi növekedés után viszonylag magas a háztartások adósságállománya.

- Egyes tagállamokban a lakáspiaci fejlemények fokozták a lakásárak értékeléséhez kapcsolódó kockázatokat, amelyekhez gyakorta a háztartások magas adósságállománya is társul. Ez a helyzet Svédország, valamint Dánia és Luxemburg esetében is. A közelmúltbeli lakásárakra vonatkozó adatok azt mutatják, hogy a svédországi lakásárak néhány rövid életű, lefelé mutató korrekciót követően 2020-ban ismét gyors növekedésnek indultak, ami fokozta a túlértékelési aggályokat. Luxemburgban a lakásárak élénk növekedése még dinamikusabbá vált a válság alatt, ami fokozta a túlértékelés kockázatát, amely a háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelméhez viszonyított magas adósságállománya mellett alakult ki. Dániában a lakásárak legutóbbi megugrása a háztartások magas adósságállománya mellett következett be.
- Málta esetében a magánszektor magas és növekvő adósságállománya, valamint a fizetéseképtelenségi keret tartósan fennálló hiányosságai különleges sebezhetőségek forrásai.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés következtetése szerint 12 tagállam esetében indokolt a részletes vizsgálat, ezek: Horvátország, Ciprus, Franciaország, Németország, Görögország, Írország, Olaszország, Hollandia, Portugália, Románia, Spanyolország és Svédország. Ezek a tagállamok a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző éves felüyeleti ciklusában részletes vizsgálat tárgyát képezték, amelynek keretében megállapítást nyert, hogy Horvátország, Franciaország, Németország, Írország, Hollandia, Portugália, Románia, Spanyolország és Svédország esetében egyensúlyhiány, Ciprus, Görögország és Olaszország esetében pedig túlzott egyensúlyhiány állt fenn. Az új részletes vizsgálatok keretében értékelni fogják, hogy ezek az egyensúlyhiányok súlyosbodnak-e, korrekció alatt állnak-e vagy azokat korrigálták-e, hogy naprakésszé tegyék a meglévő értékeléseket és felmérjék az esetleges további szükséges szakpolitikai intézkedéseket.

Emellett van egy sor olyan tagállam, amelyek tekintetében az előző évben nem készült részletes vizsgálat, de olyan fejleményeket mutat, amelyek különös figyelmet érdemelnek. Szlovákiában a lakásárak erőteljes növekedése, valamint a háztartások hitelfelvételének tartós, bár lassuló növekedése tapasztalható. Az export néhány ágazatra koncentrálódik, és a költség-versenyképesség csökkent, de ez az exportpiaci részesedéseket mindeddig nem érintette hátrányosan. **Magyarország** esetében figyelmet érdemel a kormányzati hitelfelvétel és a külső finanszírozás közötti kölcsönhatás, ami mellé jelentős devizahitel-kitettség is társul. A lakásárak növekedése erőteljes volt. A költség-versenyképességre nehezedő nyomás fokozódik, de ez az exportpiaci részesedéseket ez idáig nem érintette hátrányosan.

Más tagállamokban indokolt a – sok esetben a lakáspiachoz kapcsolódó – kockázatok alakulásának nyomon követése. Dánia és Luxemburg esetében a lakáspiac alakulása kockázatok felhalmozódását jelzi. Bár a megváltozott preferenciák, a támogató pénzügyi feltételek és a kínálati korlátok fenntarthatják a lakásárak növekedését, nem zárható ki a lefelé irányuló korrekció kockázata, amely korrekció adott esetben szélesebb körben is érezhető hatását a gazdaságban. Csehországot a lakásárak erőteljes növekedése és néhány éve a költség-versenyképesség számottevő csökkenése jellemzi. Máltán a magánszektor növekvő adósságállománya, valamint a fizetéseképtelenségi keret hiányosságai kiemelt sebezhetőségek forrásai. A monitoring és felügyelet keretében e hat tagállamban szorosan nyomon kell követni a fejleményeket, és meg kell vizsgálni, hogy azok összhangban állnak-e a makrogazdasági stabilitással és elősegítik-e azt. E kockázatok összességében jelenleg nem indokolják részletes vizsgálat elvégzését. A 4. szakasz további információkat tartalmaz az országspecifikus fejleményekről.

4. AZ EGYES TAGÁLLAMOKRA VONATKOZÓ ÉSZREVÉTELEK

4.1. BELGIUM

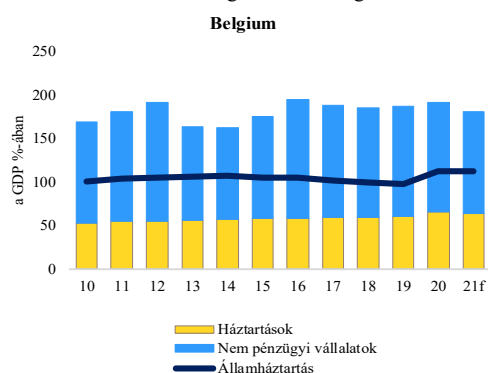
2021 júniusában Belgium vonatkozásában nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a magánszektor konszolidált adóssága és a bruttó államadósság meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 5,7 %-os visszaesést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 6 %-kal, 2022-ben pedig 2,6 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 8,4 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

Az előző jelentés óta bekövetkezett legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- **A külső sebezhetőségek** mérsékelték maradnak. 2020-ban a folyó fizetési mérleg kis többletet mutatott. A nettó nemzetközi befektetési pozíció egyértelműen pozitív, és az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben nagyjából változatlan szinten marad. A fajlagos munkaköltség 2020-as markáns növekedése a termelékenységnek a Covid19-válság során bekövetkezett jelentős visszaesését tükrözi, aminek háttérében részben a munkaerő-tartalékolás áll. 2021-ben és 2022-ben a fizetések dinamikája várhatóan nagyrészt ellensúlyozza a termelékenység helyreállítását.
- **A magánszektor GDP-arányos adóssága** 2020-ban a küszöbérték felett tovább nőtt. A mutatóra negatívan hatott a GDP 2020-as meredek visszaesése. A belga nem pénzügyi vállalatok adóssága magas, és a GDP majdnem 126 %-ára nőtt, de a határokon átnyúló, csoporton belüli hitelezés magas aránya – amely felnagyítja e mutató értékét – csökkenti a kockázatokat. A háztartások eladósodottsága, amely főként jelzáloghitel-adósságot tükröz, 2020-ban tovább nőtt, de a háztartások GDP-arányos adósságának növekedése főként a GDP visszaesésének tudható be, mivel a háztartásokba irányuló nettó hiteláramlás visszafogott volt. A háztartások és a vállalkozások jövedelmének támogatását célzó intézkedések hozzájárultak a nemteljesítő hitelek arányának stabilizálásához 2020-ban. A lakásárak növekedése 2020-ban felgyorsult, és a lakásárak potenciális túlértékelés jeleit mutatják.
- További növekedésével a **GDP-arányos államadósság** 2020-ban tovább nőtt, a GDP 112,8 %-ára, ami a GDP jelentős visszaesését és a Covid19-válság hatásainak enyhítését célzó jelentős kormányzati támogatási intézkedéseket tükrözi. A pénzügyi és közszféra közötti visszacsatolási mechanizmusokkal kapcsolatos kockázatok továbbra is korlátozottak. A pénzügyi szektor változatlanul stabil.
- A **munkanélküliségi ráta** növekedése 2020-ban visszafogott volt, és csak kismértékben, 5,6 %-ra emelkedett a 2021 végéig meghosszabbított kormányzati támogatási intézkedéseknek köszönhetően. Az előrejelzés szerint a munkanélküliség 2021-ben és 2022-ben egyaránt enyhén emelkedni fog. Az ifjúsági munkanélküliség 2020-ban nőtt, és az előrejelzések szerint 2021-ben 20,5 %-ra emelkedik.

A1. ábra: Az adósság összetétele ágazatonként



Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatai

A bizottsági értékelés szerint Belgiumban a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, ugyanakkor a magánszektor és az államháztartás magas adósságállománya miatt felmerült némi kockázat. A Covid19-válság következtében az adósság – mind a magán-, mind az állami szektorban – tovább nőtt, és nyomon követést igényel. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

4.2. BULGÁRIA

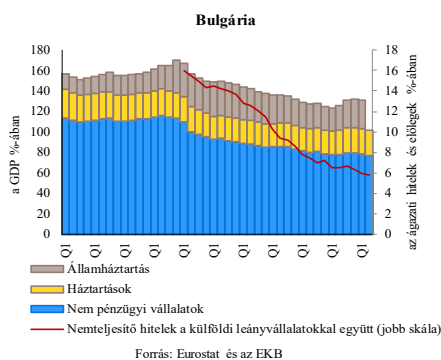
2021 júniusában Bulgária vonatkozásában nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 4,4 %-os visszaesést követően a reál-GDP 2021-ben várhatóan 3,8 %-kal, 2022-ben pedig 4,1 %-kal nő. A gazdasági expanzió visszatértevel az előrejelzések szerint a 2022. évi nominális GDP 17 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg** egyenlege 2020-ban – 2012 óta először – csekély, a GDP 0,3 %-ának megfelelő mértékű hiányt mutatott. Visszaesése főként annak tudható be, hogy a Covid19-világjárvány miatt csökkent az idegenforgalmi szolgáltatások exportja. 2021-ben megindult az idegenforgalmi bevételek helyreállása, ami várhatóan 2022-ben is folytatódik. A nagyrészt a közvetlen külföldi tőkebefektetésekkel magyarázható negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább javult a tartalékeszközök további felhalmozódása miatt.
- A **nominális fajlagos munkaköltség** 2020-ban tovább emelkedett, aminek hátterében a némileg alacsonyabb általános termelékenység állt a munkaerő-tartalékolásra visszavezethetően. A jövőre nézve a fajlagos munkaköltség várhatóan továbbra is markánsan – ámbár 2020-hoz képest kisebb ütemben – emelkedni fog, annak ellenére, hogy a termelékenység növekedése fokozatosan helyreáll, mivel az egy munkavállalóra jutó bérköltség várhatóan erőteljesen nőni fog.
- A **vállalatok eladósodottsága 2020-ban nőtt**, de a gazdasági fellendüléssel várhatóan folytatódik a hitelállomány-leépítés. Bár a hitelállomány növekedése mérséklődött, a GDP 2020-as meredek visszaesése átmenetileg megfordította az eladósodottság csökkentésének folyamatát, amely a nominális GDP erőteljes növekedésén alapult. A gazdasági növekedés visszatérésével a vállalati adósság GDP-hez viszonyított aránya várhatóan ismét csökkenő pályára áll. A **reál lakásárak** növekedési rátája 2020-ban 5,2 %-ra emelkedett. Az áremelkedés 2021-ben némileg mérséklődni fog, de azt a jelzáloghitelek élénk növekedése is táplálja.
- Az **államadósság** 2020-ban a GDP 25 %-a alatt volt, és az államháztartási kiadások tervezett növekedése ellenére 2021-ben várhatóan a GDP 30 %-a alatt marad.
- A **pénzügyi ágazat** elegendő likviditást tartott fenn és tőke megfelelési mutatója stabil maradt a Covid19-válság alatt, amit a Bolgár Nemzeti Bank által 2020 márciusában bevezetett intézkedések és Bulgáriának a bankunióba való, 2020. júliusi belépése is elősegített. A nemteljesítő hitelek aránya még mindig magas, bár 2020-ban tovább csökkent, 5,9 %-ra. A jövőre nézve szorosan nyomon kell követni az állami támogatási intézkedések fokozatos kivezetésének hatását, különös tekintettel a hitelmoratóriumokra és a garanciarendszerekre.
- A 2020. évi recesszió nem okozott különösebb változást a **munkaerőpiaci helyzetben**, ami nagyrészt a csökkentett munkaidős rendszerek alkalmazásának köszönhető. A munkanélküliségi ráta a 2019. évi történelmi mélypontról 2020-ban 5,1 %-ra nőtt, de az előrejelzések szerint 2022-től csökkenni fog.

A2. ábra: Az adósság összetétele ágazonként



Bulgáriában a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a nemteljesítő hitelek állománya és a vállalatok eladósodottsága viszonylag magas volt, de csökkenő tendenciát mutatott. A Covid19-válsággal a magánszektor GDP-arányos

államadóssága 2020-ban átmenetileg nőtt, de azt követően várhatóan csökkenni fog. A bérek alakulása várhatóan a világvárvány előtti növekedési pályán marad. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

4.3. CSEHORSZÁG

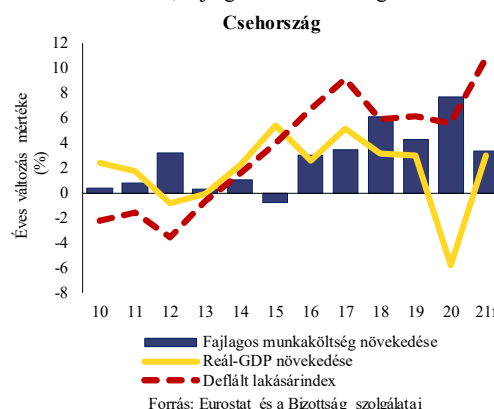
2021 júniusában Csehország vonatkozásában nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 5,8 %-os visszaesést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 3 %-kal, 2022-ben pedig 4,4 %-kal nő. A gazdasági expanzió visszatérével az előrejelzések szerint a 2022. évi nominális GDP 13,2 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőségek** mérsékeltek maradtak. Bár a folyó fizetési mérleg 2020-ban a GDP 3,6 %-ának megfelelő többletet mutatott, 2021-ben várhatóan nagyjából egyensúlyi pozícióba kerül. A nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább javult, de enyhén negatív maradt: 2020-ban a GDP -12,5 %-ának megfelelő értéket mutatott. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíció (NENDI) már pozitív volt, és szintén javult.
- A **fajlagos munkaköltség** növekedése már a világiárvány előtt is magas volt, és a Covid19-váltsággal összefüggő munkaerő-tartalékolás miatt 2020-ban tovább gyorsult. A termelékenység helyreállításával párhuzamosan a fajlagos munkaköltség növekedése várhatóan mérséklődni fog annak ellenére, hogy 2021-ben és 2022-ben jelentősen nőtt az egy munkavállalóra jutó bérköltség.
- A **magánszektor eladósodottsága** alacsony maradt. Bár a magánszektor adósságállománya 2020-ban kismértékben nőtt, továbbra is jóval a prudenciális és fundamentális referenciaértékeken belül marad. A hiteláramlás pozitív volt, de mind a háztartások, mind a vállalatok esetében korlátozott volt. A **bankszektor** tőkeerős, jövedelmezősége pedig magas. A nemteljesítő hitelek aránya továbbra is alacsony.
- Az **államadósság** 2020-ban a GDP 37,7 %-ára nőtt, és az előrejelzések szerint 2021-ben a GDP 42,4 %-ára, 2022-ben pedig 44,3 %-ára emelkedik. Bár az államadósság szintje még mindig viszonylag alacsony, a jelentős költségvetési hiányok miatt gyors ütemben növekszik.
- A **lakásárak** hosszabb ideje erősen emelkednek, és egyre inkább a potenciális túlértékelés jelei mutatkoznak. A reál lakásárak növekedése 2020-ban magas, 5,5 %-os maradt, bár az eredménytábla küszöbértéke alá süllyedt. Mivel a háztartások rendelkezésére álló jövedelem várhatóan továbbra is erőteljesen növekszik 2021–2022-ben, valószínűnek tűnik a lakásárak növekedésének további gyorsulása, amint az a 2021-re vonatkozóan rendelkezésre álló adatokból is előrevetíthető. A felfelé irányuló árnymást enyhítheti a lakáscélú ingatlanok építésének 2021-ben és 2022-ben várható fellendülése, valamint a jelzáloghitel-kamatok emelkedése a folyamatban lévő monetáris szigorításokra visszavezethetően.

A3. ábra: GDP, fajlagos munkaköltség és lakásárak



Csehországban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-váltság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a versenyképesség, valamint a lakáspiacon kialakult nyomás jelentett némi kockázatot. A Covid19-váltság miatt bizonyos kockázatok erősödtek. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

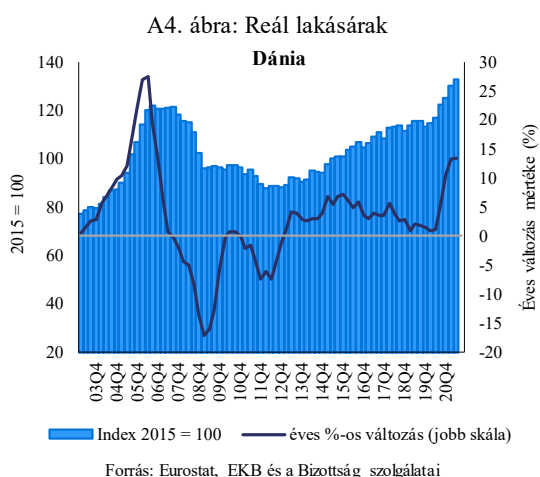
4.4. DÁNIA

2021 júniusában Dánia vonatkozásában nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérleg többlete, valamint a magánszektor adóssága meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 2,1 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 4,3 %-kal, 2022-ben pedig 2,7 %-kal nő. A nominális GDP 2021-ben az előrejelzések szerint körülbelül 10,4 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- Ami a **külső fenntarthatóságot** illeti, a folyó fizetési mérleg továbbra is jelentős többletet mutat, amely 2020-ban a GDP 8,1 %-ának megfelelő mértékű volt. Bár a többlet az elkövetkező években várhatóan folyamatosan apadni fog, az előrejelzések szerint egyértelműen a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felső küszöbérték felett marad. A magas többlet főként a magas vállalati és nyugdíj-megtakarításokat tükrözi. A felhalmozott folyófizetésimérleg-többlet magas nettó nemzetközi befektetési pozícióhoz (NIIP) vezetett, amely 2020-ban a GDP közel 69 %-ának megfelelő mértékű volt, és értékelési módosítások miatt csökkent erre a szintre a 2019-ben a GDP 77 %-ának megfelelő értékről. A nagy nettó nemzetközi befektetési pozíció pozitív nettó elsődleges jövedelmet generál, ami megerősíti a folyó fizetési mérleg pozitív egyenlegét.
- A **magánszektor eladósodottsága** továbbra is magas, de csökken. A dán háztartások az elmúlt években hitelállomány-leépítést hajtottak végre, bár a **háztartások adósságrátája** 2020-ban kismértékben, a GDP 111,7 %-ára nőtt, amit a reál-GDP csökkenése is befolyásolt. A háztartások GDP-arányos adóssága a legmagasabb az EU-ban, de az előrejelzések szerint 2021-ben tovább csökken. A lakásárak gyorsuló emelkedése ellenére a jelzálog-hitelezés növekedése mérsékelt maradt. A kamatterhek tovább csökkentek, ugyanakkor a változó kamatozású hitelek aránya továbbra is viszonylag magas, bár sokkal alacsonyabb, mint egy évtizeddel ezelőtt. A háztartások bruttó adósságállományának magas szintjéhez képest sokkal nagyobb, jöllehet kevésbé likvid a pénzügyi eszközök, különösen a lakás- és nyugdíjcélú megtakarítások állománya.
- A **reál lakásárak növekedése** 2020-ban 4,6 % volt, ami az eredménytábla küszöbértéke alatt van. A reál lakásárak növekedése 2021 első felében gyorsult, és éves összehasonlításban 2021 második negyedévében 13,5 %-os csúcsot ért el, de az előrejelzések szerint a közeljövőben lassulni fog. Az értékelési különbözetre vonatkozó becslések potenciális túlértékelést mutatnak. Az átlagos lakásár-különbözet tovább növekszik, és a jövedelmekhez viszonyított árak tekintetében relatíve magas különbözet látszódik.
- A **bankszektor** stabil maradt, a bankok nyereségesek, likvidek és tőkeerősek, míg a nemteljesítő hitelek aránya alacsony. Az **államadósság** a Covid19-hez kapcsolódó intézkedések végrehajtása miatt 2020-ban jelentősen nőtt, de ennek ellenére viszonylag alacsony, szintje a GDP mintegy 42 %-ának felel meg. A GDP-arányos költségvetési hiány 2020-ban csak 0,2 % volt, részben egyszeri hatások miatt.
- A **munkaerőpiac** továbbra is erős. A munkanélküliségi ráta 2020-ban kismértékben, 5,6 %-ra emelkedett. A dán gazdaság erőteljes fellendülésének köszönhetően a foglalkoztatás meghaladta a világiárvány előtti szintet, és a munkanélküliek száma 2021 második negyedévére a világiárvány előtti szint alá süllyedt.



A bizottsági értékelés szerint Dániában a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, ugyanakkor a magánszektor eladósodottságának magas foka és a folyó fizetési mérleg jelentős többlete némi kockázatot jelent. A Covid19-válság alatt a magánszektor eladósodottsága mérsékelten nőtt, ugyanakkor a lakásárak jelentősen emelkedtek, és a folyó fizetési mérleg továbbra is számottevő többletet mutat. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

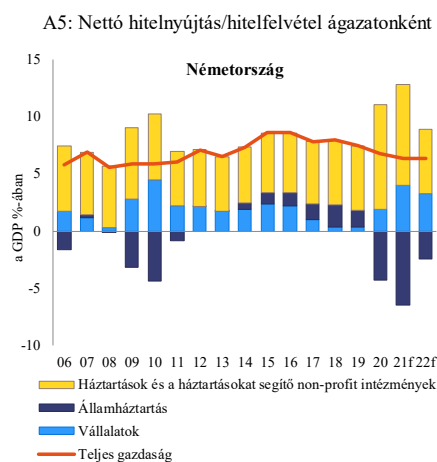
4.5. NÉMETORSZÁG

A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Németországban határokön átnyúló jelentőséggel bíró makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, amelyek a beruházásoknak a megtakarításokhoz viszonyított alacsony szintjét tükrözik. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérlegre, a fajlagos munkaköltség növekedésére, a lakásárak emelkedésére és az államadósságra vonatkozó mutatók meghaladják az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 4,6 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 2,7 %-kal, 2022-ben pedig 4,6 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 9,4 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg többlete** 2020-ban a GDP 6,9 %-ának felelt meg, ami továbbra is magas. A többlet 2015 óta fokozatosan csökkent, de az előrejelzések szerint tartósan 6 % felett marad. Ez a magán- és közberuházások visszafogott szintjére vezethető vissza. A beruházásokat többek között az infrastruktúra és a lakhatás területéhez kapcsolódó szűk keresztmetszetek gátolják. Bár a magán- és közberuházások az elmúlt években fokozatosan nőttek, szintjük az euróövezeti átlag alatt marad.
- A kibocsátás erőteljes visszaesése, valamint a viszonylag stabil foglalkoztatás és bérek miatt a **fajlagos munkaköltségek** 2020-ban meredeken növekedtek. A GDP helyreállásával várhatóan normalizálódik a munkaerőköltség és a kibocsátás közötti kapcsolat.
- Az **államadósság** meghaladta az eredménytábla szerint a GDP 60 %-ában meghatározott indikatív küszöbértéket és 2020-ban a GDP 68,7 %-ára emelkedett. A Covid19-világjárvány idején nyújtott szakpolitikai támogatások hatását tükrözve 2021-ben várhatóan 71,4 %-on tetőzik. A **bankrendszer** továbbra is megfelelően tőkésített, a nemteljesítő hitelek aránya nagyon alacsony, ugyanakkor a jövedelmezősége a 2020-ban bekövetkezett további csökkenést követően alacsony.
- A **reál lakásárak** 2020-ban 7,1 %-kal emelkedtek, és 2021 első felében gyors ütemben nőttek tovább a nem kielégítő lakáskínálati helyzet mellett. A lakásárak alakulása a potenciális túlértékelés jeleit mutatja.



Németország a Covid19-válság kitörésekor számottevő belföldi megtakarítási többlettel rendelkezett, amely elsősorban a háztartások és a kormány nettó megtakarításaiból eredt. A folyó fizetési mérleg többlete továbbra is magas, mivel a Covid19-járvánnyal összefüggésben nyújtott szakpolitikai támogatás ellenére a magánberuházások szintje továbbra is visszafogott, és a közberuházások még nem szüntették meg a régóta fennálló beruházási hiányokat. A lakásárak erőteljesen emelkedtek. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni az egyensúlyhiányok fennállását, illetve felszámolását.

4.6. ÉSZTORSZÁG

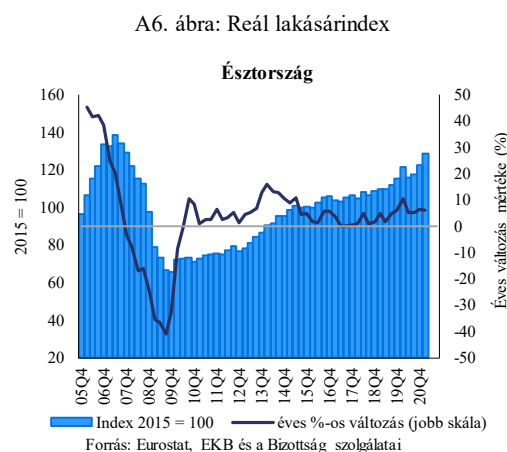
2021 júniusában Észtország vonatkozásában nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a reál effektív árfolyamra, a fajlagos munkaköltség növekedésére, a lakásárak növekedésére, a pénzügyi ágazat kötelezettségeire és az ifjúsági munkanélküliségre vonatkozó mutatók meghaladják az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 3 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 9 %-kal, 2022-ben pedig 3,7 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 16 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőségek** továbbra is korlátozottak, és a nettó nemzetközi befektetési pozíció az előrejelzések szerint – egy évtizedes folyamatos javulást követően – 2021-ben a GDP –22 %-a körül stabilizálódik. A kötelezettségek nagy része a közvetlen külföldi tőkebefektetések felhalmozott állományához köthető. A folyó fizetési mérleg 2020-ban kismértékű deficitet mutatott, amely 2021-ben várhatóan némileg tovább nő.
- A **fajlagos munkaköltség növekedése** néhány évnyi folyamatos erőteljes növekedés után 2020-ban tovább gyorsult. A fajlagos munkaköltségek az előrejelzések szerint 2021-ben csökkenni fognak az erőteljes kibocsátásnövekedés idején tapasztalt magasabb termelékenységnek és a késleltetett foglalkoztatási reakciónak köszönhetően, majd ezt követően ismét emelkedni fognak. Az exportpiaci részesedés az áru kivitelnek köszönhetően 2020-ig bővült, és várhatóan tovább nő, bár lassabb ütemben. A HICP-alapú reál effektív árfolyam a tavalyi évben marginálisan felértékelődött, bár kisebb mértékben, mint a pandémiát megelőző néhány évben.
- A **lakásárak** növekedése 2020-ban 6,9 %-ra gyorsult, és 2021-ben várhatóan tovább gyorsul, amit a nyugdíjesszűkítések 2021-ben lezajlott korai kivonása, az építőanyagárak emelkedése és a kínálati oldal szűk keresztmetszetei táplálnak, ugyanakkor a háztartások hitelfelvételi korlátai mérsékelhetik a növekedést. A lakásárak mutatói nem utalnak potenciális túlértékelési kockázatokra. A **bankszektor** továbbra is reziliens, a tőkemegfelelési mutatók magasak, a nemteljesítő hitelek aránya alacsony.
- A GDP-arányos **államadósság** továbbra is alacsony, de 2020-ban 10 százalékponttal nőtt, aminek háttérben a magasabb államháztartási hiány, az alacsonyabb nominális GDP és az elővigyázatossági kormányzati hitelfelvétel áll. Az előrejelzés szerint az államadósság 2022-ben eléri a GDP 20,4 %-át.
- A Covid19-válság következtében a **munkaerőpiaci helyzet** romlott. Az elmúlt évtizedben tapasztalt folyamatos csökkenést követően a munkanélküliségi ráta 2020-ban 6,8 %-ra emelkedett, és az előrejelzések szerint 2022-ben csökkenésnek indul majd. Az ifjúsági munkanélküliségi ráta 2020-ban jelentősen nőtt, és 2021-ben várhatóan tovább emelkedik.

Észtországban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció hordozott némi kockázatot. A Covid19-válsággal felgyorsult a lakásárak növekedése, de úgy tűnik, hogy a lakásárak nem túlértékeltek. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.



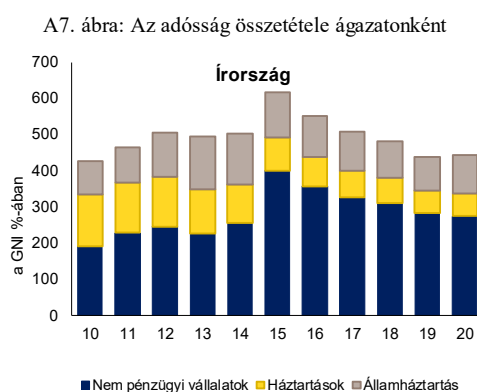
4.7. ÍRORSZÁG

A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Írországban makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, mindenekelőtt a magán- és az állami szektor magas adósságállományából és a magas külső eladósodottságból adódó sebezhetőségekkel összefüggésben. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérleg hiánya, a nettó nemzetközi befektetési pozíció, a magánszektor adóssága és az aktivitási ráta meghaladja az indikatív küszöbértéket⁴⁰.

A 2020. évi 5,9 %-os növekedést követően Írország gazdasága 2021-ben várhatóan 14,6 %-kal, 2022-ben pedig 5,1 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 28,1 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatóság** továbbra is aggodalomra ad okot. A nettó nemzetközi befektetési pozíció erősen negatív, bár azt számottevően felnagyítja a nemzetközi vállalatok tevékenysége. A NIIP 2020-ban a GDP -174 %-ára javult, és a jövőben várhatóan tovább javul. A folyó fizetési mérleg a 2019. évi hatalmas hiányról 2020-ban visszapattant, és az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben jelentős többletet fog mutatni, ami hozzájárul a külső pozíció javulásához.
- A **magánszektor adósságállománya** nagyon magas, 2020-ban a GDP közel 189 %-ára rúgott, de továbbra is csökken. A magánszektor adósságállományának nagy részét (a GDP 153 %-át és a módosított bruttó nemzeti jövedelem (GNI*) 274 %-át) a vállalati adósság teszi ki, és továbbra is meghaladja a fundamentális és prudenciális küszöbértékeket. A vállalatok adósságállományában a határokon átnyúló, csoporton belüli hitelezés magas aránya csökkenti a kockázatokat. 2020-ban a háztartások adósságállománya elérte a GDP körülbelül 36 %-át és a GNI* 64 %-át. Bár ez a prudenciális küszöbérték alatt marad és csökken, még mindig magas a háztartások rendelkezésére álló jövedelemhez képest (109 %).
- Az **államadósság** 2020-ban kismértékben, a GDP 58,4 %-ára nőtt. A várakozások szerint 2021-ben visszatér a csökkenő tendenciájához. Ezzel szemben az államadósság a GNI* értékéhez viszonyítva továbbra is nagy.
- A **bankszektor** stabilabb helyzetben van, mint a 2010-es pénzügyi válság előtt. A bankok tőkeerősek, de a jövedelmezőségük tekintetében – amely 2020-ban negatívvá vált – hosszabb távú kihívásokkal szembesülnek. A nemteljesítő hitelek aránya az elmúlt években jelentősen csökkent, és arányuk továbbra is alacsony, 2,6 % volt 2021 júniusában.
- A **lakásárak** 2020-ban reálértéken stagnáltak, de 2021-ben várhatóan enyhén emelkednek, amit a kínálati oldalon mutatkozó hiányok idéznek elő. Az értékelési különbözettel kapcsolatos mutatószámok nem utalnak potenciális túlértékelésre, de a lakások megfizethetősége továbbra is problémát jelent, mivel az EU-ban itt az egyik legnagyobb annak a mutatónak az értéke, amely megmutatja, hogy átlagosan hány évnyi jövedelem szükséges egy lakás megvásárlásához.
- A **munkanélküliségi ráta** 2020-ban 5,7 %-ra nőtt, és az előrejelzések szerint 2021-ben a Covid19-válság következtében 7,5 %-ra emelkedik, de ezt követően valószínűleg ismét csökkenni fog. Az



Forrás: Eurostat és CSO

Megjegyzés: A módosított bruttó nemzeti jövedelem (GNI*) pontosabban tükrözi az alapul szolgáló gazdasági tevékenységet, mivel kizárja a multinacionális vállalatok hatásának egy részét.

⁴⁰ Az Írország vonatkozásában készült, a kiigazítási programot követő 2021. őszi felülvizelt jelentés szintén foglalkozik a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben említett sebezhetőségek egy részével.

aktivitási ráta hároméves változása 2020-ban negatívba fordult, de az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben ismét pozitív lesz.

Írországban a Covid19-válság kitörésekor a külső, a magán- és az államadóssághoz kapcsolódó sebezhetőségek álltak fenn. Mivel Írország gazdasága a válság ellenére nőtt, a külső és a magánszektor adósságállományához kapcsolódó sebezhetőségek valamelyest enyhültek, de az államadósság nőtt. Össességében a Bizottság – az egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni az egyensúlyhiányok fennállását, illetve felszámolását.

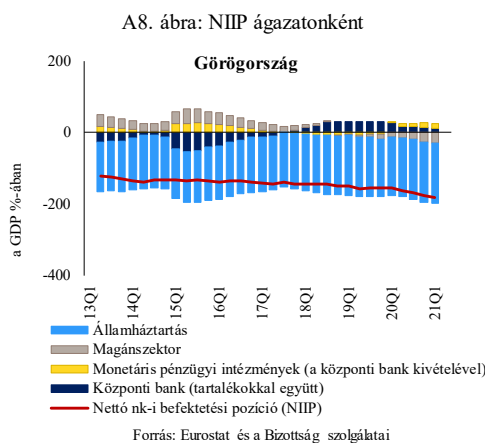
4.8. GÖRÖGORSZÁG

A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Görögországban túlzott makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, amelyek háttérében az államháztartás jelentős eladósodottsága, a külső egyensúly nem teljes körű helyreállítása és a nemteljesítő hitelek magas aránya áll, miközben a gazdaságban magas munkanélküliség és alacsony potenciális növekedés tapasztalható. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, konkrétan a nettó nemzetközi befektetési pozíció, az államadósság, az exportpiaci részesedés, a pénzügyi szektor kötelezettségei, a munkanélküliségi ráta és az aktivitási ráta meghaladja az indikatív küszöbértéket⁴¹.

A 2020. évi -9 %-os meredek esést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint visszapattan, és a növekedés 2021-ben várhatóan eléri a 7,1 %-ot, 2022-ben pedig az 5,2 %-ot. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 2,4 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatóság** romlott 2020-ban, mivel a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább csökkent, ami a GDP csökkenésére és a folyó fizetési mérleg hiányának jelentős, a GDP 6,6 %-ára történő romlására vezethető vissza. Az idegenforgalom újbóli beindulásával a folyó fizetési mérleg hiánya az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben csökkenni fog. A nettó nemzetközi befektetési pozíció jelentős hányada a kedvezményes feltételekkel felvett, hosszú lejáratú államadóssághoz köthető.
- A **GDP-arányos államadósság** 2020-ban 26 százalékponttal, a GDP 206,3 %-ára nőtt, ami a recesszió mélységének és a Covid19-válság gazdasági és szociális hatásainak enyhítését célzó intézkedéseknek tudható be. E növekedés több mint felét a nevezőhatás okozta. Az előrejelzés szerint az államadósság GDP-hez viszonyított aránya 2021-től csökken. A hosszú távú bruttó finanszírozási igények nem változtak jelentősen a világválság kezdete óta, főként a refinanszírozási kamatlábak csökkenése miatt.
- A **bankszektor** jövedelmezősége 2020-ban negatívvá vált, és az elsődleges alapvető tőke megfelelési mutató az egyik legalacsonyabb az EU-ban, részben a bankok mérlegének folyamatban lévő megtisztítása miatt. 2021 márciusában 26,1 %-os volt a nemteljesítő hitelek aránya⁴², ami még mindig magas, de 2020-ban jelentősen csökkent, és 2021-ben a csökkenés lassú ütemben ugyan, de várhatóan folytatódni fog. A moratóriumok lejártát követően a kezdeti értékelés csak mérsékelt kedvezőtlen hatást mutat az eszközminőség tekintetében, de lefelé mutató kockázatok továbbra is fennállnak.
- A **munkanélküliségi ráta** a világválság alatt is tovább csökkent, főként a kormány támogatási intézkedéseinek köszönhetően, de 2020-ban továbbra is magas, 16,3 %-os volt. A munkanélküliségi ráta az előrejelzési időszakban várhatóan tovább csökken.



⁴¹ A riasztási mechanizmus keretében készült ezen jelentésben említett sebezhetőségek egy részével a Görögország vonatkozásában készült 12. megerősített felügyeleti jelentés is foglalkozik.

⁴² Az Európai Központi Bank meghatározása szerint: a konszolidált alapon számított összes bruttó hitel és előleg arányában kifejezett nemteljesítő hitelek (azaz a nevezőben a központi bankokkal szembeni készpénzegenlegek és egyéb látra szóló betétek is szerepelnek). Ez az adat eltér a megerősített felügyelet keretében jelentett számadattól, amely a Görög Nemzeti Bank jelentése szerint a nemteljesítő hitelek arányát az ügyfélhitelek teljes bruttó állományához viszonyítva állapítja meg egyedi alapon.

Görögországban a Covid19-válság kitörésekor az államadóssággal, a külső egyensúly nem teljes körű helyreállításával, a nemteljesítő hitelek korábban felhalmozódott állományával, a munkanélküliséggel és az alacsony potenciális növekedéssel kapcsolatos sebezhetőségek álltak fenn. A Covid19-válság következtében nőtt az államadósság és a külső egyensúlyhiány. Összességében a Bizottság – a túlzott egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és figyelemmel kísérni a túlzott egyensúlyhiányok felszámolása terén tett előrelépést.

4.9. SPANYOLORSZÁG

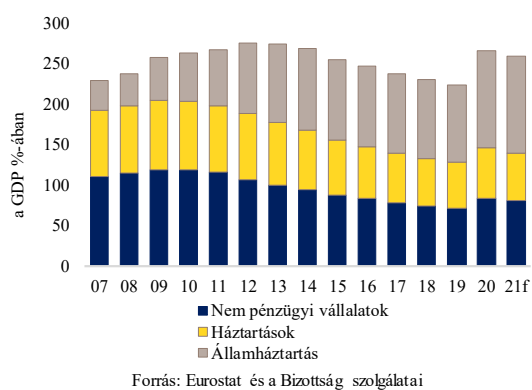
A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Spanyolországban határokon átnyúló jelentőséggel bíró makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, amelyek a külső, a magán- és az államadósság magas szintjéhez kapcsolódnak, miközben a gazdaságban jelentős munkanélküliség tapasztalható. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, konkrétan a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a fajlagos munkaköltség növekedése, az exportpiaci részesedés, az államadósság és a magánszektor adósságállománya, a munkanélküliségi ráta, valamint az aktivitási ráta meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 10,8 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 4,6 %-kal, 2022-ben pedig 5,5 %-kal nő. A nominális GDP 2023-ban várhatóan 2,6 %-kal haladja meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A GDP-arányos negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció növekedésével 2020-ban romlott a **külső fenntarthatóság**, főként a GDP csökkenése, de néhány negatív értékelési változás miatt is. A GDP-arányos NIIP 2020-ban elérte a -85,5 %-ot, de az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben javulni fog. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök (NENDI) nélkül számított nettó nemzetközi befektetési pozíció továbbra is számottevő. A folyó fizetési mérleg többlete 2020-ban a GDP 0,8 %-ára csökkent, amit az exportpiaci részesedés romlása kísért, részben a gyenge nemzetközi turizmus miatt. A folyó fizetési mérleg várhatóan némi többletet mutat 2021-ben és 2022-ben.
- **A vállalatok és a háztartások eladósodottsága** 2019-ig csökkenő pályán volt. A Covid19-váltsággal a magánszektor GDP-arányos államadóssága 2020-ban valamivel a GDP 146 %-a fölé emelkedett, ami tükrözi mind a vállalati szektorba irányuló nettó hiteláramlást, mind – nagyobb mértékben – a GDP jelentős visszaesését, ezáltal meghaladva a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében meghatározott 133 %-os küszöbértéket. A magánszektor GDP-arányos adósságrátájának növekedése a várható gazdasági fellendülés miatt 2021-ben valószínűleg részben megfordul.
- Az eleve magas **GDP-arányos államadósság** 2020-ban 25 százalékponttal, a GDP 120 %-ára nőtt, ami a recesszió mélységének és a Covid19-váltság nyomán hozott kormányzati támogató intézkedések hatásának tudható be. Az előrejelzések szerint az államadósság 2022-re mérsékelten, a GDP 116 %-ának megfelelő értékig csökken. A pénzügyi ágazat és a közszektor negatív visszacsatolási láncjaihoz kapcsolódó kockázatok továbbra is fennállnak, és azokat a vállalati szektornak a világválság miatti növekvő sebezhetősége fokozhatja.
- A **bankszektor** az elmúlt évtizedben reziliensebbé vált. A Covid19-váltság alatt a bankszektor tőkehelyzete kismértékben javult, bár még mindig alacsony. A bankok likviditási pozíciója stabil maradt. A jövedelmezőség hosszú ideje alacsony, és 2020-ban negatívvá vált. A nemteljesítő hitelek aránya 2020-ban 2,8 %-ra csökkent. Ugyanakkor az állami támogatási intézkedések – különösen a hitelmoratóriumok és a garanciarendszerek – fokozatos kivezetésével a nemteljesítő hitelek aránya idővel növekedhet.
- A **munkanélküliségi ráta** több évnyi csökkenés után 2020-ban a Covid19-váltság miatt ismét növekedett, egészen 15,5 %-ig, és ezzel az indikatív küszöbérték felett maradt. Az előrejelzés szerint a munkanélküliségi ráta 2021-ben és 2022-ben is csökkenni fog. Az aktivitási ráta csökkent, és

A9. ábra: Az adósság összetétele ágazatonként
Spanyolország



továbbra sem éri el az indikatív küszöbértéket. Emellett továbbra is aggodalomra ad okot a munkaerőpiac szegmentációja.

Spanyolországban a Covid19-válság kitörésekor a külső, a magán- és az államadóssághoz, valamint a jelentős munkanélküliséghez kapcsolódó sebezhetőségek álltak fenn. A Covid19-válság következtében nőttek az adósságráták és a munkanélküliség. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni az egyensúlyhiányok fennállását, illetve felszámolását.

4.10. FRANCIAORSZÁG

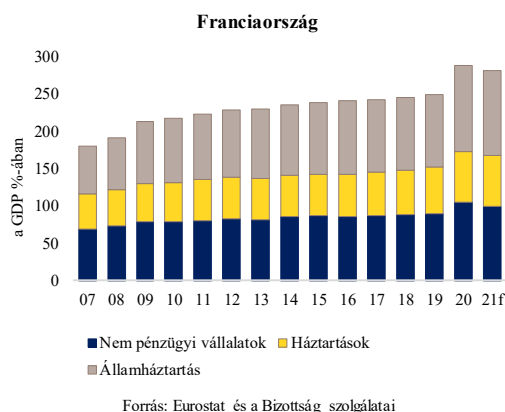
A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Franciaországban határokön átnyúló jelentőséggel bíró makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, amelynek háttérében a magas államadósság-állomány és a gyenge versenyképesség áll, miközben a gazdaságban a termelékenység lassú növekedése tapasztalható. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, konkrétan a kormányzati és a magánszektor adósságállománya, az exportpiaci részesedés, valamint az aktivitási ráta meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 7,9 %-os visszaesést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 6,5 %-kal, 2022-ben pedig 3,8 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 6,7 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső pozíció** 2020-ban romlott: a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció GDP-hez viszonyított aránya a megnövekedett folyó fizetésimérleg-hiány és a GDP csökkenése miatt mintegy –30 %-ra csökkent. Az export várt fellendülésének köszönhetően a folyó fizetési mérleg várhatóan némileg javulni fog az elkövetkező években. A nettó nemzetközi befektetési pozíció az előrejelzések szerint a jelenlegi szintek körül stabilizálódik.
- A **magánszektor GDP-arányos adóssága** 2020-ban 21 százalékponttal tovább emelkedett és ezzel csaknem 174 %-ra nőtt, amit az erőteljes hiteláramlás is támogatott. Ez a növekedés 2021-ben várhatóan némileg megfordul. Ugyanakkor a vállalatok eladósodottságának növekedése mellett a vállalati likviditási tartalékok is nőnek, és ehhez hasonlóan a háztartások adósságállományának növekedését a betétállomány növekedése kísérte. A reál **lakásárak** 2020-ban valamivel gyorsabban emelkedtek, mint 2019-ben, és a potenciális túlértékelés jeleit mutatják.
- Az eleve magas **GDP-arányos államadósság** 2020-ban 18 százalékponttal, a GDP 115 %-ára nőtt, ami a Covid19-válság nyomán hozott kormányzati támogató intézkedések hatásának és a recesszió mélységének tudható be. A GDP-arányos államadósság az előrejelzések szerint 2021-ben csökkenésnek indul majd.
- Több évnyi javulást követően a Covid19-válság hátrányosan érintette a **versenyképességi** mutatókat. A fajlagos munkaköltség növekedése ideiglenesen felgyorsult 2020-ban, annak ellenére, hogy csökkent az egy munkavállalóra jutó jövedelem. Ez várhatóan csak részben fog megfordulni az elkövetkező években. Az exportpiaci részesedések 2020-ban bekövetkezett jelentős csökkenése várhatóan helyreáll az elkövetkező években.
- A **bankszektor** egészséges és emelkedő tőkeszinteket mutat, miközben a nemteljesítő hitelek már amúgy is alacsony aránya 2020-ban tovább csökkent, 2,2 %-ra. Ez a szám azonban a kormányzati támogatási intézkedések fokozatos kivezetésével emelkedhet.
- A Covid19-válság miatt a **munkaerőpiaci** helyzet 2020-ban romlott, és csökkent az összfoglalkoztatottság és az aktivitási ráta. 2021-től várhatóan mind a foglalkoztatási, mind az aktivitási ráta javulni fog.

A10. ábra: Az adósság összetétele ágazonként



Franciaországban a Covid19-válság kitörésekor az államadóssággal és a versenyképességgel kapcsolatos sebezhetőségek álltak fenn, és a gazdaságot alacsony termelékenység jellemezte. A Covid19-

válság következtében nőtt a külső, a magán- és az államadósság. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni az egyensúlyhiányok fennállását, illetve felszámolását.

4.11. HORVÁTORSZÁG

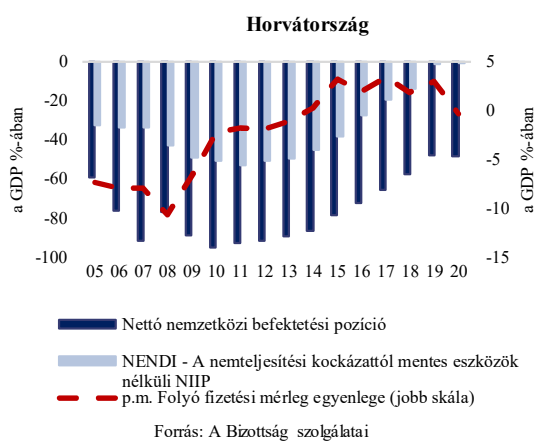
A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Horvátországban makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, ami a külső, a magán- és az államadósság magas szintjéhez kapcsolódik, összefüggésben az alacsony potenciális növekedéssel. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozícióra, a fajlagos munkaköltség növekedésére, a lakásárak emelkedésére és a bruttó államadósságra vonatkozó mutatók meghaladják az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 8,1 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 8,1 %-kal, 2022-ben pedig 5,6 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 9,5 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatóság** 2020-ban romlott. A folyó fizetési mérleg egyenlege 2020-ban a GDP 0,1 %-ának megfelelő hiányba fordult át, ami elsősorban az idegenforgalommal kapcsolatos export világvármány miatti visszaesésének tudható be. A hároméves átlagos többlet 1,6 %-ra csökkent. A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2020-ban enyhén, a GDP –47,8 %-ára romlott, de 2021-től várhatóan ismét javulni fog. Ezzel szemben a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíció (NENDI) tovább javult, és 2020-ban kiegyensúlyozott pozíciót ért el.
- A **nominális fajlagos munkaköltség** növekedése a termelékenység csökkenése közepette 2020-ban felgyorsult, és a hároméves változás 13,7 %-ra nőtt. A fajlagos munkaköltség növekedése az előrejelzések szerint 2021-ben negatívvá fordul.
- 7,3 %-os reál növekedéssel a **lakásárindex** 2020-ban ismét meghaladta a küszöbértéket, ami növeli a lakások megfizethetőségének problémáját. A lakásárak növekedése 2021-ben várhatóan lassulni fog. A lakásárak – az építőipari árak alakulására is kiterjedő – további nyomon követést igényelnek.
- A **magánszektor GDP-arányos adósságállománya** a mintegy 88 %-ról 2020-ban 98 %-ra nőtt a GDP csökkenése és a pozitív, bár alacsony volumenű hiteláramlás miatt. A nevezőhatás (GDP-növekedés) miatt 2021-ben valószínűleg megfordul mind a vállalati, mind a háztartási adósságrata növekedése. Bár a **bankszektor** tőkeerős és jövedelmezősége is magas, a nemteljesítő hitelek aránya is viszonylag magas, 5 %-ot meghaladó mértékű. A jövőre nézve szorosan nyomon kell követni az állami támogatási intézkedések fokozatos kivezetésének hatását, különös tekintettel a hitelmoratóriumokra és a garanciarendszerekre.
- A **GDP-arányos államadósság** öt évnyi csökkenést követően 2020-ban 16 százalékponttal, a GDP 87,3 %-ára nőtt, ami a Covid19-válság nyomán hozott kormányzati intézkedéseknek és a recesszió mélységének tudható be. A várható gazdasági fellendülés és a költségvetési támogatás kivezetése nyomán az előrejelzések szerint 2021-ben folytatódik az államadósság csökkenése.

A11. ábra: NIIP, magán- és államadósság



Horvátországban a Covid19-válság kitörésekor a külső, a magán- és az államadóssághoz kapcsolódó sebezhetőségek álltak fenn, és a gazdaságban alacsony potenciális növekedés volt tapasztalható. A Covid19-válság következtében az adósságraták nőttek. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni az egyensúlyhiányok fennállását, illetve felszámolását.

4.12. OLASZORSZÁG

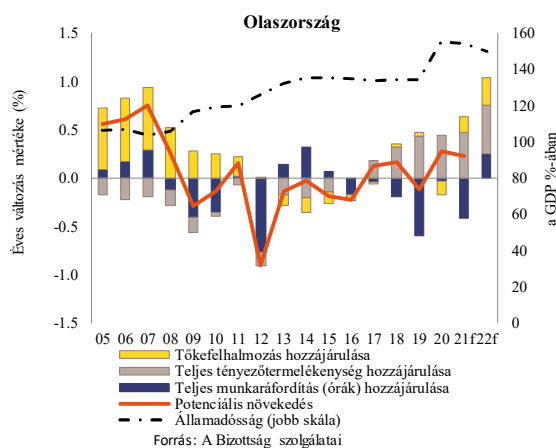
A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Olaszországban határokön átnyúló jelentőséggel bíró túlzott makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, amelyek a magas államadóssághoz és a tartósan gyenge termelékenységi dinamikához kapcsolódnak, miközben a munkaerőpiacon és a bankszektorban sebezhetőségek jelei tapasztalhatók. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján az államadósság és az aktivitási ráta mutatói meghaladják az indikatív küszöbértéket.

Miután a reál-GDP a Covid19-válság következtében 2020-ban meredeken, 8,9 %-kal csökkent, a reál-GDP növekedése az előrejelzések szerint 2021-ben 6,2 %-ra, 2022-ben 4,3 %-ra javul. A nominális GDP 2022-ben várhatóan körülbelül 4,6 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső pozíció** kiegyensúlyozott nettó nemzetközi befektetési pozícióval stabil. A folyó fizetési mérlegnek 2020-ban a GDP 3,8 %-át kitevő többlete várhatóan csekély mértékben csökken 2021-ben, nagyrészt a növekvő olajárak és az erősebb importkereslet miatt.
- A **magánszektor adósságállománya** 2020-ban nőtt, és mind a háztartások, mind a vállalatok adósságállománya megközelítette a prudenciális és a fundamentumonokon alapuló referenciaértékeket. A gazdasági növekedés folytatódásával 2021-től várhatóan a magánszektor adósságállományának mindkét összetevője csökkenni fog.
- A **munkatermelékenység** 2020-ban meredeken esett, mivel a csökkentett munkaidős foglalkoztatási rendszerek fenntartották a foglalkoztatást, miközben a gazdasági kibocsátás zuhant. A GDP-növekedés helyreálltával a termelékenység középtávon várhatóan javulni fog. A **fajlagos munkaköltség** növekedése 2020-ban fokozódott, de a jövőben mérsékelt bérnövekedés mellett várhatóan lassulni fog.
- A **GDP-arányos államadósság** 2020-ban 21 százalékponttal nőtt, és elérte a 155,6 %-ot. Az adósságráta növekedésének több mint felét a nevezőhatás okozta. Az államadósság-ráta a tartósan biztosított szakpolitikai támogatás ellenére 2021-ben várhatóan csökkenni kezd, és a következő években csökkenő pályán marad. A pénzügyi és vállalati szektor visszacsatolási folyamatai továbbra is kockázatot jelentenek az államháztartásra nézve, tekintettel az államilag garantált hitelek jelentős arányára és a vállalati fizetéképtelenségek növekedésének kockázatára, jóllehet ezek száma jelenleg alacsony.
- A **bankszektorban** folytatódott a javulás, de továbbra is fennállnak sebezhetőségek. A nemteljesítő hitelek arányának csökkenése tovább javult, de a 2021 első negyedévében elért 4,5 %-os mutatóval továbbra is a 2,4 %-os euróvezeti átlag felett van. A világjárvány nyomán hozott likviditási intézkedések támogatták a banki hitelezés volumenét. A bankok jövedelmezősége azonban tovább csökkent 2020-ban. A jövőre nézve szorosan nyomon kell követni az állami támogatási intézkedések fokozatos kivezetésének hatását, különös tekintettel a hitelmoratóriumokra és a garanciarendszerekre.
- A **munkanélküliségi ráta** a legtöbb uniós országgal ellentétben 2020-ban tovább csökkent, 9,2 %-ra, de 2021-ben várhatóan növekedni fog. Az ifjúsági munkanélküliségi ráta 2020-ban tovább nőtt, és nagyon magas. A rendelkezésre álló munkaerő nagysága még mindig nem érte el a Covid19-válság előtti szintet. A tartósan fennálló strukturális munkaerőhiány a munkanélküliségi ráta gyorsabb csökkenésének gátja lehet az elkövetkező években.

A12. ábra: Potenciális növekedés és magánadósság



Olaszországban a Covid19-válság kitörésekor a magas államadóssághoz és a gyenge termelékenység-növekedéshez kapcsolódó sebezhetőségek álltak fenn, miközben a gazdaságban viszonylag magas munkanélküliség volt tapasztalható. A Covid19-válság következtében az adósságráták emelkedtek, miközben a pénzügyi szektor sebezhetősége és a munkaerőpiac sebezhetősége továbbra is fennáll. Összességében a Bizottság – a túlzott egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és figyelemmel kísérni a túlzott egyensúlyhiányok felszámolása terén tett előrelépést.

4.13. CIPRUS

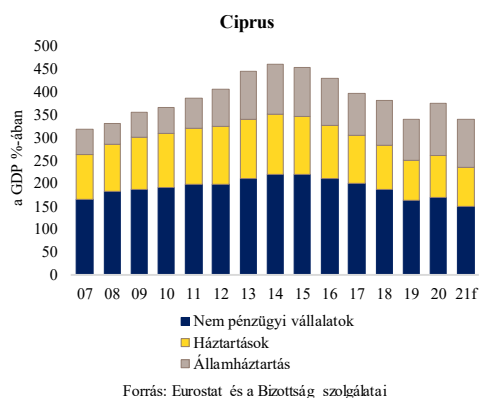
A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Cipruson túlzott makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn. A sebezhetőségek a számottevő külső, állami és magánszektorbeli adósságállománnyal, a nemteljesítő hitelek még mindig magas szintjével, továbbá a folyó fizetési mérleg jelentős hiányával függenek össze. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, konkrétan a folyó fizetési mérleg, a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), az államadósság és a magánszektor adósságállománya meghaladja az indikatív küszöbértéket⁴³.

A 2020. évi 5,2 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 5,4 %-kal, 2022-ben pedig 4,2 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 7 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőségek** továbbra is aggodalomra adnak okot, mivel a nettó nemzetközi befektetési pozíció 2020-ban erősen negatív maradt, bár ez nagyrészt a különleges célú gazdasági egységek tevékenységéből ered. A folyó fizetési mérleg hiánya, amely 2019-ben a GDP 5,7 %-a volt, 2020-ban jelentősen romlott, 10,1 %-ra, mivel a világvárvány rendkívül negatívan hatott az idegenforgalmi bevételekre. 2021-ben és 2022-ben némi javulás várható.
- Az **államadósság** GDP-hez viszonyított aránya 2020-ban 24 százalékponttal, 115,3 %-ra nőtt, mivel a kormány jelentős készpénztartalékot képezett, hogy biztosítsa a szükséges forrásokat a világvárvány elleni küzdelemhez, a gazdaság támogatásához és a likviditási kockázatok kezeléséhez. Az előrejelzések szerint az államadósság-ráta 2021-ben ismét csökkenő pályára áll.
- Az éveken át tartó folyamatos csökkenést követően a **magánszektor** adósságrátája 2020-ban nőtt, ami azzal magyarázható, hogy a nominális GDP a világvárvány következtében csökkent. A háztartások adósságállományának GDP-hez viszonyított aránya elérte a 91 %-ot, a nem pénzügyi vállalatok adósságrátája pedig a GDP közel 170 %-ára emelkedett. A várható gazdasági helyreállítás figyelembevételével 2021-ben a magánszektor eladósodottsága az előrejelzések szerint visszatér a csökkenő pályára, bár a prudenciális és a fundamentális küszöbértékek felett marad.
- A **bankszektor** 2020-ban veszteségessé vált. A nemteljesítő hitelek állománya még mindig magas, de 2020-ban jelentősen csökkent. A nemteljesítő hitelek aránya 2021 első felében stabilan 10 % körül maradt. Emellett tervben van további portfóliók értékesítése. A hiteltörlesztési moratórium 2021. januári megszüntetése eddig nem gyakorolt jelentős negatív hatást az eszközminőségre, de a későbbiekben fontos lesz szorosan nyomon követni az állami támogatási intézkedések fokozatos megszüntetésének hatását.

A13. ábra: Adósság és nemteljesítő hitelek



Ciprusra a Covid19-válság kitérésekor a külső, a magán- és az államadóssághoz kapcsolódó sebezhetőségek voltak jellemzők. A Covid19-válság következtében romlott a folyó fizetési mérleg hiánya és nőtt az adósságráták. Összességében a Bizottság – a túlzott egyensúlyhiányok júniusi megállapítását

⁴³ A Ciprus vonatkozásában készült, a kiigazítási programot követő 2021. őszi felülvizelt jelentés szintén foglalkozik a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben említett sebezhetőségek egy részével.

is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és figyelemmel kísérni a túlzott egyensúlyhiányok felszámolása terén tett előrelépést.

4.14. LETTORSZÁG

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

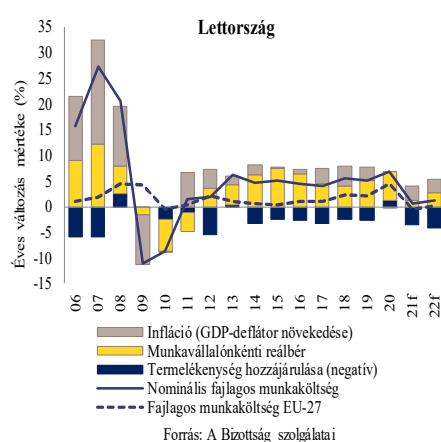
A 2020. évi 3,6 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 4,7 %-kal, 2022-ben pedig 5 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 12,9 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg** 2020-ban a GDP 2,9 %-át kitevő többletet ért el, aminek következtében jelentősen javult a nettó nemzetközi befektetési pozíció, amely jelenleg a GDP -34,7 %-át teszi ki, és így valamivel a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás küszöbértéke alatt marad. Lettország negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciója elsősorban az államadósságból és a közvetlen külföldi befektetésekből ered, amelyek csekély kockázatot jelentenek az adósságszolgálati költségek hirtelen megugrása vagy felértékelődése szempontjából. A folyó fizetési mérleg egyenlege az előrejelzések szerint 2022-ben némileg ismét negatívvá válik, de a nettó nemzetközi befektetési pozíció várhatóan tovább javul.
- A **költség-versenyképesség mutatói** 2020 vonatkozásában arra utalnak, hogy a gyengülés folytatódik. A fajlagos munkaköltség növekedése már a világválság előtt is magas volt, 2020-ban pedig tovább nőtt a csökkenő termelékenység és a bérek folytatódó emelkedése miatt. Változatlanul jelentős a béremelkedés, ami a tartósan fennálló szakemberhiánnyal, valamint azzal magyarázható, hogy a munkahelyek Covid19-járvány miatti megszűnése elsősorban az alacsony bérezésű ágazatokban volt jellemző. A Covid19-járvánnyal kapcsolatos termelékenységi hatások várhatóan átmenetiek lesznek, de a csökkenő munkaerő-kínálatból eredő bérnyomás – a demográfiai csökkenés folytatódásával párhuzamosan – várhatóan a jövőben is fennáll majd. Lettország exportpiaci részesedése 2020-ban jelentősen nőtt. A HICP-alapú reál effektív árfolyam felértékelődött, amelyet jelentősen befolyásolt az orosz rubel – 2020-ban mintegy 20 %-os – leértékelődése.
- Több éven át tartó dinamikus áremelkedést követően a **reállakásárok növekedése** 2020-ban jelentősen lelassult. A magánszektor adósságszintje változatlan maradt, a vállalati szektorra visszafogott hitelállomány volt jellemző. A **pénzügyi ágazat** stabil és tőkeerős, 2020-ban azonban számottevően romlott a jövedelmezősége.
- A Covid19-válsággal összefüggésben a **munkanélküliségi ráta** 2020-ban 8,1 %-ra nőtt, az előrejelzések szerint 2021-ben csökkenésnek indul majd. 2020-ban az ifjúsági munkanélküliség is nőtt, és az előrejelzések szerint 2021-ben tovább emelkedik. A munkaerőpiaci helyzet Covid19-válság miatti romlása várhatóan átmeneti lesz, és a munkanélküliségi ráta 2023-ra újra a válság előtti szinthez közelít.

Lettországban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok, bár a nettó nemzetközi befektetési pozíció negatív volt, és jelentősen

A14. ábra: A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban



nőtt a fajlagos munkaköltség. A munkaerő-kínálati nyomással és a költség-versenyképességgel kapcsolatos problémák várhatóan a Covid19-válságot követően is fennmaradnak, de a kockázatok visszafogottnak tűnnek. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

4.15. LITVÁNIA

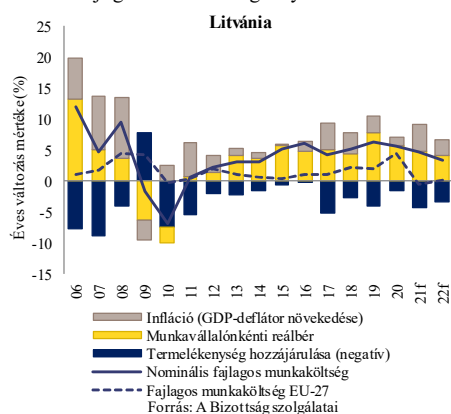
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Litvánia tekintetében nem állapítottak meg egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján öt mutató haladja meg az indikatív küszöbértéket, konkrétan: a reál effektív árfolyam, a fajlagos munkaköltség növekedése, a lakásárak emelkedése, a pénzügyi ágazat kötelezettségei és az ifjúsági munkanélküliségi ráta.

A 2020. évi 0,1 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 5 %-kal, 2022-ben pedig 3,6 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 18 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőségek** továbbra is visszafogottak, mivel a folyó fizetési mérleg 2020-ban a GDP 7,3 %-át kitevő többletet mutatott. A számottevően magasabb többlet az áruk és szolgáltatások exportjának kedvező alakulásával magyarázható, és az előrejelzések szerint a jövőben továbbra is jelentős marad, bár némileg alacsonyabb szinten. A nettó nemzetközi befektetési pozíció – bár negatív – gyorsan javul. Nagyrészt felhalmozódott közvetlen külföldi befektetések alkotják, és a beáramló tőke jelentős része újrabefektetett jövedelem, ami csökkenti a kapcsolódó kockázatokat.

A15. ábra: A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban



- Folytatódik a **fajlagos munkaköltség** gyors növekedése. A munkaerőpiaci nyomás és a közszférában megfigyelhető béremelkedés – részben a járvány kezelésével összefüggő igényeket tükrözve – befolyásolja a munkaerő javadalmazásának dinamikáját. 2020-ban és 2021 első felében a béremelkedés magas maradt, meghaladta a 10 %-ot. A múltbelihez képest már viszonylag magas a bérhányad, és a járvány idején bekövetkezett megugrás után a közszférában a tervek szerint lassul a bérnövekedés, ezért a jelenlegi tendencia várhatóan nem fog fennmaradni. Az előrejelzések szerint a fajlagos munkaköltség érzékelhetően növekszik, de valamivel alacsonyabb ütemben, mint a közelmúltban.
- Az ingatlanpiacon a **lakásárak** emelkedésének gyorsulása figyelhető meg. Az értékelési különbözettel kapcsolatos mutatószámok azonban nem utalnak potenciális túlértékelésre. A lakásárak növekedése 2020-ban elérte a 6,4 %-ot, és 2021 első felében felgyorsult. Ez részben a kínálati oldali korlátok erősödésének tudható be, amelyek lassan kezdenek enyhülni. A várakozások szerint a következő években a lakásárak emelkedésének lendülete csökkenni fog, részben a munkából származó jövedelem növekedésének előre jelzett lassulása miatt. Noha a jelzáloghitelek állománya dinamikusán nőtt, a háztartások eladósodottsága még mindig meglehetősen alacsony. A **bankszektor** tőkeerős, nyereséges, és a nemteljesítő hitelek aránya pedig rendkívül alacsony.
- Újra érzékelhetővé válik a **munkaerőpiaci** nyomás. A munkanélküliségi ráta 2020-ban 8,5 %-ra nőtt, de a későbbiekben várhatóan fokozatosan csökkenni fog. Az ifjúsági munkanélküliség 2020-ban nőtt, de az előrejelzések szerint 2021-ben csökkenésnek indul. A munkaerőhiány, amely már a járvány nyomán kialakult válságot megelőzően is növekedett, számos gazdasági ágazatban felfelé irányuló nyomást gyakorol a munkaköltségekre.

Litvániában a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok, bár a munkaerőpiaci nyomás erősödött. A közelmúltban ismét érzékelhetővé vált a munkaerőhiány, ami felfelé irányuló nyomást gyakorolt a munkaköltségekre, bár az előrejelzések szerint a fajlagos munkaköltség növekedése némileg enyhül. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

4.16. LUXEMBURG

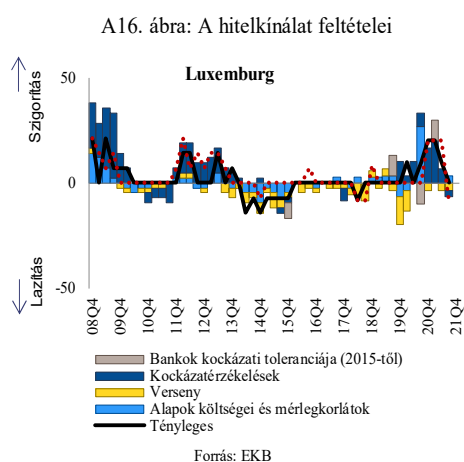
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Luxemburg tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a fajlagos munkaköltség növekedése, a lakásárak emelkedése, a magánszektor adósságszintje és a hitelállomány bővülése, valamint az ifjúsági munkanélküliség mutatója meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A reál-GDP 2020-ban viszonylag kismértékben, 1,8 %-kal csökkent a Covid19-válság következtében, és 2021 első negyedében ismét elérte a válság előtti szintet. Az előrejelzés 2021-ben 5,8 %-os, 2022-ben pedig 3,7 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 2022-ben 17,6 %-kal meghaladja majd a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatósági** kockázatok továbbra is korlátozottak. A folyó fizetési mérleg egyenlege és a nettó nemzetközi befektetési pozíció jelentős mértékben pozitív.
- A **fajlagos munkaköltség** 2020-as markáns növekedésének háttérében részben a Covid19-válsággal magyarázható munkaerő-tartalékolás áll. A válság nyomán 2020-ban a munkanélküliségi és az ifjúsági munkanélküliségi ráta egyaránt nőtt.
- A **magánszektor GDP-arányos adósságrátája** 2020-ban nagyon magas, mintegy 317 %-os volt, annak ellenére, hogy a közelmúltban, 2020 második felétől csökkenni kezdett, főként a **vállalati adósságállomány** csökkenése miatt. A vállalati adósság 80 %-át a Luxemburg globális pénzügyi központjában működő csoportokhoz tartozó vállalatok határon átnyúló hitelezési tevékenysége teszi ki, ami csökkenti a kockázatokat.
- A **háztartások adósságállománya** 2020-ban tovább nőtt, a GDP mintegy 69 %-ára, ami a referenciaértékek alatt van, bár a rendelkezésre álló jövedelemmel összevetve lényegesen magasabb (170 %). A jelzáloghitelek állományának bővülése továbbra is jelentős, ami összefügg a rendkívül gyors lakásár-emelkedéssel. Emiatt a nemzeti rendszerkockázati testület aktiválta a makroprudenciális (hitelfedezeti) korlátozásokat, és 2021 januárjától növelte az anticiklikus tőkepuffert.
- A világitörvény kitérője óta a **lakásárak** növekedése kétszámjegyű, ami egyértelműen potenciális túlértékeltségre utal. Az elfogadott intézkedések végrehajtása nyomán azonban az áremelkedés az előrejelzések szerint mérsékelt lesz. Az intézkedések közé tartozik a földhasználat és az ingatlanadó reformja a strukturális lakáskínálat-hiány kezelése érdekében. Fokozzák a lakóingatlan-építési beruházásokat, és a cél a megfizethető lakások állami kínálatának javítása.
- A **bankszektor** tőkeerős és likvid, bár jövedelmezősége 2020-ban visszaesett. A nemteljesítő hitelek aránya továbbra is nagyon alacsony, többek között az időben megvalósított és megfelelő szakpolitikai válaszintézkedéseknek, így a moratóriumoknak és a csökkentett munkaidős foglalkoztatásnak köszönhetően. A jelzáloghitel-állomány tartósan dinamikus növekedése a háztartások már amúgy is magas eladósodottsága mellett kockázatot jelent a bankszektor számára.

Luxemburgban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok, bár a lakásárak emelkedése és a háztartások adósságállománya hordozott kockázatokat. Ezek a kockázatok tovább erősödtek. A Bizottság mindezek alapján



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

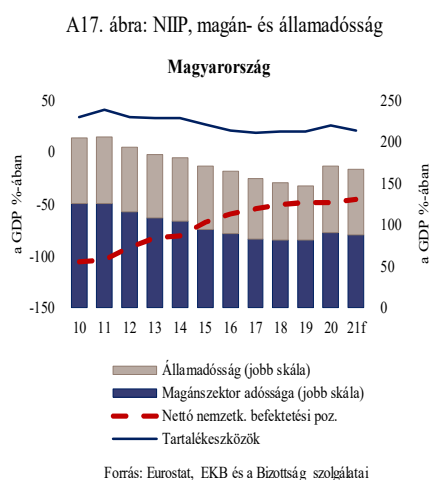
4.17. MAGYARORSZÁG

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Magyarország tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozícióra, a fajlagos munkaköltség növekedésére, az államadósságra, a pénzügyi szektor kötelezettségeire és az ifjúsági munkanélküliségre vonatkozó mutatók meghaladják az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 4,7 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 7,4 %-kal, 2022-ben pedig 5,4 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 25,1 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső oldalon** továbbra is sebezhetőségek állnak fenn, bár a nagy negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció főként a közvetlen külföldi befektetések állományából ered. A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2020-ig fokozatosan javult, és várhatóan a jövőben is tovább növekszik. A folyó fizetési mérleg hiánya 2020-ban a GDP mintegy -1,5 %-a volt, és 2021-ben, valamint 2022-ben várhatóan összességében stabil marad.
- A **nominális fajlagos munkaköltség markáns növekedését** eddig részben ellensúlyozta a forint leértékelődése. A béremelkedés üteme 2021-ben és 2022-ben várhatóan felgyorsul, amit a minimálbér-emelés és a közszférában végrehajtott béremelés is befolyásol, ahol visszatér a járványt megelőző erőteljes növekedési tendencia; a termelékenység helyreállása ellenére az előrejelzés szerint a fajlagos munkaköltség erőteljesen nőni fog. A régió más országaihoz hasonlóan Magyarország exportpiaci részesedése továbbra is nő, a közelmúltbeli közvetlen külföldi befektetéseknek köszönhetően. 2020 eleje óta némileg helyreállt a hivatalos tartalékok szintje.
- A Covid19-világjárvány idején bevezetett kedvezményes hitelprogramok és törlesztési moratórium következtében a **magánszektor eladósodottsága** 2020-ban emelkedett. A háztartások GDP-arányos adósságállománya változatlanul a legalacsonyabbak között van az EU-ban. A nem pénzügyi vállalatok belföldi hiteleinek közel kétötöde külföldi pénznemben denominált. A válság nyomán átmenetileg romlott a **munkaerőpiaci** helyzet. Az ifjúsági munkanélküliségi ráta 2020-ban 4,3 % volt, de az előrejelzések szerint 2021-ben csökkenésnek indul.
- A **reállakásarak** növekedése az elmúlt fél évtized dinamizmusát követően 2020-ban 1,9 %-ra lassult (nominális értelemben 5 %-ra). A nominális lakásárak növekedése 2021 első felében érzékelhetően felgyorsult, a második negyedévben 11,9 %-ra. A lakásárak egyes területeken a potenciális túlértékeltség jeleit mutatják, ami megfizethetőségi problémákat eredményezhet. Különböző szakpolitikai kezdeményezések hatására bővül a lakóingatlan-építés.
- Az **államadósság** 2020-ban 15 százalékponttal nőtt, a GDP 80,1 %-ára, elsősorban a Covid19-válság miatti további hitelfelvétel és a devizában denominált adósság átértékelése miatt. Az előrejelzések szerint állománya 2022-re némileg csökken, és megközelíti a GDP 77 %-át, még úgy is, hogy a többletbevételekre alapozott diszkrecionális kiadások továbbra is jelentősek. A bruttó finanszírozási igény magas, de az előrejelzések szerint a növekvő átlagos futamidő miatt csökkenni fog. A központi bank nagyvonalú eszközvásárlási programot tart fenn, és az állam által kibocsátott kötvények kétharmadát felvásárolja. A **bankszektor** összességében továbbra is stabil, de az állami szektor visszacsatolási folyamatait figyelembe kell venni, mivel az államadósság-állomány a banki eszközök csaknem egyötödét teszi ki. A pénzügyi szektor növekvő kötelezettségállományának egy része a gazdaság támogatására irányuló, a likviditás növelését célzó 2020. évi monetáris politikai



intézkedésekkel magyarázható. A törlesztési moratórium visszavonása kihívást jelenthet a bankszektor számára, amelynek alapvetőtőke-megfelelési mutatója alacsonyabb az uniós átlagnál.

Magyarországon a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok, bár a költségnövekedés, az államadósság struktúrája és a lakáspiac hordoz kockázatokat. A Covid19-válság miatt a kockázatok fennmaradtak. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

4.18. MÁLTA

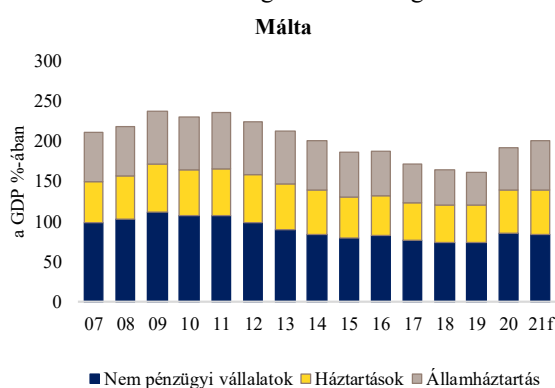
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Málta tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján két mutató, konkrétan a magánszektor adósságállománya és a fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A reál-GDP a 2020. évi 8,3 %-os csökkenést követően az előrejelzések szerint 2021-ben 5 %-kal, 2022-ben pedig 6,2 %-kal nő a Covid19-válságot követő erőteljes gazdaságélénkülés következtében, aminek eredményeként a nominális GDP 2022-ben 7,3 %-kal meghaladja a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **nettó nemzetközi befektetési pozíció** (NIIP) erősen pozitív, ami tükrözi Málta nemzetközi pénzügyi központként betöltött szerepét. Miután 2019-ig három éven át számottevő többlet volt jellemző, Málta folyó fizetési mérlege – elsősorban az idegenforgalom visszaesése miatt – 2020-ban –2,9 %-os hiányba fordult át. Az előrejelzés időhorizontján a hiány várhatóan mérsékelt marad. A fajlagos munkaköltség 2020-ban jelentősen nőtt a termelékenység meredek visszaesése közepette, ami a foglalkoztatás támogatására irányuló szakpolitikai intézkedésekkel magyarázható, de 2021-ben várhatóan lényegében nem változik, 2022-ben pedig némileg csökkenni fog.

A18. ábra: Az adósság összetétele ágazatonként



Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatai

- A **magánszektor GDP-arányos adóssága** 2020-ban a GDP 139 %-a körüli szintre emelkedett, ezáltal kismértékben meghaladta az eredménytáblában meghatározott küszöbértéket. A ráta 2021-ben várhatóan változatlan marad. A már eleve magas vállalati adósság 2020-ban tovább nőtt, de az előrejelzések szerint 2021-ben enyhén csökkenni kezd. Noha történtek lépések a pénzmosás elleni kerettel kapcsolatos egyes kérdések kezelésére, Málta felkerült a Pénzügyi Akció Munkacsoport (a pénzmosás elleni küzdelemmel foglalkozó kormányközi testület) fokozott nyomonkövetési eljárás alatt álló joghatóságokról vezetett listájára. Ennek a döntésnek a következményei azonban várhatóan korlátozottak maradnak, ha Málta – kötelezettségvállalásának megfelelően – mihamarabb orvosolja a feltárt hiányosságokat. A háztartások adósságállománya 2020-ban erőteljesen nőtt, 2021-ben pedig várhatóan nagyjából változatlan marad, és a háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelmének valamivel több mint 100 %-át teszi ki. A háztartások adósságállománya nagyrészt jelzáloghitelekből áll. Az elmúlt években a **lakásárak** tartós emelkedése volt jellemző, ami potenciális túllértékelésre utal, bár 2020-ban visszafogottabb volt a növekedés. A 2021 első felére vonatkozó adatok azt jelzik, hogy az áremelkedés üteme ismét gyorsul.
- A Covid19-válság nyomán az **államadósság** 2020-ban 13 százalékponttal, a GDP 53,4 %-ára nőtt, ami a recesszió mélységét és mindenekelőtt a kormányzati támogató intézkedéseket tükrözi. 2021-ben és 2022-ben várhatóan tovább növekszik, és 2031-re kerül vissza 60 %-ot valamivel meghaladó szintre.
- A **bankszektor** tőkeerős és likviditási pozíciója jó. A tartalékok szintje emelkedett, és javult a fedezeti ráta, de a jövedelmezőség 2020-ban zuhant. 2020-ban mérsékelt, 3,6 %-os volt a nemteljesítő hitelek aránya. A jövőben szorosan nyomon kell követni az állami támogatási intézkedések fokozatos kivezetésének hatását, különös tekintettel a hitelmoratóriumokra és a garanciarendszerekre. Folyamatban van a fizetéseképtelenségi keret felülvizsgálata. A bankok ingatlanszektorral szembeni kitétsége jelentős.

- A **munkanélküliségi ráta** alacsony marad, de a Covid19-válság hatásait tükrözve 2020-ban kismértékben emelkedett, 4,4 %-ra. Mindazonáltal a gazdaság helyreállításával várhatóan 2021-ben csökkenni kezd, 2022-ben pedig csaknem a válság előtti szintre csökken.

Máltán a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok, bár a viszonylag erőteljes lakásár-emelkedés hordozott némi kockázatot a bankok ingatlanpiaci kitétségeivel összefüggésben. A Covid19-válság következtében a lakásárakkal kapcsolatos nyomás valamelyest mérséklődött, de továbbra is nyomon követésre van szükség. A magán- és az államadósság állománya növekedett. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

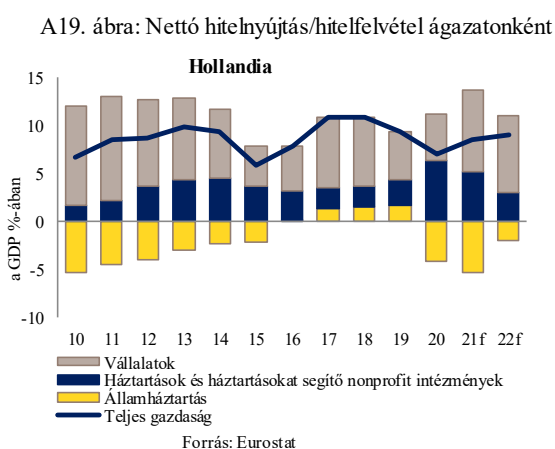
4.19. HOLLANDIA

A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Hollandiában makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, amelyek háttérben elsősorban a jelentős magánadósság-állomány, valamint a tetemes, határokon átnyúló jelentőségű folyó fizetésimérleg-többlet áll. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, konkrétan a folyó fizetési mérleg egyenlegének hároméves átlaga, a nominális fajlagos munkaköltség, a magánszektor adósságállománya és a lakásárak emelkedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 3,8 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 4 %-kal, 2022-ben pedig 3,3 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 10,2 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg többlete** 2020-ban a GDP 7 %-ára csökkent, de a 9,1 %-os hároméves átlag továbbra is jóval meghaladja az eredménytábla küszöbértékét. A 2020. évi visszaesés oka a jövedelemmérleg egyenlegének csökkenése volt, ami elsősorban a befektetésekből származó jövedelemből eredt. A kereskedelmi mérleg 2020-ban stabil maradt, bár a mögöttes kereskedelmi forgalom visszaesett. Ami a megtakarításokat illeti, a háztartási és a vállalati szektor többlete nőtt, de ezt több mint ellensúlyozta a kormányzati szektor, mivel a válsággal kapcsolatos költségvetési támogatási intézkedések végrehajtása miatt hirtelen nettó hitelfelvevővé vált. Hollandiában az általános megtakarítási ráta továbbra is magas a fundamentális gazdasági tényezők által indokolt szinthez képest, és a régió más uniós tagállamaival összehasonlítva is. 2021-ben és 2022-ben várhatóan mérsékelten nőnek a többletmegtakarítások, az előrejelzés alapján az államháztartási hiány pedig csökken.
- A **magánszektor eladósodottsága** 2020-ban tovább nőtt, a GDP közel 234 %-ára, és továbbra is jelentősen meghaladja az eredménytábla küszöbértékét. A **vállalatok jelentős adósságállománya**, amely elsősorban a multinacionális vállalatok csoporton belüli eladósodottságával magyarázható, 2020-ban nagyjából stabil maradt. A **háztartások adósságrátája** – főként a GDP visszaesése miatt – meghaladta a GDP 100 %-át, de 2021-ben várhatóan csökkenni fog, amint a gazdasági tevékenység a Covid19-válságot követően helyreáll.
- 2020-ban 6 %-kal emelkedtek a **reállakásárak**, és a túlértékeltség jelei mutatkoztak. A magas lakásárakra számos hosszú távú tényező hat mind a keresleti oldalon (alacsony kamatlábak és a jelzáloghitel-kamatok leírhatósága, nem túl fejlett magánbérleti piac), mind a kínálati oldalon (a demográfiai követelményeknek nem megfelelő lakásépítés). A lakásár-emelkedés várhatóan folytatódik és 2021-ben a küszöbérték fölött marad.



Hollandiában a Covid19-válság kitörésekor régóta fennálló, jelentős belföldi megtakarítási többlet volt jellemző, amihez a magánadósság számottevő állománya kapcsolódott. Miután a Covid19-válság során valamelyest csökkent, a megtakarítási többlet a jövőben várhatóan ismét növekedni fog. A magánszektor adósságállománya továbbra is magas. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni az egyensúlyhiányok fennállását, illetve felszámolását.

4.20. AUSZTRIA

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Ausztria tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján az államadósságra, a lakásárak emelkedésére és a fajlagos munkaköltség növekedésére vonatkozó mutatók meghaladják az indikatív küszöbértéket.

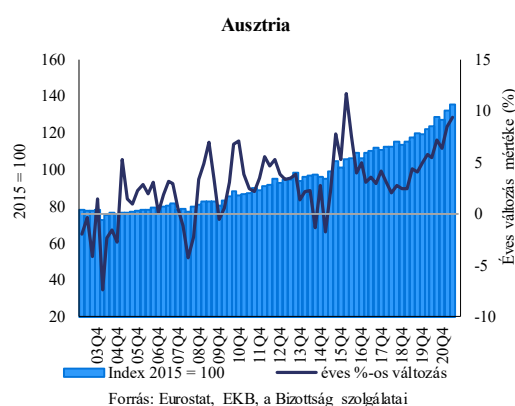
A gazdaság 2020-ban bekövetkezett, 6,7 %-os erőteljes visszaesését követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 4,4 %-os növekedéssel helyreáll. A folyamatban lévő gazdaságélénkülésnek köszönhetően a reál-GDP 2022-ben várhatóan 4,9 %-kal nő, a nominális GDP pedig 8,8 %-kal haladja meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőséggel és a versenyképességgel** kapcsolatos aggályok továbbra is korlátozottak. A folyó fizetési mérleg többlete 2020-ban a GDP 1,9 %-ának megfelelő mértékben csökkent, és a várakozások szerint a folyó fizetési mérleg a jövőben nagyjából kiegyensúlyozott lesz. A nettó nemzetközi befektetési pozíció mérsékelt szinten továbbra is pozitív. A fajlagos munkaköltség 2020-as átmeneti növekedése a termelékenységnek a Covid19-váltsággal összefüggő munkaerő-tartalékolásra visszavezethető ideiglenes csökkenését tükrözi.
- A **magánszektor eladósodottsága** 2020-ban a GDP mintegy 131 %-ára nőtt, ami elsősorban a GDP Covid19 nyomán bekövetkező csökkenésének és a – főként vállalatokat finanszírozó – nettó hiteláramlásnak tudható be. Az előrejelzés szerint ez a tendencia a gazdaság helyreállításának köszönhetően 2021-ben részben megfordul.
- Az **államadósság** letért a csökkenő pályáról, és 2020-ban 13 százalékponttal, a GDP 83,2 %-ára nőtt, ami az automatikus stabilizátorok és a jelentős költségvetési válaszingyintézkedések közvetlen következménye. Az előrejelzés szerint az államadósság GDP-hez viszonyított aránya 2021-től csökkenni kezd.
- A **bankszektorhoz** kapcsolódó kockázatok korlátozottnak tűnnek. A bankok szomszédos országokkal szembeni nettó kitétsége csekély, tőkeállományuk javulóban van, tőkeáttételük alacsony. A nemteljesítő hitelek aránya 2014 óta folyamatosan csökkent, és 2020-ban 2,0 % volt.
- A **reállakásárak** emelkedése 2020-ban 6,2 %-ra gyorsult, és a potenciális túlértékeltség jelei mutatkoztak. 2021 első két negyedévében folytatódott a lakásárak emelkedése. Ugyanakkor a hitelállomány bővülése 2021-ben felgyorsult, és a háztartások adósságszintje nagyjából megfelel a régóta fennálló szintnek.
- A **munkaerőpiacon** a csökkentett munkaidős rendszerek hozzájárultak a gazdasági visszaesés munkanélküliségre gyakorolt hatásának enyhítéséhez, viszont a ledolgozott órák számának erőteljes csökkenését eredményezték. A munkanélküliségi ráta 2020-ban mérsékeltén, 5,4 %-ra nőtt, de az előrejelzés szerint 2021-től csökkenni fog.

Ausztriában a bizottsági értékelés szerint a Covid19-váltság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok. A Covid19-váltság következtében nőtt az államadósság és a magánszektor adóssága és emelkednek a lakásárak, bár a várakozások szerint e tendenciák a jövőben részben megfordulnak. A

A20. ábra: Reállakásár-index



Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

4.21. LENGYELORSZÁG

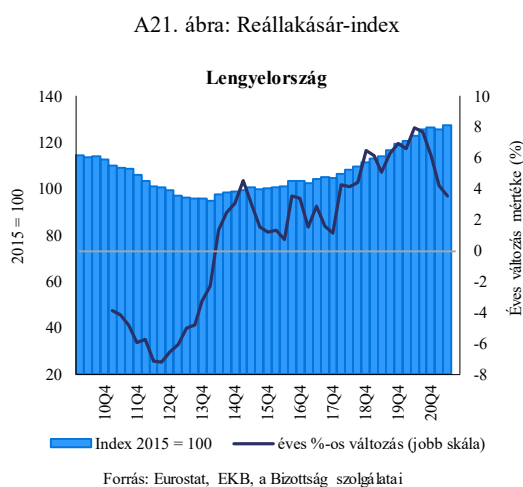
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Lengyelország tekintetében nem állapítottak meg egyensúlyhiányt. A 2020. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a fajlagos munkaköltség növekedése és a lakásár-emelkedés meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 2,5 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 4,9 %-kal, 2022-ben pedig 5,2 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 23,6 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőség** továbbra is mérsékelt, mivel a nettó nemzetközi befektetési pozíció – bár negatív – 2020-ig fokozatosan javult, emellett főként a felhalmozódott közvetlen külföldi befektetésekből áll, és e beáramló befektetések jelentős része újrabefektetett jövedelemből származik. Az előrejelzés szerint 2021 és 2022 folyamán folytatódik a nettó nemzetközi befektetési pozíció javulása. A folyó fizetési mérleg többlete 2020-ban erősödött, de 2021-ben várhatóan kismértékben csökken.
- A **magánszektor eladósodottsága** továbbra is alacsony, mivel Lengyelországban a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok uniós összehasonlításban még mindig a legkevésbé eladósodottak közé tartoznak. A magánszektor GDP-arányos államadóssága 2020-ban nőtt, de az előrejelzés szerint 2021-ben várhatóan csökkenni fog.
- A **lakásárak emelkedése** 2020-ban 7,1 % volt, mivel az alacsony kamatlábak és a világitörvény miatti többletmegtakarítások hatására bővült a lakások iránti kereslet. A jelzáloghitel-állomány növekedése azonban továbbra is visszafogott. Amint az építőipar helyreállása élénkebb ütemű lesz, és nő a lakáskínálat, az áremelkedés várhatóan 2021-ben enyhülni fog.
- A világitörvény ellenére a **bankszektor** általában tökeerős és stabil maradt. A nemteljesítő hitelek aránya 2020-ban csökkent, de viszonylag magas, és a Covid19-válság következtében a jövőben tovább emelkedhet. Az **államadósság** 2020-ban a GDP 57,4 %-ára nőtt, szemben a 2019. évi 45,6 %-kal, ami elsősorban a Covid19-válság összefüggésében felvett további hitelek következménye, de az előrejelzések szerint 2021-ben csökkenésnek indul.
- A Covid19-válság ellenére a **munkaerőpiaci** helyzet javulása folytatódott. A munkanélküliségi ráta 2020-ban kismértékben csökkent, de a kormányzati támogatási intézkedések fokozatos megszüntetése miatt 2021-ben várhatóan némileg emelkedni fog, 3,3 %-ra. Az erősödő munkaerőhiány felfelé irányuló nyomást gyakorol a **fajlagos munkaköltségre**, amely 2020-ban 6,3 %-kal nőtt. Az említett munkaerőhiány a migrációs beáramlás újraindulásával és az elhalasztott kereslet fokozatos kielégítésével várhatóan enyhülni fog. A bérek emelkedése azonban az előrejelzések szerint erőteljes lesz, és a fajlagos munkaköltség növekedését várhatóan mérsékelni fogja a termelékenység markáns javulása.

Lengyelországban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok, bár a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció hordozott némi kockázatot. A Covid19-válság nyomán nőtt az államadósság és felgyorsult a lakásárak emelkedése, de a kapcsolódó kockázatok visszafogottak tűnnek. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem



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

4.22. PORTUGÁLIA

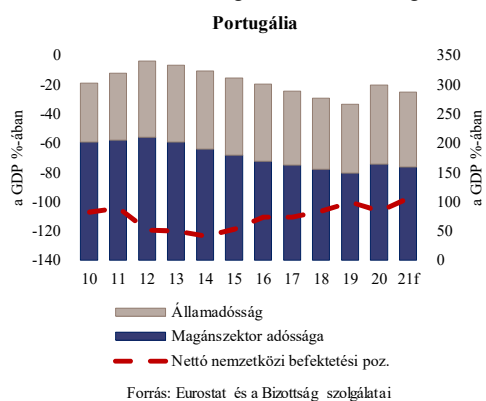
A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Portugáliában makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, amelyek a nettó külső kötelezettségek, valamint az állam- és a magánadósság jelentős állományához kapcsolódnak, miközben a nemteljesítő hitelek aránya továbbra is magas, és csekély termelékenységnövekedés tapasztalható. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, konkrétan a nettó nemzetközi befektetési pozíció, a magán- és az államadósság, a lakásárak emelkedése, a fajlagos munkaköltség növekedése és az aktivitási ráta meghaladja az indikatív küszöbértéket⁴⁴.

Miután a reál-GDP a Covid19-válság következtében 2020-ban 8,4 %-kal szűkülött, a reál-GDP növekedése az előrejelzések szerint 2021-ben 4,5 %-ra, 2022-ben 5,3 %-ra javul. A nominális GDP 2022-ben várhatóan körülbelül 5,7 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatóság** a nettó külső kötelezettségek nagy állománya miatt továbbra is problémát jelent, miközben a Covid19-válság során a folyó fizetési mérleg egyenlege némileg romlott. Mindazonáltal annak ellenére, hogy az ország nagymértékben függ a nemzetközi turizmustól, a nettó nemzetközi befektetési pozíció GDP-hez viszonyított aránya 2021 közepére visszaállt a világválság előtti szintre. A várakozások szerint az előrejelzési időszakban fokozatosan javulni fog. A nominális **fajlagos munkaköltség** a többéves mérsékelt növekedést követően 2020-ban erőteljesen emelkedett, és az indikatív küszöbérték fölé került, de a későbbiekben várhatóan újra némileg csökkenni kezd.
- A **magánszektor eladósodottsága** 2020-ban a Covid19 okozta sokk hatására letért a csökkenő pályáról elsősorban a gazdasági visszaesés miatt, aminek következtében a magánszektor adósságátja 14 százalékponttal emelkedett, a GDP közel 164 %-ára. A tervek szerint a jövőben a magánszektor adósságállománya visszatér a csökkenő pályára. Az adósságtörlesztési moratóriumnak is köszönhetően a nemteljesítő hitelek aránya a járvány alatt tovább csökkent, 2020-ban 4,9 %-ra. A jövőre nézve szorosan nyomon kell követni az állami támogatási intézkedések fokozatos kivezetésének hatását, különös tekintettel a hitelmoratóriumokra és a garanciarendszerekre. Emellett a **bankszektor** tőkemegfelelési mutatója és jövedelmezősége alacsony.
- Az **államadósság** 2020-ban 19 százalékponttal emelkedett a GDP 135,2 %-ának megfelelő – minden eddiginél magasabb – szintre, a Covid19-válság következtében hirtelen kialakult elsődleges hiány és a kedvezőtlen hólabdahatás miatt. A tervek szerint az államadósság-ráta 2021-ben ismét csökkenő pályára áll. A GDP-arányos államadósság várhatóan néhány évig a világválság előtti szint felett marad, bár az adósság profiljával és összetételével, valamint a jelentős készpénztartalékokkal összefüggő tényezők csökkentő hatást gyakorolnak rá. A pénzügyi ágazat és a közszektor visszacsatolási láncához kapcsolódó kockázatok továbbra is fennállnak, és azokat a vállalati szektornak a világválság miatti növekvő sebezhetősége fokozhatja.
- A **reállakásárak** emelkedése 2020-ig öt egymást követő évben meghaladta az indikatív küszöbértéket, és a potenciális túlértékeltség jelei mutatkoznak. A lakásárak növekedése azonban 2021-ben lelassult, amihez hozzájárult, hogy egyes piaci szegmensekben bővültek az építési beruházások és mérséklődött a kereslet.
- 2020-ban csökkent az **aktivitási ráta**. Ezzel párhuzamosan némileg emelkedett a munkanélküliség. A várakozások szerint az aktivitási ráta és a munkanélküliségi ráta is javulásnak indul még ebben az évben.

A22. ábra: NIIP, magán- és államadósság



⁴⁴ A Portugália vonatkozásában készült, a kiigazítási programot követő 2021. őszi felülvizelési jelentés szintén foglalkozik a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben említett sebezhetőségek egy részével.

Portugáliában a Covid19-válság kitörésekor a gyenge termelékenység-növekedéssel párosuló jelentős külső, magán- és államadósság-állomány miatti sebezhetőségek voltak jellemzők. A Covid19-válság következtében az adósságráták tovább nőttek. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni az egyensúlyhiányok fennállását, illetve felszámolását.

4.23. ROMÁNIA

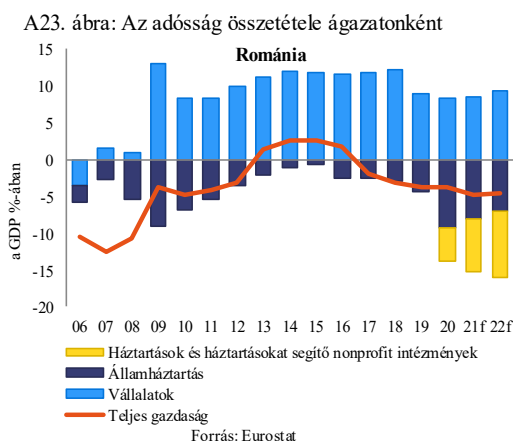
A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Romániában makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, különösen a folyó fizetési mérleg tartósan jelentős hiánya miatt, amihez magas költségvetési hiányok társulnak, miközben a korábbi túlhevülési nyomás csökken. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, konkrétan a folyó fizetési mérleg, a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) és a fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A Covid19-válság hatására bekövetkező 2020. évi 3,9 %-os visszaesést követően az előrejelzés szerint 2021-ben a reál-GDP erősödni kezd, és 2021-ben 7 %-kal, 2022-ben pedig 5,1 %-kal nő. Az előrejelzés szerint a nominális GDP 2022-ben 21,4 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- Ami a **külső fenntarthatóságot** illeti, 2020-ban a folyó fizetési mérleg a GDP 5 %-át tette ki, és az előrejelzések szerint 2021-ben mintegy 6 %-ra nő, nagyrészt az erősen negatív kereskedelmi egyenleg miatt. A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2021-ben és 2022-ben várhatóan stabilan a GDP -48 %-a körül marad. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli nettó nemzetközi befektetési pozíció enyhén negatív.
- A nominális fajlagos munkaköltség 2020. évi markáns növekedése tovább rontotta a **versenyképességet**, részben a kibocsátás hirtelen visszaesése és a termelékenység ezt követő romlása miatt, ami a Covid19-válság alatti munkaerő-tartalékolásra vezethető vissza. 2021-ben és 2022-ben azonban a termelékenység erőteljes javulása várhatóan visszafogja a fajlagos munkaköltség növekedését annak ellenére, hogy az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedése viszonylag erős.
- A **lakásárak** 2020-ban kismértékben emelkedtek, de az előrejelzés szerint az emelkedés üteme 2021-ben gyorsul.
- Az **államadósság** – bár még mindig egyértelműen a GDP 60 %-ában meghatározott küszöbérték alatt van – 2020-ban 12 százalékponttal nőtt a Covid19-válsággal kapcsolatos intézkedések és a folytatódó költségvetési hiány miatt. Az államadósság-ráta a becslések szerint 2021-ben a GDP 49,3 %-ára nő és 2022-ben várhatóan tovább emelkedik.
- A **bankszektorban** a nemteljesítő hitelek aránya 2020-ban és 2021 elején nagyjából stabil volt, és a teljes hitelállomány mintegy 4 %-át tette ki. A magánszektor adósságállománya rendkívül alacsony.
- A **munkanélküliségi ráta** 2020-ban 5 %-ra nőtt. Az előrejelzések szerint 2021-ben változatlan szinten marad, de ezt követően csökkenni kezd. 2020-ban az ifjúsági munkanélküliségi ráta is nőtt, és az előrejelzések szerint 2021-ben tovább emelkedik.

Romániában a Covid19-válság kitörésekor a folyó fizetési mérleg növekvő hiányával, a romló külső pozícióval és a költség-versenyképesség jelentős csökkenésével kapcsolatos sebezhetőségek voltak jellemzők. A Covid19-válság nyomán – noha alacsony szintről indulva – nőtt az államadósság. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiányok júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni az egyensúlyhiányok fennállását, illetve felszámolását.



4.24. SZLOVÉNIA

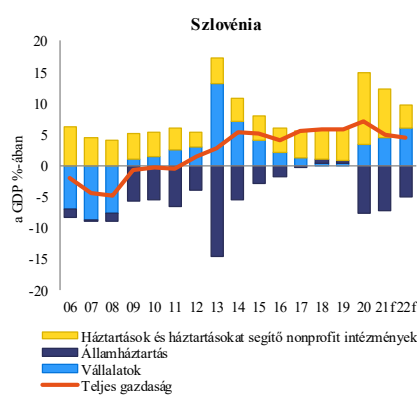
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Szlovénia tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérleg többletére, a fajlagos munkaköltség növekedésére, az államháztartás bruttó adósságállományára és az ifjúsági munkanélküliség növekedési rátájára vonatkozó mutatók meghaladják az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 4,2 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 6,4 %-kal, 2022-ben pedig 4,2 %-kal nő. A nominális GDP 2022-ben várhatóan 11,1 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg nagy többlete** 2020-ban **tovább nőtt**, a GDP 6 %-áról 7,4 %-ra, így a hároméves átlag a felső indikatív küszöbérték fölé került. Az előrejelzés szerint a folyó fizetési mérleg többlete 2021-ben és 2022-ben némileg csökken. A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció 2012 óta fokozatosan, de folyamatosan javul, és 2020-ban a GDP -15,2 %-a lesz, majd 2022-re megközelíti az egyensúlyi helyzetet. Szlovénia exportpiaci részesedése az elmúlt években érzékelhetően nőtt.
- A **magánszektor eladósodottsága** 2020-ban csak kismértékben, a GDP 69,7 %-ára nőtt, és továbbra is elmarad a prudenciális és a fundamentális referenciaértékektől. Ez a növekedés elsősorban a GDP visszaesését tükrözi, mivel a hiteláramlás 2020-ban negatív volt. A közelmúltbeli tendenciákkal összhangban a **lakásárak** 5,2 %-kal nőttek.
- A **bankszektor** továbbra is tőkeerős, jövedelmezősége csak kismértékben csökkent, és a nemteljesítő hitelek állományának szűkülése 2020-ban folytatódott.
- Az **államadósság** 2020-ban a GDP 79,8 %-ára nőtt, szemben a 2019. évi 65,6 %-kal, ami elsősorban a Covid19-válság összefüggésében felvett további hitelekre, valamint kisebb mértékben a GDP 2020. évi jelentős visszaesésére vezethető vissza. Az államadósság az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben csökkenni fog.
- A Covid19-járvány következtében romlott a **munkaerőpiaci** helyzet. A munkanélküliségi ráta a 2019. évi 4,5 %-hoz képest 2020-ban kissé emelkedett, 5 %-ra. A korábbi években erőteljesen csökkenő ifjúsági munkanélküliségi ráta különösen meredeken emelkedett, a 2019. évi 8,1 %-ról 2020-ra 14,2 %-ra. A 2021. évi adatok azonban arra utalnak, hogy a munkaerőpiaci helyzet javulni, a munkanélküliségi ráták pedig csökkenni fognak. A **fajlagos munkaköltség** a Covid19-válsággal összefüggő munkaerő-tartalékolás miatt 2020-ban 7,4 %-kal nőtt. A gazdaság helyreállítása nyomán javuló termelékenység az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben a fajlagos munkaköltség csökkenéséhez vezet.

A24. ábra: Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazonként



Forrás: Ameco

A bizottsági értékelés szerint Szlovéniában a Covid19-válság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok, bár az államháztartás magas adósságállománya miatt felmerült némi kockázat. A Covid19-válság hatására nőtt az államadósság, és a jelentős folyófizetési mérleg-többlet tovább szélesedett. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

4.25. SZLOVÁKIA

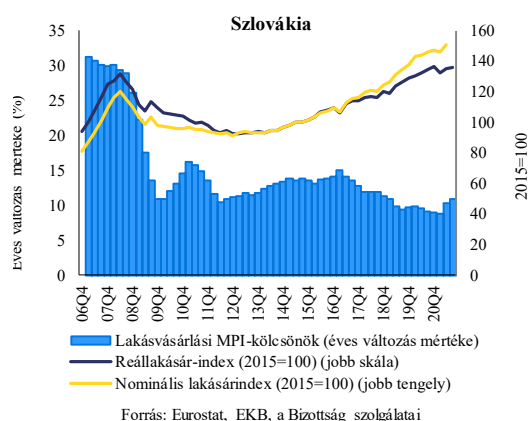
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Szlovákia tekintetében nem állapítottak meg egyensúlyhiányt. A 2020. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a reál effektív árfolyam, a fajlagos munkaköltség növekedése és a lakásár-emelkedés meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 4,4 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 3,8 %-kal, 2022-ben pedig 5,3 %-kal nő, így a nominális GDP 2022-ben 13,6 %-kal a 2019. évi szint fölé kerül.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- Továbbra is fennállnak **külső sebezhetőségek**. A GDP mintegy –66 %-át kitevő nettó nemzetközi befektetési pozíció 2020-ban még mindig jelentősen meghaladta a küszöbértéket. Ennek számottevő része a múltbeli befektetésekhez kapcsolódó, nemteljesítési kockázattól mentes kötelezettségeknek tudható be, amelyek stabilabbak lehetnek, és ezáltal kisebb kockázatot jelenthetnek. A nettó nemzetközi befektetési pozíció az előrejelzések szerint 2021-ben és 2022-ben fokozatosan javulni fog a pozitív nettó hiteláramlás miatt.
- A **fajlagos munkaköltség** növekedése a világválság előtt magas volt, 2020-ban pedig tovább gyorsult. A közelmúlt fejleményei azonban leginkább a Covid19-válsággal összefüggő munkaerő-tartalékolást tükrözik. A jövőre nézve a fajlagos munkaköltség növekedése várhatóan jelentősen lelassul, mivel megszűnik a munkaerő-tartalékolás termelékenységet érintő hatása, miközben az egy munkavállalóra jutó számottevő béremelkedés hatása várhatóan továbbra is érvényesül. A HICP-alapú effektív reálárfolyam 2020-ban valamivel meghaladta a küszöbértéket, de az exportpiaci részesedést nem érintette hátrányosan. Egyes ágazatokban magas exportkoncentráció volt jellemző, ugyanakkor a globális értékláncokba való integráció továbbra is kockázatot jelent.
- A **magánszektor eladósodottsága**, és különösen a háztartások jelzáloghitel-állománya évek óta nő, de a növekedés üteme lassult. A háztartások adósságállománya 2020-ban a GDP mintegy 47 %-ára nőtt, valamivel a prudenciális szint alatt marad, de meghaladja a fundamentális tényezők által indokolt szintet.
- A **reállakásárak** emelkedése 2020-ban 7,2 %-ra gyorsult, ami valószínűleg hozzájárul a háztartások eladósodottságához. A lakásárak alakulása a potenciális túlértékeltség jeleit mutatja, az áremelkedés üteme azonban 2021-ben várhatóan lassul.
- A támogató költségvetési politikának köszönhetően 2020-ban az **államadósság** 12 százalékponttal nőtt, és elérte a GDP 59,7 %-át. 2021-ben várhatóan kissé növekedni fog, de ezt követően visszatér a GDP 60 %-a körüli szintre, amit alátámaszt az erőteljes növekedés, az alacsony kamatlábak és a csökkenő elsődleges költségvetési hiány.
- A **bankszektor** stabil és megfelelő tökepufferekkel rendelkezik. A nemteljesítő hitelek aránya 2020-ban tovább csökkent, és az uniós átlag alatt van, de a válságkezelő intézkedések megszüntetésével növekedhet. A banki mérlegek lakáspiaccal szembeni kitettsége nőtt.

A25. ábra: Lakásárak és jelzáloghitel-növekedés



Forrás: Eurostat, EKB, a Bizottság szolgálatai

Szlovákiában a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok, bár a külső fenntarthatóság, a belföldi árnyomás és a gépjárműipartól való függés némi kockázatot jelentett. A Covid19-válság miatt bizonyos kockázatok erősödtek. A Bizottság mindezek

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

4.26. FINNORSZÁG

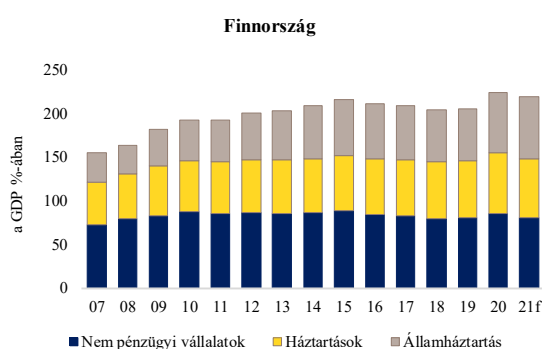
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Finnország tekintetében nem állapították meg egyensúlyhiányok fennállását. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján két mutató, a magánszektor adósságállománya és a bruttó államadósság meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A 2020. évi 2,9 %-os csökkenést követően a reál-GDP az előrejelzések szerint 2021-ben 3,4 %-kal, 2022-ben pedig 2,8 %-kal nő. Az előrejelzés szerint a nominális GDP 2022-ben 8,7 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- Ami a **külgazdaságot** illeti, a folyó fizetési mérleg pozitívvá vált, és az exportpiaci részesedés növekedésével a kereskedelmi többlet 2020-ban kissé szélesedett. A későbbiekben a folyó fizetési mérleg várhatóan némi többletet mutat majd. A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2020-ban a GDP – 5,3 %-ára csökkent. A fajlagos munkaköltség a termelékenység válság által kiváltott visszaesése miatt némileg emelkedett.
- A **magánszektor eladósodottsága** tovább nőtt, és a GDP-arányos adósságráta részben a GDP visszaesése miatt növekedett. Az előrejelzés szerint ez a tendencia a gazdaság helyreállításának megszilárdításával 2021-ben részben megfordul. Mindazonáltal a kedvező hitelfeltételek, többek között az alacsony kamatlábak és a lakóingatlan-építés gyors bővülése várhatóan tartóssá teszi a magánszektor GDP-arányos adósságrátjának növekedését, még akkor is, ha a Covid19-válság hatása megszűnik.
- Az **államadósság** a 2019. évi 59,5 %-hoz képest 2020-ban a GDP 69,5 %-ára nőtt, ami a kormány válságra adott költségvetési válaszigazgatásának és kisebb mértékben a GDP 2020. évi visszaesésének tudható be. Az előrejelzés szerint 2021-től 71 %-on stabilizálódik.
- A **bankszektor** továbbra is tőkeerős, a nemteljesítő hitelek aránya alacsony, és nagyjából változatlan maradt, várhatóan nem fog jelentősen emelkedni. A Covid19-válság nem gyakorolt érzékelhető hatást sem az adósságtörlesztésre, sem a vállalati csődök számára. A pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatok mérsékeltek maradnak annak ellenére, hogy jelentősek a különösen más skandináv országokkal szembeni, nemzetközi kitétségek.
- A válság alatt csak kismértékben romlott a **munkaerőpiaci** helyzet, ami a kormányzati támogató intézkedéseknek köszönhető, ezek hatására a munkanélküliségi ráta 2020-ban mindössze 1,1 százalékponttal, 7,8 %-ra emelkedett. Az előrejelzések szerint a munkanélküliségi ráta 2021-től – a gazdaságélénkülés nyomán – fokozatosan csökkenni kezd, de 2023 előtt várhatóan nem kerül vissza a világválság előtti szintre.

A26. ábra: Az adósság összetétele ágazatonként



Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatai

Finnországban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem álltak fenn makrogazdasági egyensúlyhiányok, bár a magánszektor adósságállományához kapcsolódott némi sebezhetőség. A Covid19-válság hatására növekedett a magánszektor adósságrátája, de a kockázatok továbbra is mérsékeltek. A Bizottság mindezek alapján összességében jelenleg nem tartja szükségesnek

4.27. SVÉDORSZÁG

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

A Bizottság 2021 júniusában megállapította, hogy Svédországban makrogazdasági egyensúlyhiányok állnak fenn, amelyek háttérben elsősorban a lakásárak túlértékeltisége és ezzel összefüggésben a háztartások magas és növekvő adósságállománya áll. A 2020-ig tartó időszakra vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján két mutató, konkrétan a magánszektor adósságállománya és az ifjúsági munkanélküliség meghaladja az indikatív küszöbértéket.

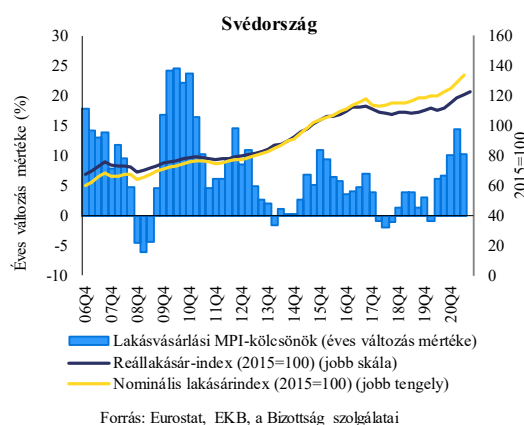
A 2020. évi 2,8 %-os visszaesést követően a reál-GDP 2021-ben várhatóan 3,9 %-kal, 2022-ben pedig 3,5 %-kal nő. Az előrejelzés szerint a nominális GDP 2022-ben 9,9 %-kal haladja majd meg a 2019. évi szintet.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg többlete** 2020-ban a GDP 5,7 %-ára nőtt, míg a nettó nemzetközi befektetési pozíció enyhén csökkent, megközelítve a GDP 16 %-át. A folyó fizetési mérleg többlete 2021-ben és 2022-ben várhatóan a GDP 5 %-a körül marad. 2020-ban folytatódott az exportpiaci részesedés javulása. A reál effektív árfolyam három évig tartó leértékelődés után 2020-ban 3 %-kal felértékelődött.
- A **magánszektor adósságállománya** 2020-ban új rekordszintet ért el, a GDP mintegy 216 %-ával, így folytatódott felfelé ívelő tendenciája. Mind a háztartások, mind a vállalatok adósságállománya meghaladta a prudenciális és a fundamentális referenciaértékeket. 2021-ben a magánszektor adósságállománya várhatóan magas szinten stabilizálódik, míg a nettó pénzügyi eszközök szintje csökken. A **háztartások adósságállománya** 2020-ban a GDP mintegy 95 %-ára nőtt. 2021 első felében folytatódott a háztartásokra irányuló jelzálog-hitelezés bővülése. A **lakásárak** emelkedése 2020 folyamán gyorsult, és 2021 második negyedévében különösen erőteljessé vált. A lakásárak összességében változatlanul nagyon magasak és vannak a túlértékelésre utaló jelek.
- Az **államadósság** szintje a világjárvány idején hozott jelentős támogatási intézkedések ellenére továbbra is alacsony. Az államadósság 2020-ban a GDP 39,7 %-ára nőtt, 2021-ben pedig várhatóan csökkenni fog.
- A **bankszektor** stabil maradt. A világjárvány alatt az alapvetőtőke-megfelelési mutató és a nemteljesítő hitelek előfordulási gyakorisága javult a már korábban is stabil eredményekhez képest. A pénzügyi felügyeleti hatóság 2021-ben részben leállította a makroprudenciális intézkedések lazítását, és 2021. szeptember 1-jétől újra bevezette az amortizációs követelményt. Az összességében szilárd pénzügyi helyzettől függetlenül a svéd bankok tőkeáttételi mutatója az egyik legmagasabb az EU-ban.
- A szakpolitikai támogató intézkedések ellenére a **munkanélküliség** 2020-ban 8,3 %-ra nőtt. Az ifjúsági munkanélküliség 2020-ban körülbelül 24 %-ra ugrott. A munkanélküliségi ráta az előrejelzések szerint 2021-től fokozatosan csökkenni kezd.

Svédországban a Covid19-válság kitörésekor a túlértékelt lakásárakkal és ezzel párhuzamosan a háztartások magas és folyamatosan növekvő adósságállományával kapcsolatos kockázatok miatti sebezhetőségek álltak fenn. A Covid19-válság következtében nőtt a magánszektor adósságrátája, emelkedtek a lakásárak és a munkanélküliségi ráta. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiányok

A27. ábra: Lakásárak és jelzáloghitelek növekedés



múlt júniusi megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiányok fennállását, illetve felszámolását.

1. MELLÉKLET: AZ EREDMÉNYTÁBLA FŐ MUTATÓINAK SZINKRONIDEJŰ BECSLÉSE ÉS ELŐREJELZÉSE

Az eredménytábla értelmezése során az előzetekintő elemek erősítése érdekében a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés elemzése – ahol lehet – a 2021-re és az azt követő időszakra vonatkozó előrejelzésekre és kivetítésekre, valamint a folyó évre vonatkozó szinkronidejű becslésekre is épít. Valamennyi ilyen rendelkezésre álló adat a Bizottság 2021. őszi előrejelzésén alapul. Egyébként az adatok nagyrészt a Bizottság szolgálatai által a riasztási mechanizmus keretében készült ezen jelentés céljából készített, helyettesítő mutatókon alapuló szinkronidejű becsléseket jelenítik meg.

Az alábbi tábla összefoglalja az eredménytábla fő mutatóinak előrejelzési és szinkronidejű becslési adataihoz használt feltételezéseket. Az egyes rátáknál nevezőként használt GDP-adatok a Bizottság 2021. őszi előrejelzéséből származnak.

A többéves változási ráták (például az exportpiaci részesedés öt éves változása) esetében csak a 2021. és 2022. évi komponens alapul előrejelzésen, míg a 2020-ra vagy korábbi évekre vonatkozó komponensek a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának alapjául szolgáló Eurostat-adatokat használják.

1. táblázat: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának fő mutatóira vonatkozó előrejelzések és szinkronidejű becslések megközelítései		
Mutató	Megközelítés	Adatforrások
Folyó fizetési mérleg, a GDP %-ában (3 éves átlag)	A Bizottság folyó fizetési mérlegre vonatkozó 2021. őszi előrejelzéséből származó értékek (fizetésimérleg-koncepció).	AMECO
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	A teljes gazdaság nettó hitelnyújtására/hitelfelvételére vonatkozó 2021. őszi bizottsági előrejelzés magában foglalja a NIIP nettó nemzetközi befektetési pozíció azon változását, amely a 2021–2023 közötti időszak, valamint 2024 és 2025 tranzakcióit tükrözi; az IMF által a World Economic Outlook (világgazdasági kilátások) keretében a folyó fizetési mérlegre vonatkozóan adott előrejelzést a Bizottság azt feltételezve használja fel, hogy a tőkemérleg változatlan marad. Az egyéb hatásokat (például az értékelési változásokat) 2021 második negyedévéig veszik figyelembe, azt követően pedig nullának tekintik.	AMECO, Eurostat
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	Az értékek a Bizottság 2021. őszi előrejelzéséből származnak.	AMECO
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-a (5 éves %-os változás)	Az adatok a Bizottság következőkre vonatkozó 2021. őszi előrejelzésén alapulnak: i. a termékek és szolgáltatások uniós tagállamonkénti nominális exportja (nemzeti számlák szerinti fogalom), valamint ii. a világ többi részére vonatkozó exportvolumen (termékek és szolgáltatások), amelynek nominális szintjét a bizottsági USA-import deflátor és az EUR/USD árfolyamra vonatkozó előrejelzés alapján határozzák meg.	AMECO
Nominális fajlagos munkaköltség-index, 2010=100 (3 éves %-os)	Az értékek a Bizottság 2021. őszi előrejelzéséből származnak.	AMECO

változás)		
Deflált lakásárindex (2015=100), (1 éves %-os változás)	A 2021-re vonatkozó előrejelzés tartalmazza a 2021 első és második negyedévére vonatkozó adatokat, amennyiben azok rendelkezésre állnak. Azt feltételezi, hogy a lakások 2021. harmadik és negyedik negyedévi növekedése a Gazdaságpolitikai Bizottság LIME munkacsoportja keretében a tagállamokkal megosztott ingatlanértékelési modell alapján számított rövid távú összefüggéseknek megfelelő, előre vetített növekedési ütemet követ.	Eurostat, a Bizottság szolgálatai
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a GDP %-ában)	A 2021-re vonatkozó adat a 2020 negyedik negyedéve és 2021 harmadik negyedéve közötti hiteláramlások közelítő értéke, amely az EKB 2020 negyedik és második negyedévére vonatkozó negyedéves ágazati számláiból eredő konszolidált adatokat, valamint egyes hiteláramlási komponensek 2021 harmadik negyedévére vonatkozó közelítő értékeit használja fel. Ez utóbbi a 2021. harmadik negyedévi bankhitel-komponensek előrejelzéséhez az EKB BSI MPI szerinti, magánszektorba irányuló hiteláramlásokat, a 2021. harmadik negyedévi kötvénykibocsátások előrejelzéséhez pedig az EKB SEC szerinti, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok nominális kibocsátását használja fel.	EKB (QSA, BSI, SEC)
Magánszektor adósságállománya, konszolidált (a GDP %-ában)	A magánszektor 2021. évi adósságára vonatkozó közelítő adat megegyezik a 2021. negyedik negyedév végi adattal. Az EKB 2021 második negyedévére vonatkozó negyedéves ágazati számláiból származó konszolidált adatokat használja fel. Ennek az adatnak 2021 harmadik negyedévére való kivetítése (az EKB BSI-n alapuló) bankhiteladatok és (az EKB SEC-en alapuló) kötvénykötelezettség-adatok felhasználásával történik, feltételezve, hogy a 2021. negyedik negyedévi hitelállomány megegyezik a 2020. negyedik negyedévével (lásd fent).	EKB (QSA, BSI, SEC)
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	Az értékek a Bizottság 2021. őszi előrejelzéséből származnak.	AMECO
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	Az értékek a Bizottság 2021. őszi előrejelzéséből származnak.	AMECO
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	A 2021. évi adat az EKB MPI szerinti, 12 hónapra vonatkozó, 2021. szeptemberig tartó kötelezettség-növekedést mutatja.	EKB (BSI)
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti teljes népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	A 2021. és 2022. évi változás mértékének alapja a teljes (minden életkorú) gazdaságilag aktív népesség változására vonatkozó 2021. őszi bizottsági előrejelzés, mínusz a népességváltozásra (15–64 év közöttiek) vonatkozó őszi bizottsági előrejelzés.	AMECO
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	A 2021-re vonatkozó szinkronidejű becslés a legfrissebb adatokon alapul (2021. első negyedév – második negyedév, az év többi részére állandó rátát feltételezve).	Eurostat (LFS)
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változás)	A 2021-re vonatkozó szinkronidejű becslés a legfrissebb adatokon alapul (2021. január–szeptember, az év többi részére állandó rátát feltételezve).	Eurostat (LFS)

százalékpontban)		
------------------	--	--

2. MELLÉKLET: A MAKROGAZDASÁGI EGYENSÚLYHIÁNY KEZELÉSÉRE SZOLGÁLÓ ELJÁRÁS EREDMÉNYTÁBLÁJA

1. táblázat Az egyensúlyhiány-eljárás eredménytáblája a 2020. évre

2020. év	Külső egyensúlyhiány és versenyképesség					Belső egyensúlyhiány						Foglalkoztatási mutatók ¹		
	Folyó fizetési mérleg egyenlege – a GDP %-ában (3 éves átlag)	Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	Exportpiaci részesedés – a világgiaici export %-ában (5 éves %-os változás)	Nominális fajlagos munkaköltség indexe (2010=100) (3 éves %-os változás)	A deflátor lakásárak indexe (2015=100) (1 éves %-os változás)	Magánszektor belső hitelállomány, konszolidált (a GDP %-ában)	A magánszektor adósságállománya, konszolidált (a GDP %-ában)	Az államháztartás bruttó adóssága (a GDP %-ában)	Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	A pénzügyi ágazat teljes kötelezettség állománya nem konszolidált (1 éves %-os változás)	Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %-ában (3 éves százalékpontos változás)	Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %-ában (3 éves százalékpontos változás)	Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %-ában (3 éves százalékpontos változás)
Küszöbértékek	-4%/+6%	-35%	±5 % (euróövezet) ±11 % (nem euróövezet)	-6%	9 % (euróövezet) 12 % (nem)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0,1	44,4	2,5	10,9	7,5p	3,6	1,1p	192,0p	112,8	5,7	8,8	0,6b	-1,2	-4,0
BG	0,8	-26,3	7,1	16	20,4	5,2p	4,2	94,3	24,7	4,8	11,1	0,9	-1,1	1,3
CZ	1,5	-12,5	5,6	10,1	19,2	5,5	2,4	81,9	37,7	2,3	3,4	0,5	-0,4	0,1
DK	8,1	68,8	0,9	11,5	6,2	4,6	4,8	220,9	42,1	5,2	5,7	1,1b	-0,3	-0,8
DE	7,4	61,7	2,4	1,3	11,1p	7,1	6,0p	120,1p	68,7	3,4bp	11,3	1,1bp	-0,5bp	0,6bp
EE	1,0	-21,5	5,3	17,6	17,1	6,9	3,6	104,4	19	5,5	17,5	0,5	-0,7	5,8
IE	-5,8	-174	-1,2	50	-6,3	-0,2	-1,8	188,9	58,4	5,5	7,2	-0,8	-1,7	0,9
EL	-3,7	-175	0,4	-10,1	6,4p	5,5e	5,4p	125,3p	206,3	17,6	27,4	-0,9	-4,7	-8,6
ES	1,6	-85,5	1,1	-6,8	11,0p	2,2	4,4p	146,4p	120	15	9,5	-1,7	-2,7	-0,3
FR	-1,0	-30,2	2,7	-6,9	4,6p	4,4	13,0p	173,7p	115	8,5	11,6p	-0,5	-1,3	-1,9
HR	1,6	-47,8	0,5	0,1	13,7p	7,3	1,3p	98,0p	87,3	7,5	7,3	0,7	-2,5	-6,3
IT	3,2	2,4	0,6	-2,8	5,5	2,2	4,1	118,9	155,6	9,9	6,8	-1,3	-1,8	-5,3
CY	-6,6	-136,7	0,1	28,5	5,8p	0,7p	-2,6p	260,5p	115,3	7,7	-2,5	1,9	-2,4	-6,5
LV	0,7	-34,7	5,9	18,2	18,4	2,7	-1,8	66,5	43,2	7,3	10,8	1,2	-1,1	-2,1
LT	3,7	-15,8	6,9	39,3	18,3	6,4	0,3	54,7	46,6	7,0	28,5	2,6	-0,2	6,3
LU	4,5	39,9	1,5	20,6	11,1	13,8	44,5	316,8	24,8	6,0	-3,6	2,0	-0,4	7,8
HU	-0,7	-48,1	-4,9	8,2	13,2p	1,9p	7,7p	76,4p	80,1	3,8	55,3	1,6	-0,6	2,1
MT	3,0	60,3	2,1	13,2	19,7	2,2p	9,0	139,1	53,4	3,9	1,9	4,9	-0,9	0,3
NL	9,1	113,9	3,8	7,4	14,0p	6,0p	-1,3p	233,7p	54,3	3,7	3,3p	1,2	-1,0	0,2
AT	1,6	9,3	3,2	5,2	12,2	6,2	4,7	131,2	83,2	4,9	10,6	0,2	-0,5	0,7
PL	0,7	-44,5	1,1	36,9	12,3p	7,1p	1,5	75,9	57,4	3,5	11,7	1,4	-0,9	-4,0
PT	0,0	-106,4	0,0	-0,9	16,2p	7,7	4,4p	163,7p	135,2	6,8	7,2	-0,4	-2,2	-1,3
RO	-4,9	-48,3	3,4	20,6	26,1p	2,3	1,3p	48,5p	47,4	4,4	13,4	1,9	-0,5	-1,0
SI	6,4	-15,2	1,9	20,2	14,9	5,2	-0,9	69,7	79,8	4,9	14	0,4	-1,2	3,0
SK	-1,8	-65,7	5,3	8,1	16,4	7,2	3,7	95,3	59,7	6,3	9,9	0,3	-1,9	0,4
FI	-0,4	-5,3	2,3	12,3	6,1	1,3	6,5	155,2	69,5	7,3	7,7	1,6	-0,9	1,3
SE	4,6	16,4	-4,8	4,5	9,4	3,0	11,6	215,7	39,7	7,2b	11,2	0,0	-0,1	6,0

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

1. A foglalkoztatási mutatókhoz kapcsolódóan lásd a 2016. évi AMR 2. oldalát. 2. Lakásárindex e= becslés, forrás: Görög Nemzeti Bank. 3. A munkaerő-felmérés mutatói, b = az integrált háztartási adathételekre, többek között a munkaerő-felmérésre vonatkozó új németországi rendszer bevezetésével kapcsolatos technikai problémák miatt a Németországra vonatkozó 2020. évi adatok nem a munkaerő-felmérés mikroadataiból származó közvetlen becslések, hanem egy nagyobb mintán alapulnak, amely más integrált háztartási adathételekből származó további adatokat is tartalmaz. Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, valamint a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (a reál effektív árfolyam esetében), és a Nemzetközi Valutaalap adatai, WEO (a világgiaici áru- és szolgáltatásexportra vonatkozó adatsorok esetében)

2. táblázat Kiegészítő mutatók a 2020. évre

2020. 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 tökélmérleg (nettó hiteinyújtás / hitefelvétel) (a GDP %-ában)	Nettó nemzetközi befektetési pozíció a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélkül (a GDP %-ában)	Közvetlen külföldi befektetések az adatszolgáltató gazdaságban – tőkeáramlások	Közvetlen külföldi befektetések az adatszolgáltató gazdaságban – tőkeállomány	Energiatermékek nettó kereskedelmi mérlege (a GDP %-ában)	Reál effektív árfolyam – euróvezéti	kereskedelmi partnerek (3 éves %-os változás)	Az exportteljesítmény változása a fejlett gazdaságokkal szemben (5 éves %-os változás)	A cserearány változása (5 éves %-os változás)	Az exportpiaci részesedés volumene (1 éves %-os változás)	Munkatermelékenység (1 éves %-os változás)	Hazai és külföldi szervezetek bruttó nemteljesítő hitelei (a bruttó hitelek %-ában)	A fajiagos munkakölttség teljesítménye az euróvezéthez képest (10 éves %-os változás)	A lakásárak indexe (2015=100) – nominális (3 éves %-os változás)	Lakóingatlan-építés (a GDP %-ában)	Háztartások adóssága, konszolidált (beleértve HSNPI, a GDP %-ában)	Konszolidált banki tőkeállítást, hazai és külföldi szervezetek összes eszköz/összes tőke)
BE	-5,7p	23,9p	na	0,8	37,8	-3,6	174,8	-1,7p	0,4	11,4	0,8p	2,4p	-5,6p	2,1p	0,5	11,5	6,2p	66,4	14,2p	
BG	-4,4	19,2	0,9p	1,3	47,1	3,9	84,8	-2,1	3,0	16,6	12,7	-4,2	-2,1	5,9p	39,2	18,2p	2,9	24,7	7,9p	
CZ	-5,8	26,2	2,0p	4,8	36,9	2,5	81,5	-1,5	3,7	10,6	2,2	1,0	-4,2	1,9p	10,9	28,6	4,8	34,0	12,1p	
DK	-2,1	22,4	3,0p	8,1	30,0	0,4	58,4	-0,4	-2,0	12,0	1,2	0,9	-1,4	1,9p	-8,1	12,3	5,5	111,7	17,4p	
DE	-4,6p	21,9p	3,1p	6,8	53,2	2,9	49,8	-1,3p	0,1	1,8	2,9p	-1,4p	-3,8p	1,2p	11,2	21,6	7,0p	57,7	14,4p	
EE	-3,0	30,7	1,8p	1,9	42,3	11,4	113,5	-0,5	1,3	18,1	1,4	2,9	-0,3	1,6p	23,4	20,2	5,5	41,8	8,8p	
IE	5,9	39,7	1,2p	-6,8	-292,9	8,2	428,5	-0,7	-2,5	50,7	-3,0	17,4	7,5	3,4p	-35,4	13,2	2,1	35,9	8,8p	
EL	-9,0p	11,7p	1,5p	-5,0	-155,2	1,8	23,4	-1,8p	-3,2	-9,7	-3,1p	-13,6p	-7,9p	26,4p	-13,7	14,0e	1,1p	59,5	13,8p	
ES	-10,8p	20,3p	1,4p	1,2	-52,8	2,6	78,9	-1,3p	-1,2	-6,4	0,9p	-12,2p	-7,0p	2,8p	-11,2	14,8	6,0p	62,5	15,8p	
FR	-7,9p	23,0p	2,4p	-1,8	-41,9	0,4	50,3	-1,1p	0,6	-6,4	0,0p	-7,9p	-7,0p	2,2p	-3,6	11,9	6,1p	68,7p	16,2p	
HR	-8,1p	22,3p	1,3p	2,1	-0,3	2,1	65,3	-2,0p	-2,0	0,6	1,5p	-14,8p	-7,0p	5,3p	-11,9	24,5	na	38,3	7,6p	
IT	-8,9	17,8	1,5p	3,7	1,4	-1,1	30,8	-1,3	-1,9	-2,4	5,9	-6,1	-7,0	4,5p	-7,5	1,2	4,1	45,1	13,9p	
CY	-5,2p	20,0p	na	-10,0	-170,4	-0,6	1886,4	-3,3p	-3,0	29,1	-0,8p	2,8p	-4,7p	11,0p	-15,0	5,3p	7,6p	91,0	13,6p	
LV	-3,6	24,5	0,7p	4,7	14,5	2,8	60,0	-1,6	1,5	18,8	9,3	5,7	-1,3	4,6p	27,8	23,5	3,0	20,9	10,0p	
LT	-0,1	21,1	1,2p	9,1	15,2	8,0	56,2	-2,4	2,1	39,9	2,8	8,3	1,5	2,2p	26,5	23,0	3,2	24,6	15,5p	
LU	-1,8	16,8	na	4,0	-4095,3	-214,4	6136,5	-2,0	0,0	21,2	-0,5	9,2	-3,6	0,7p	6,6	35,0	3,7	69,2	14,3p	
HU	-4,7p	26,8p	1,6	0,5	-2,4	111,5	327,3	-2,2p	-6,5	8,7	1,4p	2,0p	-3,7p	3,6p	14,4	40,4p	4,1p	20,9	10,8p	
MT	-8,3	21,7p	0,7	-2,3	270,2	29,4	1602,5	-5,5	0,7	13,7	2,4	1,6	-10,7	3,6p	20,7	16,1p	3,9p	54,0	10,7p	
NL	-3,8p	21,3p	na	6,9	9,2	-16,7	567,0	-0,5p	2,0	7,9	1,8p	3,1p	-3,3p	1,9p	3,0	26,4p	5,3p	103,0p	16,7p	
AT	-6,7	25,2	3,2p	1,8	-5,6	-4,1	57,4	-1,4	1,4	5,7	-0,2	-2,9	-5,2	2,0p	5,5	19,3	5,1	53,2	11,9p	
PL	-2,5	16,6	1,4p	5,2	-6,2	2,9	48,5	-1,6	-1,0	37,6	3,5	8,0	-2,4p	6,0p	4,9	28,0p	2,0	34,8	10,5p	
PT	-8,4p	19,1p	1,6p	0,0	-47,0	2,0	87,2	-1,7p	-1,9	-0,4	2,2p	-10,7p	-6,7p	4,9p	-1,0	31,1	3,4p	69,5	11,4p	
RO	-3,9p	24,6p	0,5p	-3,1	-7,2	1,4	46,4	-1,2p	1,0	21,2	5,4p	-1,8p	-2,2p	3,9p	23,5	14,3	2,6p	16,2	9,1p	
SI	-4,2	18,9	2,2p	6,9	2,0	0,9	42,9	-2,0	-0,2	20,8	1,4	-0,8	-3,7	3,0p	-0,5	21,4	2,3	27,8	9,3p	
SK	-4,4	19,6	0,9	1,3	-14,8	-0,2	70,4	-2,1	3,8	8,6	-2,2	0,6	-2,5	2,5p	10,1	28,4	3,9	47,2	9,7p	
FI	-2,9	24,2	2,9	0,9	4,9	-0,8	50,3	-0,9	-1,0	12,8	0,1	1,1	-0,8	1,5p	-5,5	3,9	7,1	69,6	16,0p	
SE	-2,8	24,8	3,5p	5,7	-4,5	5,3	92,4	-0,8	-7,4	5,0	-0,8	3,3	-1,5	1,0p	7,4	5,8	5,0	94,7	17,6p	

Jelzések: e: Estimated (becslés), p: Provisional (ideiglenes adat).

1. A K+F-re fordított bruttó belföldi kiadásokra vonatkozó 2020. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2021. október 31., míg az adatfelvétel időpontja 2021. október 22. volt. 2. Lakásárindex e = becslés, forrás: EL nemzeti központi bankja.

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

2. táblázat (folytatás): Kiegészítő mutatók a 2020. évre

2020. év	Foglalkoztatás (1 éves %-os változás)	Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %-ában (%)	Tartós munkanélküli égi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %-ában (%)	Ifjúsági munkanélküli égi 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 transferek után is szegénységben élők – a teljes népesség %-ában		Súlyos anyagi nélkülözésben élők – a teljes népesség %-ában		Nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásban élők – a teljes 0–59 év közötti népesség %-ában	
					(3 éves % százalékpontos változás)	(3 éves % százalékpontos változás)	(3 éves % százalékpontos változás)	(3 éves % százalékpontos változás)	(3 éves % százalékpontos változás)	(3 éves % százalékpontos változás)	(3 éves % százalékpontos változás)			
BE	0,0p	68,6	2,3	15,3	9,2	-0,1b	18,9b	-1,7b	14,1b	-1,8b	3,9b	-1,3b	11,9b	-2,0b
BG	-2,3	72,2	2,3	14,2	14,4	-0,9	32,1	-6,8	23,8	0,4	19,4	-10,6	8,5	-2,6
CZ	-1,7	76,4	0,6	8,0	6,6	0,3	11,9	-0,3	9,5	0,4	2,4	-1,3	4,4	-1,1
DK	-0,7	79,0	0,9	11,6	7,4	-0,2b	15,9b	-1,3b	12,1b	-0,3b	2,4	-0,7	9,1	-0,9
DE	-0,8p	79,3bp	1,1bp	7,4bp	7,3bp	1,0bp	24,0b	5,0b	18,5b	2,4b	6,6bu	3,2bu	9,5b	0,8b
EE	-2,7	79,3	1,2	17,9	8,9	-0,5	23,3	-0,1	20,7	-0,3	2,8	-1,3	4,7	-1,1
IE	-1,5	71,9	1,3	15,3	12,0	1,1b	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	-1,2p	67,4	10,9	35,0	13,2	-2,1	28,9	-5,9	17,7	-2,5	16,5	-4,6	12,8	-2,8
ES	-4,1p	72,2	5,0	38,3	13,9	0,6	26,4	-0,2	21,0	-0,6	7,0	1,9	9,9	-2,9
FR	-0,9p	71,0	2,9	20,2	11,4	0,0	18,2p	1,2p	13,8p	0,6p	4,8p	0,7p	8,8p	0,7p
HR	-1,2p	67,1	2,1	21,1	12,2	-3,2	23,2	-3,2	18,3	-1,7	6,9	-3,4	8,6	-3,6
IT	-2,1	64,1	4,7	29,4	19,0	-1,1	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	-0,6p	75,8	2,1	18,2	14,4	-1,7	21,3	-3,9	14,3	-1,4	8,3	-3,2	5,6	-3,8
LV	-2,3	78,2	2,2	14,9	7,1	-3,2	na	na	na	na	na	na	na	na
LT	-1,6	78,5	2,5	19,6	10,8	1,7	24,8	-4,8	20,9	-2,0	7,7	-4,7	7,3	-2,4
LU	1,9	72,2	1,7	23,2	6,6	0,7	20,9b	1,5b	17,4b	1,0b	1,7b	0,5b	7,9b	1,0b
HU	-1,0	72,8	1,1	12,8	11,7	0,7	17,8	-7,8	12,3	-1,1	8,0	-6,5	5,0	-1,6
MT	2,7	77,1	1,1	10,9	9,3	0,7b	19,0	-0,3	16,9	0,2	3,3	0,0	5,4	-1,7
NL	-0,5p	80,9	0,9	9,1	4,5	0,5	16,3p	-0,7p	13,6p	0,4p	2,1p	-0,5p	8,9p	-0,6p
AT	-1,6	76,6	1,3	10,5	8,0	1,5	17,5	-0,6	13,9	-0,5	2,7	-1,0	7,1	-1,2
PL	-0,1p	71,0	0,6	10,8	8,6	-0,9	17,3p	-2,2p	14,8p	-0,2p	2,6p	-3,3p	4,3p	-1,4p
PT	-1,9p	74,3	2,3	22,6	9,1	-0,2	19,8	-3,5	16,2	-2,1	4,6	-2,3	5,1	-2,9
RO	-1,8p	69,2	1,5	17,3	14,8	-0,4	30,4	-5,3	23,4	-0,2	15,2	-4,5	6,3	-0,6
SI	-0,6	74,6	1,9	14,2	7,7	1,2	15,0	-2,1	12,4	-0,9	3,0	-1,6	4,8	-1,4
SK	-1,9	72,4	3,2	19,3	10,7	-1,4	14,8p	-1,5p	11,4p	-1,0p	5,9p	-1,1p	4,3p	-1,1p
FI	-2,1	78,3	1,2	21,4	9,3	-0,1	16,0	0,3	12,2	0,7	2,6	0,5	9,9	-0,8
SE	-1,3	82,5	1,1	23,9	6,5	0,3	17,9	0,2	16,1	0,3	1,8u	0,7u	8,5	-0,3

Jelzések: b: Break in series (törés az idősorban), p: Provisional (ideiglenes adat), u: Low reliability (alacsony megbízhatóság).

1. A munkaerő-felmérés mutatói, b = az integrált háztartási adateffektivek, többek között a munkaerő-felmérésre vonatkozó új németországi rendszer bevezetésével kapcsolatos technikai problémák miatt a Németországra vonatkozó 2020. évi adatok nem a munkaerő-felmérés mikroadataiból származó közvetlen becslések, hanem egy nagyobb mintán alapulnak, amely más integrált háztartási adateffektivekből származó további adatokat is tartalmaz. 2. A jövedelmekre és életkörülményekre vonatkozó (EU-SILC) 2020. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2021. november 30., míg az adateffektív időpontja 2021. október 22. volt. b = jelentős lényegi és módszertani változások DE esetében.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat.