



Brüsszel, 2012.11.28.
COM(2012) 751 final

**A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, A TANÁCSNAK,
AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANKNAK, AZ EURÓPAI GAZDASÁGI ÉS SZOCIÁLIS
BIZOTTSÁGNAK, A RÉGIÓK BIZOTTSÁGÁNAK ÉS AZ EURÓPAI BERUHÁZÁSI
BANKNAK**

2013. évi jelentés a riasztási mechanizmus keretében

**a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról szóló rendelet 3. és
4. cikkének megfelelően**

{SWD(2012) 420 final}

{SWD(2012) 421 final}

1. BEVEZETÉS

A jelentős és tartós külső hiányban, illetve többletben, a versenyképesség folyamatos romlásában és az eladósodottság növekedésében megnyilvánuló tartós makrogazdasági egyensúlyhiány az egyik alapvető oka a gazdasági válságnak, a gazdasági környezetet jelenleg az ennek megszüntetésére és kiigazítására irányuló erőfeszítések alakítja. Az említett tényezők továbbra is meghatározzák az érintett tagállamok makrogazdasági kihívásait és továbbgyűrűző hatással járnak, ami hozzájárul az euróövezetet fenyegető kockázatokhoz. 2011 decemberében hatályba lépett az ún. hatos csomag, többek között a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárást (Macroeconomic Imbalance Procedure – MIP)¹ létrehozó két rendelettel. Az európai szemeszter részét képezi az egyensúlyhiány MIP keretében végrehajtott makrogazdasági felügyelete, amely integrált és előrettekintő megközelítést alkalmaz. A MIP első teljes körű végrehajtására 2012-ben került sor. A MIP első lépéseként a Bizottság 2012. február 14-én közzétette a riasztási mechanizmushoz kapcsolódó első jelentést². 2012. május 30-án 12 tagállamra vonatkozóan részletes vizsgálatot tettek közzé³, amelyekben megállapításra került, hogy a vizsgált 12 tagállamban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn. A Tanács által az európai szemeszter keretében júliusban kibocsátott országspecifikus ajánlásokba⁴ beépítették a megállapított egyensúlyhiányra vonatkozó megfelelő szakpolitikai válaszokat.

Ez a riasztási mechanizmushoz kapcsolódó második jelentés, amely a 2013. évi európai szemesztert érintő, makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás kiindulópontja.

A riasztási mechanizmushoz kapcsolódó jelentés a felügyelet első lépése, amelynek segítségével a Bizottság feltárja, melyek azok a tagállamok, amelyek esetében a fejlemények további részletes vizsgálatot tesznek indokoltá annak megállapításához, hogy fennáll-e egyensúlytalanság vagy kialakulóban van-e ennek a kockázata. Hangsúlyozni kell, hogy a megfigyelt fejlemények mozgatórugóinak részletes elemzésére nem a riasztási mechanizmushoz kapcsolódó jelentésben, hanem a későbbi részletes vizsgálatok keretében kerül sor⁵. A Bizottság a részletes vizsgálatok alapján megállapítja, hogy fennáll-e egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány és szakpolitikai ajánlásokat javasol. A MIP ezen második köre integrálja az előző ciklus megállapításait és figyelembe veszi, hogy nem javultak az általános gazdasági feltételek. A részletes vizsgálatokat a tervek szerint tavasszal, a májusi európai szemesztert megelőzően teszik közzé.

A riasztási mechanizmushoz kapcsolódó jelentés mutatókat tartalmazó eredménytáblán alapul. Az egyensúlyhiány esetleges fennállásának, illetve az egyensúlyhiány kockázatának értékelése a tagállamok esetében nem az eredménytábla mutatóinak mechanikus leolvasásával

¹ Az 1176/2011/EU és az 1174/2011/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet (HL L 306., 2011.11.23., 25. o. és 8. o.).

² COM(2012) 68 final, 2012.2.14.

³ Ezek a tagállamok: Belgium, Bulgária, Dánia, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Ciprus, Magyarország, Szlovénia, Finnország, Svédország és az Egyesült Királyság (lásd: *European Economy – Occasional Papers*, 99–110. o., valamint az „Intézkedések a stabilitás, a növekedés és a munkahelyteremtés érdekében” című bizottsági közlemény (COM(2012) 299 final), 2012.5.30.

⁴ A 2012. július 10-i tanácsi ajánlások (2012/C 219/01–27) (HL C 219., 2012.7.24.).

⁵ A Gazdaságpolitikai Bizottság keretében a tagállamok és a Bizottság együttműködnek az analitikai keretek és az egyensúlyhiány elemzésére szolgáló eszközök megerősítése terén. Ez magában foglalja például az ingatlanpiaccal, az eladósodottsággal és a külső pozíciók értékelésével összefüggő kérdéseket.

történik. Az eredménytábla olyan további információkkal és mutatókkal egészül ki, amelyek kellő mértékben figyelembe veszik az országspecifikus körülményeket és intézményeket, valamint mérlegelik a 2012. májusi részletes vizsgálatok következtetéseit is. Ami az eredménytábla kialakítását illeti, az eredetileg tíz mutatóból álló rendszert egy további, a pénzügyi ágazatra vonatkozó mutató egészíti ki, válaszolva a Tanács és az Európai Parlament azon felszólítására, hogy az említett ágazatot nagyobb mértékben figyelembe kell venni. Az 1. melléklet az ideai eredménytáblára vonatkozó további magyarázatot és háttér-információt tartalmaz.

A 2. szakaszban az eredménytábla értelmezéséből adódó horizontális és tematikus megállapítások találhatók. A 3. szakaszban olvasható az eredménytábla egyes országokra vonatkozó elemzése. A 4. szakasz a következtetéseket tartalmazza.

2. ELŐRELÉPÉS AZ EGYENSÚLY HELYREÁLLÍTÁSA TERÉN ÉS AZ EGYENSÚLYHIÁNY KIIGAZÍTÁSA

Az uniós gazdaságok továbbra is komoly kihívásokkal néznek szembe a válságot megelőző időszakban felhalmozódott külső és belső egyensúlyhiány megszüntetése terén. Számos tagállamban a magán- és a közszférában egyaránt nagy a nyomás a hitelállomány leépítését illetően. Ez a nyomás a korábbi, fenntarthatatlan kiadási és adósságszintek nyomán felhalmozódott pénzügyi egyensúlyhiány felszámolását tükrözi. A párhuzamosan lezajló hitelállomány-leépítés hátrányosan befolyásolja a növekedést, mivel a kiadások csökkennek és a bevételek az adósság visszafizetésére irányulnak, miközben a külső hiány teljes és fenntartható megszüntetéséhez a relatív versenyképesség költségcsökkentés és termelékenység-növelés révén megvalósuló további javulására van szükség. A felhalmozódott külső és belső egyensúlyhiány megszüntetése várhatóan elhúzódó folyamat lesz, ami az elkövetkezendő években meghatározza a gazdasági feltételeket és a MIP-hez kapcsolódó felügyelet keretét. A jelenlegi növekedési feltételek – beleértve a jövő évi kilátásokat – az év eleji jelentés időszakában előrejelzetthez képest lényegesen rosszabbak, de az egyensúly helyreállítása terén elért eredmények megnyitják az utat a növekedés és a konvergencia előtt.

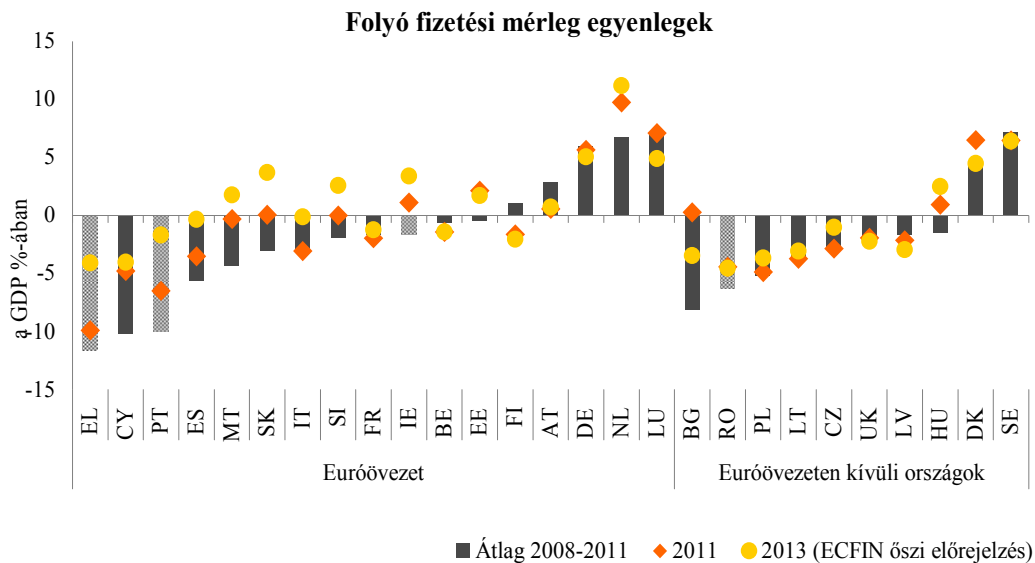
Pozitív jelek utalnak arra, hogy az uniós gazdaságokban előrelépés történt az egyensúly helyreállítása terén, ahogy azt a legutóbbi bizottsági előrejelzések is mutatják. Úgy tűnik, a reform-erőfeszítéseknek már van eredményük, és nem csak a programban részt vevő országokban. A legnagyobb külső egyensúlyhiánnyal küzdő országokban a javuló versenyképesség hatására csökkent a folyó fizetési mérleg hiánya. Azokban az országokban azonban, amelyekben nagy a folyó fizetési mérleg hiánya, továbbra is jelentős kiigazításra van szükség, amit a gazdasági kiigazítási programokban és az országspecifikus ajánlásokban egyeztetett, termelékenység-növelő strukturális reformok végrehajtásának kell megerősítenie. Az egyensúly euróövezeten (és Unión) belüli helyreállításának folytatását elősegítené a dinamikus belföldi kereslet és a bérek növekedése a többlettel rendelkező országokban.

Az eredménytáblába foglalt különböző területek vonatkozásában a következő konkrét megállapítások tehetők:

- ***Folyamatban van a folyófizetésimérleg-pozíciók kiegyensúlyozása az euróövezetben (és az Unióban).*** Ez eddig nagyrészt a sérülékeny gazdaságokban végrehajtott kiigazítás eredménye, bár a nagy folyófizetésimérleg-többlettel rendelkező tagállamokban lezajló változások szintén hozzájárulnak az egyensúly helyreállításához az euróövezetben (és az Unióban). A hiánnyal rendelkező országokban a versenyképesség javulásának és az exportorientált ágazatokhoz való erőforrás-

átcsoportosításnak köszönhetően az export bővülése volt jellemző, ugyanakkor a belföldi kereslet és az import erőteljesen szűkült. Bár ezek a fejlemények ciklikus és strukturális tényezőket egyaránt tartalmaznak, úgy tűnik, a legtöbb országban a strukturális kiigazítás a meghatározó. A nagy folyófizetésimérleg-hiánnyal rendelkező tagállamokban zajló kiigazítással párhuzamosan számos, többlettel rendelkező tagállamban a külső egyenleg – bár kisebb ütemű – csökkenése figyelhető meg. A többlettel rendelkező országokban a belföldi kereslet növekvő gazdasági súlya, és a viszonylag dinamikus béremelkedés azt jelzi, hogy ezek az országok a következő években nagyobb mértékben járulhatnak hozzá az egyensúly helyreállításához.

- **A folyó fizetési mérleg hiányának külső kiigazítása azonban nem elegendő a fenntartható és stabil külső adósságpozíciók biztosításához.** A tagállamok többségének (negatív) nettó nemzetközi befektetési pozíciója meghaladja az indikatív küszöbértékeket. A nettó nemzetközi befektetési pozíciónak a küszöbértéktől való eltérése azonban országonként változó, a mérsékelttől (CZ, EE, LT, PL, SI, SK és RO), a jelentősig (BG, ES, CY, LV és HU, valamint IE, EL és PT) terjed. A felzárkózó gazdaságokban a nettó külső adósságállomány – a közvetlen külföldi befektetések jelentőségét tükrözve – általában alacsonyabb mint a nettó nemzetközi befektetési pozíció (BG, CZ, SK, LT és LV). A negatív pozíciók sok esetben tovább növekedtek, illetve ha csökkentek, az nagyrészt értékelési hatások következménye (ES és CY, valamint EL és PT), mindenekelőtt a külföldiek birtokában levő hazai kibocsátású értékpapírok piaci értékének csökkenése miatt.



Megjegyzés: Az előrejelzés adatai a fizetési mérlegek adatai és a nemzeti számlák adatai közötti eltérések alapján korrigáltak. A programban részt vevő országok sátrószva.

Forrás: Eurostat, a Bizottság szolgálatai

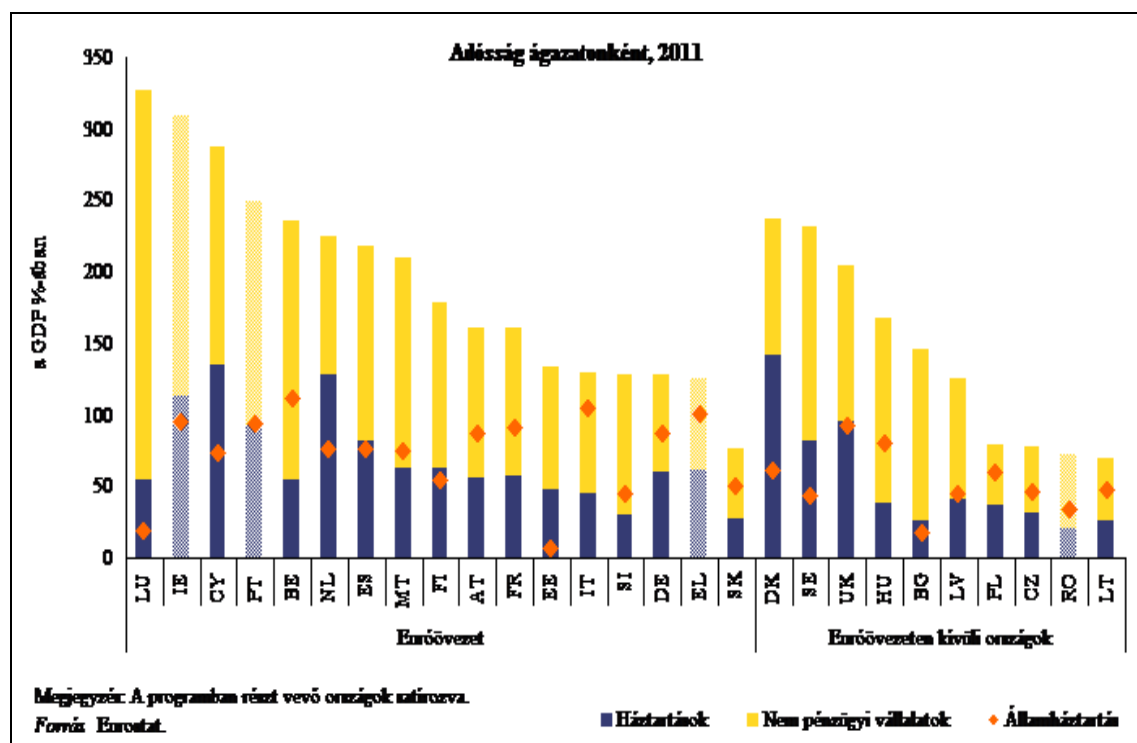
- **A globális kereslet gyengülése mellett némileg javult az exportteljesítmény.** A felzárkózó tagállamok (EE, MT, SK, BG, LV, LT, PL és RO) kivételével az elmúlt öt évben a tagállamok többsége az indikatív küszöbértéket jóval meghaladó mértékben veszített exportpiaci részesedéséből. Hosszabb időszakra vetítve ez a romlás részben a globális viszonylatban kialakuló uniós trendet tükrözi és a világkereskedelem bővülése

ismeretében kell vizsgálni. Mindazonáltal a piaci részesedés csökkenésének üteme sok esetben lassult az egy évvel ezelőttihez képest.

- ***Az áralapú és nem áralapú versenyképesség alakulása pozitívan járult hozzá a külső egyensúlyhiány felszámolásához.*** Az áralapú és nem áralapú versenyképesség javulása alapvető a jelentős folyófizetésimérleg-hiánnyal rendelkező gazdaságok kiigazítási folyamata szempontjából. Számos strukturális reform elfogadására már sor került. Ugyan a reformok által a fő makrogazdasági változókra gyakorolt teljes hatás jellemzően csak később érzékelhető, számos tagállamban már megnyilvánul a jelentős munkaerő-piaci reformok hatása a versenyképesség javulásában. A relatív fajlagos munkaerőköltségek és az effektív reálárfolyamok trendjének változásai a legtöbb tagállamban a versenyképesség javulására engednek következtetni. Az eredménytábla alapján a fajlagos munkaerőköltség mutatója (nominális változás 2009–2011-ben) csak négy tagállamban haladja meg a küszöbértéket (BG, LU, RO, FI) az előző jelentés szerinti nyolchoz képest, tükrözve az elmúlt néhány évben a bőrnövekedésre irányuló lefelé ható nyomást.
- ***Az áralapú versenyképesség javulására eddig elsősorban a nagy egyensúlyhiánnyal rendelkező tagállamokban került sor, az intenzív piaci nyomás eredményeként.*** 2010 óta a nominális fajlagos munkaerőköltség növekedési rátája az euróövezeti periféria országaiban alatta marad a többlettel rendelkező központi tagállamok megfelelő növekedési rátájának. A sérülékeny országokban a fajlagos munkaerőköltség az euróövezet magjához képest csökkent, ami a termelékenység növekedéséből és a versenyképességi nyomásból, illetőleg a nominálbérek számos ágazatban jellemző csökkenéséből ered, valamint abból, hogy tömeges elbocsátásokra került sor, amellyel most ellensúlyozzák az utóbbi évekre jellemző munkaerő-tartalékolást.
- ***Sok tagállamban továbbra is fennáll a magánszektor hitelállományának leépítésére irányuló nyomás.*** A magánszektor – ideértve a vállalatokat és a háztartásokat – túlzott hitelállományának felszámolása a pénzügyi válság hatására kezdődött meg. A magánszektor adósságállománya a tagállamok többségében (AT, BE, CY, DK, FI, FR, HU, LU, MT, NL, ES, SE és UK, valamint IE és PT) meghaladja az indikatív küszöbértéket (a GDP 160 %-a). Ágazati szinten egyes országokban különösen magas a vállalkozások eladósodottsága (BE, BG, CY, MT, ES és SE, valamint IE és PT) esetében meghaladja a GDP 120 %-át). Más esetekben (például SI és ES) a nem pénzügyi vállalatok adósságállományának nagy része az építőipari cégeknél összpontosul, és az ingatlanpiac további korrekciója a vállalatoknál a bedőlt hitelek arányának növekedéséhez és az eszközök értékvesztéséhez vezethet. Ami a lakosságot illeti, számos tagállamban érzékelhető a hitelállomány leépítésére irányuló nyomás (CY, DK, NL, ES, SE és UK, valamint IE és PT), ami főként az ingatlanpiac válságát megelőző fellendüléséhez kapcsolódik. A háztartások anyagi helyzetére és fogyasztására ható lefelé mutató kockázat az ingatlanpiacok esetleges további korrekciójához kapcsolódik.
- ***A magánszektorbeli hitelezés továbbra is gyenge és a magánhitelek áramlása visszafogott.*** A hitelnövekedésre vonatkozó 2011-es adatok általában a küszöbérték alatt voltak, ami a hitelkínálat és -kereslet alakulásával egyaránt összefügg. Egyrészt a bankok csökkentették mérlegfőösszegüket és növelték tartalékaikat. A pénzügyi ágazat kötelezettségei 2011-ben általánosságban csak mérsékelten növekedtek. A pénzügyi szektorban fennálló strukturális és likviditási problémák szintén befolyásolták a hitelkínálatot. Másrészt a nagy bizonytalansággal párosuló romló

növekedési kilátások visszafogták a keresletet, különösen azokban az országokban, ahol a legnagyobb kiigazításra van szükség.

- A bankok, a köz- és a magánszektor közötti bonyolult ágazati összefonódások gyakran hozzájárulnak a mögöttes egyensúlyhiányhoz.** Mivel a pénzügyi ágazat fokozott mértékben fektet be hazai állampapírokba, az államkötvény-portfóliók révén a bankok állampapírokkal szembeni kitétsége jelentős. Emellett a magas államkötvény-hozamok a vállalatokra is hatást gyakorolnak a bankszektor révén, és negatívan befolyásolják finanszírozási feltételeiket. Ezzel összefüggésben a finanszírozási költségek a köz- és a magánszférában egyaránt egyre nagyobb mértékben eltérnek a tagállamokban, ami a pénzügyi ágazat nemzeti határok mentén történő széttöredezéséhez vezet. Az államadósság-válság következtében egyes sérülékeny országokból megkezdődött a megtakarítások kiáramlása, ami az érintett országok magánszektorára további finanszírozási és likviditási nyomást gyakorol. Fennáll annak a kockázata, hogy a bankhitelektől jelentős mértékben függő kis- és középvállalkozásokat mindez fokozottabban érinti. Ezzel összefüggésben a magánszektor hitelállományának leépítésére irányuló nyomás abban az esetben még több aggályt vet fel, ha párhuzamosan a közszférában is a hitelállomány szükséges leépítése zajlik (BE, ES, HU és IT, valamint IE, EL és PT).



- Még mindig folyamatban van az ingatlanpiacok korrekciója, ami az építőipar dinamikájától függően különböző hatásokkal jár.** 2011-ben szinte valamennyi tagállamban negatív volt a reál ingatlanárak növekedési rátája, kivételt csak a balti államok jelentenek, amelyekben az ingatlanpiacok korábbi fellendülési és visszaesési szakaszait követő helyreállítás zajlik. Következésképp az ingatlanárak növekedése egy országban sem haladta meg az indikatív küszöbértéket. Egyes olyan országokban, amelyekben már amúgy is jellemző volt az ingatlanárak jelentős kumulált esése (CY, ES és IE) a gazdasági feltételek komoly romlásával összefüggésben felgyorsult ez a

korrekció. Néhány esetben mindez az építési ágazat szükségszerű szűküléséhez vezetett, ugyanakkor hatására nőtt a munkanélküliség is és romlottak a bankok mérlegei (SI, ES és IE). Nem zárható ki a további lefelé irányuló kiigazítás sem (DK, NL, UK) a hitelfeltételek szigorításával és a gazdasági bizonytalansággal összefüggésben.

- ***Az egyensúlyhiány jelenleg zajló kiigazítására szükség van, bár rövid távon költségekkel jár és növeli a munkanélküliséget.*** Folyamatban van a kiigazítás, de az egyensúly teljes és tartós helyreállításáig még hosszú az út. A bérmegállapítási mechanizmusok reformjának első pozitív eredményei már megmutatkoznak a költségek javuló versenyképességében. A számos tagállamra jellemző – a visszafogott aggregált kereslettel összefüggő – jelentős vagy növekvő munkanélküliség arra utal, hogy a munkaerő-piaci kiigazítási folyamat még nem zárult le. A kiigazítási folyamathoz hozzátartozik a gyenge gazdasági teljesítmény és – egyes esetekben – fontos ágazatok, például az építőipar szűkülése (SI, ES és IE), hatására az erőforrások a nem kereskedelemképes ágazatoktól a kereskedelemképes ágazatok felé tolódnak el, a kiadások pedig a belföldön előállított termékekre irányulnak. A kiadásoknak a növekedés helyreállítása, munkahelyteremtés és külső kiigazítás felé való átirányításának kivitelezése nagymértékben függ a munkaerő- és termékpiaci tartós strukturális reformoktól, valamint a pénzügyi szabályozás végrehajtásának felgyorsítására irányuló erőfeszítésektől. A belföldi hitelállomány leépítésére irányuló jelentős nyomás ismeretében ez különösen fontos.

3. AZ EREDMÉNYTÁBLA ELEMZÉSÉHEZ KAPCSOLÓDÓ ORSZÁGSPECIFIKUS ÉSZREVÉTELEK

Az alábbi észrevételek nem térnek ki azokra a tagállamokra, amelyek hivatalos finanszírozással támogatott gazdasági kiigazítási programhoz kapcsolódó felügyelet alá tartoznak. Ez a helyzet az euróövezethez tartozó Görögország, Írország és Portugália, valamint az euróövezeten kívüli Románia esetében⁶.

Belgium: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Belgiumban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a külső versenyképesség és az eladósodottság alakulása tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés változása; a magánszektor nettó adósságállománya és az államháztartás adósságállománya. Külgazdasági szempontból Belgium exportpiaci részesedésének csökkenése kisebb ütemben folytatódott. Az exportpiaci részesedés folyamatos csökkenése az áru egyenleg 2003 óta tartó romlásának a következménye, amit a szolgáltatások egyenlegének tartós javulása részben ellensúlyozott. A folyó fizetési mérleg pozíciója a következő években várhatóan egyenlegközeli marad. Az exportpiaci részesedés romlásának magyarázatául szolgáló egyik fontos tényező a költségek versenyképességének csökkenése, ami többek között a fajlagos munkaerőköltség euróövezeti átlagnál nagyobb kumulált növekedésének a következménye. A tendencia várhatóan folytatódik. Ami a belső egyensúlyhiányt illeti, a magánszektor adósságállományának mutatója jóval meghaladja a küszöbértéket, bár ez nagymértékben a vállalatokon belüli kölcsönökkel függ össze. A hitelállomány 2011-ben viszonylag erősen növekedett, de az utóbbi időben visszaesett, a kereslet csökkenése és a vállalati hitelfeltételek szigorodása következtében. Az államadósság magas és növekszik, mivel az utóbbi években jelentős mértékű hiány halmozódott fel, és a pénzügyi ágazatban beavatkozásra került sor. Az ingatlanárak a válságot megelőzően gyorsan emelkedtek és további vizsgálatot igényel a kiigazítás valószínűsége, valamint a kiigazítás által a jelzáloghitelekkel összefüggő lakossági adósságállomány fenntarthatóságára gyakorolt hatás. A pénzügyi ágazatban 2011-ben növekedett az adósságnak a saját tőkéhez viszonyított aránya a szektor veszteségei következtében. *A Bizottság mindezek alapján – az egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.*

⁶ Ez a módszer, amely megakadályozza az eljárások és a jelentéstételi kötelezettségek átfedéseit, összhangban van a pénzügyi stabilitásuk tekintetében súlyos nehézségekkel küzdő vagy súlyos nehézségek által fenyegetett euróövezeti tagállamok gazdasági és költségvetési felügyeletének megerősítéséről szóló rendeletre irányuló bizottsági javaslattal (COM (2011) 819 végleges, 2011.11.23.), mely rendelet a második gazdasági kormányzati csomag része. A gazdasági helyzet és a makrogazdasági egyensúlyhiány megszüntetése terén elért eredmények részletezése a megfelelésről szóló legutóbbi jelentésekben található. – *European Economy—Occasional Papers*, 94. (Görögország), 115. (Írország), 116. (Románia) és 117. (Portugália). A jelentés Spanyolországra is kitér, bár az ország a bankok feltőkésítésére irányuló hivatalos finanszírozásban részesül; lásd: „The Financial Sector Adjustment Programme for Spain” (A pénzügyi ágazat kiigazítási programja Spanyolországban) – *European Economy—Occasional Papers*, 118. Emellett Magyarországgal és Ciprusal is foglalkozik. Magyarország 2011 novemberében hivatalosan kérte az elővigyázatossági pénzügyi támogatással kapcsolatos tárgyalások megkezdését. A tárgyalásokon azonban nem történt komoly előrelépés. Ciprus 2012. június 25-én hivatalos támogatást kért, a programmal összefüggő tárgyalások jelenleg zajlanak.

Bulgária: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Bulgáriában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a külső eladósodottság alakulása, a vállalati szektor hitelállományának leépítése és a munkaerő-piaci kiigazítási folyamat tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció és a fajlagos munkaerőköltség, míg a magánszektor adósságának mutatója jelenleg a küszöbérték alatt van. A külső oldalon a folyó fizetési mérleg egyenlege gyorsan javul: 2011-ben kiegyensúlyozott pozíciót ért el és az előrejelzés időszakában várhatóan a küszöbérték alatt marad. A folyó fizetési mérleg jelentős korrekcióját tükröző javulás ellenére a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció várhatóan jóval az indikatív küszöbérték fölött marad és így az előrelátható jövőben továbbra is hozzájárul a sérülékenységhöz. Ezt a mutatót azonban a közvetlen külföldi befektetések rendkívül magas állományával együtt kell értelmezni, ami lényegesen alacsonyabb nettó külső adósságot eredményez. Először, a közvetlen külföldi befektetések beáramlása 2011-ben visszafogott maradt, és az újabban megfigyelhető élénkülés várhatóan mérsékelt lesz, még ha a közvetlen külföldi befektetések állománya magas is. Másodszor, Bulgária exportpiaci részesedése – a termelékenységgel javulása és az effektív reálárfolyam leértékelődése, valamint a fajlagos munkaerőköltségek újabban mérsékelt növekedése mellett – javult, bár a mutató továbbra is a küszöbérték fölött van, és a jövőben a bérek és a fajlagos munkaerőköltségek növekedése az előrejelzések szerint viszonylag erős lesz. Folyamatban van az ingatlanpiac lefelé irányuló korrekciója, miután korábban az ingatlanárak meredeken estek. A hitelfeltételek stabilak maradtak, ami biztosította a hitelezés bővülését, bár a nemteljesítő hitelek nagy aránya a hitelezés gátjává válhat. Miközben a magánszektorban gyorsan csökkent a hitelállomány (a 2011. évi adatok a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott rövid lejáratú hitelek gyors szűkülésére utalnak), az ágazat – felzárkózó gazdasághoz képest – viszonylag eladósodott marad, nagyrészt a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott határokon átnyúló, vállalatközi hitelek miatt. Mivel a külső egyensúlyhiány kiigazítása részben a belföldi kereslet, többek között a befektetések szűkülése révén valósult meg, fennáll annak a kockázata, hogy a gazdaság alacsony növekedési pályán marad, ezáltal nagyobb kihívássá válik az adósságállomány, többek között a nettó nemzetközi befektetési pozíció csökkentése. Az ország hosszú távú potenciális növekedésével kapcsolatos aggályok munkaerő-piaci problémákkal is összefüggnek, ezek a negatív növekedéssel, növekvő munkanélküliségi rátával és jelentős strukturális munkanélküliséggel jellemzett gyenge munkaerő-piaci teljesítményben nyilvánulnak meg. *A Bizottság mindezek alapján – az egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.*

Cseh Köztársaság: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában a Cseh Köztársaság tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció mutatója meghaladja az indikatív küszöbértéket. A nettó nemzetközi befektetési pozíció romlása a folyó fizetési mérlegnek az elmúlt három évben jellemző tartós, bár mérsékelt, a GDP körülbelül 3 %-át kitevő hiányából ered: ez főként a közvetlen külföldi befektetések magas állományához kapcsolódó osztalékiáramlás következménye. Összességében a külső sérülékenység kockázata korlátozott a bruttó külső adósságkötelezettségek viszonylag alacsony értéke miatt. A kereskedelmi mérleg 2011-ben komoly többletet mutatott, de az exportpiaci részesedés javulása egyre visszafogottabb, ami a közvetlen külföldi befektetéssel megvalósuló új zöldmezős beruházások csökkenő arányát tükrözi. Ezzel párhuzamosan várhatóan az import növekedése is megáll. Mivel a belföldi kereslet gyenge marad, az előrejelzések szerint a folyó fizetési mérleg hiánya a következő években tovább javul és ez várhatóan hozzájárul a nettó nemzetközi befektetési pozíció jelenlegi szint körüli

stabilizálódásához. A globális pénzügyi válság előtt jellemző felértékelődési tendenciával szemben az effektív reálárfolyam 2009 óta nagyjából stabil maradt. A tőke beáramlása a Cseh Köztársaságban együtt járt a bérek jelentős emelkedésével a gazdaság minden ágazatában, bár a termelékenység növekedése főként a kereskedelemképes ágazatra korlátozódott. Miközben a nominális fajlagos munkaerőköltség aggregált növekedése az elmúlt három évben közel 3 %-ra csökkent és a közeljövőben várhatóan visszafogott marad, a nem kereskedelemképes ágazat termelékenységének kumulált lemaradása befolyásolhatja a gazdaság versenyképességét: egyrészt, mivel a nem kereskedelemképes ágazat más szektoroknak biztosít inputot, így közvetlen hatást gyakorol az utóbbiak versenyképességére; másrészt a nem kereskedelemképes ágazat béreinek jelentősebb növekedése gátolhatja a munkaerő elmozdulását azon exportorientált ágazatok felé, amelyekben nagyobb a termelékenység növelésének lehetősége. Az építőiparban és az ingatlanpiacon folyamatban van a kiigazítás, amelyhez a reál ingatlanárak esése társul, ezekben az ágazatokban a válságot megelőző időszakban a viszonylag enyhe hitelfeltételek erősítették a fellendülést: 2005 és 2008 között a bankhitelek aránya az érintett ágazatokban termelt hozzáadott értékhez viszonyítva megduplázódott. A nagyrészt külföldi tulajdonú banki ágazat a Cseh Köztársaságban ellenálló maradt, és a magán-, valamint a közszféra mérsékelt eladósodottsága megakadályozta negatív visszacsatolás kialakulását. *A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében.*

Dánia: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Dániában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a külső versenyképesség és a lakosság eladósodottságának alakulása tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés változása és a magánszektor adósságállománya. Az exportpiaci részesedés visszaesése továbbra is jóval meghaladja a küszöbértéket és nagyságrendje 2011-ben ugyanakkora volt mint 2010-ben. A 2012. májusi részletes vizsgálat megállapította, hogy Dánia versenyképessége és gyenge teljesítménye az áruexport terén a fajlagos munkaerőköltségnek a fő versenytársakhoz viszonyított emelkedéséhez kapcsolódik. Mindazonáltal a nominális fajlagos munkaerőköltség három évi százalékos változásában mért költség-versenyképesség javult és a küszöbérték alatt maradt. Az előrejelzések szerint a következő években folytatódik a fajlagos munkaerőköltség visszafogott növekedése. Az effektív reálárfolyam három évre vetített százalékos változása 2009 óta szintén leértékelődésre utal, ami a következő években várhatóan folytatódik. A piaci részesedés tartós visszaesése a költség-versenyképesség javulása ellenére arra utalhat, hogy az utóbbi még mindig nem elegendő mértékű a versenyképesség előző évtizedben elszenvedett kumulatív veszteségének helyreállításához. Mindazonáltal a folyó fizetési mérleg többete továbbra is növekszik, a részben az emelkedő olajárak miatti kedvező olaj- és gázexport révén javuló áru- és szolgáltatáskereskedelmi egyenlegnek, valamint a közvetlen külföldi befektetésekből beáramló jövedelemnek köszönhetően. Mivel azonban a folyó fizetési mérleg egyenlege részben a magánszektor nagy megtakarításait tükrözi, a következő években a belföldi kereslet fokozatos élénkülésével várhatóan csökkenni fog. A magánszektor adósságaránya jelentősen a küszöbérték fölött marad. Kétségtelen, hogy az adósságarány sorban második éve csökken, részben tükrözve a lakosság adósságállományának visszaesését, de még mindig a legmagasabbak között van. Az ingatlanpiac alakulása hozzájárult ahhoz, hogy a lakosság adósságállománya fenntarthatatlan szintre növekedett, potenciálisan felerősítve a pénzügyi és gazdasági stabilitással összefüggő kockázatokat. Bár a pénzügyi stabilitás kockázata viszonylag csekély lehet, úgy tűnik, a gazdasági stabilitás erőteljesebb veszélyeknek van kitéve. Az ingatlanárak túlzott ingadozása és a nagy lakossági adósságállomány, amelyek hozzájárultak a magánfogyasztás jelentős

változékonyságához, most korlátozza a gazdaság élénkületi képességét, mivel a háztartások esetében változatlanul hitelállomány-leépítésre van szükség. A reál ingatlanárak – a 2010. évi stabilizálódást követően – 2011-ben újra visszaestek. Bár az árak most kétségkívül megközelítik a hosszú távú trendet, a piac a szigorú hitelfeltételek és a csekély bérnövekedés közepette törékeny marad, és tekintettel a gazdasági kilátásokra magában hordozza további lefelé irányuló kiigazítások kockázatát. *A Bizottság mindezek alapján – az egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.*

Németország: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Németország tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés változása és az államháztartás adósságállománya. Külgazdasági szempontból az exportpiaci részesedés visszaesése a 2010. évi csökkenést tükrözve továbbra is jóval meghaladja a küszöbértéket, és 2011-ben is folytatódott, ugyan kisebb mértékben. A visszaesés összességében mérsékeltnak tűnik és összhangban van a folyó fizetési mérleg többletének jelenlegi csökkenésével. A riasztási mechanizmushoz kapcsolódó előző jelentéshez hasonlóan a folyó fizetési mérleg többletét jelző mutató 2011-ben éppen a küszöbérték alatt van. A folyó fizetési mérleg többletének az utóbbi néhány évben megfigyelt csökkenése a kiegyensúlyozási folyamat keretében mindenekelőtt az euróövezet többi országával szembeni kereskedelmi többlet visszaesésének a következménye. Ami a jövőt illeti, a legújabb előrejelzések szerint a folyó fizetési mérleg többlete 2012 és 2014 között mérsékelt ütemben fog csökkenni, ahogy a magánfogyasztás és -befektetés újra lendületet kap. Emellett az elmúlt években a fajlagos munkaerőköltségek emelkedtek, és várhatóan továbbra is az euróövezeti átlagot meghaladó mértékben fognak növekedni a következő években a változatlanul stabil munkaerőpiaccal összefüggésben. A munkaerőköltségek emelkedése ellenére az effektív reálár-folyam még mindig leértékelődik, mivel a vállalatok mozgástere csekély ahhoz, hogy a magasabb bérek hatását az árakban érvényesítsék. A belső oldalon az államadósság az előrejelzések szerint 2013-tól csökkenő pályára kerül és Németország előrelép az adósságcsökkentésre vonatkozóan a Stabilitási és Növekedési Paktumban meghatározott viszonyítási alaphoz való megfelelés terén. A magánszektor eladósodottsága és a hitelezési tevékenység továbbra is mérsékelt. Az ingatlanárak csekély mértékben növekedtek, nagyobb áremelkedés csak egyes városi területeken volt jellemző. Előretekintve elmondható, hogy az ingatlanbefektetések várhatóan nagyobb mértékben növekednek majd. *A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében.*

Észtország: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Észtország tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció és a munkanélküliség mutatója. Egy további, a magánszektor adósságállományára vonatkozó mutató jóval a küszöbérték alá került (2011-ben a GDP 133 %-a). Külgazdasági szempontból lezárult a 2005 és 2007 között felhalmozódott jelentős külső egyensúlyhiány rendkívül erős kiigazításának nagy része. 2011-ben a folyó fizetési mérlegre változatlanul nagy többlet volt jellemző és középtávon várhatóan egyenlegközeleli helyzetben marad, amihez hozzájárul az exportpiaci részesedés javulása. Miközben a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció gyorsan javul, nagymértékben a küszöbérték felett marad, tükrözve a folyó fizetési mérleg tartós többletét és a nominális GDP állandó növekedéséből eredő denominátor-hatást. Emellett a nettó külső kötelezettségek felét a közvetlen külföldi befektetések teszik ki, ami hozzájárul a likviditással

összefüggő külső kockázatok korlátozásához; a nettó külső adósság a GDP-nek mindössze 6 %-a. A magánszektor eladósodottsága – bár még mindig magas – 2010–2011-ben lényegesen csökkent, amihez hozzájárult a hitelállomány folyamatban levő leépítése és a GDP-növekedés. Ennek eredményeként, bár a magánszektorban a hitelállomány szűkülése hamarosan megállhat, a magánszektor eladósodottsága 2012-ben várhatóan tovább csökken. A magánszektor viszonylag magas adósságszintje azonban középtávon visszafoghatja a növekedést. 2010 első negyedévében a munkanélküliségi ráta közel 20 %-nál tetőzött, azonban 2012 második negyedévében gyorsan csökkent, 10,2 %-ra, és várhatóan tovább csökken, bár lassúbb ütemben, tükrözve a készségi igények és -kínálat közötti eltérés újbóli megjelenését és a mérsékeltebb kibocsátás-növekedést. *A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében.*

Spanyolország: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Spanyolországban nagyon súlyos egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a külső pozíció, a magánszektor adósságállománya és a pénzügyi ágazat alakulása tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg hiánya, az exportpiaci részesedések, a nettó nemzetközi befektetési pozíció, a magánszektor és az államháztartás adósságállománya és a munkanélküliség. A külső oldalon a folyó fizetési mérleg hiánya csökkent, az exportteljesítmény élénkülésével és a belföldi kereslet visszaesésével összefüggésben. A mutató a küszöbérték felett marad, de a folyó fizetési mérleg várhatóan az egyensúly felé mozdul el a következő években. A csökkenő fajlagos munkaerőköltségek és az effektív reálárfolyam leértékelődése hozzájárul a fellendülés időszakában felhalmozódott versenyképesség-veszteség egy részének helyreállításához. Ennek következtében csökkent az exportpiaci részesedés visszaesése is, bár a mutató még mindig meghaladja a küszöbértéket. A fajlagos munkaerőköltség ebben az évben várhatóan tovább csökken és a növekedés a következő években visszafogottabb lesz. Bár folyamatban van a tőkemozgások kiigazítása, a külső kötelezettségállomány továbbra is tetemes, ahogy a jelentős negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció és a nettó külső adósságállomány is mutatja. Ez különösen aggályos, mivel a spanyol gazdaság likviditási kockázatoknak van kitéve. A gyorsan növekvő államadóssággal együtt a magánszektor magas eladósodottsága jelentős hitelleépítési nyomást vált ki. A magánszektorban a hitelállomány csökkenése 2011-ben kezdődött és a tervek szerint folytatódik, így a visszafogott belföldi kereslet révén hátráltatja a gazdaság élénkülését. Az ingatlanpiac és az építőipar visszaesését és az államháztartással összefüggő negatív visszacsatolásokat követően a banki szektor törekeny marad. A pénzügyi szektor kiigazítási programja keretében folyamatban van a banki ágazat problémáinak kezelése, a program hivatalos finanszírozást biztosít a spanyol bankok szerkezetátalakításához és feltőkésítéséhez. A fajlagos munkaerőköltség csökkenésétől függetlenül a munkaerőpiac romlott, rendkívül magas és növekvő, a küszöbértéket jóval meghaladó munkanélküliséggel és a foglalkoztatás további szűkülésével. A hitelállomány-leépítésre gyakorolt hatása révén ez új veszélyt jelent a folyamatban levő kiigazításra, és hátrányosan befolyásolja a költségvetési konszolidációs erőfeszítéseket is. *A Bizottság mindezek alapján – a rendkívül komoly egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes részletes vizsgálatban tovább elemezni az egyensúlyhiány felszámolásához kapcsolódó kockázatokat és az elért haladást.*

Franciaország: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Franciaországban jelentős egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt az exportteljesítmény és a versenyképesség alakulása tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedések, az államadósság és ebben az évben a magánszektor adósságállománya is. Külgazdasági szempontból Franciaország exportpiaci

részeseése – bár kisebb ütemben – tovább csökkent, és a mutató jóval meghaladja a küszöbértéket. A visszaesés a jövőben folytatódhat, amennyiben nem kerül sor határozott szakpolitikai intézkedésre. Ez a csökkenés a kereskedelmi egyenleg fokozatos romlásában, valamint a folyó fizetési mérleg egyenlegében és a negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióban tükröződik, bár az utóbbi kettő még mindig a megfelelő indikatív küszöbérték alatt van. Ezek a fejlemények összekapcsolódnak az áralapú és nem áralapú versenyképesség tartós romlásával. A munka adóterheinek csökkentésére irányuló legutóbbi intézkedések ellenére a fajlagos munkaerőköltség mutatója a küszöbérték alatt van, a jövőben a fajlagos munkaerőköltség növekedése rövid távon várhatóan közel lesz az euróövezeti átlaghoz, ami arra utal, hogy a közeljövőben relatív javulás nem várható. A francia vállalatok nyereségessége csökkent és 2011-ben soha nem látott alacsony szintet ért el, ami hatást gyakorol befektetési potenciáljukra, valamint innovációs kapacitásukra is, és ez hátrányosan befolyásolja nem áralapú versenyképességüket. Emellett a társaságok alacsony nyereségessége befolyásolja hitelállomány-leépítési kapacitásukat és így általánosságban hozzájárul a magánszektor jelentős eladósodottságához, amely most meghaladja az indikatív küszöbértéket. A munkanélküliségi ráta növekedett és a következő években várhatóan meghaladja a küszöbértéket. A lakosság adósságállománya viszonylag alacsony marad, de az ingatlanárak a válságot megelőzően és 2011-ben egyaránt növekedtek; az ingatlanpiac kiigazításának lehetősége és a kiigazítás hatásai további vizsgálatot igényelnek. A magánadósság szintjének növekedése különösen aggasztó a változatlanul növekvő államadósság ismeretében, amely jelenleg megközelíti a GDP 90 %-át. *A Bizottság mindezek alapján – a komoly egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes részletes vizsgálatban tovább elemezni az egyensúlyhiány felszámolásához kapcsolódó kockázatokat és az elért haladást.*

Olaszország: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Olaszországban súlyos egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt az exportteljesítmény, a versenyképesség és a magas államadósság alakulása tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részeseedés csökkenése és az államháztartás adósságállománya. Az euró bevezetése óta különösen a költségalapú és a nem költségalapú versenyképesség romlott, ami az exportpiaci részeseedés jelentős, a küszöbértéket jóval meghaladó csökkenésében tükröződik. Olaszországban a folyó fizetési mérleg hiánya ugyanakkor csökken, a kereskedelmi mérleg pedig 2012-ben várhatóan többletet ér el. Ezt főként az import erős, a jelenlegi recesszióban a hazai kereslet gyengülése miatti visszaesése magyarázza, de a pozitív exportteljesítmény is, különösen nem uniós partnerek felé. Továbbra is a gyenge termelékenység a fő akadály Olaszország versenyképességi pozíciójának és gazdasági növekedési kilátásainak tartós javulása előtt. A nemrégiben elfogadott strukturális reformok – amelyek célja a piaci verseny előmozdítása, a munkaerő-piaci szegmentáció kezelése, a növekedést ösztönző adórendszer kialakítása és az üzleti környezet javítása – segíthetnek a termelékenységnövekedés középtávú élénkítésében. Mindeközben a bérek még mindig nem reagálnak kellőképpen a termelékenység alakulására. A fajlagos nominális munkaerőköltség az elkövetkező években a várakozások szerint az euróövezeti átlagot megközelítő szintre növekedik. A magas államadósság továbbra is az olasz gazdaság egyik fő terhe, különösen a lassú növekedési kilátások fényében. Miközben az alacsony növekedési ráták megnehezítik az államadósság GDP-hez viszonyított arányának folyamatosan csökkenő pályára állításához szükséges nagy elsődleges többletek elérését és fenntartását, a jelentős adósságszolgálathoz szükséges, jelenlegi és várható magas adóteher gátolja a hazai keresletet és a gazdasági tevékenységet. Emellett a nemzeti határok mentén széttöredezett pénzügyi piaccal jellemzett környezetben az állami kockázati prémiumhoz kapcsolódó viszonylag magas kamatok hátrányosan érintik a magánszféra finanszírozási feltételeit, és súlyosbítják a hazai banki ágazat forrásszerzési problémáit. Pozitív viszont,

hogy a magánszféra eladósodottsága viszonylag visszafogott Olaszországban. Az olasz háztartások pénzügyi helyzete viszonylag erős, de megtakarítási arányuk két évtizede csökkenő tendenciát mutat. *A Bizottság mindezek alapján – a komoly egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes részletes vizsgálatban tovább elemezni az egyensúlyhiány felszámolásához kapcsolódó kockázatokat és az elért haladást.*

Ciprus: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Cipruson nagyon súlyos egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a külső pozíció, az államháztartás és a pénzügyi ágazat alakulása tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg hiánya, a nettó nemzetközi befektetési pozíció, az exportpiaci részesedés, a magánszektorbeli hitelezés, a magánszektor adóssága és az államháztartás adósságállománya. Külső oldalon a folyó fizetési mérleg egyenlegének mutatója a hazai kereslet zsugorodása miatt jelenleg erősen csökkenő import ellenére a negatív küszöbérték felett marad. Előretekintve az exportpiaci részesedések csökkenését különösen az áruforgalmi egyenleg magyarázza, amely fenntartotta csökkenő tendenciáját, bár Ciprus továbbra is többletet könyvelhet el a szolgáltatáskereskedelemben. Összességében a folyó fizetési mérleg hiánya az előrejelzések szerint csökken az elkövetkező években. Az árak és a költségek versenyképességének romlása nemrégiben lelassult, az állami szféra béreinek befagyasztása hozzájárult a magánszféra és az exportorientált szektorok béreinek mérsékléséhez. Mindazonáltal a versenyképesség tartós javulását alátámasztó strukturált reformok nem valósultak meg. Ezzel párhuzamosan a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció gyorsan romlik, ami aggodalomra ad okot az ország külső pozíciójának fenntarthatóságával kapcsolatban. A folyó fizetési mérleg hiányához köthetően, valamint a bankok külföldi eszközeinek értékelési veszteségei miatt is romlott a nettó nemzetközi befektetési pozíció. A belső oldalon a jelentősen eladósodott magánszektor folytatta nagymértékű adósságának rendezését. Ezt a magánszektorbeli hiteláramlások mutatójának az előző évhez viszonyítva jelentős csökkenése is jelzi. Az, hogy a hitelmutató a küszöbérték felett marad, elsősorban a jelenleg zajló hitel-átütemezési folyamattal függ össze, mivel az átütemezett hiteleket új folyósításként, és nem új hitel nyújtásként kezelik. A háztartások esetében az adósságszintekhez jelentős vagyontfedezet társul, jóllehet ezeket a reál és a nominális ingatlanárak folyamatos csökkenése sújtja. Az államadósság is meghaladja a Szerződésen alapuló küszöbértéket és várhatóan erőteljesen növekedik. Ugyanakkor a közelmúltban a munkanélküliség jelentős mértékben megnőtt Cipruson, és várhatóan a jövőben tovább növekszik, ami a ciklikus tényezők mellett strukturális problémákra utal. A ciprusi banki szektor Görögországnak való kitettségből eredő további veszteségek és a gazdasági tevékenység további romlása súlyosbítja a kockázatokat és megnehezíti a strukturális kiigazítást. Az ingatlan- és a pénzügyi ágazat, valamint az államháztartás között kialakuló negatív visszacsatolás tovább rontja a helyzetet. A ciprusi pénzügyi ágazat az egész Unióban a legnagyobb tőkeáttétellel rendelkezők között van. Miután 2012. június 25-én hivatalos finanszírozást kért, Ciprus jelenleg a pénzügyi, költségvetési és strukturális problémáinak megoldására irányuló gazdaságpolitikai program tárgyalásánál tart. *A Bizottság mindezek alapján – a rendkívül komoly egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes részletes vizsgálatban tovább elemezni az egyensúlyhiány felszámolásához kapcsolódó kockázatokat és az elért haladást.*

Lettország: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Lettország tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció és a munkanélküliség. A külső egyensúlyhiány felhalmozódását és a 2008–2009-es megrázkódtatást követően a külső

versenyképesség jelentősen javult a belső kiigazítási folyamat révén, amely magában foglalt bér- és foglalkoztatás-csökkentéseket, költségvetési konszolidációt, a magánszektor adósságcsökkentését és a növekedést fokozó strukturális reformok széles skáláját. Miután 2011–2012-ben visszatértek a magas növekedési ráták, a folyó fizetési mérleg újból mérsékelt hiányra állt be, amely várhatóan fennmarad a következő években. Az ország – nettó nemzetközi befektetési pozícióval mért – nettó kötelezettségei csökkenő pályán maradnak, jóllehet viszonylag magas szintről indulva. A nagymértékű negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció főként a közvetlen külföldi tőkebefektetések nettó állományának következménye (a nettó nemzetközi befektetési pozíció közel fele), a külső adósság-összetevő gyors csökkenése mellett. A fizetésimérleg-támogatási program 2012. eleji sikeres végrehajtását követően az államadósság hozama folyamatosan csökken, ami hozzájárul az ország külső pozícióját érintő kockázatok további csökkentéséhez. A belső mutatókat tekintve az államadósság valamivel a GDP 40%-a feletti szinten stabilizálódott, miközben az ingatlanárak és a hitel-növekedés a válság alatti jelentős korrekciót követően lassan áll helyre. Az ingatlanárak a javulás ellenére jóval a válság előtti, 2005–2007-es szintek alatt maradnak, jelentősebb élénkülés csak az új építésű ingatlanok szegmensében figyelhető meg. A pénzügyi ágazatban a kereskedelmi hitelezés az újonnan jóváhagyott hitelek tekintetében stabilizálódott a lakossági szektorban, és enyhén növekszik a vállalati szegmensben. A magánszektor adósságának a GDP-hez viszonyított aránya 2011-ben a GDP 125%-ára esett, a magánbefektetések viszont ettől függetlenül nagymértékben növekedtek, amit az erős társasági nyereségek segítettek elő. A munkanélküliségi ráta jóval az uniós átlag és az indikatív küszöbérték felett marad, de már fokozatosan csökken, és ez a tendencia várhatóan folytatódik a következő években, amit a gazdaságélénkülés és az aktív munkaerő-piaci politika is elősegít. A betöltendő álláshelyek alacsony száma nem jelez jelentős strukturális hiányosságokat a munkaerőpiacon, míg a foglalkoztatási és részvételi ráta egyaránt emelkedőben van. *A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében.*

Litvánia: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Litvánia tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció és a munkanélküliség. Litvánia folytatta exportpiaci térnyerését az effektív reálárfolyam leértékelődésével, a jelentősen alacsonyabb bérköltségeknek köszönhetően. A fajlagos munkaerőköltségek csökkentek, de a következő években lassú ütemű növekedésük várható. Noha a folyó fizetési mérleg mutatója nullához közelít, az erős hazai kereslet ösztönzőleg hatott az importra, és a negatív kereskedelmi egyenleg révén 2011-ben a GDP majdnem 4%-ának megfelelő hiányra állt vissza a folyó fizetési mérleg egyenlege, amelyet főként uniós költségvetési transferek és közvetlen külföldi tőkebefektetések fedeztek. Időközben a 2012. szeptemberig terjedő adatok azt jelzik, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya csökken és a jövőben stabilizálódik. A nettó nemzetközi befektetési pozíció javult, de negatív marad és túllépi az indikatív küszöbértéket. A nettó külső adósság, amely figyelembe veszi a közvetlen külföldi befektetés általi finanszírozás stabilitását, sokkal alacsonyabb. Továbbá az állami szektor adóssága mérsékelt szinten marad, a magánszektor pedig folytatja hitelállományának leépítését; a hazai hitelbővülés negatív volt a háztartások esetében, de kismértékben pozitívvá vált a nem pénzügyi vállalatok és a kormány esetében. A korábbi években zajlott jelentős korrekciót követően az ingatlanárak reálértéken stabilak. A munkanélküliség viszont továbbra is aggodalomra ad okot, a munkanélküliségi ráta - jóllehet 2011 óta csökkent - valószínűleg kétszámjegyű marad a következő években, és várhatóan tovább csökken a jövőben. *A Bizottság mindezek alapján*

ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében.

Luxemburg: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Luxemburg tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg többlete, a nominális fajlagos munkaerőköltség, a magánszektor adóssága és ezáltal az exportpiaci részesedés mutatója is. A külső oldalon a folyó fizetési mérleg tartósan nagy, az indikatív küszöbértéket meghaladó többlete a következő években várhatóan csökken. Ez azonban láthatóan nem a belföldi kereslet túlzott visszafogottságára vezethető vissza, hanem alapvetően a luxemburgi gazdasági tevékenység igen magas koncentrációjának az eredménye, főként a pénzügyi szektorban, ami az általánosan kedvező környezetnek (többek között az adórendszernek) köszönhető. Noha a folyó fizetési mérleg többlete valószínűleg nem okoz káros egyensúlyhiányt Luxemburg vagy partnerei számára, az áruforgalmi egyenleg állandó hiányát takarja, ami általános exportpiaci részesedéscsökkenést tükröz. Ugyanakkor Luxemburg exportpiaci részesedése a szolgáltatások területén folyamatosan növekszik. Valószínűleg a nominális fajlagos munkaerőköltségek alakulása okozza az áruforgalom gyenge teljesítményét; a nominális fajlagos munkaerőköltség mutatója 2000 óta valóban jóval gyorsabban emelkedett, mint az euróövezetben, és ötször gyorsabban mint Németországban. Emellett a fajlagos munkaerőköltségek a kormány által a bérekkel kapcsolatban hozott intézkedések ellenére várhatóan az euróövezeti átlagnál gyorsabban emelkednek az elkövetkező években. A magánszektorbeli magas eladósodottság főként a nem a pénzügyi ágazatban tevékenykedő nemzetközi vállalatok jelentős hitelnyújtási és -felvételi műveleteivel magyarázható, nem pedig a magánszektor túlzott eladósodásával. A háztartások adósságszintje viszonylag visszafogott, és főként ingatlanhitelekhez kötődik. Az ingatlanárak növekedési rátája, amely az elmúlt évtizedben erőteljes kumulált emelkedést mutatott, most lelassult, és főként az erős kereslet és a korlátozott kínálat kölcsönhatását tükrözi. Végül, noha a pénzügyi szektor összességében stabil, úgy tűnik, hogy a pénzügyi válság gyengített növekedési potenciálján. Tekintettel a gazdaság egészéhez viszonyítva nagy méretére, felmerül a kérdés, hogy egy kevésbé dinamikus szektor hogyan hat a foglalkoztatásra és az államháztartás fenntarthatóságára. *A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében.*

Magyarország: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Magyarországon súlyos egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a nettó nemzetközi befektetési pozíció és a magas államadósság alakulása tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján több mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen, csakúgy mint tavaly, a nettó nemzetközi befektetési pozíció és az államadósság, és idén pedig a munkanélküliségi ráta és a magánszektor adósságának mutatója is valamivel a küszöbérték feletti. A külső egyensúlyhiány csökkent, mivel a folyó fizetési mérleg sorban harmadik éve többletet mutat fel, és a nettó nemzetközi befektetési pozíció folyamatosan javul, bár jóval a küszöbérték felett marad. Ez várhatóan a következő néhány évben is így lesz. A folyó fizetési mérleg fordulata főként a hazai kereslet visszaesésének az eredménye; az export-versenyképesség nem változott jelentősen. A 2009. évi recesszió alatti jelentős csökkenés után a tényezőjövedelem hiánya újra bővülni kezdett, de a válság előtti szint alatt marad. Mindkét fejlemény arra utal, hogy a külső korrekció részben ciklikus. Az egyensúlyhiányok korrekciója érdekében szükség van a magánszektor hitelállományának csökkentésére, legfőképp a lakossági szektorban. Eközben a vállalati hitelek gyors zuhanása - a politikai bizonytalanság és a pénzügyi ágazatra rótt többletterhek miatt - hozzájárult a beruházások

példátlanul alacsony szintjéhez, ami viszont lerombolta az ország növekedési potenciálját. A beruházások 2012-ben várhatóan tovább csökkennek, és az előrejelzések szerint csak a következő években stabilizálódnak. Az enyhén csökkenő, de még mindig jelentős államadósság, amelyhez az üzleti környezetre negatív hatást gyakorló szakpolitika társul, fokozott sérülékenységet jelent, ami a magán- és az állami szféra számára egyaránt viszonylag magas finanszírozási költségekben is tükröződik. A munkanélküliségi ráta emelkedése kevésbé aggályos, mint azt az adatok sugallják, tekintettel arra, hogy főként a megnövekedett részvételi rátát tükrözi, mivel a foglalkoztatás a válságot megelőző szintre tért vissza. A kormány 2011. novemberben formális tárgyalást kezdeményezett elővigyázatossági pénzügyi támogatás igénylése céljából. Mindazonáltal ezek a tárgyalások nem haladtak előre jelentős mértékben. *A Bizottság mindezek alapján – a komoly egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes részletes vizsgálatban tovább elemezni az egyensúlyhiány felszámolásához kapcsolódó kockázatokat és az elért haladást.*

Málta: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Málta tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a magánszektor adóssága, a folyó fizetési mérleg egyenlege és az államadósság. A magánszektor eladósodottsága meghaladja a GDP 200%-át, ami főként a nem pénzügyi vállalatok hitelállományának a fellendülés éveiben történt magas növekedését tükrözi. A magánszektor azonban jelenleg nem tűnik túlzottan eladósodottnak, tekintve, hogy a háztartások és vállalatok jelentős pénzügyi eszközökkel rendelkeznek, és adósságuk lejáratú struktúrája viszonylag kedvező: körülbelül kétharmaduk hosszú lejáratú. A folyó fizetési mérleget az elmúlt évtizedben jelentős hiányok jellemezték, de az újabb fejlemények arra utalnak, hogy - az exportpiaci részesedés növekedésében is tükröződő – korrekció van folyamatban, köszönhetően a magasabb megtakarításoknak és a fajlagos munkaerőköltség mérsékeltebb növekedésének. A folyó fizetési mérleg a következő években várhatóan kismértékű többletet mutat fel, a fajlagos munkaerőköltségek pedig várhatóan az euróövezeti átlaghoz közeli mértékben növekednek. Emellett Málta külső pozíciójának fenntarthatóságára kedvezően hat nettó külső hitelezői pozíciója és pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciója. Ennek ellenére az állományok nagy mérete miatt a nettó nemzetközi befektetési pozíciónak a kedvezőtlen fejleményekkel szembeni sérülékenységét közelről figyelemmel kell kísérni. A pénzügyi szektor a belföldi gazdasághoz viszonyítva igen nagy, kötelezettségei összesen a GDP közel 900%-át tették ki 2011-ben. Az összes pénzügyi kötelezettség növekedési rátája az elmúlt évtizedben többször meghaladta az indikatív küszöbértéket, és ennek eredményeképp a kumulált növekedés 2011-ben jelentősen meghaladja az euróövezeti átlagot. A negatív visszacsatolás kockázata korlátozottnak tűnik annak köszönhetően, hogy e beáramlások jelentős része nemzetközi irányultságú bankok felé történt, amelyek igen kismértékben vannak kitéve a belföldi gazdaságnak. A belföldi bankrendszer szoros monitoringja azonban indokolt a jelenlegi romló gazdasági feltételek között, mivel igen magas a kitétsége az ingatlanpiaccal szemben, amelyre az elmúlt évtizedben viszonylag korlátozott korrekcióval követett nagyon dinamikus árnövekedés volt jellemző, valamint mivel igen alacsony a hitelek leírásából fakadó veszteségre szánt tartalékok szintje. *A Bizottság mindezek alapján úgy véli, hogy érdemes részletes vizsgálatban tovább elemezni a kockázatokat, annak megállapítása érdekében, hogy fennáll-e egyensúlyhiány.*

Hollandia: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Hollandia tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Időközben, amint azt a Bizottság legújabb előrejelzése is említi, a hazai kereslethez kapcsolódóan romlottak a növekedési kilátások. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az

indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg többlete, az exportpiaci részesedés, a magánszektor adóssága és az államadósság. A külső oldalon a folyó fizetési mérleg tartósan nagy, jóval az indikatív küszöbérték feletti többlete főként a kereskedelmi mérlegre, többek között a pozitív nettó földgáz-exportra vezethető vissza. A többletekhez egyre inkább hozzájárul a szolgáltatáskereskedelemből származó növekvő többlet, és a kifelé irányuló közvetlen befektetésekből származó növekvő jövedelem is, noha Hollandia az indikatív küszöbértéket meghaladóan veszített exportpiaci részesedéséből. Ez különösen a külföldről érkező nyereségek pozitív trendjét tükrözi, amely felduzzasztja a nem pénzügyi vállalkozások megtakarításait. E tendenciákra reagálva a holland nettó nemzetközi befektetési pozíció az elmúlt években jelentősen javult. Előretekintve a rendelkezésre álló előrejelzések szerint a folyó fizetési mérleg többlete tovább emelkedik, a GDP majdnem 10%-ára. A belföldi előállítású áruk és szolgáltatások versenyképességének enyhe romlását nagymértékben ellensúlyozta a re-export dinamizmusa. Az exportpiaci részesedések csökkenése összességében visszafogott volt. A fajlagos munkaerőköltség mutatója a küszöbérték alatt van, és a fajlagos munkaerőköltség rövid távon várhatóan az euróövezeti átlaggal összhangban emelkedik. A holland gazdaság kockázatai főként az ingatlanpiachoz és a magas lakossági eladósodottsághoz kapcsolódnak, következésképp a magánszektor adósságát jelző mutató jelentősen meghaladja az indikatív küszöbértéket. Jóllehet a háztartások nettó pénzügyieszköz-pozíciója erős, az adósság-eszköz arány tovább emelkedik, és ez kockázatot jelenthet a háztartások anyagi helyzetére nézve. A háztartásoknak a rendelkezésre álló jövedelméhez viszonyítva magas jelzálogadóssága főként az adóügyi ösztönzésre vezethető vissza, amely éveken át nagy jelzáloghitelek felvételére bátorította őket, valamint a pénzügyi innovációkra, amelyek révén könnyebben juthattak hitelhez. Ez hozzájárult az ingatlanárak emelkedéséhez. A válság óta azonban csökkennek az ingatlanárak. A csökkenés a tavalyi évben felgyorsult, és a visszaesés egy ideig valószínűleg folytatódik. Noha az új kormány megállapodott a reformintézkedésekről, az ingatlanpiac kilátásai várhatóan kedvezőtlenek maradnak, amíg a gazdasági kilátások ködösek. Ez jóléti és bizalmi hatások révén a reálgazdaságra is kihatással lesz, és közvetetten a pénzügyi szektorra, vagyis a kapcsolódó kockázatokat szorosan figyelemmel kell kísérni. *A Bizottság mindezek alapján úgy véli, hogy érdemes részletes vizsgálatban tovább elemezni a kockázatokat annak megállapítása érdekében, hogy fennáll-e egyensúlyhiány.*

Ausztria: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Ausztria tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés változása, a magánszektor adóssága és az államadósság. Ausztria globális exportpiaci részesedése 2006–2011 között 11,5%-kal csökkent, de úgy tűnik, a piaci részesedés visszaesése 2011-ben megállt. Az effektív reálárfolyam és a fajlagos munkaerőköltség mutatói nem jeleznek az ár- és költségalapú versenyképességgel kapcsolatos problémát, a fajlagos munkaerőköltségek növekedése pedig várhatóan jóval az indikatív küszöbérték alatt marad a 2012–2014 közötti időszakban. Ausztria fenntartotta erős pozícióját az abszolút termelékenység tekintetében (egy foglalkoztatottra jutó GDP a vásárlóerő-egység alkalmazásával), valamint az egy foglalkoztatottra jutó export tekintetében. A folyó fizetési mérleg többlete ennek ellenére 2010–2011-ben némileg hirtelen szűkült, mivel az export a válságot megelőző szint alatt maradt. Ez óvatosságra int a helyzet túl kedvező értékelésével szemben, és az osztrák gazdaság innovációs és diverzifikációs célú kapacitásbővítésének szükségességét jelezheti. Előretekintve a többlet várhatóan stabil marad, mivel a nettó export fokozatosan újra felerősödik. Az államadósság emellett magas, a GDP 72,3%-át teszi ki. Noha úgy tűnik, hogy az ország jól halad a túlzott hiány korrekációjával, az adósságarány várhatóan nem csökken 2014 előtt, és ez a költségvetési erőfeszítés fenntartását teszi

szükségessé. Noha visszafogja a kormányzati és a pénzügyi szektor közötti negatív visszacsatolási kockázatot, az államosított bankok szerkezetátalakításához továbbra is bizonyos mértékű késedelmi kockázat kapcsolódik. A magánszektor eladósodottsága 2010-ben a több év során felhalmozott vállalati kötelezettségek nyomán valamivel az indikatív küszöbérték fölé emelkedett. 2011-ben a háztartások és a vállalatok pénzügyi kötelezettségei egyaránt a GDP-nél lassabban nőttek. A magánszektor hitelállományának növekedése 2011 folyamán lelassult, majd tovább csökkent 2012-ben, a vállalatok és a háztartások visszafogott hitelfelvétele miatt. Egyrészt a vállalatok bőséges saját tőkét halmoztak fel; másrészt lelassultak a beruházások és a fogyasztói kereslet. Ennek megfelelően az eladósodottsági arány 2011-ben a GDP 160,7%-ával épphogy meghaladta a küszöbértéket, és valószínűleg tovább esik, mivel a hitelek iránti kereslet változatlanul gyenge. *A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében.*

Lengyelország: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Lengyelország tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg egyenlege és a nettó nemzetközi befektetési pozíció. A folyó fizetési mérleg hiányát, amely kissé meghaladja a küszöbértéket, nagyrészt a viszonylag stabil közvetlen külföldi tőkebefektetések és az uniós források beáramlása finanszírozta, ami támogatja az exportirányultságú gyártótevékenység bővülését és egy modern szállítási infrastruktúra-hálózat kialakítását. Ezen túlmenően a folyó fizetési mérleg hiánya várhatóan fokozatosan zsugorodik a közeljövőben, ami az import visszaeséséhez vezető gyenge hazai keresletre és a költségalapú versenyképesség javulására vezethető vissza. A küszöbértéket meghaladó nettó nemzetközi befektetési pozíció mellett a nettó külső adósság korlátozottabb, noha az állam külföldi kötvénytulajdonosoktól való növekvő függősége kockázat forrása lehet. 2006 és 2008 között a nominális árfolyam felértékelődése miatt az áralapú versenyképesség korlátozott mértékben romlott, de 2009 után némileg megfordult a trend, mivel a globális kockázatkerülés felerősítette a volatilitást és a belföldi valuta leértékeléséhez vezetett. A romlás ellenére Lengyelország exportpiaci részesedése jelentősen, bár csökkenő mértékben nőtt, a nominális fajlagos munkaerőköltségek pedig némileg emelkedtek, de a munkaerő-piaci helyzet romlásával várhatóan tovább mérséklődnek. A magánszféra adósságának GDP-hez viszonyított aránya visszafogott marad, a 2006–2009 közötti jelentős hitelállomány-növekedés ellenére. A múltban az új hitelek, főként a jelzáloghitelek jelentős része devizahitel volt, ami megnövelte a banki és a lakossági szektor stabilitási kockázatait, különösen a jelenlegi fokozott volatilitással és valutaleértékeléssel jellemzett időszakban. A hitelállomány általános növekedése azonban számottevően lassult, és a devizában jegyzett új hitelek kínálata 2010–2012 folyamán erőteljesen csökkent. Az ingatlanárak 2008 óta folyamatosan csökkentek, noha visszafogott ütemben, a pénzügyi szektort érő káros hatások pedig kezelhetőek voltak, mivel a nemteljesítő hitelek főként a vállalati szektorból és fogyasztási hitelekből származtak. *A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében.*

Szlovénia: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Szlovéniában súlyos makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a vállalati szektor tőkeáttételének csökkenéséhez, a banki stabilitáshoz és kismértékben a külső versenyképességhez kapcsolódó fejlemények tekintetében. Szlovénia azóta némi haladást ért el a bankok feltőkésítése és a költségvetési konszolidáció terén, de a helyzet továbbra is ingatag. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a

nettó nemzetközi befektetési pozíció és ebben az évben az exportpiaci részesedések változása is. A külső oldalon a nettó nemzetközi befektetési pozíció az indikatív küszöbérték felett, de ahhoz közel marad. Nagy értékelési változások hiányában a folyó fizetési mérleg többletének előrejelzett növekedése valószínűleg csökkenti ezt az egyensúlyhiányt. A fajlagos munkaerőköltség mutatója már nincs az indikatív küszöbérték felett, amelyet a nominális bérek folytatódó stabilitásának és a munkatermelékenység folyamatos növekedésének a kombinációja eredményezett, és ez a tendencia várhatóan folytatódik. Ugyanakkor az exportpiaci részesedések csökkenésének mutatója kismértékben a küszöbérték fölé emelkedett. Szlovénia azonban az ezen mutatók által sugalltnál sérülékenyebb, a bankrendszerből származó jelentős kockázatok, valamint a folyamatban lévő hitelállomány-csökkentés nehézségei miatt, amelyet nem tükröz teljes mértékben a pénzügyi szektor kötelezettségeire vonatkozó új mutató enyhe csökkenése. Az építési ágazat a válságot megelőző méretének töredékére zsugorodott, de a magas ingatlanárak és a tranzakciók alacsony szintje arra utal, hogy az ingatlanpiac még nem áll helyre. Ez további kiigazításokat eredményezhet, különösen a biztosítékértékelések tekintetében. A nem pénzügyi vállalatok tőkeáttétele továbbra is túlzott mértékű, és e szegmensek problémás hitelei további terhet rónak a banki szektorra. Végül, a súlyos állami finanszírozási problémákkal jellemzett környezetben a reformok tényleges végrehajtásának nehézségei a sérülékenység állandó forrását jelentik. *A Bizottság mindezek alapján – a komoly egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes részletes vizsgálatban tovább elemezni az egyensúlyhiány felszámolásához kapcsolódó kockázatokat és az elért haladást.*

Szlovákia: A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás előző fordulójában Szlovákia tekintetében nem került sor egyensúlyhiány megállapítására. Az aktualizált eredménytábla alapján néhány mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció és a munkanélküliségi ráta. 2011-ben a nettó nemzetközi befektetési pozíció némileg javult, de a külső kötelezettségek legtöbbje nem adósságinstrumentum (főként közvetlen külföldi tőkebefektetés, amely elsősorban exportirányultságú ágazatok felé áramlik). Az áru- és szolgáltatáskereskedelem egyenlegének javuló helyzete és a növekvő jövedelemkiáramlás 2009 óta hozzájárul a folyó fizetési mérleg stabil egyenlegéhez. A gyártótevékenység exportjának erőteljes növekedése révén a kereskedelmi egyenleg és a folyó fizetési mérleg várhatóan javul 2012-től. Az effektív reálárfolyam és a nominális fajlagos munkaerőköltségek mutatója egyaránt a küszöbérték alatt van, mivel az euró bevezetése előtti erőteljes nominális felértékelődés és a termelékenység 2009. évi recesszió okozta visszaesésének hatása eltűnőben van. Mivel a munkanélküliség várhatóan jóval a válságot megelőző szint felett marad a következő években, a bérnyomás ennek megfelelően az előrejelzések szerint kordában tartható. A versenyképességi mutatók továbbra is viszonylag kedvező alakulását a munkaerő termelékenységének és az exportpiaci részesedéseknek a folyamatos növekedése is tükrözi. A nagyrészt külföldi tulajdonban lévő banki ágazat elkerülte a hitelezés erős bővítését, ami Szlovákiát megkímélte a túlzott hitelállomány-növekedéstől, és segített valamelyest visszafogni az állam- és magánszektorbeli adósságot. Az elmúlt években azonban jelentősen nőtt az államadósság aránya. A küszöbértéket jelentősen meghaladó munkanélküliségi ráta a belföldi gazdaságot terhelő egyik legsürgetőbb strukturális probléma. A tartósan magas munkanélküliség azt tükrözi, hogy a válság kitörése óta nem fejlődött a munkaerőpiac, és a gazdasági növekedés és a foglalkoztatottság terén jelentős regionális eltérések állnak fenn. *A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében.*

Finnország: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Finnországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a versenyképesség alakulása tekintetében. Az eredménytábla számos mutatója meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés változása, a nominális fajlagos munkaerőköltségek, a magánszektor adóssága és a pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedési rátája. A külső oldalon versenyképességi problémák állnak fenn, Finnország exportpiaci részesedése jelentős mértékben csökken, noha a 2009–2010. évi erőteljes visszaeséshez képest valamivel lassabb ütemben. Finnország exportpiaci részesedése 2009 előtt évente kismértékben csökkent, amit időnként kisebb részesedésnövekedés szakított meg. 2009-2010-ben azonban nagymértékű csökkenésre került sor, 2011-ben pedig további, bár lassabb ütemű visszaesések következtek be. Finnország exportpiaci részesedésének csökkenése részben nem áralapú versenyképességi tényezőkhez kapcsolódó problémákat, valamint az elektronikai ágazat csökkenő exportját tükrözi. A helyzet ilyen irányú alakulását emelkedő nominális fajlagos munkaerőköltségek kísérték, valamint 2011-ben a folyó fizetési mérleg többletéről kismértékű hiány felé való elmozdulás. A fajlagos munkaerőköltségek az előrejelzések szerint továbbra is gyorsabban emelkednek az euróövezeti átlagnál, a folyó fizetési mérleg hiánya pedig várhatóan fennmarad, és némileg bővül. Belső oldalon a gazdaság az előző évhez képest kiegyensúlyozottabbnak tűnik: a magánszektor (nem pénzügyi vállalatok) adóssága csökken, de még mindig a küszöbérték felett marad. A nem pénzügyi vállalati szektor megkezdte hitelállományának leépítését, a háztartások ezt várhatóan 2013-ban kezdik el kismértékben. Időközben a 2010-ben az indikatív küszöbérték feletti mértékben emelkedő ingatlanárak 2011-ben inkább valamelyest csökkentek, alátámasztva az előző részletes vizsgálatban foglalt azon értékelést, miszerint fennáll az ingatlanpiac túlhevülésének korlátozott kockázata. A pénzügyi szektor továbbra is erős, szilárd fizetőképességi pozícióval, a likviditáson azonban lehetne javítani. A pénzügyi szektor pénzügyi kötelezettségei erőteljes mértékben emelkedtek, de ennek a növekedésnek nagyrészt az az oka, hogy az egyik pénzügyi intézmény derivatíváinak a finn leányvállalatnál történő centralizálása mellett döntött. *A Bizottság mindezek alapján – az egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.*

Svédország: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy Svédországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a magánszektor adósságának és az ingatlanpiacnak az alakulása tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg többlete, az exportpiaci részesedés változása és a magánszektor adóssága. A folyó fizetési mérleg többlete 2007 óta csökkenő pályán van, és középtávon várhatóan tovább csökken. Az erős többletek az ambiciózus költségvetési szabályokat és a háztartások nyugdíjhoz kapcsolódó magas megtakarításait tükrözik, nem pedig a hazai keresletet mesterségesen visszatartó politikát. A exportpiaci részesedések 2005-2009 közötti jelentős visszaesése 2010-2011-ben számottevően lelassult. Ez a piacvesztés úgy tűnik nem a belföldi árak és költségek kedvezőtlen alakulásából indult ki, mivel az árak és a fajlagos munkaerőköltségek az ország fő kereskedelmi partnereihez képest lassabban nőttek, mint más tagállamok esetében, a piacvesztés oka inkább a gyorsan növekvő gazdaságok világpiaci integrációja. Előretekintve a fajlagos munkaerőköltségek várhatóan mérsékelten emelkednek. Belső oldalon a magánszféra adósságának magas szintje figyelmet érdemel, mivel jelentős mértékben túllépi a küszöbértéket. A vállalati adósság némileg csökkent 2009-2011 között, de még a vállalkozói hitelek kizárásával is magas marad. A háztartások adósságának szintje néhány enyhítő tényező ellenére megemelt kockázatot jelent a makrogazdasági stabilitásra nézve, mert így a háztartások anyagi helyzete érzékenyebb a negatív sokkokra. Noha az ingatlanárak 2011-ben stabilizálódtak és a 2012. évi részletes vizsgálat nem talált jelentős eltolódást az ingatlanárakban, a korábbi ingatlanár-emelkedések óvatosságra intenek. Az ingatlanpiac

továbbra is kiegyensúlyozatlan fejlődésnek van kitéve olyan politikáknak köszönhetően, amelyek hajlamosak felfelé ható nyomást gyakorolni az árakra és hozzájárulnak a háztartások adósságának felhalmozódásához. A magánszféra adósságának magas szintje ellenére a bankok kockázata a magas tőkeszintjüknek és likviditási tartalékaiknak, a társaságok és a háztartások jó adósságszolgálati képességének és a hosszú ideje alacsony nemteljesítési rátáknak köszönhetően korlátozott. Másrészt viszont a magánszféra adósságának magas szintje a svéd bankokat sérülékenyebbé teszi a lehetséges befektetői bizalomvesztéssel szemben, az ingatlanárak nagyobb mértékű zuhanása esetén. Rövid és középtávon a magánszféra GDP-hez viszonyított adóssága és a nominális ingatlanárak valószínűleg nagyjából stabilak maradnak, tekintve a háztartásoknak és vállalatoknak nyújtott hitelezés lassulását és a közelmúltbeli ingatlanpiaci politikai fellépést. *A Bizottság mindezek alapján – az egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.*

Egyesült Királyság: A Bizottság 2012 májusában megállapította, hogy az Egyesült Királyságban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a háztartási eladósodottság, az ingatlanpiac és kismértékben a külső versenyképesség alakulása tekintetében. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés változása, a magánszektor adóssága és az államadósság. Külső oldalon az exportpiaci részesedések 2007-2008-ban nagymértékben csökkentek, emiatt a mutató jóval meghaladja a küszöbértéket, de 2011-ben nagyjából stabil maradt. A folyó fizetési mérleg hiánya 2011-ben a GDP 1,9%-át tette ki, ezzel a mutatót a küszöbértéken belül tartotta. A folyó fizetési mérleg egyenlege azonban a vártnál - a gyenge külső kereslettel és a meglepően élénk importtal magyarázható - gyengébb 2012. évi nettó kereskedelmi eredmény miatt 2012-ben valószínűleg romlik. Mindazonáltal a hiány a következő években várhatóan szűkül, ahogyan a gazdaságban lassan helyreáll a nettó export felé hajló egyensúly, bár az árukereskedelem tartósan jelentős hiánya mellett. Kereskedelmi teljesítményének javulását illetően az Egyesült Királyság továbbra is fontos strukturális kihívások előtt áll. Ide tartozik az árutermelő szektor termelékenységének és nem áralapú versenyképességének a javítása, a szolgáltatásexport válságot megelőző lendületének fenntartása és az exportnak a gyorsan növekvő piacok felé történő átirányítása. Az Egyesült Királyság nettó külső pozíciója kismértékben negatív, de fenntartható, a nettó nemzetközi befektetési pozíció 2011. évi javulása mellett. A belső dimenzió tekintetében a háztartások folytatták hitelállományuk fokozatos leépítését, mivel az ingatlanpiaci tevékenység pangó, a magánszektorbeli hitelezés pedig erőtlen maradt. A magánszféra adóssága azonban még mindig jelentősen meghaladja a mutató küszöbszintjét. A hitelállomány csökkenése veszíthet lendületéből a gazdaság élénkülésével, mivel a szűkös ingatlankínálat azt jelenti, hogy az ingatlanárak középtávon valószínűleg magasak maradnak, a jelzálogadósság pedig újra emelkedhet, amint a hitelfeltételek javulnak. Más esetben, ha az ingatlanárak erőteljesen esnek, az a fogyasztói kiadásokat sújthatja, és kockázatot teremthet a hitelezők számára. Az államadósság magas és növekvő szintje továbbra is aggasztó, és noha az államháztartási hiány a további előrejelzések szerint is fokozatosan csökken, a költségvetési konszolidáció előrehaladása a gyenge gazdasági növekedés közepette lelassult. Végül, a pénzügyi szektor – amely az egyik legnagyobb tőkeáttétellel rendelkező az EU-ban - mérlegének folytatódó helyreállítása azt jelenti, hogy a banki kötelezettségek várhatóan nem bővülnek gyorsan, bár a hitelszűke visszafogja a gazdasági növekedést és így a költségvetési konszolidáció előrehaladását. *A Bizottság mindezek alapján – az egyensúlyhiány májusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.*

4. KÖVETKEZTETÉS

Az olyan makrogazdasági egyensúlytalanságok, mint a nagy és tartós külső hiány és többlet, a versenyképesség csökkenése, valamint a magán- és az állami szféra felhalmozódott eladósodottsága hozzájárult a válság elmélyítéséhez. A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás második alkalmazására a folytatódó pénzügyi feszültségek, bizonytalanság és alacsony növekedési kilátások közepette kerül sor. Az egyensúlyhiányok felszámolása alakítja a gazdasági környezetet. A tagállamok tovább alkalmazkodnak a válság hatásaihoz, bár egyéni problémáik és a továbbgyűrűző hatások mind terjedelem, mind súlyosság tekintetében eltérnek. Ahogy a Bizottság éves növekedési jelentésében⁷ megállapítja, az elmúlt években képződött jelentős egyensúlytalanságok megszüntetése mellett az Uniónak és a tagállamoknak az olyan egymással összefüggő kihívásokat is kezelniük kell, mint a visszafogott növekedés és a jelentős munkanélküliség, az államháztartás fenntarthatóságának biztosítása és a pénzügyi rendszer stabilitásának helyreállítása. A jól működő egységes piac a növekedési potenciál javulásához és az egyensúlytalanságok felszámolásához is hozzájárul⁸.

Sok tagállamban – különösen azokban, amelyekben nagy volt a külső hiány és a háztartások és/vagy vállalkozások, valamint az állami szektor mérlege is egyensúlyát veszítette – a makrogazdasági egyensúlytalanságok kiigazítása zajlik. Ez a folyamat még tart és a kiigazítás számos tagállamban a munkanélküliség jelentős emelkedéséhez és rövid távon a gazdasági tevékenység visszaeséséhez vezet.

Az előző körben a Bizottság tizenkét tagállamot azonosított, amelyeknél részletes vizsgálat⁹ volt indokolt, és minden esetben megállapította, hogy egyensúlyhiány áll fenn a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás prevenciós ága keretében. A választott átfogó megközelítés azt a tényt tükrözte, hogy a szóban forgó eljárás keretében folyó felügyelet tavaly először került alkalmazásra és ezért biztosítania kellett a korábban felhalmozódott egyensúlytalanságok kiigazítását is. Egyes tagállamoknak kumulált belső és külső egyensúlytalanságokat kell megszüntetniük. Csökkenteniük kell az általános eladósodottságot és vissza kell nyerniük versenyképességüket, növekedési kilátásaik és exportteljesítményük javítása céljából. A részletes vizsgálat hozzájárul annak értékeléséhez, melyek a termelékenység, a versenyképesség és a kereskedelem alakulásának mozgatórugói, valamint az eladósodottság felhalmozódásának hatásai és a kapcsolódó egyensúlytalanságok mértéke az egyes tagállamokban. Egyes tagállamokban gyors kiigazítás folyik, részben a felzárkózási hatások miatt és ezek a fejlemények közelebbi vizsgálatot tesznek szükségessé.

Tekintettel a makrogazdasági egyensúlyhiány fennállására vonatkozó 2012. májusi megállapításokra, és a frissített eredménytáblára, a Bizottság úgy véli, hogy 14 tagállamban **(Belgium, Bulgária, Dánia, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Ciprus, Magyarország, Málta, Hollandia, Szlovénia, Finnország, Svédország és az Egyesült Királyság)** részletesebben meg kell vizsgálni az egyensúlyhiányok felhalmozódásának és felszámolásának, valamint a kapcsolódó kockázatoknak az alakulását. Azok az országok, amelyek jelenleg a Bizottsággal egyeztetett reformprogramot hajtanak végre és külső

⁷ COM (2012) 750, 2012. november 28.

⁸ Ehhez az első és a második egységes piaci intézkedéscsomagban foglalt kiemelt intézkedések gyors teljesítésére és országszinten fokozott reform-erőfeszítésekre van szükség, ahogyan az az egységes piaci integrációról szóló éves jelentésről szóló közleményben szerepel (COM(2012) 752, 2012. november 28.)

⁹ Ezek a tagállamok: Belgium, Bulgária, Dánia, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Ciprus, Magyarország, Szlovénia, Finnország, Svédország és az Egyesült Királyság.

pénzügyi támogatást kapnak, már fokozott gazdasági felügyelet alatt állnak, és ezért nem kerül sor gazdasági helyzetük és szakpolitikáik vizsgálatára a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében. Ez a helyzet Görögország, Írország, Portugália és Románia esetében.

A 14 tagállam, amelyek esetében a Bizottság részletes vizsgálatot kíván kezdeményezni, különböző kihívásokkal néz szembe, eltérőek a rájuk ható lehetséges kockázatok, ideértve a továbbgyűrűző hatásokat is. A részletes vizsgálatok hozzájárulnak a kapcsolódó kockázatok értékeléséhez, annak megállapításához, hogy e tagállamok melyikében áll fenn egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány, és az egyensúlyhiányok megszüntetése terén elért eredmények felméréséhez.

A többoldalú felügyelettel összefüggésben és a rendelet 3. cikkének (5) bekezdésével összhangban a Bizottság felkéri a Tanácsot és az eurócsoportot, hogy vitassa meg e jelentést. A Bizottság várja az Európai Parlament és más érdekelt felek visszajelzéseit is. A Bizottság ezen eszmecserék figyelembevételével megkezdi az érintett tagállamok részletes vizsgálatának előkészítését.

1. melléklet: A riasztási mechanizmushoz tartozó eredménytábla meghatározásai és a mutatók alakulása

A makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás eredménytábláját a Bizottság állítja össze és teszi közzé az 1176/2011/EU rendelet 4. cikkének megfelelően. A riasztási mechanizmushoz kapcsolódó 2012. februári jelentésben az eredménytábla a rendelet 4. cikkének (3) bekezdésével összhangban a felügyelet hatókörét lefedő tíz mutatóból állt¹⁰. Korábbi megállapodások alapján ebben az évben a pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedési rátájára vonatkozó tizenegyedik mutató került be az eredménytáblába¹¹. A többi tíz mutató meghatározása változatlan maradt.

Noha a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás eredménytáblájának első kiadása már számos pénzügyi kérdést lefedett (magánszektorbeli hitelezés, magánszektor adóssága és állami szektor adóssága), az Európai Parlament¹² és a Tanács¹³ támogatta a Bizottság azon szándékát, hogy a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás második köre számára még időben hozzáadjon még egy mutatót a táblához, amelynek célja a reálgazdaság és a pénzügyi szektor közötti kapcsolatok jobb tükrözése¹⁴. Az Európai Rendszerkockázati Testület is kifejtette véleményét és megjegyzéseit az eredménytábla eredeti kialakításával és a további, pénzügyi szektort érintő mutatóra vonatkozó tervekkel kapcsolatosan¹⁵.

Az eredménytábla célja az egyensúlyhiányok korai azonosításának lehetővé tétele. E célból a mutatók megválasztása a külső és belső egyensúlyhiány leglényegesebb dimenzióira fókuszál: magában foglalja különösen a folyó fizetési mérleg egyenlegére, a nettó nemzetközi befektetési pozícióra, az effektív reálárfolyamra, az exportpiaci részesedésre, valamint az ingatlanokat is magukban foglaló eszközárakra, a magán- és az állami szféra eladósodottságára, a hitelállomány növekedésére és a munkanélküliségre vonatkozó adatokat. Az indikatív küszöbértékek megállapítása prudens módon történt a „téves riasztások” számának korlátozása érdekében, de annyira azért nem megengedőek, hogy csak akkor jeleznék a problémákat, amikor azok már állandósultak¹⁶.

¹⁰ Lásd még: „A makrogazdasági egyensúlyhiány felügyeletének eredménytáblája”, *European Economy*—*Occasional Papers*, 92.

¹¹ Lásd a kísérő dokumentumot: „A makrogazdasági egyensúlyhiány esetén követendő eljárás eredménytáblájának kiegészítése: pénzügyi ágazati mutató”, SWD(2012) 389.

¹² Az Európai Parlament a 2011. december 15-i állásfoglalásának 9. pontja szerint „tudomásul veszi, hogy a Bizottság 2012 végéig és a következő európai szemeszter számára még időben új mutatókat kíván bevezetni a pénzügyi szektor számára a hozzájuk tartozó határértékekkel együtt”.

¹³ Az ECOFIN Tanács 2011. november 8-i ülésének következtetései, 9. pont: „A Bizottság felkérést kap továbbá arra, hogy 2012 végéig – és a rendelettel összhangban – nyújtson be javaslatokat a pénzügyi szektorhoz kapcsolódó mutatóra annak érdekében, hogy azt a 2013-as európai szemeszter során már figyelembe vegyék”.

¹⁴ Az 1176/2011/EU rendelet 4. cikke (3) bekezdésének a) pontja előírja, hogy az eredménytábla többek között tartalmazzon mutatót a következőre vonatkozóan: „belső egyensúlyhiányok, beleértve azokat, amelyek az állami és magán eladósodottságból; a pénzügyi és eszközpiaci, köztük a lakáspiaci fejleményekből; a magánszektorbeli hiteláramlásokból; és a munkanélküliség alakulásából eredhetnek”.

¹⁵ „Views of the ESRB on the Envisaged Scoreboard Indicators Relevant for Financial Market Stability” (Az Európai Rendszerkockázati Testület véleménye a tervezett eredménytáblának a pénzügyi piacok stabilitása szempontjából releváns mutatóiról), <http://www.esrb.europa.eu/pub/html/index.en.html>

¹⁶ Az eredménytábla küszöbértékei az előző riasztási mechanizmushoz kapcsolódó jelentéssel egyező szinten maradtak. Az új mutató küszöbértéke a rendelkezésre álló felosztás harmadik kvartiliseként lett

Az eredménytábla mutatóinak meghatározását az A1. táblázat tartalmazza. Az A2. táblázat a frissített eredménytábla mutatóinak értékeit tartalmazza, valamint a vonatkozó indikatív küszöbértékeket. A korábbi évekre vonatkozó mutatók értékei a jelentést kísérő statisztikai mellékletben található¹⁷. A szürke rovatok azt jelzik, hogy a mutató értéke meghaladja az indikatív küszöbértéket. A küszöbértékek valamennyi ország esetében egyformák (az effektív reálárfolyamokra és a fajlagos munkaerőköltségre vonatkozóak kivételével, ezek az euróövezeti és az euróövezeten kívüli országok szerint eltérőek). Meg kell jegyezni, hogy az értékelés figyelembe veszi a legújabb adatokat, valamint a Bizottság 2012. november 7-én közzétett őszi előrejelzésében szereplő gazdasági kilátásokat is¹⁸.

Az egyensúlytalanságok értékelése – pontosabban annak értékelése, hogy egy adott tagállam helyzete indokolja-e részletes vizsgálat elvégzését - nem az eredménytábla-mutatók és a kapcsolódó küszöbértékek mechanikus leolvasásával történik. A Bizottság általi ilyen értékelés az eredménytábla közgazdasági elemzésének eredménye, amelyet az országspecifikus körülményeket és intézményeket kellő mértékben figyelembe véve, és a 2012. májusi részletes vizsgálatok következtetéseit is szem előtt tartva további információk és mutatók egészítik ki.

A rendelettel összhangban további mutatók figyelembevételére került sor; ezeket az A3. táblázat tartalmazza. E további mutatók közé tartoznak az általános makrogazdasági helyzethez kapcsolódó szempontok (ideértve a gazdasági tevékenységet és a beruházásokat), a nominális és reálkonvergencia az euróövezeten belül és azon kívül, beleértve a kereskedelem teljesítményének további aspektusait, valamint a külső kötelezettségekre (többek között a közvetlen külföldi befektetésekre és a nettó külső adósságra) vonatkozó részletesebb adatok. Ezek a mutatók tükrözik az egyensúlytalanságok kialakulásának lehetőségét is, valamint egy adott gazdaság alkalmazkodóképességét, például a termelékenységet. A kiegészítő mutatók közé tartozik most már a pénzügyi ágazat tőkeáttételére vonatkozó mutató is, amely segíthet értelmezni a pénzügyi ágazat kötelezettségeinek növekedési rátájára vonatkozó új mutatót.

Az eredménytábla jelenleg és a jövőben is egy olyan szűrőként működő egyszerű és világos eszköz marad, amely segít összpontosítani a felügyeletet a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárás keretében. Ebben az összefüggésben az időtálló stabilitásnak nagy jelentősége van. A Bizottság jelenleg nem tervezi az eredménytábla új mutatókkal való kiegészítését. A Bizottság ugyanakkor elkötelezett az eredménytábla minőségének javítása mellett. A Bizottság e célból továbbra is egyeztetést folytat technikai szinten a tagállamokkal, az EKB-val és az ERKT-val annak biztosítása érdekében, hogy az eredménytábla kialakítása naprakész maradjon. Ez az eredménytáblában lévő változók meghatározásának technikai kiigazításához vezethet. Emellett a Bizottság (Eurostat) elkötelezett az eredménytábla statisztikáira és egyéb, a makrogazdasági egyensúlyhiányok esetén követendő eljárásban lényeges adatokra vonatkozó megbízható és jogilag kötelező érvényű minőségügyi eljárás biztosítása mellett¹⁹.

meghatározva. Ez a többi mutatónál használttal azonos statisztikai megközelítés (kivéve az államadósság mutatóját)

¹⁷ Lásd a kísérő dokumentumot: a riasztási mechanizmushoz kapcsolódó jelentés statisztikai melléklete, SWD(2012) 421., lásd még: *Eurostat News Release*, 2012. november 28.

¹⁸ *European Economy*, 8/2012. szám.

¹⁹ 2012 folyamán a Bizottság (Eurostat) foglalkozott a makrogazdasági egyensúlyhiány esetén követendő eljárás első fordulójában azonosított számos statisztikai problémával, különös tekintettel a magánszektor adósságára és a hiteláramlásra vonatkozó statisztikákra. A különleges célú gazdasági egységek kapcsán az Eurostat több tagállamban is tett látogatást, hogy részletes adatokat és információt gyűjtsön az alkalmazott

statisztikai forrásokról és módszerekről. A vállalatközi hitelek kapcsán az EKB magánadóssággal foglalkozó alcsoportja keretében folyt a munka. Az ezen eljárások során gyűjtött adatok támogatni fogják az abból a célból felállított két munkacsoport munkáját, hogy részletesebb iránymutatást dolgozzanak ki a holdingtársaságokról, a székhelyekről és a különleges célú gazdasági egységekről, valamint a nem konszolidált kontra konszolidált adatokról. A ingatlanárak mutatói tekintetében a Bizottság (Eurostat), az OECD, az EKB és a BIS együttműködésével folyik a munka annak érdekében, hogy a negyedéves adatsorokat időben visszamenőlegesen kiterjesszék és javítsák a metaadatokat. Noha több fő mutató részletes minőségellenőrzési keret alá tartozik, más fő mutatók és további releváns mutatók esetében pontosabb minőségellenőrzési keretre és jobb intézkedésekre van szükség.

A1. táblázat: Az eredménytábla mutatói és indikatív küszöbértékek

Mutató	Külső egyensúlytalanságok és versenyképesség					Belső egyensúlytalanságok					
	A folyó fizetési mérleg egyenlegének háromévi átlaga a GDP %-ában	Nettó nemzetközi befektetési pozíció a GDP %-ában	Az effektív reálárfolyam alakulása, HICP-deflátorok 35 ipari országhoz képest, %-os változás (3 év) (a)	Az exportpiaci részesedés %-os változása (5 év)	A fajlagos nominális munkaerőköltség %-os változása (3 év) (b)	A deflált ingatlanárak változása az előző évhez képest (%) (c)	Magánszektorbeli hiteláramlások a GDP %-ában (d), (e)	A munkanélküliségi ráta háromévi átlaga	A magánszektor adósságállománya a GDP %-ában (d), (e)	Államadósság a GDP %-ában (f)	A pénzügyi ágazat teljes kötelezettség-einek változása az előző évhez képest (%), nem konszolidált adatok
Adatforrás	EUROSTAT (Fizetésimérleg-statisztika)	EUROSTAT (Fizetésimérleg-statisztika)	DG ECFIN (ár- és költségalapú versenyképességre vonatkozó adatbázis)	EUROSTAT (Fizetésimérleg-statisztika)	EUROSTAT (Nemzeti számlák)	EUROSTAT	EUROSTAT (Nemzeti számlák)	EUROSTAT (Munkaerő-felmérés)	EUROSTAT (Nemzeti számlák)	EUROSTAT (túlzothiany-eljárás – a Szerződésben meghatározottak szerint)	EUROSTAT (Nemzeti számlák)
Indikatív küszöbértékek	-4/+6% Alsó kvartilis (a felső küszöbérték hivatközi alapján is használatos)	-35% Alsó kvartilis	+/-5% az euróövezet esetében; +/-11% az euróövezeten kívüli tagállamok esetében Euróövezet: alsó és felső kvartilis – / + szórás	-6% Alsó kvartilis	+9% az euróövezet esetében +12% az euróövezeten kívüli tagállamok esetében Felső kvartilis euróövezet: +3%	+6% Felső kvartilis	+15% Felső kvartilis	+10%	160% Felső kvartilis	+60%	16.5%
Küszöbértékek kiszámításának időszaka	1970-2007	Első rendelkezésre álló év (90-es évek közepe)–2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007	Első rendelkezésre álló év–2007	1995-2007	1994-2007	1994-2007		1991-2007
A közgazdasági elemzéshez használandó néhány további mutató	A külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség/finanszírozási igény (tőke- + folyó fizetési mérleg egyenlegek) a GDP %-ában	Nettó külső adósság a GDP %-ában	Effektív reálárfolyam az euróövezet többi országával szemben	Exportpiaci részesedés az áruvolumen alapján; a munkaerő termelékenysége; a teljes tényező-termelékenységek növekedésének alakulása	Nominális fajlagos munkaerőköltség (egy-, öt-, tízévi változás); tényleges fajlagos munkaerőköltség az euróövezet többi országához képest	Reál ingatlanárak változása (háromévi összesítés); Nominális ingatlanárindex Lakóingatlan-építés hozzáadott értéke	A magánszektorbeli adósságállomány változása		A magánszektor (konszolidált adatokon alapuló) adósságállománya		Az adósság befektetésekhez viszonyított aránya

Megjegyzések: a) az uniós kereskedelmi partnerek esetében a HICP kerül alkalmazásra, míg az Unión kívüli kereskedelmi partnerek esetében a deflátor a módszer szempontjából a HICP-hez közel álló CPI-n alapul; b) a munkavállalónkénti nominálbér és az egy foglalkoztatottra jutó reál GDP arányát kifejező index; c) az ingatlanárakban bekövetkező változások az EUROSTAT fogyasztási deflátorához viszonyítva; d) a magánszektor alatt a nem pénzügyi vállalatok, háztartások és háztartásokat kiszolgáló nonprofit intézmények értendők; e) kölcsönök és értékpapírok (kivéve a részvényeket) összege; kötelezettségek (nem összevont); f) a MIP keretében *nem* kerül sor az államháztartás fenntarthatóságának vizsgálatára, mivel ezt a Stabilitási és Növekedési Paktum már lefedi. A mutató azonban része az eredménytáblának, mivel az állami szektor eladósodottsága hozzájárul az adott ország teljes eladósodottságához és ezáltal befolyásolja annak általános sebezhetőségét.

A2. táblázat: A MIP-eredménytábla a 2011. évi értékekkel

2011. év	Külső egyensúlytalanságok és versenyképesség					Belső egyensúlytalanságok					
	A folyó fizetési mérleg egyenlegének háromévi átlaga a GDP %-ában	Nettó nemzetközi befektetési pozíció a GDP %-ában	Az effektív reálárfolyam %-os változása, HICP-deflátorokkal (3 év)	Az exportpiaci részesedés %-os változása (5 év)	A nominális fajlagos munkaerőköltség %-os változása (3 év)	A deflált ingatlanárak %-os változása az előző évhez képest	Magánszektorbeli hiteláramlások a GDP %-ában	A magánszektor adósságállománya a GDP %-ában	Az államadósság a GDP %-ában	A munkanélküliségi ráta háromévi átlaga	A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségeinek változása az előző évhez képest (%), nem konszolidált adatok
Küszöbértékek	-4/+6%	-35%	±5% & ±11%	-6%	+9% & +12%	+6%	15%	160%	60%	10%	16,5%
BE	-0,3	65,7	-0,5	-10,2	6,2	-0,1	11,6	236	98	7,8	4,7
BG	-3,4	-85,6	3,1	17,2	20,3	-9,0	-6,7	146	16	9,4	5,6
CZ	-3,0	-49,3	0,3	8,4	3,3	0,0	2,5	78	41	6,9	3,8
DK	5,0	24,5	-1,7	-16,9	4,7	-4,9	-2,2	238	47	7,0	4,7
DE	5,9	32,6	-3,9	-8,4	5,9	1,4	4,8	128	81	6,9	2,1
EE	2,8	-57,8	0,8	11,1	-6,2	3,3	6,8	133	6	14,4	-4,4
IE	0,0	-96,0	-9,1	-12,2	-12,8	-15,2	4,0	310	106	13,3	-0,6
EL	-10,4	-86,1	3,1	-18,7	4,1	-5,1	-5,5	125	171	13,2	-3,4
ES	-4,3	-91,7	-1,3	-7,6	-2,1	-10,0	-4,1	218	69	19,9	3,7
FR	-1,6	-15,9	-3,2	-11,2	6,0	3,8	4,0	160	86	9,6	7,3
IT	-2,9	-20,6	-2,1	-18,4	4,4	-2,0	2,6	129	121	8,2	3,8
CY	-8,4	-71,3	-0,9	-16,4	8,8	-8,5	16,1	288	71	6,6	-0,2
LV	3,1	-73,3	-0,6	23,6	-15,0	4,9	-2,5	125	42	18,1	-4,5
LT	0,0	-52,6	3,6	25,2	-8,4	2,4	-0,8	70	39	15,6	8,9
LU	7,5	107,8	0,8	-10,1	12,5	1,5	2,5	326	18	4,8	11,3
HU	0,6	-105,9	-3,3	-2,8	3,7	-4,1	6,4	167	81	10,7	-2,6
MT	-4,3	5,7	-3,0	11,7	5,8	-2,3	2,2	210	71	6,8	1,4
NL	7,5	35,5	-1,6	-8,2	5,8	-4,0	0,7	225	66	4,2	7,2
AT	2,2	-2,3	-1,0	-12,7	5,9	-8,0	4,1	161	72	4,4	-0,3
PL	-4,6	-63,5	-10,9	12,8	4,3	-5,7	7,1	80	56	9,2	4,4

PT	-9,1	-105,0	-1,9	-9,5	0,9	-3,6	-3,2	249	108	11,9	-0,7
RO	-4,3	-62,5	-2,4	22,8	12,9	-18,9	1,8	72	33	7,2	4,3
SI	-0,4	-41,2	-0,3	-6,1	8,3	1,0	1,9	128	47	7,1	-1,3
SK	-2,1	-64,4	4,3	20,9	4,4	-5,6	3,3	76	43	13,4	1,2
FI	0,6	13,1	-1,3	-22,9	9,1	-0,3	4,6	179	49	8,1	30,8
SE	6,6	-8,3	3,9	-11,6	1,2	1,0	6,3	232	38	8,1	3,6
UK	-2,2	-17,3	-7,1	-24,2	8,1	-5,4	1,0	205	85	7,8	8,5

Megjegyzés: Záró időpont: 2012. november 1.

A3. táblázat: A MIP-eredménytábla közgazdasági elemzéséhez használt további mutatók, 2011

	A reál GDP növekedése az előző évhez képest (%)	Bruttó állászerzőzés a GDP %-ában	A K+F-re fordított bruttó hazai kiadások a GDP %-ában	A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP %-ában, fizetési mérleg- adatok	A külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség/finanszírozási igény a GDP %-ában, fizetési mérleg- adatok	Nettó külső adósság a GDP %-ában	Közvetlen külföldi befektetések beáramlása a GDP %-ában	Energiatermékek nettó kereskedelmi mérlege a GDP %-ában	Az effektív reálárfolyam %-os változása (3 év) az euróövezettel szemben (17 tagállam)	Az export piaci részesedés (volumen) %-os változása az előző évhez képest	A munkaerő termelékenysége az előző évhez képest (%)	A foglalkoztatás növekedése az előző évhez képest (%)	A nominális fajlagos munkaerő költség %-os változása (10 év)	Az effektív reálárfolyam %-os változása (10 év) az euróövezettel szemben (17 tagállam)	A nominális ingatlanárak %-os változása (3 év)	Lakóingatlan-építés a GDP %-ában	A magánszektora adósság állománya a GDP %-ában, összevont adatok	Pénzügyi szektor tőkeállomása (adósság-saját tőke)
Pénzügyi év	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011
BE	1,8	20,7	2,0	-1,4	-1,7	-127,6	20,1	-3,7	1,4	-1,6	0,4	1,3	20,3	3,7	5,1	na	143	641
BG	1,7	20,9	0,6	0,3	1,6	33,9	4,5	-0,6		5,2	6,1	-4,2	69,5		-32,4	na	136	414
CZ	1,9	23,9	1,8	-2,8	-2,5	1,1	2,5	-1,4		5,2	1,6	0,6	23,2		-5,0	3,8	73	624
DK	0,8	17,2	3,1	5,6	5,9	18,0	3,8	0,7		1,2	1,2	-0,5	29,3		-11,9	4,7	238	377
DE	3,0	18,1	2,8	5,7	5,7	-2,9	1,1	-19,8	-0,9	2,5	1,6	1,4	5,5	-14,1	5,4	5,6	109	524
EE	8,3	21,7	2,4	2,1	6,3	6,5	1,2	na	3,2	25,7	1,2	6,7	64,4	44,8	-28,0	3,5	132	373
IE	1,4	10,1	1,7	1,1	1,0	-339,2	5,2	na	-6,5	-1,7	3,6	-2,1	15,4	0,1	-38,7	2,6	281	158
EL	-7,1	15,1	na	-9,9	-8,6	-98,0	0,4	-2,7	4,6	-6,0	-1,6	-5,6	31,1	11,5	-3,5	4,7	125	2728
ES	0,4	21,1	1,3	-3,5	-3,0	93,5	2,0	-8,5	0,4	3,2	2,2	-1,6	25,3	4,3	-15,3	6,4	204	941
FR	1,7	20,1	2,3	-2,0	-2,0	36,1	1,5	-12,7	-0,4	-0,8	1,2	0,5	22,3	5,1	3,5	6,1	139	461
IT	0,4	19,6	1,3	-3,1	-3,0	49,0	1,6	-13,9	0,9	-0,2	0,3	0,3	28,3	11,1	0,4	5,5	126	1172
CY	0,5	16,3	0,5	-4,7	-4,5	37,9	5,5	na	0,7	-2,3	0,0	0,4	34,6	12,4	-16,7	5,0	281	2539
LV	5,5	21,3	0,7	-2,2	0,0	46,4	5,1	-0,2		6,8	14,8	-8,4	94,4		-38,7	1,5	118	704
LT	5,9	17,8	0,9	-3,7	-1,3	32,3	3,4	-0,5		7,9	3,8	2,0	33,6		-30,8	1,8	67	633
LU	1,7	19,0	1,4	7,1	6,8	-3022,2	645,3	na	2,0	-2,2	-1,2	2,6	35,7	14,0	6,5	3,4	267	50
HU	1,6	17,9	1,2	0,9	3,3	52,6	3,7	-1,4		2,7	1,2	0,8	44,3		-8,5	1,8	147	562
MT	1,9	14,8	0,7	-0,3	0,7	-158,3	4,7	0,0	1,8	-4,8	-0,5	2,5	23,7	7,0	-4,6	2,5	169	362
NL	1,0	17,7	2,0	9,7	9,7	36,8	1,6	-4,6	0,0	-1,9	0,5	0,6	20,0	3,2	-7,5	4,9	224	231
AT	2,7	21,4	2,8	0,6	0,4	24,4	3,5	-2,8	1,2	0,9	1,3	1,7	13,2	-1,6	-2,9	4,4	146	378
PL	4,3	20,3	0,8	-4,9	-2,9	35,8	3,7	na		1,5	3,3	1,1	5,7		-7,6	2,6	77	377
PT	-1,7	18,1	na	-6,5	-5,3	83,4	4,4	na	-0,5	2,7	-0,1	-1,9	19,4	1,4	2,0	3,4	223	542
RO	2,5	24,6	0,5	-4,4	-3,9	38,0	1,3	-0,7		4,1	2,0	-1,3	154,9		-39,5	na	71	662
SI	0,6	18,5	2,5	0,0	-0,3	37,5	2,0	-0,5	0,4	1,0	2,2	-1,4	38,9	21,0	-6,8	3,0	116	639
SK	3,2	23,1	0,7	0,1	1,3	21,7	2,2	-1,0	5,0	5,0	1,4	1,5	28,8	12,6	-17,8	2,3	76	1079

FI	2,7	19,6	3,8	-1,6	-1,5	30,9	1,0	-1,4	2,2	-6,6	1,6	1,1	21,9	3,8	11,1	6,8	153	616
SE	3,9	18,4	3,4	6,4	6,3	62,4	2,7	-1,6		0,6	1,6	2,2	8,1		13,8	3,7	216	305
UK	0,9	14,2	1,8	-1,9	-1,7	45,2	2,3	-2,2		-1,2	0,4	0,5	26,2		-2,0	3,2	na	1187

Megjegyzés: Záró időpont: 2012. november 1. **Forrás:** EUROSTAT, kivéve a deflált ingatlanárak (Eurostat-adatok az EKB kiegészítésével), az exportpiaci részesedések volumene (WEO IMF), az effektív reálárfolyam HICP-deflátorokkal (DG ECFIN), tényleges fajlagos munkaerőköltség az euróövezettel szemben (DG ECFIN).