EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2020.11.18.
COM(2020) 745 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE

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

A riasztási mechanizmus keretében készült 2021. évi jelentés

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

{SWD(2020) 275 final}

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

Az európai szemeszter idei felügyeleti ciklusa – beleértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárást is – kiigazításra kerül a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz létrehozásának fényében. A 2020. szeptember közepén elfogadott éves fenntartható növekedési stratégia áttekintette az Európában fennálló gazdasági és társadalmi helyzetet, átfogó szakpolitikai prioritásokat határozott meg az EU számára, valamint stratégiai iránymutatást nyújtott a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz végrehajtásához.

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

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés azonosítja, hogy mely tagállamok esetében kell részletes vizsgálatot végezni annak értékelése érdekében, hogy fennáll-e náluk szakpolitikai beavatkozást igénylő egyensúlyhiány (az 1176/2011/EU rendelet 5. cikke). A Bizottság a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésről az Európai Parlamenttel, a Tanáccsal és az eurócsoporttal folytatott egyeztetéseket figyelembe véve részletes vizsgálatot fog készíteni az érintett tagállamokról. A részletes vizsgálatok 2021 tavaszán kerülnek közzétételre, és alapul szolgálnak majd a makrogazdasági egyensúlyhiány fennállására és súlyosságára vonatkozó bizottsági értékeléshez, valamint a szakpolitikai hiányosságok meghatározásához.

1. ÖSSZEFOGLALÁS

[1] A Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságának az Európai Unióból és az Európai Atomenergia-közösségből történő kilépéséről szóló megállapodás (a továbbiakban: a kilépésről rendelkező megállapodás, HL C 384I, 2019.11.12. 1. o.) alapján az Egyesült Királyság 2020. január 31-én kilépett az Európai Unióból. Az uniós jog azonban a 2020. december 31-ig tartó átmeneti időszakban továbbra is alkalmazandó az Egyesült Királyságra vonatkozóan és az Egyesült Királyságban.

Ez a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a Covid19-válság közepette került kidolgozásra. Tekintettel a gazdasági körülményeknek a Covid19-válság nyomán tapasztalható gyors és lényeges változására, az e jelentésben szereplő gazdasági elemzés megerősített előretekintő értékelést nyújt a makrogazdasági stabilitást és a makrogazdasági egyensúlyhiányok alakulását fenyegető kockázatokról. E célból a vizsgálatnak túl kell mutatnia a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájában szereplő végleges éves adatokon, amelyek az idei jelentésben a 2019-ig terjedő időszakot fedik le. Az idei jelentés tehát a korábbi évekhez képest nagyobb mértékben támaszkodik előrejelzésekre és sűrű megfigyelésű idősorokra, hogy beágyazza a Covid19-válság potenciális következményeit is[2].

Az európai szemeszter jelenlegi felügyeleti ciklusa a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz következetes és hatékony végrehajtásának biztosítása érdekében átmenetileg kiigazításra kerül, ami a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás lefolytatására is hatással lesz. A szeptember közepén elfogadott 2021. évi éves fenntartható növekedési stratégia elindította az európai szemeszter idei ciklusát, és stratégiai iránymutatást adott a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz végrehajtásához[3]. A Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz a tagállamok számára helyreállítási és rezilienciaépítési tervek elfogadását irányozza elő, amelyek meghatározzák a fő gazdasági kihívások kezelésére irányuló és az uniós prioritásokkal – köztük az elmúlt években, különösen az európai szemeszter 2019. és 2020. évi ciklusában a tagállamoknak címzett országspecifikus ajánlásokkal – összhangban álló reformokat és beruházásokat. A Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz így lehetőséget nyújt a tagállamoknak arra, hogy a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljáráshoz kapcsolódó ajánlásokkal összhangban olyan reformokat és beruházásokat hajtsanak végre, amelyek kezelik a fennálló makrogazdasági egyensúlyhiány mögött meghúzódó tartós strukturális problémákat. 2020 őszén nem kerül sor a fennálló makrogazdasági egyensúlyhiányra adott szakpolitikai válaszok célzott nyomon követésére, mivel a nyomon követés a helyreállítási és rezilienciaépítési tervek értékelésének részét fogja képezni[4]. A részletes vizsgálatokra vonatkozó következő jelentést 2021 tavaszán teszik közzé a stabilitási és konvergenciaprogramok értékelésével együtt, és alaposan megvizsgálják benne a már azonosított egyensúlyhiányok súlyosságát és alakulását, valamint az új egyensúlyhiányok kialakulásának kockázatát[5].

A legtöbb fennálló makrogazdasági egyensúlyhiány korrekciója a kedvező makrogazdasági környezetre tekintettel egészen a Covid19-válság kitöréséig folyamatban volt. A 2008-as pénzügyi válság utáni években – a magánszektor széles körű hitelállomány-leépítésével összefüggésben – kiigazították a *folyamat típusú egyensúlyhiányokat*, például a folyó fizetési mérleg túlzott hiányát vagy a

---

[2] Az 1176/2011/EU rendelet kifejezetten megemlíti, hogy a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés szükség szerint egyéb releváns információkra is épít (3. cikk (2) bekezdés). Az eredménytábla adatait a jelentés végén található 1. és 2. táblázat tartalmazza. A jelentést statisztikai melléklet kíséri.

[3] COM(2020) 575 final, 2021. évi éves fenntartható növekedési stratégia, elérhető a következő címen: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/hu/IP_20_1658

[4] Azon tagállamok esetében, amelyekben egyensúlyhiányt azonosítottak, célzott nyomon követésre kerül sor. Ez az egyensúlyhiány kezelésére irányuló szakpolitikai intézkedések megvalósításának célirányos felügyeletét jelenti, az európai szemeszter ciklusa keretében végzett felügyelet mellett. A korábbi években a célzott nyomon követésre ősszel került sor.

[5] Azon tagállamok tekintetében, amelyekben idén februárban egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány fennállását állapították meg, a riasztási mechanizmus keretében készült idei jelentésben szereplő országspecifikus megjegyzések (5. szakasz) összefoglalják a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns legutóbbi országspecifikus ajánlásokat, valamint az érintett országok által a végrehajtásuk érdekében hozott intézkedéseket is.

hitelállomány élénk növekedését. A 2013-tól tapasztalt gazdasági növekedés elősegítette az *állomány típusú egyensúlyhiányok* kiigazítását – amely folyamat később kezdődött és lassabban haladt előre –, mivel ösztönözte a magán-, az állami és a külső adósságállomány GDP-hez viszonyított arányának csökkentését, és javította a banki mérlegeket. Ugyanakkor az elmúlt években a gazdaság bővülése a túlhevülés kockázatát vonta maga után, főként a lakásárak dinamikáját és a költség-versenyképesség alakulását illetően, különösen azokban az országokban, ahol a gazdaság erőteljesen növekedett.

A Covid19-válság következtében számos fennálló makrogazdasági egyensúlyhiány súlyosbodik, és új kockázatok is felmerülhetnek. A válság egyik konkrét következménye, hogy az állami és a magánszektor GDP-arányos adóssága növekvő tendenciát mutat. A magánszektor által felhalmozott adósság visszafizetését a gazdasági tevékenység visszafogott szintje, a csődök és a gyenge munkaerőpiac veszélyeztethetik. Egy így kialakuló adósságválság befolyásolná a bankok mérlegét, és tovább rontaná jövedelmezőségüket. Ugyanakkor a közelmúltban jellemző felfokozott munkaerőköltség- és lakásár-dinamika várhatóan lelassul, de aggályok merülhetnek fel, ha a kiigazítás túlzott mértékű lefelé irányuló korrekciókká növi ki magát például a lakásárak terén, különösen azokban a tagállamokban, ahol már most is magas a háztartások adósságállománya.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben ismertetett horizontális elemzésből számos következtetés vonható le:

- **A Covid19-válság nyomán a legtöbb uniós tagállam folyó fizetési mérlege valószínűleg nem változik számottevően.** A folyó fizetési mérleg hiánya az országok zömében továbbra is mérsékelt. Néhány esetben még mindig jelentős – bár az elmúlt években csökkenő tendenciát mutató – folyófizetésimérleg-többlet áll fenn. Az előrejelzés szerint a Covid19-válság csak meglehetősen kis mértékben fogja befolyásolni a folyó fizetési mérleg alakulását, éles ellentétben a globális pénzügyi válság során tapasztalt fejleményekkel, amikor is az uniós országokban jelentős volt a hiány, és a válság ösztönözte annak felszámolását. A folyó fizetési mérlegre vonatkozó adatok stabilitása mindazonáltal elfedi a különböző ágazatok általános külső pozícióhoz való hozzájárulásának lényeges átrendeződését: a magánszektor nettó hitelnyújtási pozíciójának jelentős növekedését ellensúlyozza az a tény, hogy a kormányok nettó hitelnyújtási pozíciója a válság hatásainak tompítására irányuló erőfeszítések következtében számottevően romlott.
- **A tagállamok zömében a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) elmúlt években tapasztalt javulása várhatóan meg fog torpanni.** Míg számos tagállamban változatlanul nagy a külső egyensúlyhiány, 2019-ben a legtöbb uniós országban tovább javult a NIIP, aminek hátterében a nettó nemzetközi befektetési pozíciót stabilizáló szintet meghaladó folyófizetésimérleg-egyenleg, a nominális GDP növekedése és olykor a jelentős pozitív értékelési hatások álltak. A jövőben várhatóan megáll a NIIP GDP-hez viszonyított arányának javulása a 2020. évi nagymértékű GDP-visszaesés és a folyófizetésimérleg-egyenlegek viszonylagos stabilitása miatt.
- **Az euróövezeten kívüli tagállamok némelyikében a Covid19-válság kitörése felszínre hozott bizonyos külső finanszírozási feszültségeket.** Egyes euróövezeten kívüli tagállamok tőkeáramlása és átváltási árfolyama a március végi és áprilisi rövid időszakban piaci nyomásnak volt kitéve a fokozott kockázatkerülés miatt. Ez a nyomás azóta a pénzügyi piaci helyzet javulásával enyhült.
- **A Covid19-válság munkaerőpiaci hatása a recesszió mértékéhez képest eddig viszonylag enyhe volt – ami a csökkentett munkaidős foglalkoztatásnak és a hasonló szakpolitikai intézkedéseknek is köszönhető –, mindazonáltal a munkanélküliség várhatóan növekedni**

fog. A válság véget vetett a munkaerőpiaci helyzet EU-szerte több éve tartó javulásának. Ez egyelőre elsősorban az egy munkavállalóra jutó átlagos munkaórák számának csökkenésében mutatkozik meg, míg a munkanélküliek száma csak csekély mértékben nőtt. A munkaerő-tartalékolás e jelensége – vagyis az, hogy a vállalkozások nem bocsátják el alkalmazottaikat – 2020-ban számos uniós gazdaságban megfigyelhető, és nagyrészt a munkahelyek megőrzésére irányuló, államilag támogatott kezdeményezéseknek, különösen az ideiglenes csökkentett munkaidős rendszereknek tudható be. A munkanélküliség azonban némi késéssel valószínűleg nőni fog, a recessziókat követően megszokottaknak megfelelően. A világjárvány által súlyosan érintett ágazatokban fennáll a jelentős elbocsátások kockázata, ami egyrészt a válság hatásainak tartósságától, másrészt pedig a szakpolitikai válaszintézkedések eredményességétől függ.

- **Az elmúlt években a bérek emelkedése és a termelékenység visszafogott javulása következtében több uniós országban is felgyorsult a fajlagos munkaköltség dinamikája, de a 2020-as ugrásszerű növekedést követően annak mérséklődésére lehet számítani.** Az elmúlt évek erőteljes gazdasági növekedése közepette számos közép- és kelet-európai, illetve balti országban a fajlagos munkaköltség erős dinamikája volt megfigyelhető. A termelés visszaeséséből és a munkaerő-tartalékolásból eredő munkatermelékenység-csökkenés az előrejelzések szerint 2020-ban megnöveli a fajlagos munkaköltséget, annak ellenére, hogy a bérnövekedés jelentősen lelassul. 2021-ben a gazdasági tevékenység előre jelzett fokozatos élénkülése várhatóan az általános termelékenység fellendülését vonja maga után, ami részben ellensúlyozná a fajlagos munkaköltség 2020. évi növekedését.

- **A vállalatok adósságállománya 2020-ban várhatóan minden területen jelentősen nőni fog, ami elsősorban a likviditási szükségletekre vezethető vissza.** A Covid19-járvány kitörésével megugrott a működőtőke finanszírozását célzó hitelfelvétel, és a legtöbb országban bővült a nem pénzügyi vállalatoknak való hitelnyújtás. A hitelgaranciák elősegítették, hogy a vállalkozások hitelt vegyenek fel tevékenységük fenntartása érdekében, és megerősítsék likviditási pozíciójukat. Az adósságtörlesztési moratóriumok szintén hozzájárultak az adósságszint emelkedéséhez. A növekvő adósságállományra és a GDP 2020. évi jelentős visszaesésére tekintettel várhatóan ugrásszerűen megemelkedik a GDP-arányos adósság, főként rövid távon. A jövőben a GDP-arányos adósság dinamikája a helyreállítás összefüggésében valószínűleg javul, de az adósságszolgálattal kapcsolatban kihívások jelentkezhetnek, különösen a világjárvány által tartósabban érintett ágazatokban. Ez a hitelezők mérlegére is hatással lenne.

- **A háztartások adósságállományának dinamikája viszonylag visszafogottnak tűnik.** A Covid19-válság előtt a háztartási hitelek – az éveken át tartó hitelállomány-leépítést, illetve mérsékelt dinamikát követően – számos országban ismét erőteljes növekedésnek indultak. A háztartások adósságállományának alakulásában 2020-ban némi lassulás mutatkozik annak ellenére, hogy az adósságmoratóriumok enyhítették az eladósodott háztartások részéről tapasztalt likviditási nyomást, és csökkentették a törlesztés ütemét. A háztartások adósságrátája a GDP visszaeséséből adódóan 2020-ban automatikusan emelkedik. Ugyanakkor a fogyasztás erőteljes szűkülése közepette nő a háztartások megtakarítása. A munkaerőpiaci helyzet romlása beárnyékolja a háztartások adósságtörlesztési kilátásait.

- **A lakásárak növekedése 2020-ban is erőteljes, sőt egyes országokban felgyorsult, de ez a tendencia valószínűleg mérséklődni fog, és adott esetben lefelé történő korrekciókra is sor kerülhet.** 2019-ben a lakásárak továbbra is gyors ütemben növekedtek, számos olyan országban is, ahol fennállt a túlértékelés kockázata. A válságnak a foglalkoztatási kilátásokra és a háztartások jövedelmére gyakorolt hatása elméletileg a lakásárak dinamikájának mérséklődésében fog megmutatkozni. A legutóbbi negyedéves adatok alapján már kirajzolódik, hogy az uniós

országok több mint felében enyhülőben van a lakáspiaci helyzet. A lakásár-növekedésre vonatkozó előrejelzések szerint a 2020–2021-es időszakban a tagállamok nagy többségében lefelé irányuló korrekciókra lehet számítani.

- **Az elmúlt években tapasztalt, az erősebb nominális GDP-növekedéssel összefüggő csökkenő tendenciától eltérve az államadósság jelenleg minden tagállamban gyorsan növekszik, kiváltképp azokban, amelyeket a Covid19-válság a legsúlyosabban érintett.** Az utóbbi években a tagállamok zömében folyamatosan csökkent az államadósság, néhány magas adósságrátájú országra viszont egyáltalán nem, vagy csak korlátozott mértékben volt jellemző ez a csökkenő tendencia. A válság alatt a kormányok EU-szerte szabad utat engedtek az automatikus stabilizátorok érvényesülésének, emellett pedig közvetlen költségvetési és likviditási támogatás nyújtásával igyekeztek ellensúlyozni az egészségügyi válság hatásait és a magánszektorbeli kiadások visszafogását. Az adósságráta nagyobb mértékben növekszik ott, ahol az adósságszint már a válság előtt is a legmagasabbak között volt, ami azt is tükrözi, hogy ezekben az országokban mélyebb a recesszió. A rendkívüli monetáris lazítás és a különböző uniós és euróövezeti szintű kezdeményezések minden eddiginél alacsonyabb szinten tartják a finanszírozási költségeket, és erősítik a bizalmat. Míg egyes országok államadósságuk lejárati szerkezetének meghosszabbítására használták fel a befektetők magas likviditását és az általuk támasztott nagy keresletet, más országokban kockázatokat vethet fel az államadósság összetétele, különösen a rövid lejárati szerkezetek és a külföldi devizában denominált adósság magas aránya miatt.

- **Az elmúlt években javultak a feltételek a bankszektorban, mindazonáltal a Covid19 okozta sokk próbára teheti az uniós bankszektor rezilienciáját.** A globális pénzügyi válság óta jelentősen javult a bankszektor helyzete: jobbak a tőkemegfelelési mutatók és nagyobbak a likviditási pufferek, mint egy évtizeddel ezelőtt. Az ágazat számára azonban továbbra is kihívást jelent az alacsony kamatkörnyezetben tapasztalható alacsony nyereségesség, valamint az, hogy néhány országban változatlanul viszonylag nagy a nemteljesítő hitelek aránya. A központi bankok által biztosított bőséges likviditás a Covid19-válság kitörését követően segített elkerülni a hitelszűkét, és az osztalékfizetések felfüggesztése, valamint bizonyos szabályok átmeneti lazítása szintén bővíti a bankok mozgásterét. A válság várhatóan rontani fogja az eszközminőséget és a jövedelmezőségi kilátásokat. A vállalatok és a háztartások egyre komolyabb adósságtörlesztési nehézségei a jövőben nemteljesítő hiteleket eredményezhetnek, különösen az adósságmoratóriumok lejártát követően. Az ingatlanárak lefelé történő korrekciója hatással lehet a biztosítékok értékelésére, és így a bankok mérlegére is.

A Covid19 okozta sokk súlyosbítja az euróövezeten belül fennálló egyensúlyhiányokat, ami egyértelművé teszi, milyen nagy szükség van az uniós támogatási intézkedések maradéktalan kihasználására. A Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése szerint a Covid19-válság által – a világjárvány súlyossága vagy a válság hatásainak erősen kitett ágazatoktól való függés miatt – gazdaságilag leginkább érintett tagállamokban viszonylag nagy az államadósság és a külső adósságállomány. Úgy tűnik tehát, hogy a Covid19-válság a belföldi és külföldi eladósodottság tekintetében felerősíti a meglévő euróövezeti mintákat. A válság által legérzékenyebben érintett országok közül a közelmúltban többet is gyenge potenciális növekedés jellemzett. Ennek folytán a világjárvány súlyosbíthatja a gazdasági különbségeket is. Ezzel párhuzamosan a jelenlegi előrejelzések szerint az euróövezet egészében kialakult kereskedelmi többlet – a világszintű kereslet jelentős visszaesése ellenére – továbbra is fennmarad, ami arra enged következtetni, hogy az euróövezet összesített szintjén a helyreállítás előmozdítása érdekében esetleg tovább bővíthető a belső kereslet, az EKB inflációs cél elérésére irányuló erőfeszítéseinek támogatása mellett. Tekintettel arra, hogy valamennyi tagállamban növekszik az eladósodottság, a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz,

valamint az euróövezeti és uniós szinten bevezetett egyéb pénzügyi támogatási eszközök, köztük a SURE, a REACT-EU és a fennmaradó uniós források rugalmasabb felhasználása elősegíthetik a tagállamok számára a tartós helyreállítás feltételeinek megteremtését és a reziliencia fokozását. A továbbiakban fontos, hogy az euróövezetben bevezetett támogató szakpolitikai intézkedéseket, reformokat és beruházásokat olyan módon ötvözzék egymással, amely lehetővé teszi a makrogazdasági egyensúlyhiány hatékony kezelését, különösen túlzott egyensúlyhiány fennállása esetén.

Mindent összevetve úgy tűnik, hogy a Covid19-válság összefüggésében a kockázatok azokban az országokban nőnek, ahol már megállapították az – adott esetben túlzott – egyensúlyhiány fennállását. A Covid19-válság több tagállam számára is bizonyos mértékű visszalépést jelent az egyensúlyhiány fokozatos csökkentése terén, aminek fő mozgatórugója a 2013 óta tapasztalt gazdasági élénkülés volt. Ugyanakkor a lakásárak és a fajlagos munkaköltség erőteljes emelkedéséhez kapcsolódó, már meglévő túlhevülési nyomás a jelenlegi helyzetben kevésbé tűnik kockázatosnak középtávon, sőt akár lefelé történő korrekcióra is sor kerülhet. Míg a tőkeáramlásra és az árfolyamokra nehezedő nyomás 2020-ban rövid életűnek bizonyult, a piaci hangulat ingadozásának kockázata továbbra is fennáll. Ezért a felügyelet keretében azokra az országokra kell összpontosítani, ahol nőnek a kockázatok – ez nagyjából azokat az országokat jelenti, amelyek tekintetében már megállapították az egyensúlyhiány fennállását. Emellett más tagállamok helyzetének alakulását is szorosan nyomon kell követni, beleértve egyfelől néhány olyan, euróövezeten kívüli gazdaságot, ahol a külső fenntarthatósággal kapcsolatos aggályok tavasszal piaci nyomás formájában mutatkoztak meg, másfelől pedig a kiemelkedően magas adósságszinttel rendelkező tagállamokat.

A magán- és az államadósság GDP-hez viszonyított arányának 2020. évi emelkedése gondos nyomon követést igényel, azonban egyelőre nem tesz szükségessé újabb részletes vizsgálatokat. A makrogazdasági egyensúlyhiányt övező – különösen az emelkedő adósságrátához kapcsolódó – kockázatok főként azokban az országokban súlyosbodnak, amelyek tekintetében már egyensúlyhiányt vagy túlzott egyensúlyhiányt állapítottak meg. A GDP-arányos államadósság 2020-ban bekövetkezett markáns növekedése nagyrészt az átmeneti, ám jelentős recesszió mechanikus hatásának tudható be, mivel az arányszámban csökken a nevező. Az államadósság és a vállalati adósság növekedése szintén összefüggésben áll az egyszeri és jelentős Covid19-sokk miatti kiigazítással, valamint azokkal a tudatos, átmeneti (többek között a bankgaranciákkal és a törlesztési moratóriumokkal kapcsolatos) szakpolitikai intézkedésekkel, amelyek célja a válság következményeinek enyhítése és a világjárvány által a gazdasági tevékenységre, a jövedelmekre és a makrogazdasági stabilitásra gyakorolt káros hatás súlyosbodásának megakadályozása. A recesszió elmélyülésének és állandósulásának megelőzésére irányuló válaszintézkedések elengedhetetlenek a jövőbeli adósságkilátások javításához, még akkor is, ha ideiglenesen az adósság növekedéséhez vezetnek.

Részletes vizsgálat készül azon tagállamokról, amelyek esetében már megállapították az egyensúlyhiány vagy a túlzott egyensúlyhiány fennállását. A kialakult prudenciális gyakorlattal összhangban részletes vizsgálat keretében értékelik, hogy a kialakult egyensúlyhiány mérséklődik, változatlanul fennáll vagy súlyosbodik-e, és ezzel egyidejűleg a végrehajtott korrekciós intézkedéseket is áttekintik. A 2020. februári részletes vizsgálatok[6] megállapításai alapján 12 tagállam esetében áll fenn egyensúlyhiány, illetve túlzott egyensúlyhiány, amelyekre vonatkozóan részletes vizsgálatot kell

[6] Lásd: 2019. évi európai szemeszter: Az 1176/2011/EU rendelet szerinti értékelés a strukturális reformok terén elért haladásról, a makrogazdasági egyensúlyhiány megelőzéséről és korrekciójáról, továbbá a részletes vizsgálat eredményeiről, COM(2020) 150 final, 2020.2.26. Bulgária februárban szintén részletes vizsgálat tárgyát képezte, de megállapítást nyert, hogy esetében már nem áll fenn egyensúlyhiány.

készíteni. Kilenc tagtagállam (**Horvátország, Franciaország, Németország, Írország, Hollandia, Portugália, Románia, Spanyolország** és **Svédország**) esetében egyensúlyhiányt, **Ciprus, Görögország** és **Olaszország** esetében pedig túlzott egyensúlyhiányt azonosítottak.

Ez a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés potenciálisan kockázatos fejleményekre mutat rá több olyan tagállamban, amelyek esetében nem készül részletes vizsgálat. A Covid19-világjárvány kitörését követően egyes euróövezeten kívüli országokban külső finanszírozással kapcsolatos kockázatok jelentkeztek. Magyarország olyan esetnek tűnik, ahol a kormányzati hitelfelvétel és a külső finanszírozás közötti kölcsönhatás nyomon követést igényel[7]. Az államadósságot részben devizában finanszírozzák, ami tükrözi a gazdaság nyitott jellegét és azt a tényt, hogy az állami és a magánszektor bevételeinek egy része devizában van denominálva. Mindazonáltal az államadósság nagyon rövid lejáratú és a hazai bankszektor jelentős részesedésével jellemezhető, míg a hivatalos tartalékok 2020 elején a prudenciális minimumszint közelében voltak. A piaci nyomás ugyan tavasz óta enyhült, és jelenleg semmilyen egyértelmű jel nem utal az egyensúlyhiány kockázatának fennállására, de a jövőben ismét felmerülhetnek hasonló kockázatok, ezért a helyzet gondos nyomon követést igényel. A GDP-arányos államadósság növekedésének következményeit számos olyan tagállamban is nyomon kell követni, amely jelenleg nem tartozik a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás hatálya alá. Mind a magán-, mind az államadósság várhatóan túl fogja lépni a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás küszöbértékeit. Az előrejelzés szerint a tagállamok közül Dániában, Finnországban és Luxemburgban valószínűsíthető, hogy a magánszektor növekvő adósságállománya a küszöbérték fölé emelkedik. Ausztriában és Szlovéniában az államadósság várhatóan tovább növekszik, és meghaladja a GDP 60 %-át. Nagyfokú bizonytalanság övezi azt, hogy ezek a fejlemények milyen mértékben jelentenek további kockázatot a makrogazdasági stabilitásra nézve, tekintettel különösen arra, hogy figyelembe kell venni a közép- és hosszú távú növekedési kilátásokat, valamint a Covid19-válság azokra gyakorolt hatását is. Ezért – bár az adósságráták előre jelzett növekedése gondos nyomon követést igényel – a jelenlegi szakaszban nincs szükség részletes vizsgálatra további tagállamok esetében.

2. VÁLTOZÓ GAZDASÁGI KILÁTÁSOK: AZ EURÓÖVEZETI MAKROGAZDASÁGI EGYENSÚLYHIÁNYOKRA GYAKOROLT HATÁSOK

A Covid19-világjárvány semmihez nem hasonlítható sokkot mért a gazdaságra. A világjárvány kitörését követően 2020 márciusától a vírus terjedésének megfékezését célzó korlátozó intézkedéseket vezettek be, amelyek a legtöbb tagállamban májustól fokozatosan enyhültek. Az intézkedések nagyjából arányosak voltak az egészségügyi szükséghelyzet súlyosságával, ugyanakkor országról-országra jelentősen különböztek egymástól[8]. A Covid19-világjárvány következtében a fogyasztást érintő hatalmas keresleti sokkot tovább súlyosbította, hogy a lezárások idején korlátozott volt a kínálat. A fogyasztás dinamikája a Covid19 előtti trendekhez képest továbbra is visszafogott, különösen az olyan szolgáltatási tevékenységek esetében, amelyeknél nehezebb elkerülni az emberekkel való érintkezést. A beruházásokat változatlanul visszaveti a nagyfokú bizonytalanság. A bevételek és a foglalkoztatás kisebb mértékű növekedése, valamint a visszafogott exportpiaci dinamika lenyomja a keresletet. Egyes

[7] Az államháztartás és a külső szektor közötti kölcsönhatást a Romániára vonatkozó részletes vizsgálat keretében is meg kell vizsgálni.

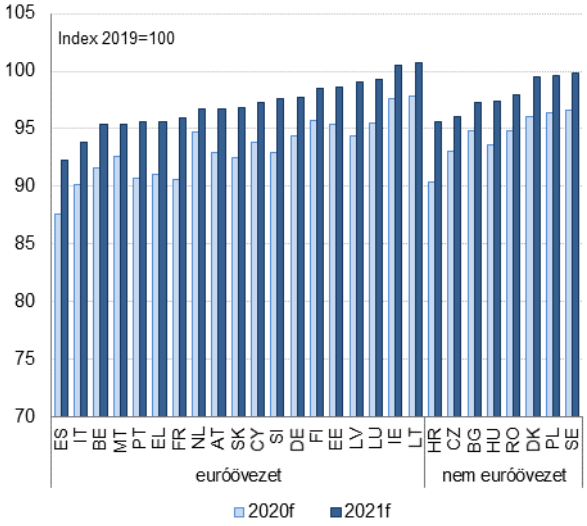
[8] Lásd: https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_en Lásd még: Nemzetközi Valutaalap, Fiscal Monitor, 2020. október.

értékláncok megszakadása és a munkahelyeken alkalmazott távolságtartási intézkedések még mindig hatással vannak a kínálatra, és rontják a termelékenységet[9]. Az EU-nak és a világ más térségeinek jelenleg a világjárvány újabb hullámával kell megbirkózniuk, amelynek súlyosságát és időtartamát egyaránt nagy bizonytalanság övezi. Összességében a Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése szerint az euróövezetben 7,8 %-kal, az EU-ban pedig 7,4 %-kal csökken a 2020. évi GDP. 2021-ben már fellendülésre van kilátás, viszont a GDP várhatóan nem fogja elérni a válság előtti, 2019-es szintet (1. ábra)[10] [11].

A kivételes szakpolitikai válaszintézkedések elősegítették a Covid19-válság gazdasági következményeinek tompítását. Az EU-ban és a világ sok más részén hatalmas szakpolitikai erőfeszítésekre került sor annak érdekében, hogy a korlátozó intézkedéseket követően megelőzzék a bevételek zuhanását, valamint mérsékeljék a tömeges elbocsátások és a vállalati csődök kockázatát. A kormányok a csökkentett munkaidős foglalkoztatási rendszereken keresztül költségvetési támogatást, a munkanélkülieknek pedig megerősített jövedelemtámogatást nyújtottak. Az adófizetésre és a jelzáloghitel-törlesztésre moratóriumot rendeltek el. A hitelnyújtás beszűkülésének elkerülése érdekében garanciákat nyújtottak a bankhitelekre. Az EKB számos támogató intézkedést hozott a pénzügyi stabilitás fenntartása és a pénzügyi piacok zavartalan működésének megőrzése érdekében, például további likviditást biztosított a bankoknak, lazította a biztosítékeszközökre vonatkozó követelményeket, valamint az eszközvásárlási program (APP) és a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) keretében jelentős mértékben vásárolt további állami és magánszektorbeli eszközöket. Az egységes felügyeleti mechanizmus anticiklikus módon enyhítette a bankokra vonatkozó szabályozási követelményeket. Az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) valamennyi euróövezeti tagállam számára elérhetővé tette a pandémiás válsághelyzet kezelését célzó, szigorított feltételekhez kötött hitelkeret alapján nyújtott támogatást. Az EU és tagállamai három biztonsági hálót hoztak létre a munkavállalók, a vállalkozások és az államok számára: a szükséghelyzeti munkanélküliségi kockázatokat mérséklő ideiglenes támogatást nyújtó európai eszközt (SURE), az Európai Beruházási Bank Páneurópai Garanciaalapját és az Európai Stabilitási Mechanizmus keretében a pandémiás válsághelyzet kezelését célzó támogatást. A Bizottság a helyreállítást elősegítő új eszközökre irányuló javaslatcsomagot (Next Generation EU) terjesztett elő, amelyet az Európai Tanács júliusban elfogadott. Ennek részét képezi a nagyszabású Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz, amely vissza nem térítendő támogatások és hitelek nyújtása révén hivatott előmozdítani a növekedési potenciál fokozására, a gazdasági és társadalmi reziliencia megerősítésére, valamint a zöld és digitális átállás ösztönzésére irányuló reformokat és beruházásokat, a vonatkozó uniós célkitűzésekkel összhangban. Mindezt egy sor egyéb szakpolitikai intézkedés kísérte: többek között felgyorsították és rugalmasabbá tették a fennmaradó uniós források felhasználását, bevezették az állami támogatási intézkedésekre vonatkozó ideiglenes keretet, valamint életbe léptették a Stabilitási és Növekedési Paktum általános mentesítési rendelkezését.

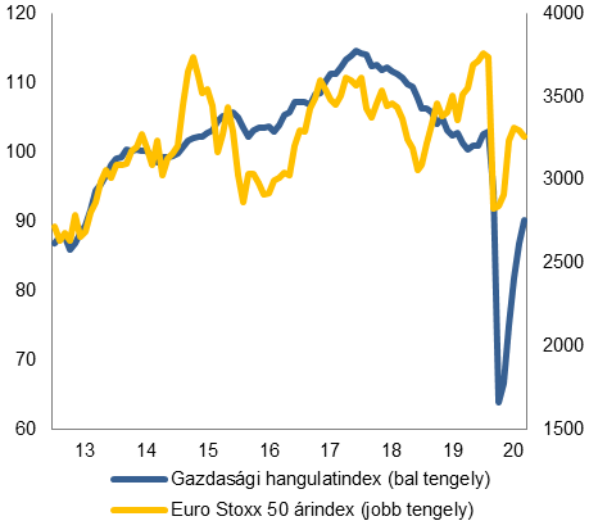
[9] Lásd: Nemzetközi Valutaalap, World Economic Outlook, 2. fejezet, 2020. október.
[10] Az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése, Institutional Paper 136, 2020. november.
[11] Az Egyesült Királyság nincs feltüntetve a következő szakaszokban szereplő ábrákon, mivel azok a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás 2021. évi végrehajtását szemléltetik, amire az átmeneti időszak végét követően kerül sor.

1. ábra: GDP a válság előtti szinthez képest, változatlan árakon



Forrás: Európai Bizottság, 2020. őszi gazdasági előrejelzés

2. ábra: Gazdasági hangulat- és részvénypiaci index, 2013–2020



Forrás: Európai Bizottság és EKB, a DataStream által szolgáltatott adatok

A Covid19-járvány eleinte erős reakciókat váltott ki a pénzügyi piacokon. A pénzügyi piacok nem sokkal a Covid19-válság kitörését követően jelentős recesszióval számoltak. A részvénypiacok a vállalati nyereséggel kapcsolatos felülvizsgált várakozások hatására visszaestek. A kötvénypiaci értékelések a „biztonságba menekülés" dinamikáját tükrözték: a befektetők által kockázatosabbnak tartott államkötvények kockázati prémiumai nőttek, a vállalati kötvények felára pedig – különösen a gyengébb minősítésű szegmensekben – emelkedett. A tőkekiáramlás, valamint az olaj- és nyersanyagárak jelentős lefelé irányuló korrekciói közepette az árfolyam-dinamika a feltörekvő piacokra nehezedő nyomást tükrözte. Néhány euróövezeten kívüli tagállam valutája is lefelé irányuló nyomásnak volt kitéve. A feszültségek emellett különösen érintették azon euróövezeten kívüli tagállamok valutáit és kötvényhozamait, amelyek a tőkeáramlás fokozott volatilitására tekintettel rugalmas árfolyamrendszert alkalmaztak[12].

A hatóságok által végrehajtott támogatási intézkedések nyomán a pénzügyi piaci viszonyok számottevően javultak, és függetlenedtek a reálgazdasági kilátásoktól. A részvény- és kötvénypiacok a kockázati felárak csökkenése közepette helyreálltak. A devizapiacok és az árupiacok egyaránt stabilizálódtak. A Covid19-járvány kitörését követően felhalmozódott veszteségeket sikerült jelentősen csökkenteni, a piaci ingadozásokat pedig kordában tartani. A kellő időben végrehajtott, széles körű és hiteles állami beavatkozásnak köszönhetően úgy tűnik, hogy a pénzügyi piacok függetlenedtek a reálgazdasági kilátásoktól, amelyeket még mindig komoly lefelé mutató kockázatok övezneek (2. ábra)[13].

[12] Lásd még: EKB, Financial Stability Review, 2020. május; Nemzetközi Fizetések Bankja, Annual Economic Report, 2020. június; Nemzetközi Valutaalap, Global Financial Stability Report, 2020. április, 2020. júniusi frissített kiadás és 2020. október.

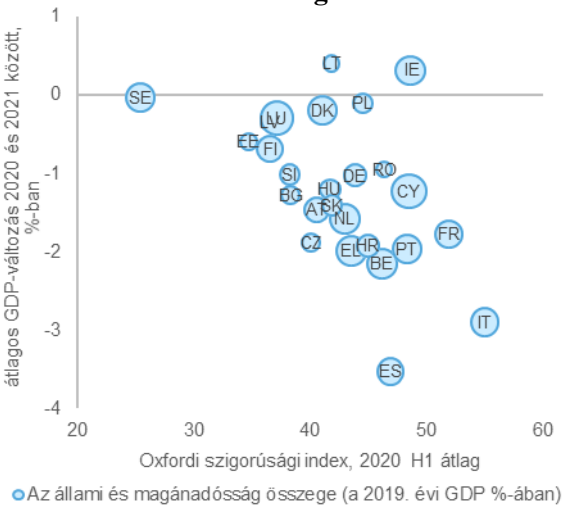
[13] A Bizottság által alkalmazott gazdasági hangulatindex javuló tendenciát mutat ugyan, ám továbbra is elmarad a 2013. évi fellendülés óta mért átlagtól. A fő euróövezeti részvényárfolyam-index nagyjából visszaállt a 2013 utáni

A pandémia alakulásával kapcsolatos gazdasági kilátásokat, csakúgy mint a szakpolitikai válaszintézkedéseket és a gazdasági szereplők magatartásbeli változásait nagyfokú bizonytalanság övezi. A 2020. tavaszi recesszió foglalkoztatásra, csődökre és banki mérlegekre gyakorolt hatásai még nem bontakoztak ki teljesen. A világjárvány jelenlegi második hulláma – a járvány megfékezésére irányuló újabb intézkedések bevezetéséből adódóan – befolyásolja a növekedési kilátásokat. Ezek az intézkedések rövid távon várhatóan visszavetik a gazdasági tevékenységet és hangulatot, negatív hatást gyakorolva a fogyasztásra és a beruházásokra – bár a tavaszinál kisebb mértékben, mivel a szakpolitikai megközelítés eddig célzottabb volt. Ennek megfelelően a harmadik negyedévi erőteljes fellendülést követően az EU GDP-növekedése 2020 negyedik negyedévében minden bizonnyal megtorpan. Ráadásul újra felszínre kerülhetnek a kereskedelmi és geopolitikai feszültségek. A pénzügyi piacok eddig hitelesnek ítélték a költségvetési és monetáris hatóságok által érvényesített támogató irányvonalat, és a szakpolitikai intézkedések elhamarkodott visszavonása kockázatos lenne. Nem zárható ki a kockázatok újraértékelése és a pénzügyi stressz esetleges ismételt kialakulása, különösen azokban az országokban, ahol magas az eladósodottság, gyengék a külső pozíciók, és a fennálló finanszírozási igény nem elégíthető ki maradéktalanul hazai forrásokból. Másfelől viszont a világjárvány megfékezése terén elért gyorsabb előrehaladás, valamint az ambiciózus és uniós szinten összehangolt intézkedések végrehajtása felgyorsíthatná a helyreállítást.

Az aktuális gazdasági fejlemények a makrogazdasági egyensúlyhiányra is kihatnak. A tagállamok többségében nő a GDP-arányos államadósság és magánadósság. Ez egyrészt annak tudható be, hogy a recesszió következtében az adósságráta nevezője mechanikusan csökken, másrészt azzal is összefügg, hogy az állami és a vállalati szektor a Covid19-válság hatásainak enyhítése érdekében újabb hiteleket vett fel. Végső soron az állami és a magánszektor adósságállományára vonatkozó romló kilátások kockázatosak lehetnek a pénzügyi szektor mérlegeire nézve, amelyeket a Covid19-sokk közvetlenül is befolyásol a nyereségesség csökkenése formájában. Ugyanakkor a költség- és árversenyképesség visszaesésére, valamint az ingatlanárak erőteljes növekedésére utaló, számos tagállamban megfigyelt tendenciák valószínűleg nem fognak folytatódni. Ez azonban leginkább kérdéseket vet fel az említett minták megfordulásának következményeit illetően. A munkából származó jövedelem gyenge vagy negatív dinamikája a háztartások törlesztési képességének csökkenését vonhatja maga után, míg a lakásárak lefelé történő korrekciója – különösen ha jelentős háztartási adósságállománnyal rendelkező országokban és rendezetlen módon történik – hatással lehet a bankok mérlegére, mivel a biztosítéki értékek csökkenéséhez vezethet.

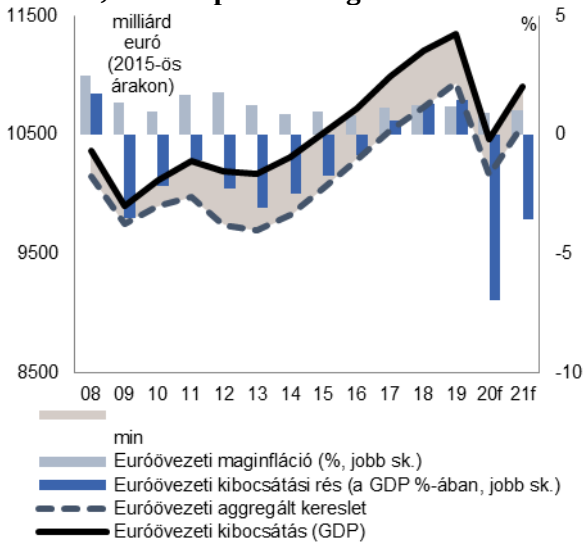
időszakra vonatkozó átlagos szintre. Lásd még: Nemzetközi Valutaalap, Global Financial Stability, 2020. júniusi frissített kiadás és 2020. október.

3. ábra: Recessziók, oxfordi szigorúsági index és a Covid19 előtti adósságszintek



Forrás: Eurostat, az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése és az Oxfordi Egyetem Covid19-válaszintézkedés-figyelője (Oxford COVID-19 Government Response Tracker)

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



Forrás: AMECO és az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése

Megjegyzés: míg a GDP és a belső kereslet közötti különbségnek definíció szerint meg kell egyeznie a külkereskedelmi egyenleggel, az euróövezeten belüli adatszolgáltatási eltérések miatt az adatok nincsenek teljes mértékben összhangban.

A jelek szerint a Covid19 okozta sokk súlyosbítja az euróövezeten belül fennálló egyensúlyhiányokat[14]. Bár úgy tűnik, hogy az adósságszint nem tartozik a világjárvány miatti recessziót számottevően súlyosbító tényezők közé, a Covid19-járvány által leginkább sújtott és a járvány megfékezésére irányuló intézkedések bevezetésére kényszerült országok többségében viszonylag nagy volt az állami vagy a magánadósság (3. ábra)[15]. Ez azt jelenti, hogy a relatív erős gazdasági visszaesés miatt emelkednek az adósságráták, különösen azokban az országokban, ahol az adósságállomány már egyébként is viszonylag nagy volt[16]. A világjárvány által súlyosan érintett nettó

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

[15] A 3. ábrában feltüntetett oxfordi szigorúsági index nyolc, a járvány megfékezésére irányuló intézkedést és egy egészségügyi tényezőt foglal magában. Lásd: T. Hale és mások (2020), Variation in government responses to COVID-19 (Eltérések a Covid19-re adott kormányzati válaszok között). BSG, Working Paper 32 (8.0 változat), Blavatnik School of Government, University of Oxford, október.

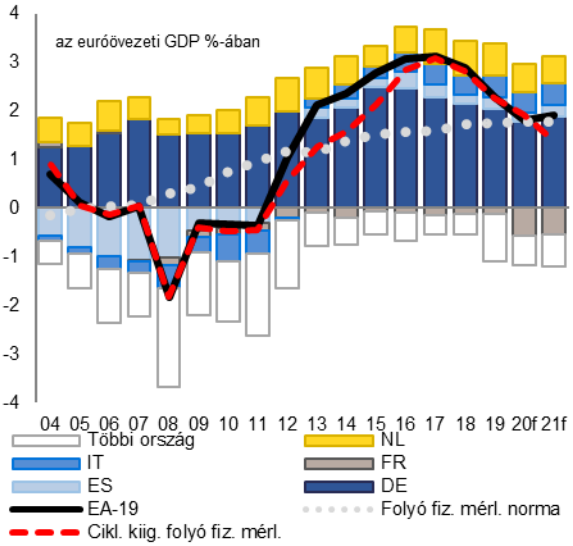
[16] A korlátozó intézkedések szigorúságát, az intézmények minőségét és az idegenforgalomtól való függőség mértékét figyelembe véve kiigazított adatok arra engednek következtetni, hogy az államadósság nem tartozik a Covid19 utáni recesszió nagyságrendjét jelentősen befolyásoló tényezők közé. Ez a megállapítás alátámasztja azt a nézetet, miszerint a monetáris hatóságok kötvénypiacokat támogató beavatkozásai eredményesen segítettek elkerülni, hogy a kötvénypiaci feszültségek súlyosbítsák a recessziót. Lásd: A. Sapir, Why has COVID-19 hit

adós országok némelyikében emellett viszonylag magas a turizmusból származó bevételek aránya (pl. Ciprus, Görögország, Portugália, Spanyolország), így fokozottan ki vannak téve a Covid19-válságnak, ami a külső egyenlegükben is megmutatkozik. Dióhéjban tehát úgy tűnik, hogy a Covid19-válság felerősíti a gazdasági eltérések, illetve a belföldi és külföldi eladósodottság tekintetében meglévő euróövezeti mintákat.

Tekintettel az aggregált kereslet zuhanására, az előrejelzések szerint véget ér az euróövezeti kereskedelmi mérleg többletének fokozatos csökkenése. Az euróövezet kereskedelmi többlete 2017 óta csökken, és a várakozások szerint 2020-ban és 2021-ben alapvetően változatlan marad. A GDP 2020. évi visszaesése, majd 2021. évi élénkülése várhatóan nagyjából összhangban lesz a belső kereslet alakulásával. Hasonlóképpen, az előrejelzések szerint az euróövezeti behozatal dinamikája szorosan igazodni fog az export alakulásához. Az euróövezeti szintű kereskedelmi többlet ezért várhatóan nem csökken tovább, miközben a kibocsátási rés 2020-ban romlik, és az előrejelzések szerint nagyobb lesz, mint 2009-ben, a pénzügyi válság után. Ezzel párhuzamosan a maginfláció előreláthatólag visszafogott marad (4. ábra).

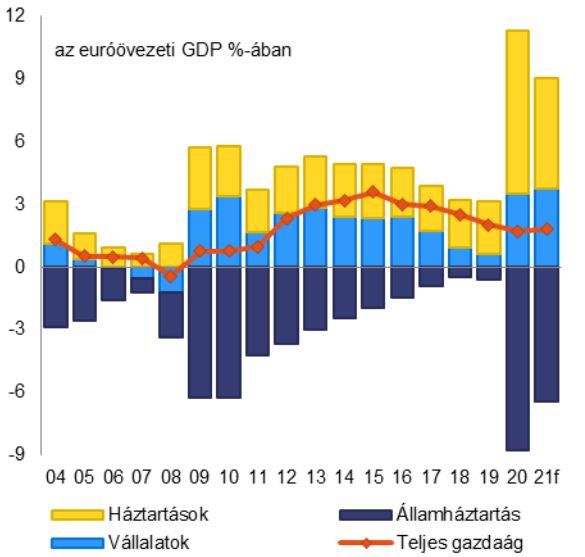
different European Union economies so differently? (Miért gyakorolt a Covid19 annyira eltérő hatást a különböző európai uniós gazdaságokra?), Policy Contribution 18. szám, 2020. szeptember.

5. ábra: A folyó fizetési mérleg alakulása az euróövezetben: országonkénti bontás



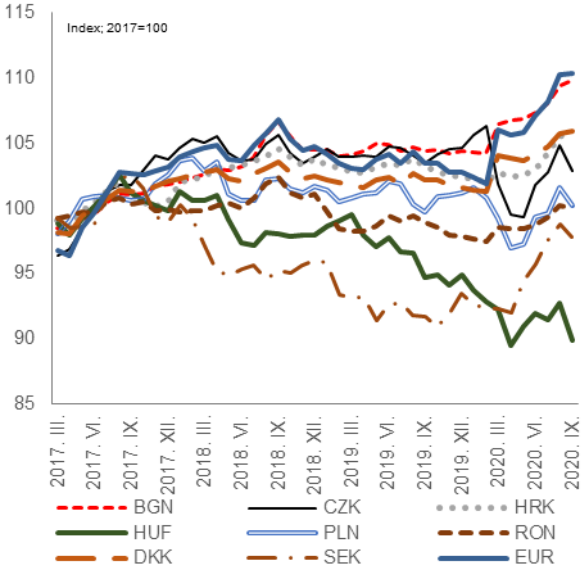
Forrás: Az Eurostat fizetésimérleg-statisztikája és az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése.
Megjegyzés: A 19 euróövezeti tag 2020. és 2021. évi folyófizetésimérleg-statisztikája megfelel az Európai Bizottság 2020. őszi előrejelzésében szereplő kiigazított számadatnak, amely figyelembe veszi az euróövezeten belüli különböző nemzeti statisztikai hivatalok adatszolgáltatásának eltéréseit (lásd a 17. lábjegyzetet).

6. ábra: Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel az euróövezetben



Forrás: AMECO, Eurostat és az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése.
Megjegyzés: A 19 euróövezeti tag 2020. és 2021. évi teljes gazdasági adatai megfelelnek az Európai Bizottság 2020. őszi előrejelzésében szereplő kiigazított adatoknak. A korábbi évekre vonatkozóan 19 euróövezeti tag teljes gazdasági adatai az Eurostat fizetés mérleg-statisztikájában szereplő nettó hitelnyújtásnak/hitelfelvételnek felelnek meg. A háztartásokra és a vállalatokra vonatkozó 2020. és 2021. évi adatokat a 19 euróövezeti ország összegeként számítják, kivéve Máltát, amelyre vonatkozóan nem állnak rendelkezésre adatok.

7. ábra: Nominális effektív árfolyamok



Forrás: EKB

Az euróövezet GDP-arányos folyófizetésimérleg-többlete 2017 óta csökken, és az előrejelzések szerint ez a tendencia 2020-ban is folytatódik. Az euróövezet folyó fizetési mérlege a széles körű hitelállomány-leépítés közepette 2017-ig nőtt, és azóta csökkenést mutat. Az euróövezet 2019. évi folyó fizetési mérlege a GDP 2,3 %-ára becsülhető (5. ábra)[17]. Míg 2017 és 2018 között a folyófizetésimérleg-többlet csökkenése főként az áruforgalmi egyenleg alakulásához kapcsolódott – különösen a kereskedelempolitikai feszültségekkel és a megnövekedett energiaárakkal összefüggésben –, a 2019-es visszaesés nagyrészt a szolgáltatások egyenlegének tudható be. Mindazonáltal nominális értéken számítva a 2019. évi euróövezeti folyófizetésimérleg-többlet továbbra is a legnagyobb volt a világon. Értéke – a ciklusnak megfelelően kiigazítva is – kissé meghaladta az alapvető gazdasági tényezők által indokolt folyófizetésimérleg-normát, amely az euróövezeti GDP 2 %-ára becsülhető[18]. Változatlan politikát feltételezve az Európai Bizottság 2020. őszi előrejelzése szerint az euróövezet folyófizetésimérleg-többlete várhatóan 2020-ban a GDP 1,8 %-ára csökken, majd 2021-ben a GDP 1,9 %-ára emelkedik, vagyis a folyófizetésimérleg-normára vonatkozó aktuális becslés alatt marad. Az euróövezeti többlet előre jelzett csökkenése részben az alacsonyabb összegű energiaszámláknak tudható be; az euró 2020 elejétől megfigyelhető jelentős felértékelődése (7. ábra) szintén a folyó fizetési mérleg jövőbeli csökkenésére utal.

Az euróövezet folyófizetésimérleg-többletének földrajzi megoszlása változatlan, viszont a gazdaság különböző ágazatainak hozzájárulását illetően jelentős átrendeződés megy végbe. Az euróövezeti többlet alapvetően a Németországban és Hollandiában kialakult jelentős – bár folyamatosan csökkenő – többletet tükrözi: e két ország összesített külső egyenlege 2019-ben az euróövezeti GDP 2,7 %-ának felelt meg[19]. Az euróövezeti országok folyó fizetési mérlegei várhatóan bizonyos stabilitást fognak mutatni 2020-ban és 2021-ben is (5. ábra). A folyófizetésimérleg-adatok változatlansága azonban elfedi a gazdaság különböző ágazataiban a nettó hitelnyújtási pozíciókban bekövetkező számottevő változásokat, a magánszektor nettó hitelnyújtási pozíciójának jelentős növekedését ugyanis szinte teljes mértékben ellensúlyozza a kormányzati szektor hitelnyújtási pozíciójának romlása (6. ábra). Ez a minta, amely az euróövezet egészére jellemző, az egyes országokon belül is megfigyelhető. A háztartások megtakarításainak 2020. évi jelentős növekedése nagymértékben összefügg a korlátozó intézkedésekkel és a fizikai távolságtartást kevéssé lehetővé tevő szolgáltatások igénybevételének visszafogott dinamikájával, továbbá a fokozott bizonytalanság kezelését célzó elővigyázatossági megtakarításokkal. A vállalatok nettó hitelnyújtási pozíciójának ugrásszerű növekedése részben a beruházások visszaesésével, részben pedig az elővigyázatossági megtakarítások növekedésével áll összefüggésben. A csökkenő kormányzati bevételek és a Covid19-világjárvány jövedelmekre gyakorolt hatásának enyhítése céljából bevezetett költségvetési intézkedések a kormányzati szektor nettó hitelnyújtási pozíciójának súlyos romlásához vezetnek. 2021-ben is hasonló, bár kevésbé markáns tendenciákra lehet számítani.

---

[17] Az euróövezet folyó fizetési mérlegére vonatkozó, itt említett és használt adatok az euróövezet „kiigazított”, a külfölddel szembeni (az euróövezeti folyófizetésimérleg-statisztikából származó) folyó fizetési mérlegre vonatkoznak, amely összhangban van a tagállamok által (az ún. „közösségi koncepció” keretében) közölt, az euróövezeten kívüli partnerekkel szembeni folyófizetésimérleg-adatokkal. Ez az adat eltérhet a tagállamok összesített folyófizetésimérleg-egyenlegeinek összegétől a különböző nemzeti statisztikai hivatalok által közölt, euróövezeten belüli egyenlegekben mutatkozó aszimmetriák miatt.

[18] Az IMF (External Sector Report, 2020) úgy véli, hogy az euróövezeti folyófizetésimérleg-norma a GDP 1,4 %-a körül van.

[19] A Németországban és Hollandiában regisztrált többlet összege meghaladja az euróövezeti többletet, mivel egyes euróövezeti tagállamok 2019-ben hiányt könyveltek el; lásd még a 17. lábjegyzetet.

A továbbiakban a fokozódó makrogazdasági kockázatok kezeléséhez az uniós támogatási intézkedések hatékony végrehajtására van szükség.

- A jelenlegi válság alapjaiban különbözik a 2008-as pénzügyi válságtól. Míg az utóbbi nagyrészt a fenntarthatatlan egyensúlyhiányok (a pénzügyi szektor túlzott eladósodása, ingatlanbuborékok, nagy és növekvő külső hiányok, valamint emelkedő államadósságok a kedvező időszakokban) felszámolásának következménye volt, a Covid19-válság a kormányzatok által bevezetett korlátozásokból és az egészségügyi problémákhoz kapcsolódó megváltozott magatartási mintákból eredő gazdasági sokkhatások eredménye. Ezek a sokkok olyan helyzetben következtek be, amikor a közelmúltbeli kedvező gazdasági feltételeknek köszönhetően a legtöbb külső pozíció egyensúlyban volt vagy többletet mutatott, a pénzügyi szektor hitelállományának elmúlt évekbeli leépítése szilárd tőkepuffereket hozott létre a bankszektorban, a magánszektor hitelállományának leépítése a GDP-arányos magánadósságot jóval a 2008. évi pénzügyi válság előtti csúcsok alá szorította le, és az államadósság GDP-hez viszonyított aránya a legtöbb euróövezeti tagállamban csökkenő pályára állt.
- A jövőre nézve az adósságtörlesztési kilátások mindenekelőtt a gazdasági helyreállítás biztosításától és a gazdaság alapjainak megerősítésétől függnek, ami 2021-ben támogató politikai irányvonalat tesz szükségessé. A fenntartható helyreállítás kulcsfontosságú mind a kormányzati szektor számára az államháztartási bevételek dinamikája szempontjából, mind a pénzügyi és nem pénzügyi vállalati szektor számára, ahol a törlesztési képesség a jövedelmezőségtől függ, mind pedig a háztartási szektor számára, ahol a jelzáloghitelek fenntarthatóságának kilátásait a foglalkoztatás és a jövedelem dinamikája határozza meg.
- A rendelkezésre álló euróövezeti, illetve uniós szintű eszközök hatékony alkalmazása a szükséges reformok és beruházások eredményes végrehajtásával együtt elősegítené a tartós fellendülést, és hozzájárulna a reziliencia fokozásához. Döntő fontosságú lesz, hogy az uniós finanszírozás teljes mértékben és a lehető legproduktívabb módon kerüljön felhasználásra. Ez egyrészt fokozná a pénzeszközök gazdasági hatását, másrészt megelőzné annak a kockázatát, hogy a megnövekedett kiadások rövid távon a nem kereskedelemképes tevékenységek túlzott bővüléséhez és külső egyensúlyhiányhoz vezessenek azokban az országokban, ahol a pénzbeáramlás a GDP jelentős részét teszi ki.
- A továbbiakban fontos, hogy az euróövezetben bevezetett támogató szakpolitikai intézkedéseket, reformokat és beruházásokat olyan módon ötvözzék egymással, amely lehetővé teszi a makrogazdasági egyensúlyhiányok hatékony kezelését, különösen túlzott egyensúlyhiány fennállása esetén.

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

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás különböző mutatókat tartalmazó eredménytáblájának gazdasági elemzésére épül, **amely szűrőként szolgál az esetleges kockázatok és sebezhetőségek prima facie bizonyítékainak feltárására**. Az eredménytábla 14, indikatív küszöbértékkel rendelkező mutatót tartalmaz a következő területeken: külső pozíciók, versenyképesség, a magánszektor és az államháztartás adóssága, lakáspiac, banki ágazat és foglalkoztatás. Jó statisztikai minőségű tényadatokra támaszkodik az adatstabilitás és az országok közötti konzisztencia biztosítása érdekében. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló rendelettel (az 1176/2011/EU rendelet) összhangban az eredménytábla értékeit nem mechanikusan kell értelmezni a riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben foglalt

értékelésben, hanem olyan gazdasági elemzés tárgyát kell képezniük, amely lehetővé teszi az átfogó gazdasági környezet mélyebb megértését és az országspecifikus szempontok figyelembevételét[20]. Az eredménytábla értelmezésését 28 kiegészítő mutató segíti.

A riasztási mechanizmus keretében készült korábbi jelentésekhez képest ez a jelentés nagyobb mértékben támaszkodik előrejelzésekre és sűrű megfigyelésű idősorokra, hogy a rendkívül bizonytalan helyzetben felmérje a Covid19-válság következményeit is. Ezeket a következményeket nem lehet kimutatni a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájából, mivel az csak a 2019-ig terjedő időszakra vonatkozó adatokat tükrözi. 2020 és 2021 vonatkozásában ezért az eredménytábla változóit, valamint a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében végzett elemzés szempontjából releváns egyéb változókat a Bizottság által előre jelzett adatok és az évközi adatokból eredő szinkronidejű becslések felhasználásával becsülték meg (lásd az 1. keretes írást az eredménytábla egyes változóinak részleteiről). Noha ez az eljárás szükségesnek tűnik a folyamatban lévő fejlemények felméréséhez, emlékeztetni kell a szóban forgó előrejelzéseket övező jelentős bizonytalanságra is. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés emellett – a korábbi évekhez hasonlóan – figyelembe veszi az értékelési keretekből származó meglátásokat, valamint a meglévő részletes vizsgálatok és a vonatkozó elemzések megállapításait. A Bizottság elemzésére továbbra is az elemzés és a felhasznált adatok átláthatóságának, valamint – az adatminőséggel kapcsolatos fenntartások ismerete miatt – a következtetések óvatosságának elve vonatkozik.

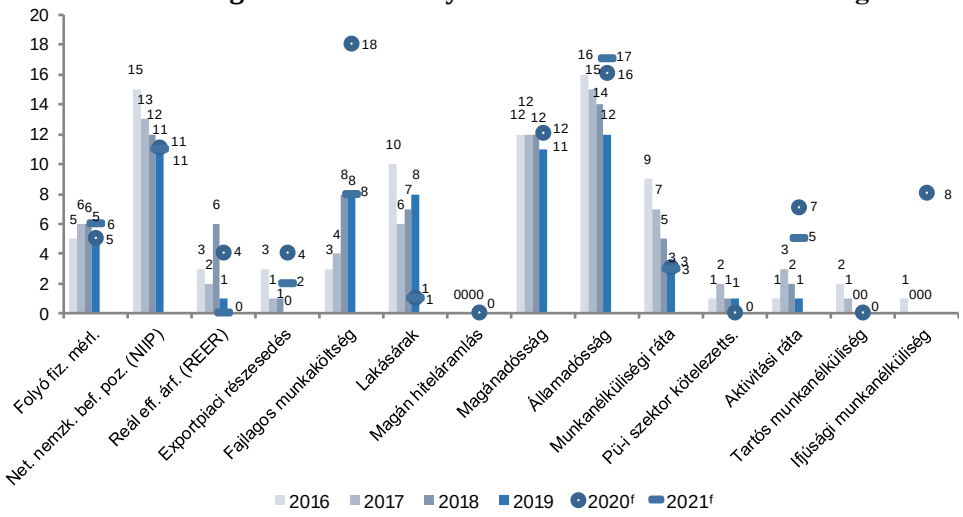
Az eredménytábla adatai arra engednek következtetni, hogy az állományi egyensúlyhiányok közelmúltbeli korrekciója megtorpan, az elmúlt években megfigyelt túlhevülési kockázatok pedig várhatóan csökkennek a válság nyomán. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának küszöbértékeit meghaladó értékek többéves áttekintése a következő mintázatokat fedi fel (8. ábra):

- A 2013-ban indult gazdasági növekedés hozzájárult a GDP-arányos magán- és államadósság csökkentéséhez, a kedvező nevezőhatásoknak köszönhetően. Ezt tükrözi, hogy a küszöbérték feletti adósságrátával rendelkező országok száma 2019-ig csökkent. Úgy tűnik, a Covid19-válság véget vet ennek a tendenciának.
- A 2000-es évek nagy folyófizetésimérleg-hiányainak korrekcióját követően az elmúlt évtizedet néhány gazdaság nagy és tartós folyófizetésimérleg-többletének felhalmozódása jellemezte, amely az utóbbi években csökkent. A Covid19-válság várhatóan nem módosítja alapvetően a külső kiigazítást, mivel a fizetési mérlegre gyakorolt hatása valószínűleg korlátozott lesz, ami a folyó fizetési mérlegre és a NIIP-re vonatkozó küszöbértéket meghaladó országok számát csak csekély mértékben befolyásolja.
- A gyorsan növekvő fajlagos munkaköltségek és lakásárak az elmúlt években a vonatkozó küszöbértékek gyakoribb túllépéséhez vezettek. A gyorsan növekvő gazdaságokban tapasztalt túlfűtöttség jelentette nyomás a Covid19-válság hatására várhatóan megszűnik. Ez leginkább a lakásárak szintjén látható, amelyek növekedése várhatóan lassul, és kevesebb esetben áll fenn a küszöbérték meghaladásának kockázata. Előfordulhat, hogy a fajlagos munkaköltség növekedése

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

is mérséklődik, de csak a 2020. évi átmeneti, de erőteljes emelkedés után, amely miatt a tagállamok több mint fele esetében fennáll annak a kockázata, hogy túllépik a küszöbértéket. Ez a hirtelen lecsökkent tevékenység és a foglalkoztatási ráta kevésbé jelentős változása miatt érzékelhetően alacsonyabb termelékenység mechanikus hatását tükrözi. A reál effektív árfolyamok az előrejelzések szerint – nagyrészt a nominális árfolyamok alakulásának fényében – meghaladják a küszöbértékeket.

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



Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai (lásd még az 1. keretes írást)
Megjegyzés: A küszöbértéket meghaladó eredménytábla-változókkal rendelkező országok száma a vonatkozó éves riasztási mechanizmus keretében készült jelentéssel együtt közzétett adott évi eredménytábla adatain alapul. Az esetleges utólagos adatmódosítások miatt különbségek lehetnek a küszöbértéket meghaladó értékeknek az eredménytábla-változók legújabb számadatainak felhasználásával számított száma, és a fenti ábrán szereplő száma között. A 2020. és 2021. évi eredménytábla-mutatókra vonatkozó előrejelzéseknél követett megközelítésekkel kapcsolatban lásd az 1. keretes írást. A következő mutatók esetében csak 2020-ra vonatkozóan készül előrejelzés: magánszektorbeli hiteláramlás, magánadósság, pénzügyi szektor kötelezettségei, tartós munkanélküliség, ifjúsági munkanélküliség.

1. keretes írás: Az eredménytábla fő mutatóinak szinkronidejű becslése

Az eredménytábla értelmezése során az előretekintő elemek erősítése érdekében a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés elemzése – ahol lehet – a 2020-ra és 2021-re vonatkozó előrejelzésekre és kivetítésekre, valamint a folyó évre vonatkozó szinkronidejű becslésekre is épít. Valamennyi ilyen rendelkezésre álló adat a Bizottság 2020. őszi előrejelzésén alapul. Egyébként az adatok a Bizottság szolgálatai által kifejezetten a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés céljából készített, helyettesítő mutatókon alapuló szinkronidejű becsléseket jelenítik meg.

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

A többéves változási ráták (például az exportpiaci részesedés ötéves változása) esetében csak a 2020. és 2021. évi komponens alapul előrejelzésen, míg a 2019-re vagy korábbi évekre vonatkozó komponensek a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának alapjául szolgáló Eurostat-adatokat használják.

Táblázat: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának fő mutatóira vonatkozó előrejelzések és szinkronidejű becslések megközelítései

Mutató	Megközelítés	Adatforrások
Folyó fizetési mérleg, a GDP %-ában (3 éves átlag)	A Bizottság folyó fizetési mérlegre vonatkozó őszi előrejelzéséből származó értékek (fizetésimérleg-koncepció).	AMECO
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (a GDP %-ában)	A teljes gazdaság nettó hitelnyújtására/hitelfelvételére vonatkozó bizottsági őszi előrejelzés megadja a NIIP tranzakciókat tükröző változását; az egyéb hatásokat (például az értékelési változásokat) 2020 második negyedévéig veszik figyelembe, azt követően pedig nullának tekintik.	AMECO, Eurostat
Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor (3 éves %-os változás)	Az értékek a Bizottság őszi előrejelzéséből származnak.	AMECO
Exportpiaci részesedés – a világ exportjának %-a (5 éves %-os változás)	Az adatok i. a termékek és szolgáltatások uniós tagállamonkénti nominális exportjára vonatkozó bizottsági előrejelzéseken (nemzeti számlák koncepciója), valamint ii. a világ többi részére vonatkozó exportvolumenre (termékek és szolgáltatások) vonatkozó bizottsági előrejelzéseken alapulnak, amelynek nominális szintjét a bizottsági USA-import deflátor és az EUR/USD árfolyam előrejelzése alapján határozzák meg.	AMECO
Nominális fajlagos munkaerőköltség-index, 2010=100 (3 éves %-os változás)	Az értékek a Bizottság őszi előrejelzéséből származnak.	AMECO
Lakásárindex (2015=100), deflált (1 éves %-os változás)	A Gazdaságpolitikai Bizottság LIME munkacsoportja keretében a tagállamokkal megosztott ingatlanértékelési modell alapján számított modellalapú előrejelzések. Az előrejelzések a reál lakásáraknak az alapvető gazdasági tényezők (népesség, rendelkezésre álló jövedelemre vonatkozó előrejelzés, lakásállomány, hosszú távú kamatláb és a háztartások végső fogyasztási kiadásainak árdeflátora) alapján, valamint az áraknak az alapvető gazdasági tényezőkkel való hosszú távú kapcsolatuk irányába történő kiigazítását összefoglaló hibakorrekciós tényező alapján várható százalékos változását mutatják.	Eurostat, a Bizottság szolgálatai
Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált (a	A 2020-ra vonatkozó adat a 2020 első negyedéve és 2020 harmadik negyedéve közötti hiteláramlások közelítő értéke, amely az EKB 2020	EKB (QSA, BSI, SEC)

GDP %-ában)	első és második negyedévére vonatkozó negyedéves ágazati számláiból eredő konszolidált adatokat, valamint egyes hiteláramlási komponensek 2020 harmadik negyedévére vonatkozó közelítő értékeit használja fel. Ez utóbbi a 2020 harmadik negyedévi bankhitel-komponensek előrejelzéséhez az EKB BSI MPI szerinti, magánszektorba irányuló hiteláramlásokat, a 2020 harmadik negyedévi kötvénykibocsátások előrejelzéséhez pedig az EKB SEC szerinti, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok nominális kibocsátását használja fel.	
A magánszektor adósságállománya, konszolidált (a GDP %-ában)	A magánszektor 2020. évi adósságára vonatkozó közelítő adat megegyezik a 2020 harmadik negyedév végi adattal. Az EKB 2020 második negyedévére vonatkozó negyedéves ágazati számláiból származó konszolidált adatokat használja fel. Ennek az adatnak a 2020 harmadik negyedévére való kivetítése (az EKB BSI-n alapuló) bankhiteladatok és (az EKB SEC-en alapuló) kötvénykötelezettség-adatok felhasználásával történik.	EKB (QSA, BSI, SEC)
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	Az értékek a Bizottság őszi előrejelzéséből származnak.	AMECO
Munkanélküliségi ráta (3 éves átlag)	Az értékek a Bizottság őszi előrejelzéséből származnak.	AMECO
A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya, nem konszolidált (1 éves %-os változás)	A 2020. évi adat az EKB MPI szerinti, 2020. szeptemberig tartó kötelezettségnövekedést mutatja.	EKB (BSI)
Aktivitási ráta – a 15–64 év közötti teljes népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	A 2020. és 2021. évi változás mértékének alapja a teljes (minden életkorú) gazdaságilag aktív népesség változására vonatkozó őszi bizottsági előrejelzés, mínusz a népességváltozásra (15–64 év közöttiek) vonatkozó őszi bizottsági előrejelzés.	AMECO
Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	A 2020-ra vonatkozó szinkronidejű becslés a legfrissebb adatokon alapul (2020. első negyedév – második negyedév, az év többi részére állandó rátát feltételezve).	Eurostat (LFS)
Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti gazdaságilag aktív népesség %-a (3 éves változás százalékpontban)	A 2020-ra vonatkozó szinkronidejű becslés a legfrissebb adatokon alapul (2020. január–szeptember, az év többi részére állandó rátát feltételezve).	Eurostat (LFS)

3.1. Külső szektor és versenyképesség

A folyó fizetési mérleg összességében viszonylag stabil volt 2019-ben. Miután 2018-ban a világszerte gyengülő exportkereslet és a növekvő olajárak közepette gyengülő folyófizetésimérleg-pozíciók felé mutatott az általános tendencia, a 2018 és 2019 közötti folyófizetésimérleg-változás nem követett egyértelmű mintát, és viszonylag visszafogott maradt (10. ábra). 2019-ben jelentős javulás volt megfigyelhető Bulgáriában, Dániában és Litvániában, míg Ciprus folyó fizetési mérlege mélyebbre süllyedt a negatív tartományban. Néhány nagy többlet némileg csökkent, többek között Németországban és Hollandiában.

- **2019-ben két tagállamban haladta meg a folyó fizetési mérleg hiánya a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának küszöbértékét.** Ciprus nagy

hiánya 2019-ben tovább romlott, ezért a 3 éves átlag a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás küszöbértéke alatt maradt, továbbá elmaradt a folyó fizetési mérleg vonatkozó normájától és az ahhoz szükséges szinttől, hogy a NIIP a következő 10 évben prudenciális tartományba kerüljön[21]. Románia folyó fizetési mérlegének kismértékű további romlását követően a 3 éves átlaga 2019-ben a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti küszöbértékre süllyedt, és ez az eredmény érzékelhetően rosszabb a vonatkozó normánál is.

- **2019-ben a legtöbb tagállamban az országspecifikus referenciaérték felett volt a folyó fizetési mérleg hiánya**, **néhány jelentős kivétellel** (9. ábra).[22] A ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek többnyire közel voltak a kiigazítatlan egyenleghez, vagy meghaladták azt, ami a lassuló gazdasági ciklus negatív hatását tükrözi[23]. Ciprus és Románia folyó fizetési mérlege elmarad az alapvető tényezők által indokolt folyófizetésimérleg-normától. Ciprus, Görögország és Portugália hiánya nem éri el azt a szintet, amely biztosítaná a NIIP prudenciális szint felé tartó konvergenciáját[24].

- **Három uniós ország folyófizetésimérleg-többlete továbbra is meghaladja a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának felső küszöbértékét és az országspecifikus referenciaértéket.** Ez a helyzet Dániában, Németországban és Hollandiában közel egy évtizede áll fenn. Míg Dániában 2019-ben bővült a többlet, Németország és Hollandia egyenlege fokozatosan tovább csökkent. Hollandiában a folyó fizetési mérleget a multinacionális vállalatok tevékenységei is vezérlik, amelyek a kereskedelmi és a jövedelmi egyenlegre is hatással vannak.

Az előrejelzések a folyó fizetési mérlegek eredményeinek bizonyos fokú stabilitására utalnak 2020-ban és 2021-ben is, de jelentős változásokat valószínűsítenek a gazdaság különböző ágazatainak a külső pozícióhoz való hozzájárulása tekintetében. A Covid19-válság nyomán jelentős mértékben csökken az export és az import, nagyjából hasonló arányban. Noha az uniós országok aggregált nettó hitelnyújtási pozíciója nem sokat változik, a különböző gazdasági ágazatok nettó

[21] Az országspecifikus nettó nemzetközi befektetési pozíció prudenciális küszöbértékeire vonatkozó módszertanok tekintetében lásd a 25. lábjegyzetet.

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

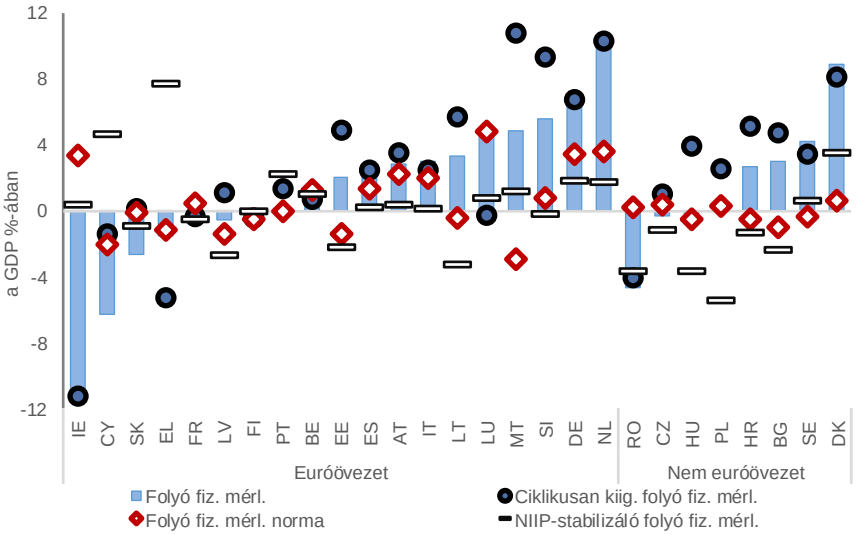
[23] A ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek figyelembe veszik a ciklus hatását a hazai és a külkereskedelmi partnereknél fennálló kibocsátási rés tekintetében történő kiigazítás révén, lásd M. Salto és A. Turrini (2010), „Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment”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

[24] Írország 2019. évi nagy hiánya a multinacionális vállalatok tevékenységéhez kapcsolódó egyszeri hatásoknak tudható be. A tényleges folyó fizetési mérlegek és a nettó nemzetközi befektetési pozíció stabilizálásához szükséges mérlegek közötti eltérés döntően a vizsgált időtávtól függ. Például az ahhoz szükséges folyó fizetési mérleg, hogy Görögország nettó nemzetközi befektetési pozíciója 20 éven belül a prudenciális NIIP-küszöbérték felett stabilizálódjon, a GDP 1,7 %-át kitevő többlet lenne, szemben a 10 éves időtávra vonatkozó, a GDP 7,7 %-át kitevő többlettel.

hitelnyújtási pozíciója tekintetében markánsak a változások. 2020-ban az államháztartások egyenlegei jelentős mértékben csökkentek a meredek visszaesés tompítása érdekében hozott támogatási intézkedések következtében, ami ellensúlyozza a háztartások és a vállalatok magasabb nettó megtakarításait (11. ábra).

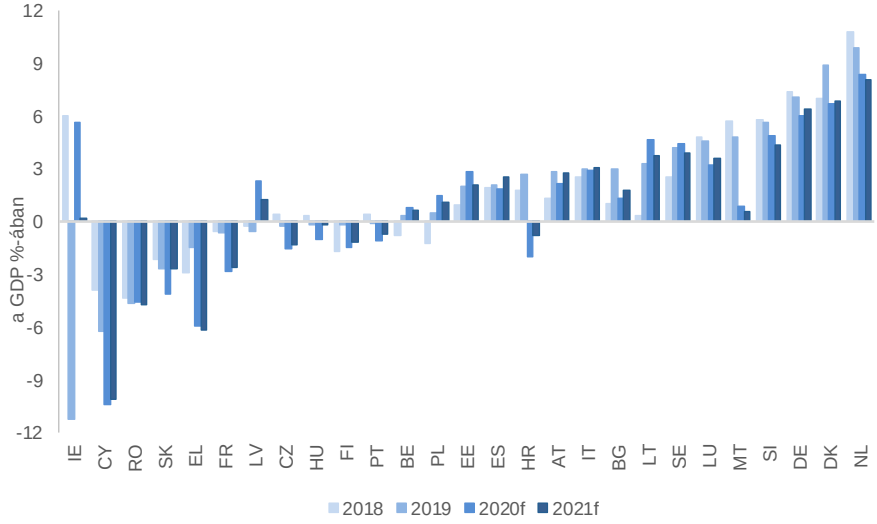
- **A nagymértékben a turisztikai szolgáltatásokra támaszkodó egyes nettó adós országok folyó fizetési mérlegének adatai várhatóan romlanak.** Ez áll fenn Horvátország, Ciprus, Görögország és Málta esetében.
- **A nagy többletek 2020-ban várhatóan visszaesnek**, Németországban és Hollandiában jelentős csökkenésre lehet számítani 2020 és 2021 folyamán.

9. ábra: Folyó fizetési mérlegek és referenciaértékek 2019-ben



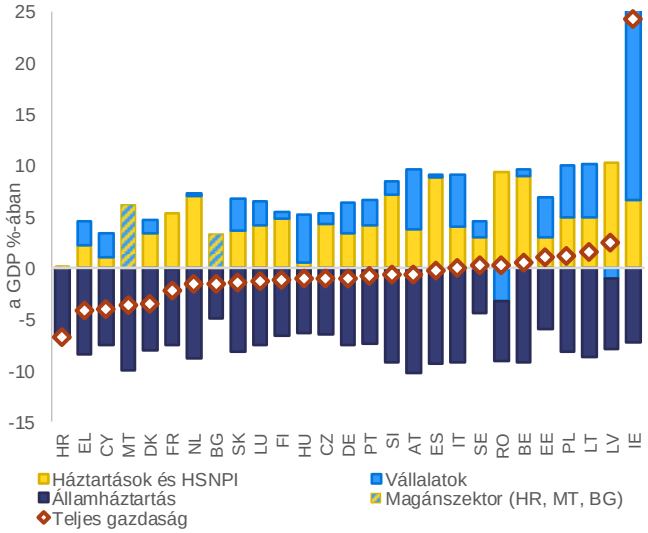
Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a 2019. évi folyó fizetési mérleg egyenlege szerinti sorrendben szerepelnek. Ciklikusan kiigazított folyó fizetési mérlegek: lásd a 23. lábjegyzetet. Folyófizetésimérleg-normák: lásd a 22. lábjegyzetet. A nettó nemzetközi befektetési pozíciót stabilizáló folyó fizetési mérleg referenciaértéke a meghatározás szerint a nettó nemzetközi befektetési pozíciónak a következő 10 évben a jelenlegi szinten való stabilizálásához szükséges folyó fizetési mérleg, vagy ha a jelenlegi nettó nemzetközi befektetési pozíció alacsonyabb az országspecifikus prudenciális küszöbértékénél, akkor a nettó nemzetközi befektetési pozíció prudenciális küszöbértékének a következő 10 évben történő eléréséhez szükséges folyó fizetési mérleg.

10. ábra: A folyó fizetési mérlegek alakulása



Forrás: Eurostat, az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése és a Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: Az országok a 2019. évi folyófizetésimérleg-egyenleg szerinti növekvő sorrendben szerepelnek.

11. ábra: A nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel változása ágazatonként, 2019-től 2020-ig



Forrás: AMECO és az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése
Megjegyzés: Írországban a vállalati szektor nettó hitelnyújtásának változása részben a skálán kívül esik a fenti ábrán.

A NIIP a legtöbb tagállamban tovább javult, de nagy külső kötelezettségállományok maradtak fenn, és a válság e terhek egy részét súlyosbíthatja. A NIIP javulása 2019-ben a legtöbb uniós országban folytatódott, amit a folyó fizetési mérlegek NIIP-stabilizáló küszöbértékeket meghaladó eredményei, a nominális GDP növekedése és esetenként nagy pozitív értékelési hatások vezéreltek. Ettől függetlenül számos uniós országban továbbra is nagy és negatív a nettó nemzetközi befektetési pozíció. 2019-ben 11 tagállam nettó nemzetközi befektetési pozíciója maradt el az eredménytábla GDP –35 %-ában meghatározott küszöbértékétől; ez egy országgal kevesebb, mint 2018-ban. Ezekben az országokban az értékek elmaradnak az alapvető tényezőkkel indokolható értékektől („a nettó nemzetközi befektetési pozíció normái”), és a legtöbb esetben a vonatkozó prudenciális küszöbértékektől is (12. ábra)[25]. A válság miatt megtorpan a legalacsonyabb GDP arányos nettó nemzetközi befektetési pozíciók javulása.

- Néhány euróövezeti ország, mint például Ciprus, Görögország, Írország és Portugália, továbbra is **nagymértékben negatív**, a GDP –100 %-a alatti **nettó nemzetközi befektetési pozícióval** rendelkezik. Ebben a négy országban a nettó nemzetközi befektetési pozíció jóval elmarad mind a nettó nemzetközi befektetési pozíció normáitól, mind a prudenciális küszöbértékektől. Írországban, valamint Cipruson a NIIP szintje nagymértékben tükrözi a multinacionális vállalatok határokon átnyúló pénzügyi kapcsolatait és a különleges célú gazdasági egységek nagy jelentőségét. E négy ország, valamint Spanyolország nettó nemzetközi befektetési pozícióját az adósságkötelezettségek nagyarányú előfordulása jellemzi, amit a nemteljesítési kockázattól

[25] Az alapvető tényezőkkel összhangban lévő nettó nemzetközi befektetési pozíciókat („a nettó nemzetközi befektetési pozíció normái”) a folyófizetésimérleg-normák időbeli kumulációjával kapjuk meg (lásd még a 22. lábjegyzetet). A nettó nemzetközi befektetési pozíció prudenciális küszöbértékeit úgy határozzák meg, hogy a lehető legnagyobb legyen a fizetésimérleg-válságok előrejelzésére szolgáló „jelerősségük”, az egy főre jutó jövedelemben összesített országspecifikus információk figyelembevételével. Az alapvető tényezőkkel összhangban lévő nettó nemzetközi befektetési pozíciók állományainak számítására vonatkozó módszertan tekintetében lásd: A. Turrini és S. Zeugner (2019), „Benchmarks for Net International Investment Positions” (A nettó nemzetközi befektetési pozíciókra vonatkozó referenciaértékek), European Economy, 97. sz. vitaanyag, 2019.

mentes eszközök nélküli, erősen negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció (NENDI)[26] is jelez. Görögországban a gyakran igen kedvező kamatozású jelentős külső államadósság teszi ki a nettó nemzetközi befektetési pozíció nagy részét[27]. 2020-ban a GDP várt erős csökkenése valószínűleg némi negatív hatással lesz a NIIP GDP-hez viszonyított arányára, amely sok előrejelzés szerint romlani fog.

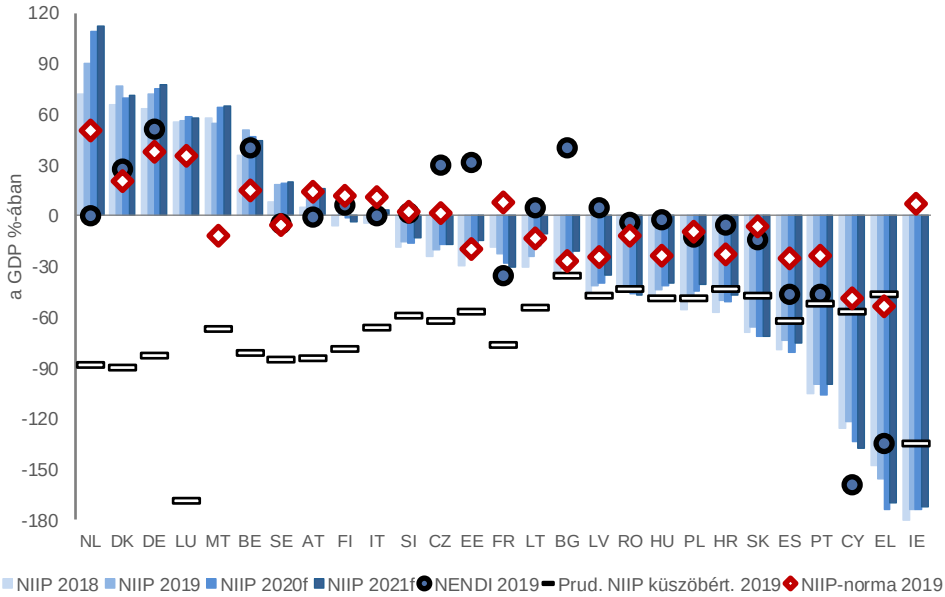
- A **mérsékeltebben negatív**, az eredménytábla küszöbértékét meghaladó **nettó nemzetközi befektetési pozícióval** rendelkező országokban a NIIP elmarad az országspecifikus alapvető tényezők alapján várhatótól, de néha a prudenciális küszöbértékek közelében van, vagy jobb is azoknál. Ezek az országok, azaz Horvátország, Magyarország, Lettország, Lengyelország, Románia és Szlovákia, valamint más közép- és kelet-európai és balti-tengeri országok általában a közvetlen külföldi befektetések nagy nettó kedvezményezettjei, így esetükben a NENDI adatok kedvezőbbek. Ezen országok esetében 2020-ban többnyire enyhe vagy mérsékelt változások várhatók.
- A **nagy pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciók** többsége tovább növekedett 2019-ben. Németország, Dánia és Hollandia a GDP 70 %-át meghaladó pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciót könyvelt el, amelynek növekedéséhez 2019-ben a jelentős pozitív értékelési hatások is hozzájárultak. Belgium, Málta és Luxemburg nettó nemzetközi befektetési pozíciója meghaladja a GDP 50 %-át. Ezen esetek mindegyikére igaz, hogy a nettó nemzetközi befektetési pozíció elemzett adatai láthatóan a vonatkozó normák felett vannak, azaz meghaladják az országspecifikus alapvető tényezők alapján indokolható vagy várható értékeket.

A Covid19-válság kialakulását néhány euróövezeten kívüli országban külső hitelfelvételi feszültségek követték. A Covid19-válság kezdetekor a lebegő árfolyammal rendelkező legtöbb feltörekvő gazdaságban tőkemenekítés és leértékelődés volt megfigyelhető. A piacok arra számítottak, hogy a monetáris hatóságoknak esetleg kompromisszumokat kell kötniük a gazdaság támogatása és a valuta stabilizálása között. Bizonyos feszültség volt érzékelhető egyes olyan euróövezeten kívüli tagállamok valutája esetében is, amelyek rugalmas árfolyamrendszert alkalmaznak. A leértékelésekre főként márciusban és áprilisban került sor, mindenekelőtt Magyarországon, de májusban enyhült a nyomás és a valuták stabilizálódtak, a következő hónapokban pedig néhány esetben felértékelődtek. Noha ezt követően a pénzügyi piaci feszültségek és ezáltal a külső finanszírozási kockázatok a jelek szerint csökkentek, néhány euróövezeten kívüli tagállam továbbra is sebezhető lehet, ha a globális pénzügyi piacokon erősödik a kockázatkerülés, vagy ha a tőkeáramlások újra volatilissá válnak. E tekintetben számos feltétel szerepet játszhat, többek között a külföldi finanszírozási szükségletekre vonatkozó kilátások, ideértve az állam finanszírozási szükségleteit is, valamint a devizatartalékok rendelkezésre állása.

[26] A NENDI a NIIP olyan részmutatója, amely elvonatkoztat a tisztán saját tőkével kapcsolatos komponensektől, vagyis a közvetlen külföldi befektetések (FDI) tőkéjétől és a törzsrészvényektől, valamint a vállalaton belüli, határokon átnyúló FDI-tartozásoktól, és a nemteljesítési kockázattól mentes eszközöktől megtisztított NIIP-et adja meg. Lásd még: Európai Bizottság, „Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard” (A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblája kiválasztott kiegészítő mutatóinak tervezett módosítása), technikai feljegyzés; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en

[27] Görögországban a NIIP 2019. évi romlása nagyrészt a negatív értékelési hatásokkal függ össze.

12. ábra: Nettó nemzetközi befektetési pozíciók (NIIP) 2018–2021 között és referenciaértékek 2019-ben



Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai (lásd még az 1. keretes írást)
Megjegyzés: Az országok a NIIP GDP-hez viszonyított 2019. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. A NENDI a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélküli NIIP. A NIIP-norma és a NIIP prudenciális küszöbértékének koncepcióját lásd: 25. lábjegyzet. IE, LU és MT esetében a NENDI a skálán kívül van.

A fajlagos munkaköltség továbbra is dinamikusan növekedett a különböző uniós országokban 2019-ben, de ez a tendencia a Covid19-válság hatására lefelé fordul. Az eredménytábla azt mutatja, hogy a fajlagos munkaköltség növekedésének mutatója 2019-ben az előző évivel egyező számú, vagyis nyolc országban haladta meg a küszöbértéket, ezek: Bulgária, Csehország, Észtország, Lettország, Litvánia, Luxemburg, Románia és Szlovákia; Luxemburgon kívül minden ország már 2018-ban is meghaladta a küszöbértéket. A fajlagos munkaköltség növekedése 2013 óta fokozódott a balti országokban és több közép- és kelet-európai országban a magas gazdasági növekedés, a szűk munkaerőpiacok és a szakemberhiány összefüggésében.

A Covid19-járvány kitörése utáni fejleményekre várhatóan a fajlagos munkaköltség egyszeri növekedése lesz jellemző 2020-ban, amit mérsékeltebb dinamika követ majd. A Covid19-válság nyomán a fajlagos munkaköltség 2020-ban az előrejelzések szerint jelentősen tovább fog emelkedni az egész EU-ban, mivel a termelékenység szinte mindenhol csökken. Ez azonban várhatóan részben megfordul 2021-ben, mivel az előre jelzett gazdasági helyreállással a termelékenység fellendülne, ami a bérnövekedés lassulásával összefüggésben a fajlagos munkaköltség számottevő csökkenéséhez vagy stagnálásához vezetne (13. ábra, felső panel).

- **A bérnövekedés 2019-ben számos országban továbbra is a fajlagos munkaköltség növekedésének legerősebb hajtóereje volt, de a válság nyomán most jelentős bérmérséklés tapasztalható.** A válság véget vet a 2019-ig megfigyelt túlfűtöttségi nyomásnak. A bérek és díjazások növekedése az előrejelzés szerint a legtöbb uniós országban mérséklődik 2020-ban és 2021-ben. 2020-ban ez főként a csökkentett munkaórák hatását tükrözi, nagyrészt az ideiglenes

csökkentett munkaidős foglalkoztatás összefüggésében[28]. E rendszerek keretében a munkavállalók foglalkoztatása fennmarad, de csökkentett munkaórák és fizetés mellett[29].

- **A munkatermelékenység növekedése 2019-ben korlátozott maradt, a válság pedig 2020-ban tovább rontja a termelékenységet.** 2020-ban a termelékenység az egy foglalkoztatottra jutó kibocsátásban mérve csaknem valamennyi uniós országban meredeken csökkenni fog. A 2020. évi recessziót a munkaerő-ráfordítás visszaesése kísérte. Ez azonban főként a csökkentett munkaóráknak tudható be, miközben a foglalkoztatottak száma csekély mértékben változott[30]. Így tehát ha a termelékenységet az egy ledolgozott munkaórára jutó kibocsátás alapján mérjük, a csökkenés mérsékeltebbnek tűnik (13. ábra, negyedik panel). Az EU-szerte megfigyelt jelentős és általános munkaerő-tartalékolásnak nagymértékben kedvezett az államilag támogatott csökkentett munkaidős foglalkoztatás széles körű alkalmazása[31]. 2021-ben a helyreállítás nyomán a termelékenységi adatok emelkedésére lehet számítani. Szintjét tekintve azonban a termelékenység az előrejelzések szerint a legtöbb esetben a válság előtti értékek körül vagy alatt marad.

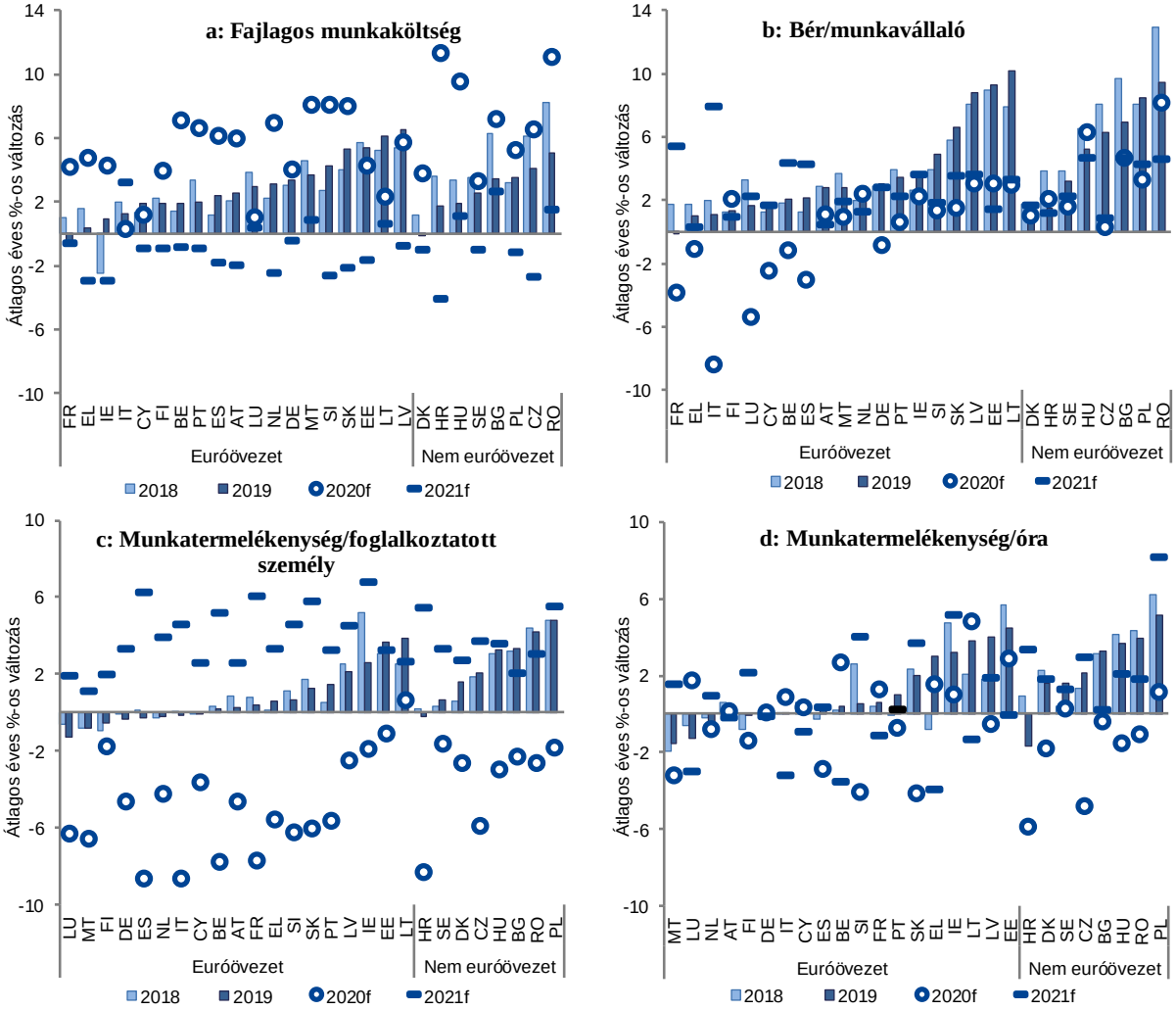
[28] A 10 uniós tagállam, amely a Covid19-járvány kitörése előtt rendelkezett csökkentett munkaidő esetén jövedelemtámogatást nyújtó keretrendszerrel, kiigazította meglévő rendszerét a Covid19 okozta sokk kezelése érdekében. Más országokban hasonló intézkedéseket vezettek be eseti alapon (lásd még: 2. keretes írás; továbbá: Európai Bizottság (2020), Labour Market and Wage Developments in Europe 2020 [A munkaerőpiac és a bérek alakulása Európában 2020-ban], megjelenés előtt). E rendszerek finanszírozását a Bizottság által rendelkezésre bocsátott SURE eszköz támogatja majd.

[29] Az egy munkavállalóra eső bér csökkenése jelentősebbnek tűnik azokban az országokban, ahol a jövedelemtámogatást nem munkából származó jövedelemként, hanem kormányzati transzferként sorolják be.

[30] Az euróövezetben átlagosan a 2020 első felében ledolgozott munkaórák teljes számának csökkenése a becslések szerint 75 %-ban a csökkentett átlagos munkaóraszámnak tudható be, a fennmaradó rész pedig a foglalkoztatás csökkenésének. Lásd EKB (2020), Economic Bulletin, 6/2020. szám.

[31] Botelho V, A. Consolo és A. Dias da Silva (2020), A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market (A Covid19-világjárvány euróövezeti munkaerőpiacra gyakorolt hatásának előzetes értékelése), EKB Economic Bulletin, 5/2020. szám, Európai Központi Bank. OECD (2020), Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) - Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond (Szakpolitikai válaszok a koronavírusra (Covid19) – Munkahelymegtartási programok a Covid19-korlátozások alatt és után), 2020. augusztus 3., https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

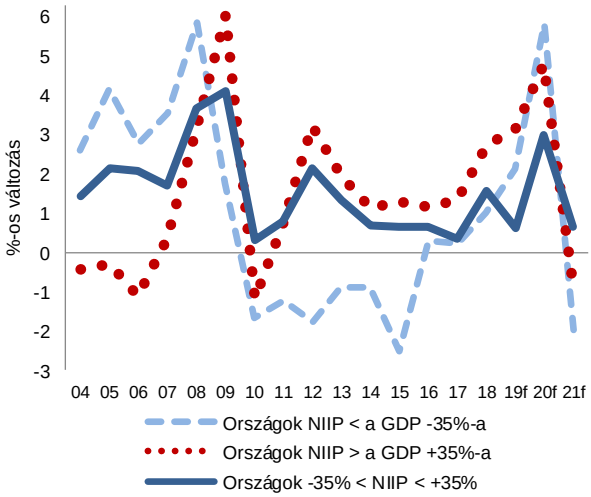
13. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedése az utóbbi években, bérek és termelékenység



Forrás: AMECO; a 2020. és 2021. évi adatok az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzéséből származnak. Az adatok a munkavállalók és foglalkoztatott személyek számára vonatkoznak.
Megjegyzés: Az országok minden ábrán az adott 2019. évi változó növekvő sorrendjében szerepelnek.

Euróövezeti szempontból a fajlagos munkaköltség alakulása a korábbiakhoz képest várhatóan valamivel kevésbé fogja támogatni az egyensúly helyreállítását. 2019-ben a fajlagos munkaköltség növekedése valamivel nagyobb volt számos nettó hitelező országban, köztük Németországban, Luxemburgban és Hollandiában, mint egyes nettó adós országokban, például Cipruson, Görögországban, Írországban, Spanyolországban és Portugáliában. Mindazonáltal az előrejelzés szerint a fajlagos munkaköltség 2020-ban és 2021-ben együttvéve szinte ugyanolyan mértékben növekszik a két országcsoportban, ezért nem járul hozzá a külső pozíciók további egyensúly-helyreállításához (14. ábra). Ugyanakkor számos nettó adós ország a Covid19-válság által nagyobb mértékben érintett országok közé tartozik (lásd még a 2. szakaszt), ezért ezekben sokkal hangsúlyosabb volt a tevékenység pangása, így a költség- és bérnyomás a továbbiakban kevésbé lesz jellemző rájuk.

14. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedése az euróövezetben



Forrás: AMECO, a 2020. és 2021. évi adatok az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzéséből származnak.
Megjegyzések: A GDP +35 %-át meghaladó nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országok: DE, LU, NL, BE, MT. A GDP +35 %-a és –35 %-a közötti nettó nemzetközi befektetési pozícióval rendelkező országok: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. A többi ország nettó nemzetközi befektetési pozíciója a GDP –35 %-a alatt van. Az országok besorolása a 2017–2019 közötti időszak nettó nemzetközi befektetési pozíciójának átlagértékein alapul. A nettó hitelező országok átlagos folyófizetésimérleg-többletet regisztráltak ugyanebben az időszakban. Az adatok a három országcsoport GDP-vel súlyozott átlagaira vonatkoznak.

A reál effektív árfolyam dinamikáját egyre inkább a nominális árfolyamok volatilitása vezérli. 2016 és 2018 között a reál effektív árfolyamok az euró felértékelődésének fényében emelkedőben voltak a legtöbb tagállamban (15. ábra). A versenyképesség romlása a fajlagos munkaköltséggel mérve a legnyilvánvalóbb. 2019-ben azonban az euró átmeneti leértékelődésének köszönhetően javult a versenyképesség. E fejlemények fényében 2019-ben csak Észtország – szemben a 2018. évi hat országgal – haladta meg a küszöbértékeket a felértékelt HICP-alapú reál effektív árfolyam miatt, ami visszafogott inflációs dinamikát is tükröz. Előretekintve az euró 2020. évi felértékelődése várhatóan a globális versenyképesség romlásával jár az euróövezet országaiban, miközben néhány euróövezeten kívüli ország valutája leértékelődött.

- **2019-ben általánosak voltak a nominális leértékelődések, 2020-ban viszont nagyobb eltérések figyelhetők meg az országok között az árfolyamok alakulásában.** A legtöbb uniós országban nominális leértékelődés volt tapasztalható 2019-ben, ami egyes euróövezeten kívüli tagállamok, például Magyarország, Románia és Svédország esetében még erősebb volt. 2020-ban a Covid19-járvány kitörését követően az euró elkezdett újra felértékelődni. Az euróövezeten kívül a valuták vagy nagy vonalakban követték az eurót, vagy számottevően felértékelődtek (Svédország), vagy jelentősen leértékelődtek, például Magyarország esetében, és kisebb mértékben Csehország és Lengyelország esetében.

- **A fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyamok 2019-ben a tagállamok többségében felértékelődtek, de kevésbé erőteljesen, mint a közelmúltbeli években, a válság pedig még inkább visszafogja a felértékelődési tendenciákat**. Mindenekelőtt számos közép- és kelet-európai ország továbbra is erős reál felértékelődést mutatott 2019-ben. Idetartozik néhány euróövezeti ország, például a balti országok és Szlovákia, valamint euróövezeten kívüli országok, például Bulgária, Csehország és Románia. A nettó hitelező országok közül csak Németország és Málta esetében volt jelentős a reál effektív árfolyam felértékelődése. Miután a 2020-ra a legtöbb országban reál felértékelődést jeleztek elő a fajlagos munkaköltség átmeneti megugrását tükrözve,

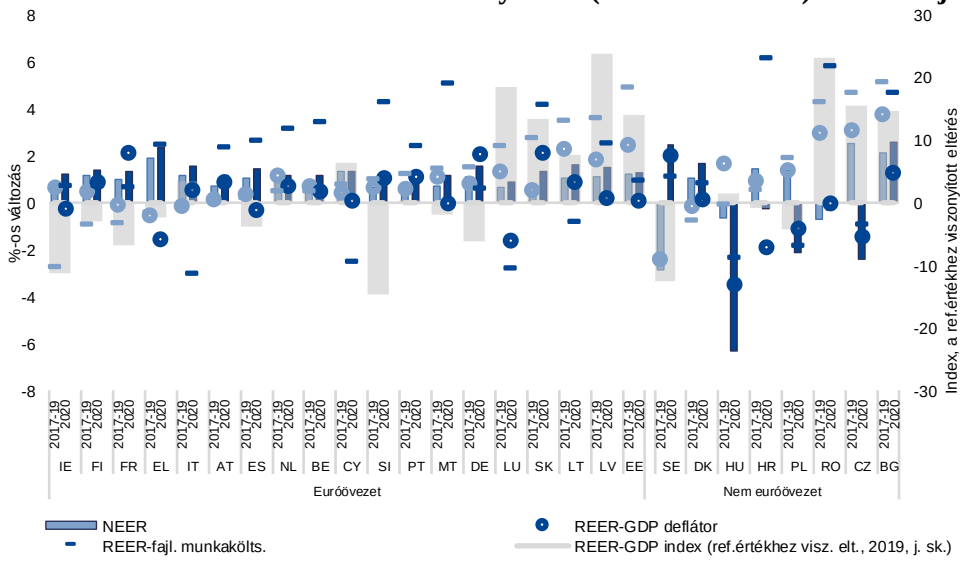
a fajlagos munkaköltség 2021-re vonatkozó enyhébb növekedési előrejelzése várhatóan a legtöbb uniós országban visszafogott reál felértékelődéshez is vezet majd.

- **Az ár-költség különbözet zsugorodása még mindig megfigyelhető a tagállamok többségében.** A fajlagos munkaköltségen alapuló reál effektív árfolyam dinamikája az elmúlt évek megfigyelései szerint meghaladta a GDP-alapú reál effektív árfolyam dinamikáját, és 2019-ig folytatódott, bár lassabb ütemben, ez pedig a haszonkulcsok további szűkülésére utal[32]. Ez a tendencia 2020-ban is folytatódott, leginkább egyes közép- és kelet-európai országokban, Belgiumban, Görögországban, Máltán és Spanyolországban.

- **Előretekintve a reál effektív árfolyam mérőszámai is arra utalnak, hogy a költség-versenyképesség alakulása a korábbiakhoz képest esetleg kevésbé támogatja az egyensúly helyreállítását.** 2020 és 2021 folyamán a nagy nettó adós országok vagy a Covid19-recesszió által jobban érintett országok – például Horvátország, Franciaország, Olaszország, Portugália vagy Spanyolország – esetében az előrejelzések szerint csak korlátozott mértékben vagy egyáltalán nem javul a versenyképesség, szemben Németországgal és Hollandiával.

- **A reál effektív árfolyam indexeinek szintje láthatóan főként azokban tagállamokban haladja meg a referenciaértéket, amelyeket az erős relatív árdinamika elhúzódó tendenciái jellemeznek**. Ez áll fenn különösen a közép- és kelet-európai országok esetében.

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



Forrás: AMECO, a 2020. és 2021. évi adatok az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzéséből származnak.
Megjegyzés: Az országok a fajlagos munkaköltség deflátorán alapuló reál effektív árfolyam (REER) 2017–2019 során tapasztalt átlagos éves változása szerinti növekvő sorrendben szerepelnek. A reál effektív árfolyamok és a nominális effektív árfolyamok (NEER) számítása 37 kereskedelmi partner viszonylatában történik. A GDP-alapú reál effektív árfolyam indexének szintjét az alapvető gazdasági tényezőkkel összhangban lévő reál effektív árfolyamot tükröző referenciaértékhez viszonyított százalékos különbségként fejezik ki. Az ábrában szereplő adat megmutatja a reál effektív árfolyam megfigyelt szintje és a reál

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

effektív árfolyamra vonatkozó referenciaérték szintje közötti eltérést: a pozitív indexértékek túlértékelésre, a negatív indexértékek pedig alulértékelésre utalnak[33].

Az exportpiaci részesedések növekedése 2019-ben lelassult, és várhatóan tovább csökken a tagállamok többsége esetében. 2019-ben egyetlen tagállam sem jegyzett az eredménytábla küszöbértéke alatti exportpiaci részesedésvesztést (a kumulált részesedés 5 éves változása alapján). A Covid19-járvány teljesen más kereskedelmi környezetet alakít ki, ami hatással van az exportpiaci részesedésre.

- **2020-ban az exportpiaci részesedés várhatóan az uniós tagállamok mintegy felében csökkenni fog.** A válság markánsabban csökkenti az EU-n belüli kereskedelmet az EU-n kívüli kereskedelemhez képest. Ennek oka az, hogy a Covid19-válság a világ más térségeihez viszonyítva eddig erősebben érintette az EU-t. Mivel az uniós országok elsősorban egymás között kereskednek, fő exportpiacaik csökkentek a világ más térségeinek exportpiacaihoz képest, ami az uniós országok többsége számára a piaci részesedés csökkenését is jelenti.
- **Az exportpiaci részesedés visszaesése azon országok esetében a legszembetűnőbb, amelyek intenzíven exportálnak szolgáltatásokat, különösen idegenforgalmi szolgáltatásokat.** A kereskedelem különösen a szolgáltatások, mindenekelőtt az idegenforgalom terén csökken, amelyet erősen érintenek a külföldi utazásra vonatkozó korlátozások és a fogyasztók megváltozott magatartása. Az előrejelzések szerint 2020-ban az exportpiaci részesedés Horvátországban, Cipruson, Görögországban, Franciaországban, Olaszországban, Portugáliában és Spanyolországban fog a legnagyobb mértékben visszaesni, mely országok mindegyike erősen függ a megtépázott idegenforgalmi ágazattól. Németország és Hollandia exportpiaci részesedése viszont várhatóan növekedni fog.

3.2. A magánszektor adóssága és az ingatlanpiacok

A magánszektor GDP-arányos adóssága 2019-ig a tagállamok többségében a kedvező gazdasági fejlemények közepette csökkent, de az adósságszint egyes országokban továbbra is magas. A 2018. évi 12-vel szemben 2019-ben tizenegy tagállam haladta meg a magánszektor teljes adósságára vonatkozó, eredménytábla szerinti küszöbértéket. Ciprus, Dánia, Írország, Luxemburg, Hollandia és Svédország esetében a GDP-arányos magánadósság meghaladja a 200 %-ot, ami azt is tükrözi, hogy ezen országok közül többekben is nagy jelentőséggel bírnak a multinacionális vállalatok és a különleges célú gazdasági egységek. Belgiumban, Finnországban, Franciaországban és Portugáliában alacsonyabbak az adósságszintek, de szintén meghaladják a küszöbértéket. Az egyes országok adósságszintje igen nagy szórást mutat, tekintettel az ilyen különbségeket indokló országspecifikus strukturális tényezőkre. Mindazonáltal egyes uniós országokban az adósság az adott országra jellemző alapvető gazdasági tényezőket figyelembe vevő referenciaértékhez képest is magasnak tűnik. Néhány országban továbbá a prudenciális küszöbértékhez viszonyítva is magas az adósság[34].

---

[33] Az ezeknek az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékeknek a kiszámítására vonatkozó módszertan a Gazdaságpolitikai Bizottság LIME munkacsoportjának a 2020. június 15-én bemutatott, „Benchmarks for the assessment of real effective exchange rates” (A reál effektív árfolyamok értékelésére vonatkozó referenciaértékek) című feljegyzésén alapul.

[34] Az országspecifikus referenciaértékeket az Európai Bizottság a Gazdaságpolitikai Bizottság LIME munkacsoportjával együttműködve dolgozta ki (Európai Bizottság, „Benchmarks for the assessment of private

- **2019-ben folytatódott a magánszektor hitelállományának leépítése, és a legtöbb uniós országban alacsonyabb volt a magánszektor adósságállománya.** A GDP-arányos adósság 2018 és 2019 közötti csökkenése főként a nominális GDP növekedése miatt történt („passzív hitelállomány-leépítés”), mivel a hitelfelvétel az elmúlt években egyre több országban felgyorsult.

- **Az utóbbi években a hitelfelvétel egyre dinamikusabbá vált, különösen a háztartási szektor esetében**. A főként pozitív nettó hiteláramlás ellenére a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságrátái 2018 és 2019 között Dánia, Finnország, Franciaország, Németország, Luxemburg és Svédország kivételével valamennyi uniós országban csökkentek. Ami a háztartásokat illeti, az adósságráta csökkenése csak a tagállamok mintegy felében volt megfigyelhető. Az elmúlt évek során az adósságállomány dinamikája (a hitelállományt és a fennálló hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományát érintő ügyletek) viszonylag erős volt a háztartások tekintetében (lásd a riasztási mechanizmus keretében készült 2020. évi jelentést). Ugyanez a minta volt megfigyelhető 2018 és 2019 között is.

- **A nem pénzügyi vállalatok adóssága 2019-ben számos országban továbbra is meghaladta a referenciaértéket.** Belgiumban, Cipruson, Dániában, Franciaországban, Írországban, Luxemburgban, Hollandiában, Máltán, Portugáliában, Spanyolországban és Svédországban a nem pénzügyi vállalatok adóssága meghaladta mind az alapvető gazdasági tényezők, mint a prudenciális küszöbértékek által indokolt szintet. A nem pénzügyi vállalatok adóssága 2020-ban várhatóan megközelíti a prudenciális küszöbértéket Ausztriában, Horvátországban, Görögországban és Olaszországban, és meghaladja a prudenciális szintet Finnországban (16. ábra). Számos országban, köztük Belgiumban, Cipruson, Írországban, Luxemburgban és Hollandiában a nem pénzügyi vállalatok adósságára jelentős hatással van a vállalaton belüli és a különleges célú gazdasági egységekhez köthető határokon átnyúló adósság.

- **A háztartások adóssága 2019-ben több tagállamban továbbra is meghaladta a referenciaértéket.** Dániában, Finnországban, Franciaországban, Görögországban, Hollandiában, Portugáliában, Spanyolországban és Svédországban az adósságszint meghaladja mind az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértéket, mind a prudenciális küszöbértéket (21. ábra). A háztartások adósságállománya Belgiumban és Cipruson meghaladja a prudenciális szintet, és a prudenciális küszöbértékekhez közelít Ausztriában, Németországban és Olaszországban. Egyes országokban a háztartási szektor adósságrátája jelentősen magasabbnak tűnik a háztartások rendelkezésére álló bruttó jövedelem arányában számítva. Ez áll fenn Írország, Luxemburg és Málta esetében.

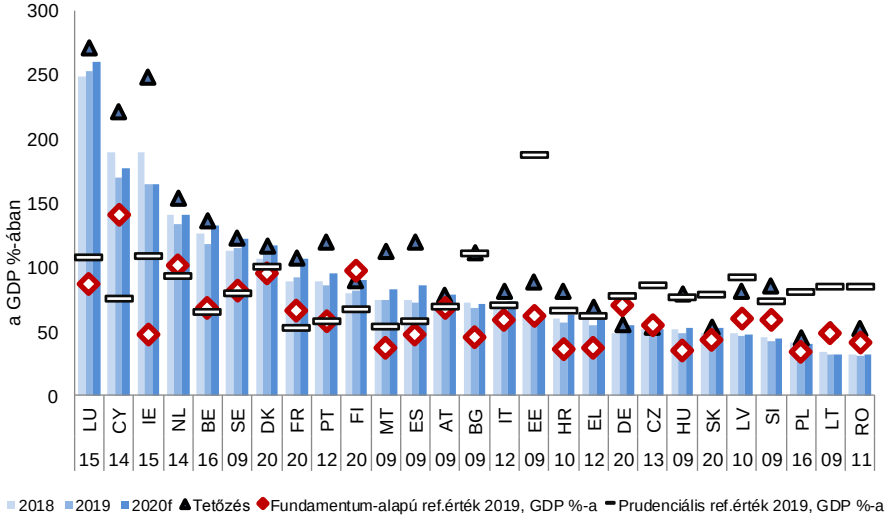
2020-ban a magánadósság mértéke a legtöbb tagállamban emelkedni látszik, főként a nem pénzügyi vállalatok tekintetében. A nem pénzügyi vállalatokra és a háztartásokra vonatkozó GDP-

---

debt” [Referenciaértékek a magánszektor adósságának értékeléséhez], feljegyzés a Gazdaságpolitikai Bizottság számára, ARES (2017) 4970814), továbbá J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini és S. Zeugner, „Is Private Debt Excessive?” (Túlzott mértékű a magánadósság?) (*Open Economies Review*, 3., 471–512., 2020.) munkája alapján. Az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékek lehetővé teszik a magánszektor adósságának olyan értékekhez viszonyított értékelését, amelyek az alapvető gazdasági tényezők alapján megmagyarázhatók, és olyan regressziókból erednek, amelyek a hitelnövekedés fő tényezőit vizsgálják, és figyelembe veszik az adott induló adósságállományt. A prudenciális küszöbértékek azt az adósságszintet jelentik, amelyen túl a bankválság valószínűsége viszonylag nagy; ezek a szintek a banki válságok előrejelzésére szolgáló „jelerősség” maximalizálásán alapulnak azáltal, hogy minimalizálják a nem észlelt válság és a hamis riasztások valószínűségét, és magukban foglalják a bankok feltőkésítettségére, az államadósságra és a gazdasági fejlődés szintjére vonatkozó országspecifikus információkat is.

arányos adósság becsült mértéke (az adósságállományra vonatkozó havi adatokból rendelkezésre álló információk alapján) nem elhanyagolható növekedést jelez a legtöbb uniós országban. Az adósságráta ilyen növekedése nagyrészt a ráta nevezőjében lévő alacsonyabb GDP-adatok mechanikus eredménye. Mindazonáltal – különösen, ami a nem pénzügyi vállalatokat illeti – az adósságállomány dinamikája szintén szerepet játszik. A nettó hiteláramlás 2020-ban a legtöbb uniós országban – főként Belgiumban, Finnországban, Franciaországban, Írországban, Luxemburgban, Spanyolországban és Svédországban – várhatóan valóban nagy, egyes esetekben a 2019. évinél számottevően nagyobb lesz.

16. ábra: A nem pénzügyi vállalatok adósságállománya



Forrás: Eurostat ágazati pénzügyi mérlegek – hitelek (F4) + hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (F3), AMECO és a Bizottság szolgálatainak becslései (lásd az 1. keretes írást).
Megjegyzés: Az országok a nem pénzügyi vállalatok adósságának GDP-hez viszonyított 2019. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. Az országkódok alatti számok az adósságráta tetőzésének évét jelölik. Az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértékek és a prudenciális küszöbértékek fogalmát lásd: 34. lábjegyzet.

Ami a nem pénzügyi vállalatokat illeti, 2020-ban az erőteljes veszteségek és a likviditáshiány magyarázzák a megnövekedett hitelfelvételi szükségleteket.

- **Az adósságráták 2020-ban emelkedni látszanak, főként azokban az országokban, ahol a Covid19-járvány komolyabban rontja a nem pénzügyi vállalatok nyereségét és cash flow-ját**. Azok az országok, ahol a vállalatok nettó működési eredménye várhatóan jelentősen csökken 2020-ban, általában ugyanaz, mint ahol a legerősebb volt 2019-ben a GDP-arányos nettó hiteláramlás (ügyletek) (lásd: 20. ábra).

- **Fokozott hitelfelvételre volt szükség a nem pénzügyi vállalatok működő tőkéjének finanszírozásához likviditási pufferek kiépítése érdekében, ami azt jelenti, hogy a nem pénzügyi vállalatok nettó adóssága nem növekedett olyan mértékben, mint a bruttó adósság.** A hitelfelvétel egy részét arra használták fel, hogy feltöltsék és megerősítsék a készpénzpuffereket a gazdasági helyzettel kapcsolatos megnövekedett bizonytalanság kezelése, valamint a hiteláramlást támogató különleges átmeneti intézkedések kihasználásra érdekében. A beruházások finanszírozására felvett hitelek kisebb szerepet játszottak. Összességében a 2020. évi jelentős hitelfelvétel ellenére a vállalatok megtakarítási pozíciója várhatóan nem romlik számottevő mértékben. Sőt, a beruházások csökkenése miatt a vállalati nettó megtakarítás várhatóan minden uniós országban növekedni fog (lásd: 11. ábra).

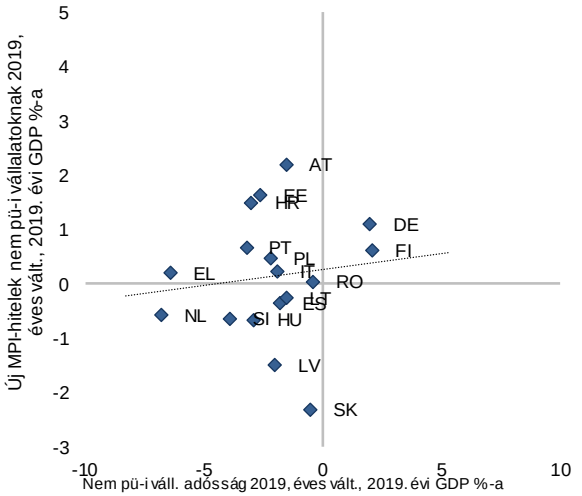
- **A hitelfelvételt számos szakpolitikai intézkedés segítette**. A monetáris hatóságok által a bankoknak nyújtott bőséges likviditás biztosításán és a prudenciális szabályozás kiigazításán túl

az állami hitelgaranciák segítették a hiteláramlás fenntartását, főleg a kis- és középvállalkozások esetében.

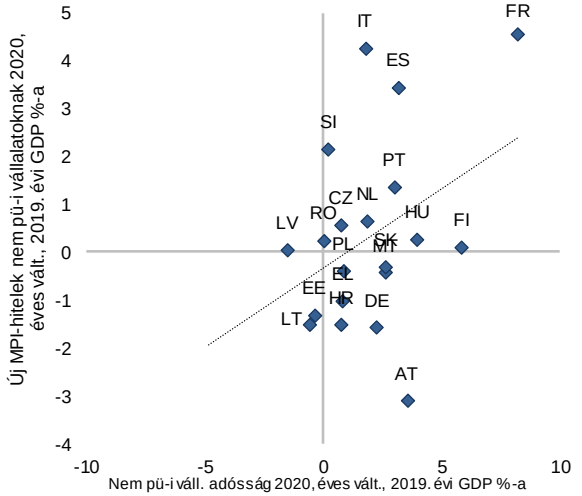
- **A hitel-visszafizetési moratóriumok hozzájárulnak az adósság dinamikájának növeléséhez 2020-ban**. A nem pénzügyi vállalatok számára EU-szerte – kormányzati intézkedésként vagy a hitelezők önkéntes kezdeményezéseként – biztosított moratóriumok által lehetővé tett halasztott hiteltörlesztés az adósságállomány dinamikájának mechanikus növekedését vonja maga után. Ezt megerősíti a 2019-ben megfigyelthez képest 2020-ban sokkal erősebb pozitív kapcsolat a nem pénzügyi vállalatok adósságának változása és a „teljesen új" MPI-hitelezés között (az újratárgyalások és a visszafizetések nélkül) (lásd: 17. ábra és 18. ábra). 2020-ban ezért a visszafizetések kevésbé befolyásolták az adósság dinamikáját a múlthoz képest, vélhetően a moratóriumok következtében.
- **Előretekintve a GDP-arányos adósság dinamikája várhatóan több okból is visszafogottabb lesz.** Elsőként, az adósságrátáknak a nevező csökkenése miatti mechanikus növekedése várhatóan rövid ideig fog tartani, mivel a GDP-arányos adósság 2020-ban főként az átmeneti ciklikus visszaesés miatt növekszik (lásd: 19. ábra). Másodikként, a 2020-ban bevezetett rendkívüli intézkedéseket fokozatosan megszüntetik. A törlesztési moratóriumok lejártával növekedni fognak a visszafizetések. A hitelgaranciák kivezetése a rossz helyzetben lévő vállalkozások hitelfelvételi lehetőségeinek csökkenését vonja maga után. Ezenfelül a felmérések arra engednek következtetni, hogy a jövőben esetleg szigorodnak a hitelezési feltételek[35]. Harmadikként, a nem pénzügyi vállalatoknak lehetőségük lesz likviditási tartalékaik felhasználására az új hitelfelvétel alternatívájaként.
- **A nem pénzügyi vállalati szektor elhúzódó nehézségei ronthatják a beruházási és adósságtörlesztési kilátásokat.** A jövedelmezőség továbbra is súlyosan érintett marad, különösen a világjárványnak kitett szolgáltatási ágazatokban. Ez nemcsak visszafogott beruházásokat jelenthet, hanem a meglévő adósság visszafizetésének nehézségeit is maga után vonhatja. Általánosabban fogalmazva a törlesztési moratóriumok lejártával nagyobb lesz az adósságteher a felhalmozódott kamatok miatt.

[35] EKB (2020): Az euróövezeti banki hitelezésről szóló felmérés – 2020 második negyedéve, 2020. július.

17. ábra: A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott új MPI-hitelek és a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságának alakulása, 2019

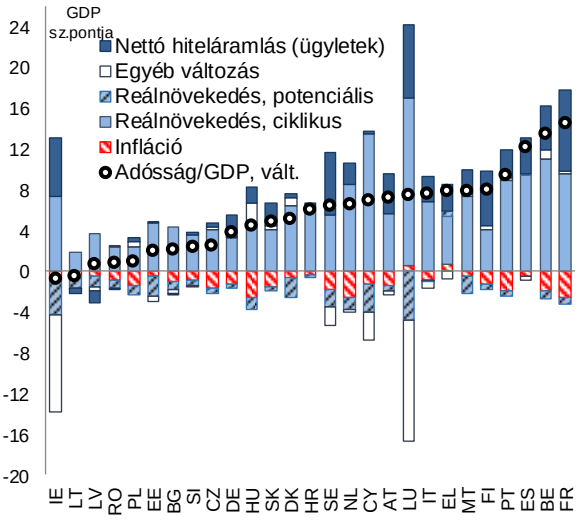


18. ábra: A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott új MPI-hitelek és a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságának alakulása, 2020



Forrás: EKB MIR adatbázis, AMECO, Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai (a magánadósság-előrejelzésekhez lásd még az 1. keretes írást).
Megjegyzés: Az új MPI-hitelek a monetáris pénzügyi intézmények (MPI-k) által nyújtott teljesen új hitelekre vonatkoznak, és kizárólag az újratárgyalásokon és a visszafizetéseken kívüli, az MPI-k által a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott új hiteleket foglalják magukban. Nem foglalja magában Belgiumot, Ciprust és Luxemburgot a kiugró értékek miatt, továbbá Bulgáriát, Dániát, Írországot és Svédországot az adatok hiánya miatt.

19. ábra: A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos adósságállománya változásának összetétele (2019–2020)

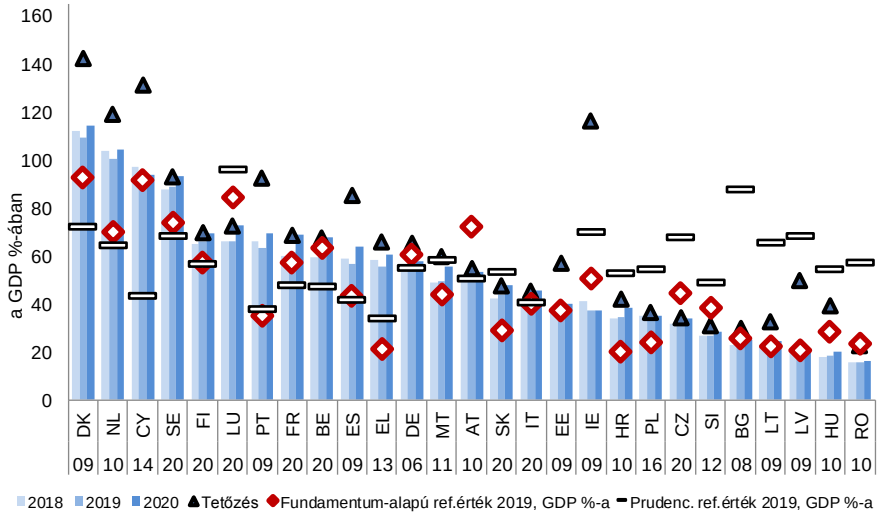


20. ábra: A bruttó működési többlet alakulása 2020-ban és a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott nettó hitelek (ügyletek)



Forrás: AMECO, Eurostat és a Bizottság szolgálatainak becslései (lásd az 1. keretes írást) és a magánszektorra irányuló MPI-hitelekkel és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal kapcsolatos tranzakciókra (áramlásokra) vonatkozó, a BSI adatbázisból származó havi EKB-adatokon alapuló számításai, az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzése.
Megjegyzés: A nettó hiteláramlások (hitelügyletek) megfelelnek a hitelekkel (F4) és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal (F3) kapcsolatos tranzakcióknak az ágazati pénzügyi tranzakciók mérlegére vonatkozó Eurostat-adatok szerint. A nem pénzügyi vállalatok bruttó működési többlete nem áll rendelkezésre Bulgária, Horvátország és Málta esetében.

21. ábra: Háztartások adósságállománya



Forrás: Eurostat ágazati pénzügyi mérlegek – hitelek (F4) + hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (F3), AMECO és a Bizottság szolgálatainak becslései (lásd az 1. keretes írást).
Megjegyzések: Az országok a háztartások adósságának GDP-hez viszonyított 2019. évi aránya szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek. Az országkódok alatti számok az adósságráta tetőzésének évét jelölik. Az alapvető tényezők szerinti referenciaértékek és a prudenciális küszöbértékek fogalmát lásd: 34. lábjegyzet.

Ami a háztartásokat illeti, úgy tűnik, hogy a Covid19-járvány visszafogottabb hitelfelvételi dinamikához vezetett, tekintettel a jövedelem csökkenésének kilátásaira és a megnövekedett megtakarításokra.

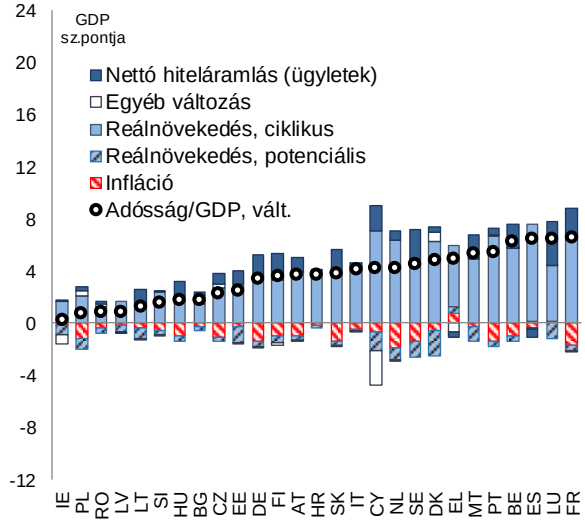
- **A háztartások felé irányuló nettó hiteláramlás (hitelügyletek) 2020-ban várhatóan nullához közelít vagy mérsékelt lesz a legtöbb uniós országban**. Amint azt a 22. ábra mutatja, a háztartások mindenhol növekvő GDP-arányos adósságrátáját nagyrészt a GDP esése vezérli, és nem a hitel- és értékpapírügyletek, amelyek meglehetősen korlátozottak, és 2019-hez képest szinte az összes uniós országban látszólag csökkentek. A háztartások hitelfelvételének lassulása indokoltnak tűnik a háztartások jövedelmi kilátásainak romlása miatt, amelyhez megnövekedett megtakarítások társulnak, részben óvatosságból, részben pedig a fogyasztási lehetőségeket akadályozó korlátozó intézkedések miatt. Az országok közötti különbségek valószínűleg a korlátozások szigorúságához és a lakásvásárlások megtorpanásához, a háztartásoknak a kormányzat által nyújtott jövedelem- és a hiteltámogatások eltérő mértékéhez, továbbá a lakáspiaci feltételekhez is kapcsolódnak.

- **A háztartások hitelfelvételének üteme a moratóriumok hatása ellenére is lassul**. A nem pénzügyi vállalatokhoz hasonlóan a törlesztési moratóriumok – a kevesebb visszafizetés miatt – nem kedveznek az adósságállomány csökkenésének. E hatás miatt a háztartások adósságállománya korlátozott ütemben látszik csökkenni.

- **A háztartások adósságának dinamikája valószínűleg visszafogott marad, és a munkaerőpiacok romlásával visszafizetési nehézségek merülhetnek fel**. A folytatódó támogató pénzügyi feltételek és a válság munkaerőpiacra és háztartásokra gyakorolt hatásainak tompítása érdekében hozott kormányzati intézkedések ellenére a háztartások jövedelme továbbra is nyomás alatt marad. Konkrétan, miután a munkanélküliségi ráták 2020-ig csökkentek, az előrejelzés szerint 2021 során mindenhol növekedni fognak. Ez tükrözni fogja azokat a munkahelymegszűnéseket is, amelyek a járvány hatásainak enyhítése érdekében hozott – és az életképtelen vállalkozásoknál lévő munkahelyek fenntartásának elkerülése érdekében

ideiglenesnek szánt – kormányzati intézkedések, konkrétan a támogatott csökkentett munkaidős foglalkoztatás kivezetését követik. A háztartások hiteltörlesztési nehézségei olyan országokban is súlyosbodhatnak, amelyekben már most is viszonylag magasak a háztartások adósságterhei (23. ábra).

22. ábra: A háztartások GDP-arányos adósságállománya változásának összetétele (2019–2020)



Forrás: A nettó hiteláramlások (hitelügyletek) megfelelnek a hitelekkel (F4) és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal (F3) kapcsolatos tranzakcióknak az ágazati pénzügyi tranzakciók mérlegére vonatkozó Eurostat-adatok szerint. Egyéb források: AMECO és a Bizottság szolgálatainak becslései (lásd az 1. keretes írást) és a magánszektorra irányuló MPI-hitelekkel és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal kapcsolatos tranzakciókra (áramlásokra) vonatkozó, a BSI adatbázisból származó havi EKB-adatokon alapuló számításai.

23. ábra: Háztartások adósságállománya és munkanélküliség



Forrás: AMECO, a 2020. és 2021. évi adatok az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzéséből származnak.

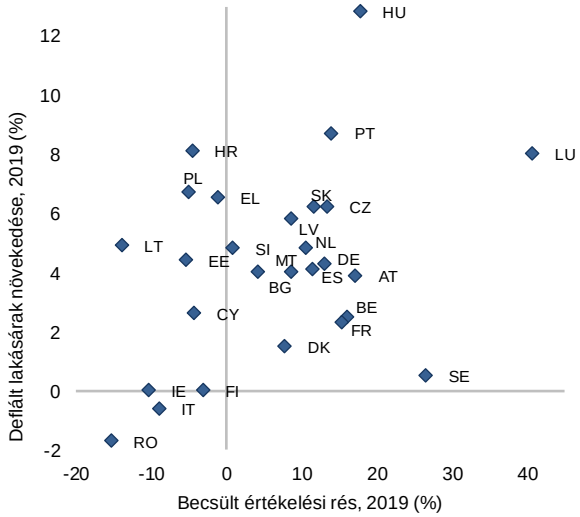
A lakásárak 2020 elejéig folyamatosan emelkedtek, néhány esetben gyorsuló ütemben.

- **2019-ben nyolc tagállamban** (Horvátország, Csehország, Görögország, Magyarország, Luxemburg, Lengyelország, Portugália és Szlovákia) **növekedtek a reál lakásárak az eredménytábla küszöbértékét meghaladó mértékben**, ez eggyel több, mint 2018-ban. Összességében ez megerősítette az évtized közepe óta megfigyelhető dinamikus lakásár-növekedés folytatódását.
- **A lakásárak 2019-ben szinte valamennyi uniós országban növekedtek, és az árnövekedés üteme 2018 és 2019 között a tagállamok többségében felgyorsult.** Ezzel szemben lassabb árnövekedés volt megfigyelhető Bulgáriában, Dániában, Németországban, Írországban, Lettországban, Máltán, Hollandiában, Romániában, Spanyolországban és Szlovéniában.
- **A lakásárak növekedésének közelmúltbeli pozitív tendenciáját főként az alapvető gazdasági tényezők vezérelték.** Az alacsony kamatlábak és a növekvő munkajövedelmek voltak a lakhatási szolgáltatások iránti közelmúltbeli kereslet fő tényezői, a lakáskínálat késedelmes kiigazításával összefüggésben. A jelzálogtartozások növekedésének felgyorsulása csak azt követően vált

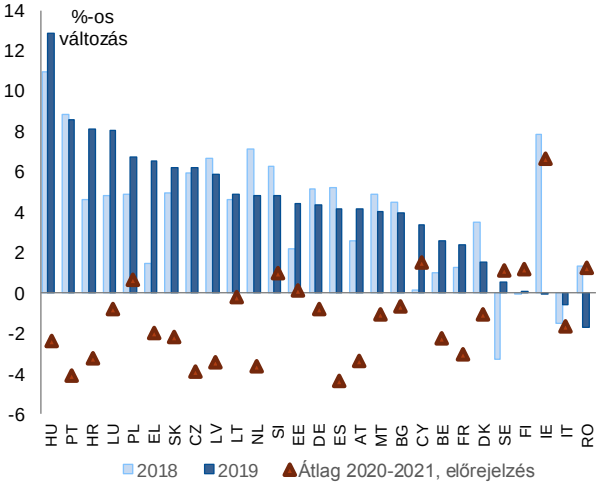
egyértelművé, hogy a lakásárak növekedésének felgyorsulása konszolidálódott, és elterjedtebbé vált az EU-ban.

- **A lakásárak erőteljes növekedése figyelhető meg azokban a tagállamokban is, amelyek a túlértékelés jeleit mutatják** (24. ábra). Némi árcsökkenés volt megfigyelhető 2018 és 2019 között néhány olyan országban, ahol a túlértékeltség egyértelműen látszódott. Más kiemelkedő esetekben azonban, beleértve Luxemburgot és Svédországot, nem ez volt a helyzet[36].
- **2019-ben a tagállamok többsége a túlértékeltség jeleit mutatta.** Az árindexek referenciaértékekkel való összehasonlítása széles körű túlértékeltségre utal. A lakások megfizethetőségének korlátait az árszintekre vonatkozó becslések is megerősítik. Az uniós országok mintegy felében több mint tízévnyi jövedelemre van szükség egy 100 négyzetméteres lakás megvásárlásához[37].

24. ábra: A deflált lakásárak változása és értékelési rések 2019-ben



25. ábra: Deflált lakásárak növekedésének alakulása



Forrás: Eurostat és a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: A túlértékelési rés három mérőszám átlagaként kerül becslésre: az ár/jövedelem arányának és az ár/bérleti díj arányának eltérése azok hosszú távú átlagától és a lakásártényezők regresszióalapú modellezéséből kapott értékelési rések (lásd a 36. lábjegyzetet). A lakásárak előrejelzése a lakásártényezők regresszióalapú modelljére épül (lásd a 40. lábjegyzetet).

[36] A lakásárak értékelési réseit az országspecifikus lakásárak hatásának figyelembevétele érdekében a referenciaértékek alapján számítják ki. A szintetikus értékelési rések a különböző referenciaértékekből kapott réseken alapulnak: i. ár-jövedelem eltérés a hosszú távú átlagához képest; ii. ár-bérleti díj eltérés a hosszú távú átlagtól; iii. a regresszióalapú referenciaértékektől való eltérés, figyelembe véve a kereslet és kínálat alapvető gazdasági tényezőit (lásd: N. Philiponnet és A. Turini [2017], „Assessing house price developments in the EU" [A lakásárak alakulásának vizsgálata az Unióban], Európai Bizottság, 048. sz. vitaanyag, 2017. május). A regresszióalapú referenciaértékek kiszámításánál a ciklikus magyarázó változókat úgy szűrik a lakásárakra, hogy visszafogják azok volatilitását.

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

Előretekintve a Covid19-válság várhatóan visszaveti a lakásárak közelmúltbeli dinamikáját, főként a csökkenő munkajövedelmek fényében.

- **A 2020. évi negyedéves adatok azt mutatják, hogy a lakásárak növekedése több tagállamban lassulni kezd.** Noha ez év második negyedévében a legtöbb uniós országban emelkedtek az árak 2019 azonos negyedévéhez képest, néhány esetben már megfigyelhető volt a deflált lakásárak növekedésének lassulása, vagy akár csökkenése. Éves alapon lefelé irányuló korrekció figyelhető meg Cipruson és Magyarországon. Az uniós országok több mint felében az árnövekedés lassulása és stagnálás látható. 2020 első felében a negyedévenkénti dinamikát vizsgálva elterjedtebb, lefelé irányuló korrekció mintája rajzolódik ki, különösen Észtországban, Magyarországon és Romániában, de bizonyos mértékig Lettországban, Portugáliában, Szlovéniában és Svédországban is[38].

- **Az eladók által megjelölt árak alapján becsült árszintek megerősítik az ingatlanpiac kezdődő gyengülését.** 2020 közepéig a lakásárak adatai nem okvetlenül tükrözik teljes mértékben a Covid19-válság hatását, mert az ügyleteket sok esetben a Covid19-járvány előtt kötötték. Ettől függetlenül a meghirdetett árakra vonatkozó újabb becslések szintén lefelé történő korrekcióra utalnak egyes országokban[39].

- **A modellalapú lakásár-előrejelzések az uniós tagállamok nagy többségében szintén az ingatlanpiacok gyengülésére és lefelé irányuló korrekcióra utalnak 2021 során** (25. ábra). A munkajövedelmek visszaesésével magyarázható az árnövekedés várt lassulásának nagy része. Erőteljes lassulás várható különösen azokban az országokban, amelyek jelenleg a túlértékeltség jeleit mutatják[40].

Számos tagállamban a túlértékelt lakásárakkal párhuzamosan továbbra is jelentős a háztartások eladósodottsága. Ez igaz Belgiumra, Dániára, Luxemburgra, Hollandiára és Svédországra. Hollandiában a háztartások átlagjövedelméhez képest magasak az árszintek is. A jelzáloghitelek állományának 2019. évi növekedése különösen gyors volt Bulgáriában és Máltán (az előző évhez képest 10 % feletti), 14 másik országban pedig meghaladta az 5 %-ot. Egyes esetekben – különösen Belgiumban, Franciaországban, Németországban, Luxemburgban és Máltán – eleve viszonylag magas szintről indult az erőteljes növekedés. Görögországtól és Portugáliától eltekintve a lakásárak erőteljes növekedéséhez a jelzáloghitelek erős növekedése társult[41].

---

[38] A deflált lakásárak negyedéves alakulását befolyásolhatja a szezonalitás. Ez áll fenn Románia esetében a használt deflátor – a háztartások végső fogyasztási kiadásaira vonatkozó, nemzeti számlákhoz kapcsolódó deflátor – szezonális jellege miatt. A Valueguard Hox lakásárindexen alapuló újabb bizonyítékok azt mutatják, hogy Svédországban a nominális lakásárak 2020 szeptemberében 8,9 %-kal nőttek az előző év azonos időszakához viszonyítva.

[39] A becslések a legfeljebb 600 négyzetméteres házak és lakások régiók szerint rétegzett véletlenszerű mintájából származnak. Az adatok az Idealista.com ingatlanközvetítő oldalról származnak. A kezdeti mintanagyság minden ország esetében 1700–2000 ingatlan körül volt. A minta összetétele dinamikus, mivel egyes ingatlanok elérhetősége megszűnik, és új ingatlanok kerülnek bele a mintába. A négyzetméterenkénti középárat 2020 áprilisa és szeptembere között követték nyomon, amely időszakban egyértelműen csökkenő tendencia mutatkozott a három vizsgált országban.

[40] A lakásár-előrejelzések az Európai Bizottság szolgálatainak egy hibakorrekciós modell keretében kiszámított előrejelzései, amelyek magyarázó változóként a következőket használják: népesség, rendelkezésre álló jövedelem, lakásállomány, hosszú távú kamatláb és a háztartások végső fogyasztási kiadásainak árdeflátora, valamint a becsült kointegrációs kapcsolat reziduuma.

[41] 2019 szeptemberében az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) országspecifikus figyelmeztetéseket és ajánlásokat adott ki a lakóingatlan-szektort középtávon érintő sebezhetőségekről kilenc tagállam részére: ajánlást

3.3. Kormányzati szektor

Az adósságráta 2019-ben kedvező gazdasági feltételek közepette a legtöbb tagállamban tovább csökkent, de Unió-szerte újból emelkedőben van, főként a Covid19-válság által keményebben sújtott országokban. A 2018. évi 14 helyett 2019-ben 12 tagállamban haladta meg az adósságráta a GDP 60 %-ában meghatározott eredménytábla-küszöbértéket. Görögország, Olaszország és Portugália adóssága meghaladja a GDP 100 %-át. Belgium, Ciprus, Franciaország és Spanyolország valamivel ezen érték alatt van. A GDP 60 %-át meghaladó adóssággal rendelkező további tagállamok közé tartozik Ausztria, Horvátország, Magyarország és Szlovénia. 2019-ben az adósságráta csökkenése szembetűnő (GDP-arányosan 5 százalékpont feletti) volt Cipruson, Görögországban és Írországban, míg Franciaországban és Olaszországban változatlan maradt az államadósság. 2019-ben és néhány korábbi évben egyes esetekben – többek között Belgiumban, Cipruson, Franciaországban és Portugáliában – a GDP 60 %-át meghaladó államadósság mellett a magánszektor adóssága is meghaladta a vonatkozó eredménytábla-küszöbértéket.

A GDP-arányos adósságráták láthatóan emelkedőben vannak a Covid19-válság nyomán. A kibocsátás és a bevételek 2020. évi recessziához köthető csökkenése, valamint a kormányok által a válság hatásainak tompítása érdekében hozott kiterjedt támogató intézkedések az összes uniós tagállamban a megnövekedett hitelfelvételnek és az adósságállomány növekedésének okozói. A kormányok a válság alatt lehetővé tették az automatikus stabilizátorok működését, és közvetlen költségvetési és likviditási támogatást nyújtottak az egészségügyi válság és a magánkiadások visszafogásának enyhítésére. Emellett a GDP-arányos adósságráta 2020. évi növekedése részben a jóval kisebb nominális GDP mechanikus hatása.

- **Az előrejelzések szerint 2021 végéig az államadósság-ráta valamennyi uniós országban a 2019. évi felett marad, esetenként jelentős mértékben.** 2020 végén egyértelműen több tagállam esetében várható a GDP 60 %-ában meghatározott küszöbérték túllépése, néhány további tagállam pedig várhatóan meghaladja a 100 %-ot. 2021-ben az adósságráták várhatóan stabilizálódnak vagy enyhén csökkennek az országok mintegy felében, amit a helyreállítás és az előre jelzett alacsonyabb hiány támogat (26. ábra). A többi uniós országban azonban az államadósság várhatóan tovább emelkedik 2021-ben, mindenekelőtt Romániában, ahol a magas államháztartási hiány az előrejelzések szerint a jövő évben tovább romlik, az adósságráta pedig – még ha viszonylag alacsony szintről is – jelentősen tovább emelkedik.
- **Az államadósság-ráta növekedése általánosságban várhatóan erőteljesebb lesz ott, ahol már a válság előtt is viszonylag magas volt az adósságszint.** Ez azt a tényt tükrözi, hogy ezekben az országokban általában súlyosabb volt a recesszió, főként mivel sokkal jobban elterjedt a fertőzés, vagy azt a járvány megfékezésére irányuló szigorú intézkedések követték, és mivel ezek a gazdaságok jobban támaszkodnak az olyan ágazatokra, mint az idegenforgalom. Görögországban, Olaszországban és Spanyolországban az előrejelzések szerint az adósságráta 2020-ban GDP-

---

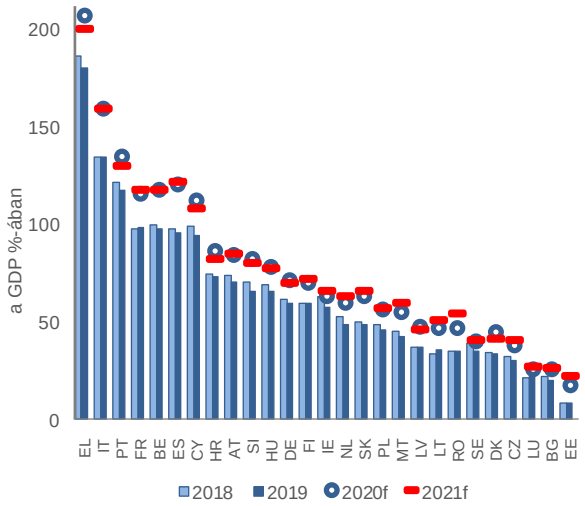
címzett Belgiumnak, Dániának, Finnországnak, Luxemburgnak, Hollandiának és Svédországnak, és figyelmeztetést intézett Csehországhoz, Franciaországhoz és Németországhoz. Az előbbi csoporthoz tartozó országok mindegyike kapott már figyelmeztetést az ERKT-tól 2016 novemberében, Ausztria esetében pedig fenntartották a korábbi figyelmeztetést. A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló (1176/2011/EU) rendelet alapján a Bizottságnak figyelembe kell vennie az ERKT által a részletes vizsgálat hatálya alá tartozó tagállamoknak címzett figyelmeztetéseket és ajánlásokat.

arányosan több mint 20 százalékponttal növekedik. Az adósság növekedése az adósságnövelő SFA-tételeket is tükrözi, amelyek az állami költségvetési egyenlegben nem szereplő pénzügyi támogatási formákat is magukban foglalják. Ez a hatás várhatóan Cipruson, Dániában, Németországban és Szlovéniában lesz a legnagyobb.

- **Az államháztartás finanszírozása nem vált költségesebbé.** Az államkötvényhozamok 2019-ben stabilak voltak vagy csökkentek. A Covid19 okozta sokkot, majd a pénzügyi piacok márciusi és áprilisi zavarát követően a hozamok egyes euróövezeti és euróövezeten kívüli országok esetében is megugrottak. A pénzügyi piacok volatilitásának csökkenése mellett és a monetáris hatóságok kiterjedt fellépését követően azonban újra szűkültek a hozamok, és közeledtek a 2020 elején jellemző szintekhez, egyes esetekben pedig még alacsonyabbra süllyedtek, és csak néhány esetben emelkedtek.

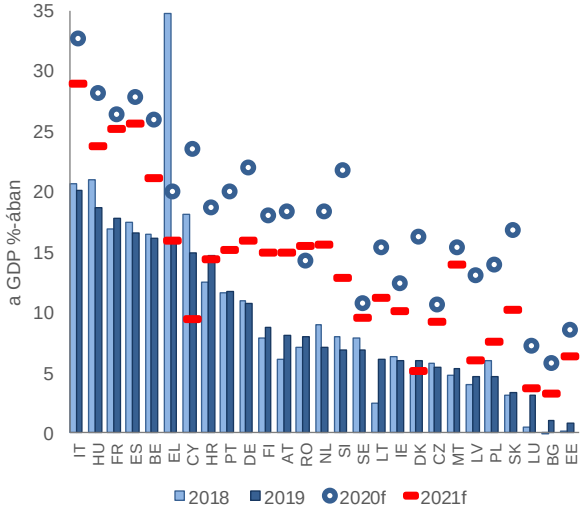
Az államháztartás adósságának szerkezete egyes országokban további kockázatokat hordozhat. Az államadósság lejárati struktúrája jelentősen eltér az egyes tagállamokban, ami a közeljövőben eltérő refinanszírozási szükségleteket is von maga után. Az elkövetkező években Belgium, Franciaország, Magyarország, Olaszország és Spanyolország bruttó finanszírozási igénye az előrejelzések szerint eléri vagy meghaladja a GDP 20 %-át (27. ábra). Az ERM-II-n kívüli nem euróövezeti országok némelyike – köztük Magyarország és Románia – további kockázatokkal néz szembe a devizában denominált államadósságuk viszonylag nagy aránya miatt.

26. ábra: Államadósság



Forrás: AMECO, a 2020. és 2021. évi adatok az Európai Bizottság 2020. őszi gazdasági előrejelzéséből származnak.
Megjegyzés: Az országok a GDP-jük arányában vett 2019. évi államadósság szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek.

27. ábra: Állam bruttó finanszírozási igénye



Forrás: A Bizottság szolgálatainak számításai.
Megjegyzés: A bruttó finanszírozási igény kiszámítása a költségvetési hiány, az SFA-tételek és az adósságamortizáció összegeként történik. Az országok a GDP-jük arányában vett 2019. évi állami finanszírozási igény szerinti csökkenő sorrendben szerepelnek.

3.4. Pénzügyi szektor

Az uniós bankszektor az elmúlt években jelentősen megerősödött, annak ellenére, hogy néhány tagállamban az alacsony jövedelmezőséghez és a nemteljesítő hitelek állományához kapcsolódó kihívások maradtak fenn.

- **Az EU bankszektora jobb helyzetben van, mint a globális pénzügyi válság kezdetekor.** A nemteljesítő hitelek aránya jelentős mértékben csökkent, főként ahol magasabb volt. A tőkemegfelelési mutatók növekedése 2018-ban megállt, miután minden tagállamban meghaladták az alapvető tőkére vonatkozó szabályozói követelményeket. A bankok likviditási tartalékai is sokkal nagyobbak, mint egy évtizeddel ezelőtt. A pénzügyi szektor kötelezettségeinek növekedése továbbra is korlátozott volt 2019-ben, és csak Magyarország haladta meg az eredménytábla küszöbértékét.

- **Az uniós bankszektor számára továbbra is kihívást jelent az alacsony szintű jövedelmezőség**, amely 2019-ben az alacsony kamatlábak mellett tovább gyengült. A jövedelmezőség különösen alacsonynak tűnik Cipruson, Németországban, Görögországban, Írországban és Portugáliában. Ami a tőkemegfelelési mutatókat illeti, ezek viszonylag alacsonyabbak Németországban, Görögországban, Magyarországon, Portugáliában és Spanyolországban.

- **Néhány uniós ország számára kihívást jelent az alacsony jövedelmezőség, az átlag alatti tőkemegfelelési mutatók és a nemteljesítő hitelek magas arányának kombinációja** (28. ábra

és 29. ábra)[42]. Görögországban a nemteljesítő hitelek aránya csökkent, de még mindig 35 % körüli, míg a jövedelmezőség csak kismértékben pozitív, a tőkemegfelelési mutatók pedig a legalacsonyabbak között vannak az EU-ban. A ciprusi bankok jelentős javulást könyvelhettek el: nemteljesítő hiteleik igen magas aránya 20 % alá esett vissza, a banki jövedelmezőség pedig pozitív volt, bár elmaradt az uniós átlagtól. Olaszországban, Bulgáriában és Portugáliában a nemteljesítő hitelek aránya jelentősen visszaesett az elmúlt években, és 2019-ben további, bár mérsékeltebb csökkenéssel 7 % alá került. A tőkemegfelelési mutatók átlag alattiak Olaszországban és Portugáliában, a jövedelmezőség pedig alacsonyabb, különösen ez utóbbi esetében.

A Covid19 okozta sokk valószínűleg jelentős hatással lesz a banki eszközminőségre, jövedelmezőségre és tőkére. Ezek a hatások még nem láthatók, és a kiterjedt támogató szakpolitikai intézkedések fényében is időbe telhet, amíg kibontakoznak. A Covid19 okozta sokk jelentősen visszavetette a gazdasági kilátásokat, és egyes bankok nagy kitettséggel rendelkeznek a válság által különösen sújtott ágazatokban. A központi bankok által biztosított bőséges likviditás segített korlátozni a Covid19-járvány kialakulását követő hitelszűkét, az osztalékfizetések felfüggesztése és bizonyos ideiglenes szabályozási könnyítések pedig további mozgásteret biztosítanak a bankoknak. Azonban számos kihívás körvonalazódik, amelyek ronthatják a bankok mérlegét és tőkéjét[43]:

- **A nemteljesítő hitelek emelkedő aránya.** Azon nem pénzügyi vállalatok adósságtörlesztési nehézségei, amelyek jövedelmezőségét leginkább érintette a Covid19-válság, nagy valószínűséggel a nemteljesítő hitelek növekedését eredményezik. A csődök száma várhatóan különösen azokban az ágazatokban fog növekedni, ahol a fizikai távolságtartás lehetősége korlátozottabb. Az a tény, hogy a háztartások jövedelmi és foglalkoztatási kilátásait kihívások övezik, maga után vonja, hogy a jelzáloghitelek nagyobb része is nemteljesítővé válhat. Emellett a régóta fennálló problémákkal küzdő országokban a bankok nehezebben tudják majd értékesíteni a meglévő nemteljesítő hiteleket. A moratóriumok miatt a visszafizetés elhalasztása már most is jellemző. Mivel moratóriumokat vezettek be, a hitelek egy része, amely rendes esetben nemteljesítő hitelnek minősülne, jelenleg nem sorolható be ekként. A rendszerszempontból jelentős uniós bankok egy részére vonatkozóan rendelkezésre álló adatok arra utalnak, hogy a nemteljesítő hitelek állományának csökkenése 2020 második negyedévétől kezdődően megállt[44].

[42] Az eredménytábla kiegészítő mutatói között szereplő nemteljesítő hitelek meghatározása a következő: az összes bruttó nemteljesítő hitel és előleg, az összes bruttó hitel és előleg (bruttó könyv szerinti érték) százalékában, a „belföldi bankcsoportok és önálló bankok, külföldi ellenőrzött leányvállalatok és külföldi ellenőrzött fióktelepek, összes intézmény” beszámolási szektorban. Az értékek a melléklet 2.1. táblázatában találhatók. A nemteljesítő hitelek harmonizált arányai csak 2014 óta állnak rendelkezésre. Így a 2008-ra és a „tetőzésig tartó növekedésre” vonatkozó adatok esetében a 29. ábra a bruttó nemteljesítő hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok összes bruttó hitelviszonyt megtestesítő instrumentumhoz viszonyított arányára vonatkozó adatokat jeleníti meg, amelyhez hosszabb idejű adatsorok állnak rendelkezésre, és amely a hitelek mellett a bankszektor által tartott egyéb hitelviszonyt megtestesítő instrumentumokra is kiterjed. Ez utóbbi jellemzően némileg alacsonyabb, mint a nemteljesítő hitelek aránya, főként mivel a nevező nagyobb, vagyis az összes bruttó hitelviszonyt megtestesítő instrumentum nagyobb, mint az összes hitel. A két arány közötti legnagyobb különbség jelenleg 4 százalékpont (Görögország esetében), a legtöbb ország esetében pedig 1 százalékpont alatti.

[43] Az EKB közelmúltbeli stressztesztjét, amely alternatív forgatókönyvek alapján becsülte fel az euróövezeti bankszektor tőkeveszteségét, lásd itt: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html

[44] Forrás: Az EBH kockázati jelzőrendszere, 2020. második negyedév.

A nemteljesítő hitelek arányának lehetséges alakulására vonatkozó előzetes becslések jelentős növekedésre utalnak[45].

- **Az uniós bankok jövedelmezősége várhatóan tovább romlik.** A csökkenő hitelkereslet, a szűkülő kamatrések és a hitelveszteségek következtében a jövedelmezőség várhatóan tovább romlik[46]. Ehhez igazodóan a bankok tőkeértékelési mutatói jelentősen visszaestek a Covid19-járvány nyomán. A bankok tőkeértékelési mutatói már 2019 folyamán stagnáltak, és 2020 márciusában közvetlenül a Covid19-járvány kitörésekor jelentős visszaesést szenvedtek el, és később csak marginálisan álltak helyre, egyértelműen lemaradva az átfogó európai részvénypiaci indexektől.
- **Eszközértékelések.** Az államkötvények számottevő részét a bankok vásárolják fel. A sérülékenyebb államháztartással rendelkező országokban a pénzügyi intézmények államhoz való kapcsolódása hátrányos visszacsatolási spirállá alakulhat. A gyengülő ingatlanpiacok továbbá – főként a kereskedelmi ingatlanok terén – csökkenthetik a jelzálog-biztosítékok értékét és visszacsatolási spirált eredményezhetnek az ingatlanárak, a banki mérlegek és a jelzáloghitelek elérhetősége között.

A jelenlegi válság miatt továbbra is fennmaradnak az alacsony kamatlábak, ami hátrányos hatással lehet a nem banki pénzügyi szektorra. Mivel az alacsony hozamú környezet különösen az alacsony kockázatú pénzügyi eszközöket érinti, a nagyrészt alacsony kockázatú eszközökbe fektetett eszközportfóliókkal rendelkező, nem banki pénzügyi intézmények jövedelmezőségére és mérlegére is nyomást jelenthet, amilyenek például a biztosítók, főként az életbiztosítási alszektor, és a nyugdíjalapok. A hozamra törekedve számos nem banki pénzügyi intézmény növelte tőkeáttételét és az olyan kockázatosabb eszközökkel szembeni kitettségét, amelyek ára a Covid19-járvány nyomán csökkent, ezzel jelentős értékelési veszteségeket okozva különösen a befektetési alapoknak. A legutóbbi fejlemények várhatóan a biztosítási ágazatra is negatív hatással lesznek[47].

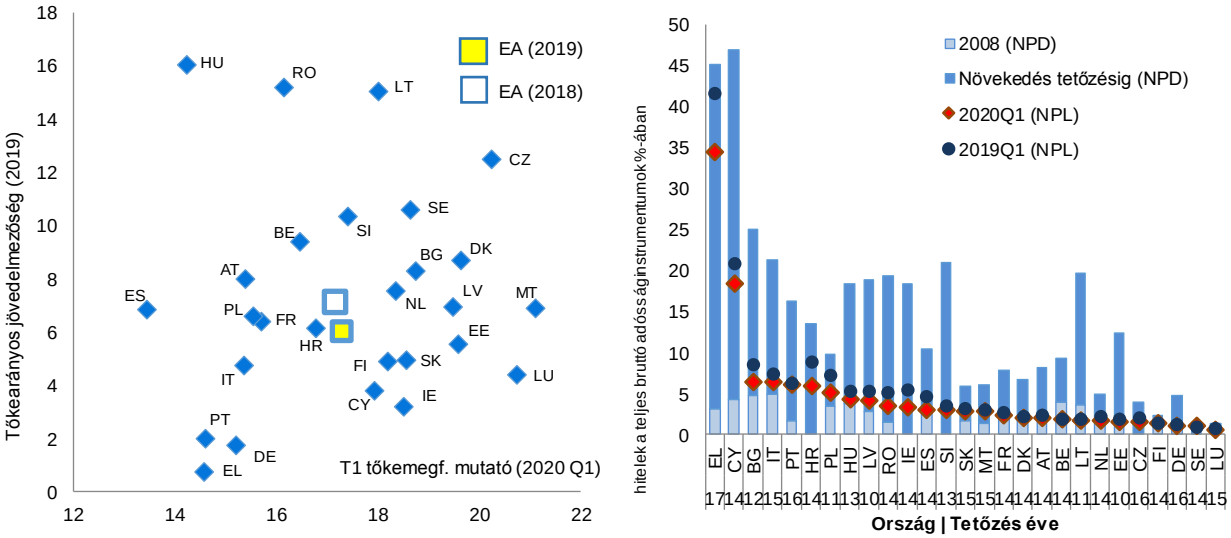
28. ábra: A bankszektor jövedelmezősége és tőkéje

29. ábra: Nemteljesítő hitelek

[45] Az euróövezetben 2019 decembere és 2021 között 1,7 és 2,3 százalékpont közötti mértékben növekedhet a nemteljesítő hitelek aránya az Allianz Research szerint: European Banks – Could Eur 300 bn of Additional NPLs Crunch the Recovery in Europe? (Európai Bankok – Összeroppanthatja-e 300 milliárd EUR értékű további nemteljesítő hitel az európai helyreállítást?), 2020. július.

[46] EKB, Financial Stability Review (pénzügyi stabilitási jelentés), 2020. május. EBH, The EU Banking Sector: First Insight into the Covid-19 Impacts (Az uniós bankszektor: első betekintés a Covid19 hatásaiba), EBA/REP/2020/17, tematikus feljegyzés.

[47] EIOPA (2020): Financial Stability Report (Pénzügyi stabilitási jelentés), 2020. július.



Forrás: EKB, a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: A 28. ábra euróövezetre vonatkozó átlagértékei nem súlyozottak a gazdaság mérete szerint. Horvátország, Csehország, Írország, Szlovénia és Svédország esetében 2008 vonatkozásában nem állnak rendelkezésre a nemteljesítő hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok (NPD) bruttó állományával kapcsolatos adatok. A 29. ábra 2008-ra és a „tetőzésig tartó növekedésre" vonatkozó adatai a bruttó nemteljesítő hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok összes bruttó hitelviszonyt megtestesítő instrumentumhoz viszonyított arányára utalnak; a nemteljesítő hitelek (NPL) aránya 2018 első negyedévére és 2019 első negyedévre vonatkozóan szerepel; az országkódok alatti számok a nemteljesítő hitelviszonyt megtestesítő instrumentumok tetőzésének évét jelölik.

2. keretes írás: Foglalkoztatási és szociális fejlemények

2019-ben, a világjárvány előtt folytatódott az uniós munkaerőpiacok javulása, annak ellenére, hogy az európai gazdaság már lassulóban volt. A foglalkoztatás 2019-ben tovább nőtt az Unióban, és új csúcsot ért el a foglalkoztatottak száma. 2019-ben a foglalkoztatási ráta majdnem valamennyi tagállamban növekedett. Bulgáriában volt a legnagyobb a foglalkoztatási ráta növekedése (2,4 százalékpont), amelyet Ciprus (1,9 százalékpont), Görögország (1,6 százalékpont) és Horvátország (1,5 százalékpont) követett. A munkanélküliség csaknem minden tagállamban csökkent, 2019 decemberében elérte a 2000 óta mért legalacsonyabb szintjét (6,5 %), és az összes ország a 2013 óta legalacsonyabb munkanélküliségi rátával lépett a 2020-as évbe. A visszaesés különösen intenzív volt a nagy munkanélküliséggel jellemzett országokban, például Görögországban és Horvátországban (–2 százalékpont), Cipruson (–1,3 százalékpont) és Spanyolországban (–1,2 százalékpont), miközben Svédországban a munkanélküliségi ráta 0,4 százalékponttal nőtt, Luxemburgban és Litvániában pedig a 2018-as szint körül mozgott, bár mindhárom esetben viszonylag alacsony szintről indult. Az országok munkanélküliségi rátáinak különbségei a Covid19-járvány előtt tehát észrevehetően csökkentek, de jelentősek maradtak.

Az aktivitási ráták szintén elég reziliensnek mutatkoztak a járvány előtti lassulással szemben, miközben a *tartós* és az *ifjúsági munkanélküliség* erőteljesebben javult, mint a többi munkaerőpiaci mutató. 2019-ben az aktivitási ráta (15–64 év közöttiek) csak Franciaországban (–0,4 százalékpont), Lettországban (–0,2 százalékpont) és Észtországban (–0,2 százalékpont) csökkent. A legalacsonyabb és a legmagasabb aktivitási rátával rendelkező országok közötti különbség nagyrészt változatlan, 16 százalékpont körüli maradt. A *tartós munkanélküliség* 2019-ben minden tagállamban csökkent, és mindenhol alacsonyabbak voltak a ráták, mint három évvel korábban. A tartós munkanélküliség legmagasabb rátái Görögországban (a gazdaságilag aktív népesség 12,2 %-a), Olaszországban (5,6 %) és Spanyolországban (5,3 %) voltak megfigyelhetők. Az *ifjúsági munkanélküliségi ráta* a 2019-et megelőző három évben szinte valamennyi uniós tagállamban csökkent; viszont továbbra is 30 % felett volt Görögországban és Spanyolországban, és épp csak e szint alatt Olaszországban. Ugyanakkor 2019-ben az uniós fiatalok (15–24 év közöttiek) 10,1 %-a tartozott a nem foglalkoztatott, oktatásban és képzésben sem részesülő személyek csoportjába. Továbbá több tagállamban is (beleértve Bulgáriát, Horvátországot, Ciprust, Franciaországot, Görögországot, Magyarországot, Írországot, Olaszországot, Romániát, Szlovákiát és Spanyolország) 10 % feletti volt ez a ráta.

A szegénység és a társadalmi kirekesztődés tovább csökkent 2019-ben, de változatlanul magas számos tagállamban. 2019-ben a szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya az Unióban tovább, 21,4 %-ra csökkent[48]. Minden országban csökkenés volt tapasztalható a 2019-ig tartó három évben, kivéve Svédországot és Luxemburgot, ahol – bár viszonylag alacsony szintről – növekedés következett be. Annak ellenére, hogy Bulgáriában a közel 39 %-ról jelentős mértékben, 32,5 %-ra csökkent a szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya, az ország továbbra is a legmagasabb szintet jegyzi az EU-ban, majd Románia és Görögország követi, mindkét esetben 30 % feletti aránnyal, Spanyolországban, Lettországban és Litvániában pedig 25 % feletti az arány.

A Covid19-járvány azonban drasztikusan megváltoztatta a kilátásokat. A 2020-ra vonatkozó kilátások néhány hét alatt drámai fordulatot vettek rossz irányba. 2020 második negyedévében a GDP csaknem 15 %-kal

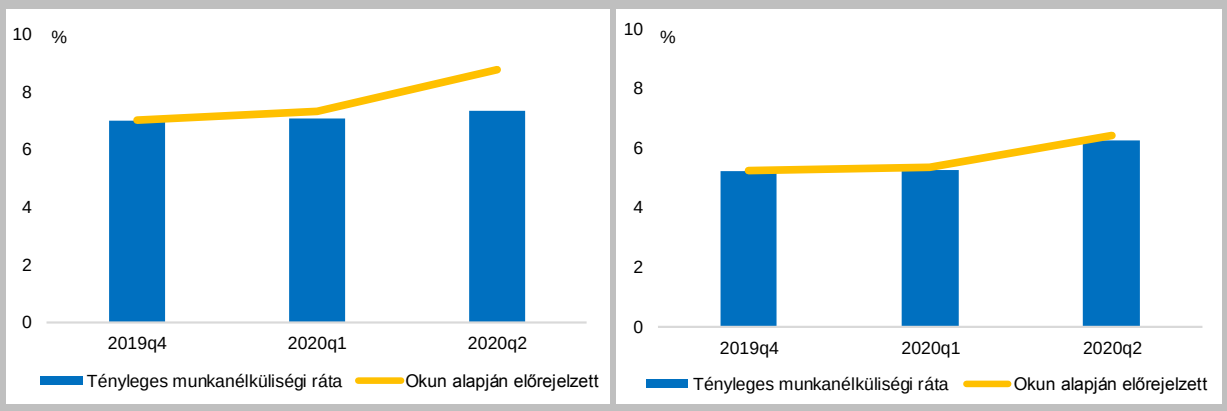
[48] Azon 25 tagállam súlyozott átlaga, amelyekre vonatkozóan 2020. október 23-áig rendelkezésre álltak adatok. A *szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek arányára* vonatkozó mutató azon személyek arányát fejezi ki, akik a következő három szociális mutató közül legalább az egyik alapján sebezhetőnek minősülnek: 1. *A szegénység kockázatára* vonatkozó mutató a monetáris szegénységet méri a nemzeti jövedelem eloszlásának arányában, és azon személyek arányát fejezi ki, akiknek rendelkezésre álló jövedelme (a háztartás összetételének megfelelően kiigazítva) nem éri el az országos medián 60 %-át; 2. *A súlyos anyagi nélkülözés* olyan mutatókat takar, amelyek erőforrások hiányához kapcsolódnak, és olyan személyek arányát jelzi, akik a kilenc nélkülözési tételből legalább négyben érintettek, az alapján, hogy bizonyos típusú kiadásokat nem engedhetnek meg maguknak; 3. *A nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásokban élők* közé azok a 0–59 évesek sorolhatók, akik olyan háztartásban élnek, amelyben az elmúlt év során a (18–59 éves) felnőttek teljes munkapotenciáljuk kevesebb mint 20 %-át töltötték munkával.

volt alacsonyabb, mint 2019 végén (az euróövezetben 18 %-kal), a foglalkoztatás pedig 3 %-kal csökkent, vagyis 6 millióval kevesebb volt a foglalkoztatott (az euróövezetben 2,9 %-kal). Ez a recessziók korai szakaszában valaha megfigyelt legnagyobb visszaesés. Ezen túlmenően nagy a bizonytalanság e példa nélküli sokk következményeivel kapcsolatban, mivel a gazdasági hatás országonként jelentősen eltérhet többek között a járvány intenzitásától és az adott ország ágazati szakosodásától függően.

A csökkentett munkaidős foglalkoztatás kiterjedt alkalmazása enyhítette a recesszió munkanélküliségre gyakorolt hatását. Noha a munkanélküliségi ráta valamennyi tagállamban nőtt, egyértelműen szakítva az előző évek tendenciájával, a növekedés a legtöbb országban viszonylag kis mértékű volt. A csökkentett munkaidős foglalkoztatás széles körű alkalmazása segített féken tartani a tömeges elbocsátásokat, amelyekkel egyébként számos ország szembesült volna a 2020 első két negyedévében bekövetkezett súlyos kibocsátáscsökkenést követően. Ez különösen igaz a már meglévő csökkentett munkaidős foglalkoztatási rendszerekkel rendelkező országokra; miközben azokban az országokban, amelyek a közelmúltban vezettek be ilyen rendszereket, részben azok kialakítása vagy a végrehajtás késedelme miatt e rendszerek alig fogták vissza a munkanélküliség növekedését ahhoz képest, ami a múltbeli adatok alapján várható lett volna (1. ábra)[49].

Az aktivitási ráta visszaesése magyarázza a munkanélküliségi ráta egyes tagállamokban megfigyelt csökkenését. A recesszió súlyossága miatt sok munkanélküli inaktívvá vált, mivel felhagyott az álláskereséssel. Az uniós népesség több mint egyharmadát kitevő kilenc országban szűkült az aktivitási ráta. Az EU egészét tekintve az aktivitási ráta (15–64 év közöttiek) a 2019. negyedik negyedévi 73,5 %-ról 2020 második negyedévében 71,8 %-ra esett vissza. Olaszországban például a munkanélküliségi ráta január és április közötti 2 százalékpontos csökkenése az aktivitási ráta 3,5 százalékpontos, a munkanélküliségi rátához képest (–1,7 százalékpont) erősebb csökkenését tükrözi.

Ábra: Tényleges munkanélküliségi ráta a csökkentett munkaidős foglalkoztatás mellett és Okun törvénye szerinti előrejelzés



Forrás: A munkaerőpiac és a bérek alakulása Európában, 2020.
Megjegyzés: Okun törvénye a munkanélküliség és az ország termelésében bekövetkező csökkenés között megfigyelt kapcsolatra utal.

A Covid19-válság aránytalanul nagyobb mértékben sújtja a legkiszolgáltatottabb munkavállalókat, és tartós erőfeszítéseket tehet szükségessé a növekvő társadalmi és gazdasági egyenlőtlenségek enyhítése

[49] Európai Bizottság (2020), Labour Market and Wage Developments in Europe 2020 (A munkaerőpiac és a bérek alakulása Európában 2020-ban) (megjelenés előtt). Kialakult csökkentett munkaidős foglalkoztatási rendszerekkel rendelkező országok: Ausztria, Belgium, Németország, Spanyolország, Finnország, Franciaország, Olaszország, Luxemburg, Portugália és Svédország.

érdekében. A világjárvány foglalkoztatásra gyakorolt hatása országonként, ágazatonként és munkavállalónként eltérő[50]**.** Mindenekelőtt a gazdaságilag legkiszolgáltatottabb munkavállalók (alacsony képzettségű, alacsony bérezésű munkavállalók, nem EU-ban született migránsok) és a fiatal munkavállalók esetében valószínű, hogy a járványügyi kockázatoknak különösen kitett ágazatokban (például kiskereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás) dolgoznak; legtöbbjük atipikus foglalkoztatási formában. Ennek következtében korrekciós intézkedések hiányában a Covid19 hatása arányaiban nagyobb terhet róhat az alacsonyabb jövedelműekre, ami a szegénységi ráta növekedéséhez vezethet. Mindezek fényében a tagállamok ideiglenes intézkedéseket fogadtak el a nagyon alacsony jövedelmű kiszolgáltatott csoportok és az álláskeresési járadékra nem jogosult személyek támogatására. Előretekintve az uniós kezdeményezések – például a SURE, a REACT-EU, az esb-alapok és a Helyreállítási és Rezilienciaépítési Eszköz – által támogatott nemzeti szakpolitikai válaszok fontos szerepet játszanak a válság szociális helyzetre gyakorolt hatásainak hatékony enyhítésében.

[50] Lásd Basso, G. és mások (2020), „The new hazardous jobs and worker reallocation” (Az új veszélyes foglalkozások és a munkavállalók átrendeződése), OECD Social, Employment and Migration Working Papers, 247. sz., OECD Publishing, Párizs, https://doi.org/10.1787/400cf397-en

4. A FŐ KIHÍVÁSOK ÖSSZEFOGLALÁSA ÉS FELÜGYELETI VONATKOZÁSOK

A makrogazdasági egyensúlyhiányok korrekciója a kedvező gazdasági feltételek közepette 2019-ig nagyjából folyamatban volt, de a Covid19-járvány nyomán új kockázatok fenyegetnek.

- **A 2008. évi pénzügyi válság után kiigazított, folyamat típusú egyensúlyhiányok, valamint a 2013-tól tapasztalt gazdasági expanzió** – elsősorban az adósságrátát visszafogó nagyobb nevezőnek köszönhetően – **hozzájárultak az állomány jellegű egyensúlyhiányok csökkentéséhez**. Ugyanakkor az elmúlt évekbeli élénkülés a gazdaság túlhevülésének kockázatát vonta maga után, főként a lakásárak és a költség-versenyképesség tekintetében, különösen az erőteljesebben bővülő gazdaságokban. Ezek a tendenciák 2019-ig folytatódtak.
- **A Covid19-járvány kitörését követően számos fennálló makrogazdasági egyensúlyhiány súlyosbodhat, és új kockázatok merülhetnek fel.** Az előrejelzések és az évközi adatok kifejezetten azt sugallják, hogy az állami és a magánszektor adósságrátája egyaránt növekvőben van. A gazdasági tevékenység tartósan visszafogott szintje, a vállalati csődök és a gyenge munkaerőpiac miatt a jövőben bizonytalanná válhatnak az adósságtörlesztési kilátások. A bankok mérlegének további alakulására kihathat az adósságválság, valamint a jövedelmezőség romlása. Ugyanakkor a közelmúltban jellemző túlzottan élénk lakásár-dinamika most lefelé irányuló korrekciókat tehet szükségessé.

Összességében számos tagállamban állnak fenn kihívások – különböző okokból és különböző mértékben. A makrogazdasági stabilitással összefüggő kihívások súlyosságának foka tagállamonként igen eltérő, a sebezhetőség és a fenntarthatatlan tendenciák jellegétől, nagyságrendjétől és egymásra gyakorolt hatásától függően. A potenciális egyensúlyhiányok fő forrásai számos tipológia alapján kapcsolódnak össze, az alábbiak szerint:

- Több tagállamban továbbra is meghatározók a *különféle, egymással összefüggő állományjellegű sebezhetőségek*. Jellemzően ez a helyzet azon országok esetében, amelyeket együttesen érintettek a fellendülési-visszaesési hitelciklusok és a folyó fizetési mérleg globális pénzügyi válságot követő előjelváltása, és mindez a bankszektorra és az államadósságra is kihatott. E tagállamok közül többet súlyosan érintett a Covid19 miatti recesszió, ami a turizmus e gazdaságokban betöltött viszonylag jelentős szerepét is tükrözi.
    - Ciprus és Görögország esetében a magas eladósodottságot, valamint a jelentős negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciót a pénzügyi ágazatban tartósan fennálló problémák kísérik, jóllehet a ciprusi bankokat illetően javulás figyelhető meg a nemteljesítő hitelek és a jövedelmezőség terén, Görögországban pedig 2019 óta felgyorsult a nemteljesítő hitelek arányának csökkenése, bár állományuk még így is igen jelentős. Görögország esetében a potenciális kibocsátás növekedése alacsony, a munkanélküliség pedig magas.
    - Horvátországban, Írországban, Portugáliában és Spanyolországban a korábbi állomány jellegű problémákból eredő sebezhetőségek is számottevők, sokrétűek és összekapcsolódnak egymással. Ezekben az országokban az állományi egyensúlyhiányok mostanáig a nominális GDP növekedése miatt csökkentek. Ehhez társult egyes esetekben a lakásárak ismételt markáns növekedése (Írországban, és újabban Portugáliában), valamint a fajlagos munkaköltség újbóli emelkedése és a versenyképesség javulásának stagnálása Portugáliában és Spanyolországban. Mindazonáltal a válság a jelek szerint tompítja ezeket a tendenciákat, viszont az adósságráták a nominális GDP kisebb mértékű növekedése és a fokozott hitelfelvétel következtében emelkednek.

- Romániában és Magyarországon a sebezhetőség az államadósság és a külső finanszírozás együtteséhez kapcsolódik. Romániában nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya a fajlagos munkaköltségek éveken át tartó erőteljes emelkedése és a belső kereslet élénk bővülése nyomán. Az államadósság növekedése gyors volt, és várhatóan a továbbiakban is folytatódik, ami fokozza a külső finanszírozási igényeket. Magyarországon az államadósság a rövid futamidők miatt nagy finanszírozási szükségletet generál, amelyet részben külső forrásokból elégítenek ki. Mindkét országban az adósság nem elhanyagolható része devizában denominált.

- Néhány országban a sebezhetőségek főként *a válság következtében tovább növekvő, jelentős államadósság-állományból*, illetve a *potenciális kibocsátás növekedésével* és a *versenyképességgel* kapcsolatos aggályokból erednek. Ez különösen igaz Olaszország esetében, ahol a bankszektorhoz, valamint a nemteljesítő hitelek még mindig nagy, de – legalábbis a világjárvány kezdetéig – gyors ütemben csökkenő állományához is sebezhetőségek kapcsolódnak, a munkaerőpiac gyenge teljesítménye közepette. A Belgiumban és Franciaországban tapasztalt problémák elsősorban a magas államadóssággal és a potenciális növekedéssel állnak összefüggésben, miközben egyre romlik a versenyképesség. Franciaországban a magánszektor adósságállománya már a jelenlegi válság előtt is meglehetősen magas volt, és idén egyértelműen tovább nőtt. Belgiumban a háztartások adósságállománya viszonylag magas és növekszik, amihez potenciálisan túlértékelt ingatlanárak társulnak; a külső pozíció továbbra is szilárd, de a közelmúltban valamelyest gyengült. Az államadósság ezekben az országokban valószínűleg emelkedni fog, tekintettel a bevételi alapot csökkentő jelenlegi recesszióra, valamint a válság hatásának enyhítése érdekében hozott intézkedésekre. Belgium esetében mind a magánszektor adóssága, mind az államadósság – a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás eredménytáblájának küszöbértékeit már így is meghaladó szintről indulva – várhatóan növekedni fog.

- Egyes tagállamokat *nagy, de folyamatosan csökkenő folyófizetésimérleg-többlet* jellemez, amely továbbra is az alapvető gazdasági tényezők által indokolt szint felett van. Ez a helyzet áll fenn Németországban és Hollandiában. Hollandiában a jelentős többlet a háztartások magas adósságállományával és a lakásárak erőteljes növekedésével párosul; a lakásárakkal kapcsolatos nyomás nemrégiben Németországban is megjelent, de ott az adósságszintek viszonylag alacsonyak. A nagy, bár csökkenő többletek elszalasztott növekedési és belföldi beruházási lehetőségeket tükrözhetnek, ami – tekintettel a célértéktől tartósan elmaradó inflációra és a gyengülő külső keresletre – az euróövezet többi tagállamára nézve is következményekkel jár.

- Egyes tagállamokban *az ingatlanpiaci fejlemények a háztartások magas adósságállományával összefüggésben a lakásárak értékeléséhez kapcsolódó kockázatokhoz vezettek*. Kifejezetten ez a helyzet Svédországban, továbbá kisebb mértékben Ausztriában, Dániában és Luxemburgban, ahol az utóbbi években tartós lakásár-emelkedés volt megfigyelhető, amely potenciális túlértékelési problémákkal és jelentős mértékű háztartási adóssággal társul. Az utóbbi évek adatai Svédországban néhány rövid életű, lefelé irányuló árkiigazításra és túlértékelésre, a többi esetben (Luxemburg kivételével) pedig mérsékelt lakásár-növekedésre utalnak. Finnországot a jelek szerint sem az erős lakásár-növekedés, sem az esetleges túlértékelés nem érinti: itt a háztartások magas és növekvő adósságállománya jelent kihívást. A Covid19-világjárvány utáni helyzetet valószínűleg a lakásárak dinamikájának lassulása, illetve lefelé történő korrekciója fogja jellemezni. A nyomon követés során meg kell győződni arról, hogy az ilyen kiigazítás rendezetten történik-e.

Az állomány jellegű egyensúlyhiányok jelenlegi súlyosbodása nem feltétlenül tesz automatikusan szükségessé új részletes vizsgálatokat. Először is a kockázatok – különösen a magán- és az

államadóssággal kapcsolatos aggályok – súlyosbodása főként azokat az országokat érinti, ahol már egyensúlyhiányt vagy túlzott egyensúlyhiányt állapítottak meg. Másodszor, az előrejelzéseket továbbra is jelentős bizonytalanság övezi, nevezetesen a járványügyi helyzet alakulását illetően, és ez a bizonytalansági tényező nagy valószínűséggel egészen a részletes vizsgálatok elkészültéig meghatározó marad. Harmadszor, a GDP-arányos államadósság 2020. évi nagymértékű növekedése részben a nominális GDP átmeneti jelentős csökkenésének és a válság hatásának tompítására irányuló szándékos szakpolitikai döntéseknek az eredménye.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés következtetése szerint 12 tagállam esetében indokolt a részletes vizsgálat, ezek: Horvátország, Ciprus, Franciaország, Németország, Görögország, Írország, Olaszország, Hollandia, Portugália, Románia, Spanyolország és **Svédország**. Minden említett tagállam részletes vizsgálat tárgyát képezte a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében végrehajtott felügyelet előző éves ciklusában, és esetükben egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány fennállását állapították meg. Az új részletes vizsgálatok lehetővé teszik az említett kihívások mélyrehatóbb elemzését és a szükséges szakpolitikai intézkedések számbavételét. A meglévő értékelések aktualizálására irányuló, elkövetkező részletes vizsgálatok mindenekelőtt annak megállapítását szolgálják, hogy súlyosbodnak-e az egyensúlyhiányok vagy folyamatban van-e a kiigazításuk.

Ez a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés kiemeli, hogy szorosan nyomon kell követni a potenciálisan kockázatos fejleményeket több olyan tagállamban, amelyek esetében nem készül részletes vizsgálat. Nem sokkal a Covid19-járvány kitörése után számos euróövezeten kívüli tagállamban merültek fel a külső finanszírozással kapcsolatos aggályok. Azóta a piaci nyomás enyhült, de ismét megjelenhet, ha a körülmények alakulásával indokolttá válik a kockázatok újraértékelése. Konkrétan azon országok, ahol a kormány részben devizában finanszírozza kiadásait, illetve amelyek államháztartását kockázatosabbnak tartják, valamint Magyarország esetében helyénvalónak tűnik a kormányzati hitelfelvétel és a külső finanszírozás közötti kölcsönhatás nyomon követése[51]. A GDP-arányos államadósságok növekedésének következményeit szintén nyomon kell követni számos olyan tagállamban, amely jelenleg nem tartozik a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet hatálya alá. Belgiumban mind a magán-, mind az államadósság várhatóan túl fogja lépni a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti küszöbértéket. Dániában, Finnországban és Luxemburgban az előrejelzések szerint a magánszektor adósságállománya a küszöbérték fölé emelkedik. Ausztriában és Szlovéniában az államadósság valószínűleg tovább növekszik, és meghaladja a GDP 60 %-át. Nagyfokú bizonytalanság övezi azt, hogy ezek a fejlemények milyen mértékben jelentenek további kockázatot a makrogazdasági stabilitásra nézve, hiszen az adósság alakulása elsősorban a jelenleg nehezen felbecsülhető, közép- és hosszabb távú növekedési kilátásoktól függ. Ezért a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés arra a következtetésre jut, hogy ezen országok esetében a jelenlegi szakaszban nincs szükség részletes vizsgálat elvégzésére.

[51] Az államháztartás és a külső szektor közötti kölcsönhatást a Romániára vonatkozó részletes vizsgálat keretében is meg kell vizsgálni.

5. A TAGÁLLAMOKRA VONATKOZÓ ÉSZREVÉTELEK

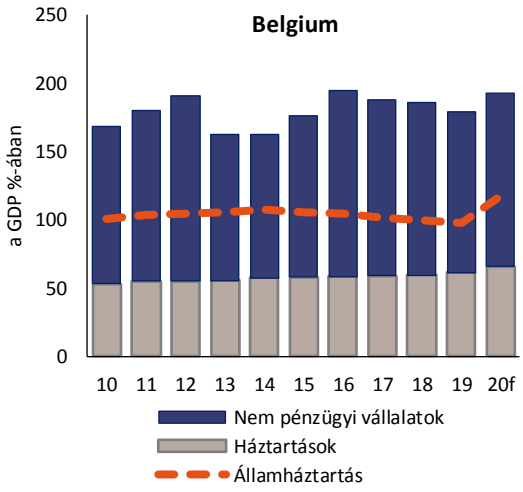
BELGIUM: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Belgium tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján a magán- és az állami szektor adóssága meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 1,7 %-ról 2020-ban –8,4 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 4,1 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 1,4 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- **A külső sebezhetőség mérsékelt maradt.** A folyó fizetési mérleg 2019-ben csekély többletet mutatott, míg a nettó nemzetközi befektetési pozíció határozottan pozitív, ami enyhíti a külső fenntarthatósággal kapcsolatos aggályokat. A fajlagos munkaköltségek visszafogott ütemben növekedtek.
- A **magánszektor eladósodottsága** 2019-ben jóval a küszöbérték felett maradt, és 2020-ban várhatóan tovább növekszik, körülbelül a GDP 200 %-ára. Belgiumban magas a **nem pénzügyi vállalatok** adósságállománya, de ez nagymértékben a határokon átnyúló, csoporton belüli hitelezés következménye, ami csökkenti a kockázatokat. A **háztartások** – főként jelzáloghitelekhez köthető – **eladósodottsága** 2019-ben a nettó hiteláramlás bővülése miatt tovább nőtt. Miután a lakáscélú beruházások 2020 első felében a lezárások és a korlátozó intézkedések miatt visszaestek, a második félévben várhatóan új lendületet kapnak. 2019-ben emelkedtek a lakásárak, és a potenciális túlértékeltség jelei mutatkoztak.

A1. ábra: Adósság a gazdaság különböző szektoraiban



Forrás: Eurostat

- A **bankok mérlege** az elmúlt években javult, és a tőkemegfelelési, valamint a likviditási mutatók továbbra is megfelelőek. A Covid19-válság miatt a már amúgy is magas **államadósság** várhatóan jelentősen megugrik: az előrejelzések szerint 2020-ban 20 százalékponttal növekszik, és eléri a GDP csaknem 118 %-át.
- A kedvező makrogazdasági feltételek elősegítették a **munkahelyteremtést, és a munkanélküliségi ráta** a 2015. évi csúcsértéket követően 2019-ben tovább csökkent. Ez a csökkenő tendencia 2020-ban várhatóan megfordul, 2021-ben pedig a munkanélküliség jelentős növekedésével kell számolni. Az inaktivitási ráta továbbra is magas.

Belgiumban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, viszont az eladósodottság következtében potenciális sebezhetőségek jellemezték az országot. A Covid19-válság nyomán az államháztartás és a magánszektor eladósodottsága nőtt, amit figyelemmel kell kísérni. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

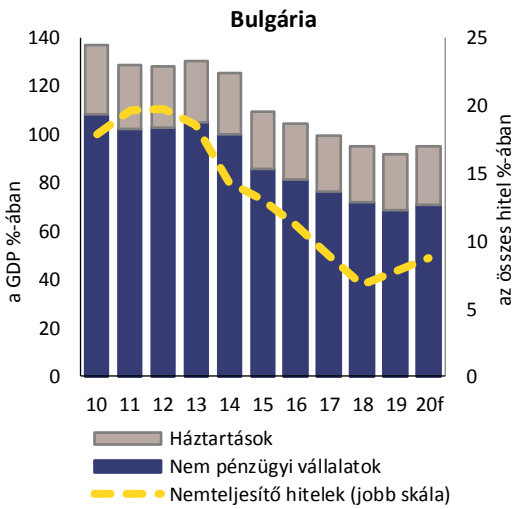
BULGÁRIA: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Bulgáriában immár nem áll fenn makrogazdasági egyensúlyhiány. A 2019-re vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nominális fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 3,7 %-ról 2020-ban –5,1 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 2,6 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 1,4 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg** többlete 2019-ben nőtt, de az idegenforgalmi bevételek jelentős visszaesése miatt 2020-ban várhatóan némileg szűkül. Folytatódott a nagyrészt közvetlen külföldi befektetésekből eredő negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció javulása, a mutató 2019-ben az indikatív küszöbértéken belülre került, és az előrejelzések szerint a jövőben tovább javul. A bérek Covid19-válsággal összefüggő mérséklődése a jövőben valószínűleg csökkenteni fogja a költség-versenyképességre nehezedő nyomást, bár a munkaerő-tartalékolás 2020-ban a fajlagos munkaköltség emelkedésének átmeneti felgyorsulását eredményezte.

A2. ábra: Magánadósság és nemteljesítő hitelek



Forrás: Eurostat és EKB

- A **vállalati szektor hitelállomány-leépítése** a nominális GDP erőteljes növekedésének köszönhetően 2019-ben is folytatódott. A vállalati adósságállomány a prudenciális szint alatt van, de meghaladja az alapvető referenciaértéket. A hitelállomány növekedésének üteme 2019-ben fokozódott, de 2020-ban visszaesés várható, miközben az adósságráta a GDP szűküléséből adódóan növekszik. A jelzáloghitel-felvétel gyorsulása mellett a reál **lakásárak** növekedése 2019-ben némileg mérséklődött, és a Covid19-válság összefüggésében 2020-ban további lassulás valószínűsíthető.
- Az **államadósság** a Covid19-válság költségvetési hatása ellenére 2020-ban várhatóan jóval a GDP 30 %-a alatt marad. A **pénzügyi ágazat** nyereséges és jól tőkésített. A megerősített irányítás és felügyelet hozzájárult a pénzügyi rendszer stabilitásához. 2020 júliusában Bulgária csatlakozott az ERM-II-höz, és belépett a bankunióba. A nemteljesítő hitelek aránya csökkenő tendenciát mutat, és 2019-ben elérte a 6,5 %-ot. A jövőben azonban kihívást fog jelenteni, hogy a Covid19-válságra válaszul hozott kormányzati támogatási intézkedések fokozatos megszüntetését követően elkerüljék a nemteljesítő hitelek megugrását.
- A **munkaerőpiac** 2019-ben is **kedvezően alakult**, a munkanélküliség 4,2 %-ra csökkent. A Covid19-válság hatására a csökkenő tendencia megfordul, de a foglalkoztatás szűkülése nyomán – az inaktivitás növekedése miatt – a munkanélküliség nem ugrott meg ugyanolyan mértékben.

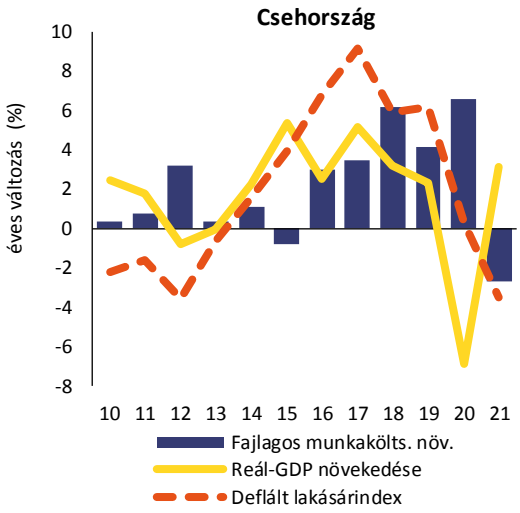
Bulgáriában a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a nemteljesítő hitelek állománya és a vállalatok eladósodottsága viszonylag magas volt, de csökkenő tendenciát mutatott. A Covid19-válság következtében a vállalati adósság GDP-hez viszonyított aránya várhatóan nőni fog, és a nemteljesítő hitelek aránya is emelkedhet. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

CSEHORSZÁG: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Csehország tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a fajlagos munkaköltség növekedése és a lakásár-emelkedés meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 2,3 %-ról 2020-ban –6,9 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,1 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 0,8 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

A3. ábra: GDP, fajlagos munkaköltség és lakásárak



Forrás: Eurostat

- A **külső pozíció** viszonylag stabil, a folyó fizetési mérleg 2019-ben kismértékű hiányt mutatott. Az export koncentrációja és a globális értékláncokba való integráció változatlanul jelentős. A nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) tovább javult, de 2019-ben negatív, a GDP –20 %-a körüli maradt. A nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélkül számított nettó nemzetközi befektetési pozíció szintén javult, és az ország nettó eszközpozíciója egyértelműen pozitív.
- A **fajlagos munkaköltségek** növekedése 2019-ben mérséklődött, de továbbra is magas. A Covid19-válság miatt a jövőben a bérek bizonyos mértékű mérséklődése várható, bár az előrejelzés szerint a munkaerő-tartalékolás 2020-ban a fajlagos munkaköltség emelkedésének átmeneti felgyorsulását eredményezi.
- Változatlanul figyelemmel kell kísérni a **lakásárak** alakulását és a jelzáloghitelek dinamikáját. A reál lakásárak növekedése 2019-ben felgyorsult, és egyre több jel utal a túlértékeltségre. Mindazonáltal 2020–2021-ben a lakásárak emelkedése valószínűleg lassulni fog. A háztartásokra irányuló nettó hitelnyújtás 2019-ben pozitív, a jelzáloghitelek növekedése pedig stabil maradt. A hitelállomány az elmúlt években összességében mérsékelten nőtt, 2019-ben pedig némi lassulás volt megfigyelhető, és a **magánszektor eladósodottsága** továbbra is alacsony.
- Az **államadósság** GDP-hez viszonyított aránya 2019-ben tovább csökkent, de az előrejelzések szerint a Covid19-válság következtében 2020-ban növekedni fog és megközelíti a GDP 40 %-át, majd 2021-ben várhatóan ezen a szinten marad. A nagyrészt külföldi tulajdonban lévő **bankszektor** jól tőkésített, és a saját tőke hányada a legnagyobbak közé tartozik az EU-ban.
- A jobb makrogazdasági feltételeknek köszönhetően a **munkaerőpiac** 2019-ben tovább javult, és a munkanélküliség 2 %-ra esett vissza. A Covid19-válság nyomán a munkanélküliségi ráta az előrejelzések szerint 2020-ban és 2021-ben is némileg nőni fog, bár az uniós átlaghoz képest nagyon alacsony szinten marad.

Csehországban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a versenyképesség, valamint a lakáspiacon kialakult nyomás jelentett némi kockázatot. A Covid19-válság következtében a költségnyomás csökken. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

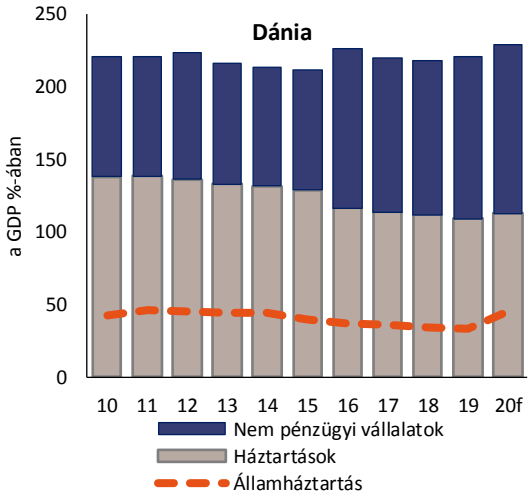
DÁNIA: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Dánia tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérleg többlete, valamint a magánszektor adóssága meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 2,8 %-ról 2020-ban –3,9 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,5 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 1,5 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg** továbbra is jelentős többletet mutat, 2019-ben elérte a GDP 8,9 %-át, de az előrejelzések szerint 2020-ban körülbelül 7 %-ra szűkül. A folyó fizetési mérleg évek óta fennálló többlete számottevő pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíciót eredményezett és pozitív nettó elsődleges jövedelmet generált, ami pedig ismét hozzájárult a folyó fizetési mérleg egyenlegének többletéhez.

A4. ábra: ***Adósság a gazdaság különböző szektoraiban***



Forrás: Eurostat

- A **magánszektor adósságállománya** 2019-ben nagyjából stabil volt, miközben a hitelállomány bővülése felerősödött. A 2009 óta megfigyelhető folyamatos passzív hitelállomány-leépítés ellenére a **háztartások adósságállománya** továbbra is a legmagasabb az EU-ban, 2019-ben a GDP mintegy 110 %-át tette ki, ami egyértelműen meghaladja az alapvető és a prudenciális küszöbértéket, és 2020-ban várhatóan növekedni fog. A háztartások hitelállomány-leépítésével kapcsolatos kockázatokat azonban részben ellensúlyozza a jelentős eszközállomány. A háztartásokra irányuló nettó hitelnyújtás 2019-ben pozitív maradt. Az adósságfelhalmozáshoz továbbra is hozzájárulnak az alacsony finanszírozási költségek és a kedvező adóügyi megítélés. A **reál lakásárak** mérsékelt ütemben tovább emelkedtek, és megjelentek a túlértékeltségre utaló jelek. A vállalatok eladósodottsága a közelmúltbeli növekvő tendencia ellenére összességében mérsékelt maradt.
- A **munkanélküliségi ráta** 2019-ben tovább javult, 5 %-ra, és az előrejelzés szerint az állami támogatási rendszereknek köszönhetően csak mérsékelten fog növekedni. Csak néhány ágazatban áll fenn továbbra is munkaerőhiány, ami enyhíti a bérekre gyakorolt, felfelé ható nyomást.
- A **bankszektorhoz és az államháztartás adósságához** kapcsolódó kockázatok változatlanul mérsékeltek. A bankok általánosságban jó helyzetben vannak ahhoz, hogy fenntartsák a gazdaságnak való hitelnyújtást. A válság, valamint a kormány által bevezetett jelentős szükséghelyzeti és helyreállítási intézkedéscsomagok miatt az államadósság az előrejelzések szerint 2020-ban mintegy 10 százalékponttal nő, a GDP 45 %-ára, vagyis egyértelműen a GDP 60 %-a alatt marad.

Dániában a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a háztartások magas adósságállománya és a lakáspiac bizonyos kockázatokat vetett fel. A Covid19-válság hatására a háztartások adósságrátája várhatóan nőni fog. A Bizottság

mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

NÉMETORSZÁG: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Németországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, ami mindenekelőtt a folyó fizetési mérleg jelentős – a magán- és a közszféra megtakarításaihoz képest visszafogott beruházásokat tükröző – többletével függ össze. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérleg többlete meghaladja az indikatív küszöbértéket.

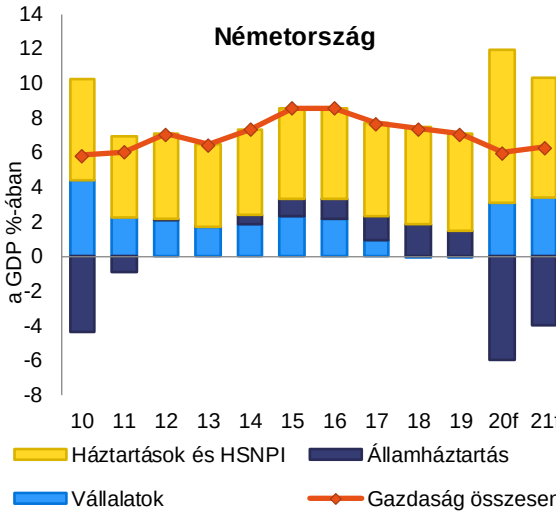
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a beruházásokat, a munkajövedelmek támogatását, az üzleti környezetet és a nyugdíjakat érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került a közberuházások fokozásához, a magánberuházások támogatásához és a munkát terhelő adók emelésének elkerülésére irányuló kötelezettségvállaláshoz kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 0,6 %-ról 2020-ban –5,6 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,5 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 1,7 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg többlete**, amely 2019-ben a GDP 7,1 %-ának felelt meg, az elmúlt években fokozatosan csökkent. 2020-ban a kormányzati nettó hitelnyújtás nagymértékű visszaesése hozzájárul a többlet jelentős csökkenéséhez, annak ellenére is, hogy a magánszektor növelte nettó hitelnyújtási pozícióját. 2020-ban a kereskedelmi mérleg többlete is szűkül, mivel az export az importnál nagyobb mértékben esik vissza. A helyreállítás nyomán a folyófizetésimérleg-többlet várhatóan kismértékben újra növekedni fog.

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



Forrás: Ameco

- Az elmúlt években nőtt a **magán- és állami beruházások** állománya, bár továbbra is némileg elmarad az euróövezeti átlagtól. Miközben 2020-ban a közberuházások a korábbinál sokkal gyorsabban bővültek, a magánberuházásokat rendkívüli mértékben visszavetette a Covid19-válság.
- Az **államadósság** 2019-ben az eredménytábla szerinti, a GDP 60 %-ában meghatározott indikatív küszöbérték alatt maradt, de az előrejelzés szerint 2020-ban a GDP 71 %-a körül lesz. A német **bankrendszer** továbbra is megfelelően tőkésített, és a nemteljesítő hitelek szintje rendkívül alacsony. A jövedelmezőség azonban változatlanul csekély, és a nemteljesítő hitelek állománya valószínűleg nőni fog.
- A Covid19-válságot megelőzően a **munkaerőpiac** hagyományosan szűk volt, jelentős mértékű foglalkoztatás és alacsony munkanélküliség jellemezte. Az előrejelzés szerint a munkanélküliségi ráta növekedése 2020-ban mérsékelt lesz, a béremelkedés pedig lassul. A csökkentett munkaidős foglalkoztatás hozzájárult a munkanélküliség növekedésének visszafogásához, és részben ellensúlyozta a jövedelemkiesést.

Németország a Covid19-válság kitörésekor számottevő belföldi megtakarítási többlettel rendelkezett, amely elsősorban a háztartások és a kormány nettó megtakarításaiból eredt. A Covid19-válság

következtében a folyó fizetési mérleg többlete jelentősen szűkült, a kormányzati beruházások üteme felgyorsult, miközben a magánberuházások visszaestek. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiány múlt februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiány fennállását, illetve felszámolását.

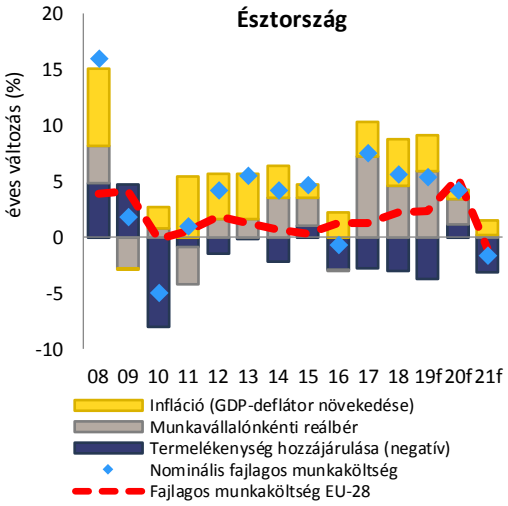
ÉSZTORSZÁG: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Észtország tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a reál effektív árfolyam és a nominális fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 5 %-ról 2020-ban –4,6 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,4 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 0,7 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőség** továbbra is visszafogott, mivel a nettó nemzetközi befektetési pozíció – bár negatív – fokozatosan javult, és az előrejelzés szerint 2020-ban tovább javul, a GDP –20 %-a fölé. A folyó fizetési mérleg többlete 2019-ben a GDP 2 %-ának megfelelő mértékű volt, és az előrejelzés szerint 2020-ban 3 % körüli lesz.
- A **nominális fajlagos munkaköltség** növekedése 2019-ben 5 % felett maradt, ami a szűk munkaerő-kínálathoz kapcsolódó tényezőkre vezethető vissza. A Covid19-válság miatti bércsökkenés az előrejelzés szerint 2020-ban és 2021-ben visszafogja a fajlagos munkaköltség növekedését. 2019-ben, bár a korábbinál lassúbb ütemben, de folytatódott a HICP-alapú reál effektív árfolyam felértékelődése.

A6. ábra: A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban



Forrás: A Bizottság szolgálatai

- A **vállalatok és a háztartások eladósodottsága** továbbra is viszonylag alacsony. A magánszektor GDP-arányos adóssága 2019-ben 98 %-ra csökkent, 2020-ban pedig a GDP szűkülése miatt valószínűleg némileg emelkedni fog, de viszonylag alacsony marad.
- A **bankszektorban** a nemteljesítő hitelek aránya 2019-ben változatlanul csekély volt, de a Covid19-válság következtében a jövőben emelkedhet. Az előrejelzés szerint a Covid19-válság miatt nőni fog az **államadósság**, és ez a tendencia 2021-ben is folytatódik, bár a GDP mintegy 20 %-át elérő adósságráta még így is a legalacsonyabb az EU-ban.
- A **munkaerőpiac** rendkívül kedvezően alakult, de a Covid19-válság befolyásolni fogja, és a munkanélküliségi ráta a 2019. évi 4,4 %-ról 2020-ban 7,5 %-ra emelkedik.

Észtországban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a költség-versenyképességi mutatók dinamikájához kapcsolódott némi kockázat. A válság ellenére a külső pozíció stabil maradt, és mérséklődött a béremelkedés. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

ÍRORSZÁG: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Írországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a magán- és az államadósság jelentős állományából és a nettó külső kötelezettségekből eredően. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) és a magánszektor adóssága meghaladja az indikatív küszöbértéket.

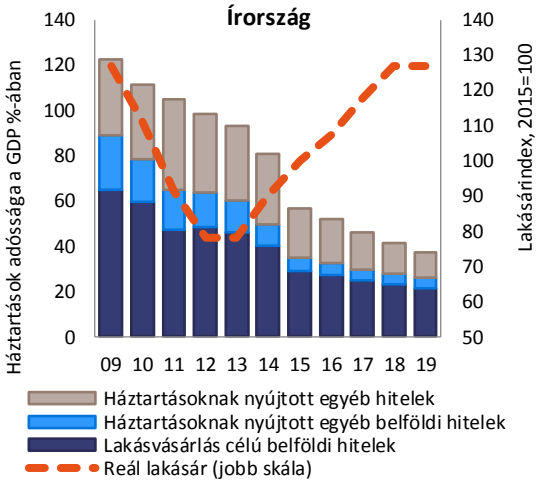
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a költségvetési-strukturális politikát és a lakáspiacot érintik. 2020-ban nagyrészt a járvány kezeléséhez szükséges intézkedésekre került sor.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 5,6 %-ról 2020-ban –2,3 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 2,9 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 2,7 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőségek** továbbra is problémát jelentenek. A folyó fizetési mérleg és a nettó nemzetközi befektetési pozíció ingadozásait nehéz felmérni a multinacionális vállalatok tevékenységének hatása miatt. A folyó fizetési mérleg erősen volatilis, 2019-ben jelentős hiányt mutatott, miközben az előrejelzés szerint 2020-ban nagymértékű többlet, majd 2021-ben egyenlegközeli helyzet várható. Az elsődleges NIIP 2019-ben nagyjából stabil volt.
- A **magánszektor adósságállománya** továbbra is magas annak ellenére, hogy az adósságráta 2019-ben a GDP 200 %-ához közelítve csökkent. A **háztartások GDP-arányos adóssága** alacsony, de a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyítva változatlanul magas. A multinacionális vállalatok nagy arányú jelenléte miatt nehéz felmérni a **vállalati eladósodottsághoz** kapcsolódó kockázatokat. A jövőben előfordulhat, hogy a Covid19-válság következtében kisebb nyereséggel, ám nagyjából változatlan finanszírozási igénnyel rendelkező vállalatoknak több hitelre lesz szükségük. A **lakásárak** emelkedése 2019-ben jelentősen lelassult, és szinte stagnált, miközben a lakások megfizethetősége továbbra is aggodalomra ad okot.
- A **GDP-arányos államadósság** 2019-ben a 60 %-os küszöbérték alá került, de az előrejelzések szerint 2020-ban – a mély recessziót és a Covid19-válságra válaszul hozott kormányzati támogatási intézkedéseket tükrözve – a GDP mintegy 63 %-át kitevő mértékűre emelkedik. Az államadósság magasabbnak tűnik, ha a nemzeti jövedelem arányában fejezzük ki, ugyanis a GNI-arányos adósságráta 2019-ben elérte a 95 %-ot.
- A **bankszektor** az elmúlt évtizedben reziliensebbé vált. A nemteljesítő hitelek aránya folyamatosan csökken, de a Covid19-válságra válaszul hozott kormányzati támogatási intézkedések fokozatos megszüntetését követően emelkedésnek indulhat.
- A **munkaerőpiac** 2019-ben is kedvezően alakult. Az előrejelzés szerint a munkanélküliségi ráta 2020-ban csak kismértékben, 5,3 %-ra, de 2021-ben erőteljesebben, 8,9 %-ra emelkedik.

A7. ábra: Háztartások adóssága és lakásárindex



Forrás: Eurostat és EKB

Írországban a Covid19-válság kitörésekor a külső, az állam- és a magánadósság állományához kapcsolódtak sebezhetőségek. A válság következtében nőni fognak az adósságráták és a munkanélküliség. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiány múlt februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiány fennállását, illetve felszámolását.

GÖRÖGORSZÁG: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Görögországban túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amelynek hátterében elsősorban az államháztartás jelentős eladósodottsága, a nemteljesítő hitelek nagy aránya, valamint a külső egyensúly helyreállításának elmaradása áll, összefüggésben a magas – bár csökkenő – munkanélküliséggel és az alacsony potenciális növekedéssel. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a lakásárak emelkedése, az államadósság, valamint a munkanélküliség meghaladja az indikatív küszöbértéket.

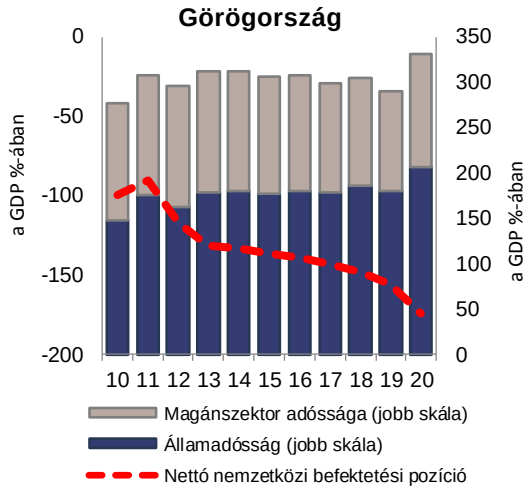
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a költségvetési-strukturális politikát, a munkaerőpiacot, az üzleti környezetet, a nemteljesítő hiteleket és a pénzügyi ágazatot érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került a fizetésképtelenséghez, az energiapiacokhoz, a munkaerőpiaci jogszabályokhoz, a nemteljesítő hitelekhez, a közberuházásokhoz, a privatizációhoz, a digitális kormányzáshoz, az oktatáshoz és képzéshez, valamint az üzleti környezethez kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 1,9 %-ról 2020-ban –9 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 5 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 5,3 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatóság** továbbra is problémát jelent, mivel a nettó nemzetközi befektetési pozíció a Covid19-válság következtében várhatóan tovább romlik. A NIIP jelentős hányada a kedvezményes feltételekkel felvett, hosszú lejáratú államadóssághoz köthető. A folyó fizetési mérleg hiánya 2019-ben csökkent, de az előrejelzés szerint 2020-ban és 2021-ben – részben az idegenforgalom visszaesésének hatását tükrözve – jelentősen bővül.
- 2019-ben folytatódott a **magánszektorbeli adósság** csökkenésének tendenciája, az adósságráta a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásban meghatározott küszöbérték alatt maradt. Az egy évtizeden át tartó árcsökkenést követően a **reál lakásárak** 2019-ben emelkedésnek indultak. A jövőben az árak a Covid19-válság következtében lefelé mozdulhatnak el.
- Az **államadósság** 2019-ben a GDP 180 %-át kitevő mértékűre csökkent, de 2020-ban a GDP visszaesése és a járvánnyal összefüggésben hozott intézkedések következtében várhatóan a GDP 200 %-a fölé emelkedik. A **bankszektor** számára továbbra is terhet jelent a nemteljesítő hitelek nagy állománya.
- A **munkanélküliség** változatlanul nagyon magas, és a válság hatására megszakadt a lassan csökkenő tendencia.

A8. ábra:NIIP, magánszektor adóssága és államadósság



Forrás: Eurostat

Görögországban a Covid19-válság kitörésekor az államadóssággal, a nemteljesítő hitelek korábban kialakult állományával, a külső egyensúly helyreállításával, a munkanélküliséggel és az alacsony potenciális növekedéssel kapcsolatos sebezhetőségek voltak jellemzők. A válság hatására valószínűleg

növekedni fognak az adósságráták, a munkanélküliség és a nemteljesítő hitelek aránya. Összességében a Bizottság – a túlzott egyensúlyhiány februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és figyelemmel kísérni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

SPANYOLORSZÁG: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Spanyolországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amely különösen a köz- és a magánszféra magas külső és belső adósságához kapcsolódik, összefüggésben a jelentős munkanélküliséggel. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), az államadósság, a munkanélküliségi ráta, valamint az aktivitási ráta meghaladja az indikatív küszöbértéket.

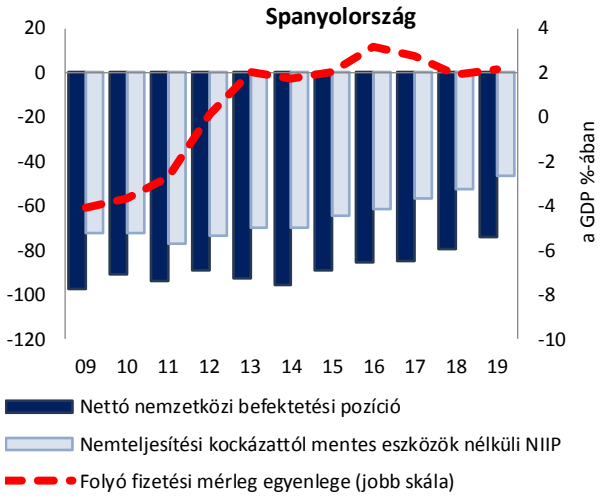
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a költségvetési-strukturális politikát, a munkaerőpiacot, az oktatást és az üzleti környezetet érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került a képzéshez és az oktatáshoz, valamint az innovációhoz kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 2 %-ról 2020-ban –12,4 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 5,4 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 6,1 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső pozíció** 2019-ben javult a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció szűkülése és a folyó fizetési mérleg folyamatos többlete mellett. Mindazonáltal a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélkül számított nettó nemzetközi befektetési pozíció továbbra is erősen negatív. Az előrejelzés szerint azonban a NIIP 2020-ban szélesedik, míg a folyó fizetési mérleg többlete a gyenge idegenforgalom ellenére viszonylag jelentős marad.

A9. ábra: NIIP és a folyó fizetési mérleg egyenlege



Forrás: A Bizottság szolgálatai

- A **vállalatok és a háztartások adósságállománya** 2020-ig csökkenő pályán volt, és a magánszektor adósságrátája 2019-ben a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében meghatározott küszöbérték alá került. A magánhitelek áramlása 2019-ben gyenge maradt. A háztartások adósságállománya meghaladja a prudenciális és az alapvető tényezőkön alapuló referenciaértéket. A munkanélküliség növekedése ronthatja a jövőbeli törlesztési képességet. Az előrejelzés szerint 2020-ban a vállalatok és a háztartások adósságának GDP-hez viszonyított aránya egyaránt nőni fog, főként a GDP Covid19 nyomán bekövetkező csökkenése miatt.
- A már így is magas GDP-arányos **államadósság** 2020-ban várhatóan mintegy 25 százalékponttal emelkedik, és eléri a GDP 120 %-át, majd 2021-ben nagyjából ezen a szinten marad.
- A **bankszektor** az elmúlt évtizedben reziliensebbé vált. Erős likviditás jellemzi, és általában megfelelően tőkésített, bár jövedelmezősége mérsékelt. A nemteljesítő hitelek aránya 2019-ben csökkent és megközelítette a 3 %-ot, de a Covid19-válság hatására valószínűleg növekedni fog.
- A **munkaerőpiac** 2019-ben is kedvezően alakult, bár a munkanélküliség és a munkaerőpiaci szegmentáció változatlanul aggodalomra adott okot. Az előrejelzés szerint a munkanélküliségi ráta 2020-ban közel 17 %-ra emelkedik, majd 2021-ben valamivel tovább nő. 2016 és 2019 között

némileg csökkent az aktivitási ráta, ami részben azzal magyarázható, hogy nőtt az oktatásban részt vevők aránya.

Spanyolországban a Covid19-válság kitörésekor a külső, a magán- és az államadóssághoz, valamint a jelentős munkanélküliséghez kapcsolódó sebezhetőségek voltak jellemzők. A válság nyomán nőnek az adósságráták és a munkanélküliség. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiány múlt februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiány fennállását, illetve felszámolását.

FRANCIAORSZÁG: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Franciaországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amelynek hátterében mindenekelőtt a magas államadósság-állomány és az alacsony termelékenységnövekedéssel összefüggő gyenge versenyképesség áll, ami határokon átnyúló jelentőséggel bír. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján a magán- és az állami szektor adóssága meghaladja az indikatív küszöbértéket.

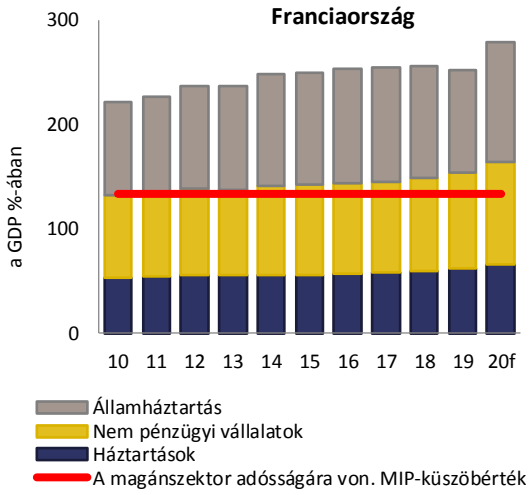
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a költségvetési-strukturális politikát, a munkatermelékenységet és az üzleti környezetet érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került az üzleti környezet és a kutatás-fejlesztés javításához kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 1,5 %-ról 2020-ban –9,4 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 5,8 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 0,9 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső pozíció** stabil, 2019-ben visszafogott folyófizetésimérleg-hiány és valamivel nagyobb mértékű negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció volt jellemző.
- 2019-ben tovább nőtt a **magánszektor adósságrátája**, a GDP 153 %-ára, és az előrejelzések szerint 2020-ban folytatódik az emelkedés. A **vállalatok hitelállománya** 2019-ben magas volt, és várhatóan még tovább emelkedik, miközben a vállalatok folytatták a készpénztartalékok felhalmozását is a vállalati nyereség növekedése, az osztalékok csökkenése, a beruházások visszaesése, valamint a nemteljesítő hitelek általánosan alacsony és csökkenő szintje mellett. A **háztartások adósságállománya** magas, és várhatóan növekedni fog. 2019-ben a lakásárak összességében mérsékelten emelkedtek, de mutatkoztak a túlértékeltség jelei.

A10. ábra: Adósság a gazdaság különböző szektoraiban



Forrás: Eurostat

- A **versenyképesség** elmúlt évtizedben bekövetkezett romlását nem sikerült ellensúlyozni. A fajlagos munkaköltségek emelkedése mérsékelt maradt, annak ellenére, hogy jelentősen lassult a munkatermelékenység javulása. Az előző években megfigyelhető csekély javulást követően az exportpiaci részesedés 2019-ben csökkent.
- Az **államadósság** 2019-ben a GDP 98 %-ának megfelelő szinten stabil maradt. A GDP-arányos adósság az előrejelzés szerint 2020-ban – a GDP szűkülését és a válság enyhítését célzó nagyszabású költségvetési intézkedéscsomagot tükrözve – a GDP mintegy 116 %-át kitevő mértékűre emelkedik. A **bankszektor** sajáttőke-szintje jó és növekszik, a nemteljesítő hitelek aránya csökken és általánosságban alacsony, bár a jövedelmezőség az európai versenytársakéval összehasonlítva mérsékelt. Mindazonáltal a Covid19-válság nyomán megnövekedhet a csődök száma.
- A **munkaerőpiac** 2019-ben kedvezően alakult, de az előrejelzés szerint a munkanélküliség a jövőben kismértékben növekedni fog.

Franciaországban a Covid19-válság kitörésekor az adóssághoz és a versenyképességhez kapcsolódó sebezhetőségek voltak jellemzők. A válság nyomán, valamint a gazdaság támogatását célzó intézkedések hatására nőtt az államadósság, ugyanakkor a versenyképesség viszonylag stabil maradt. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiány múlt februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiány fennállását, illetve felszámolását.

HORVÁTORSZÁG: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Horvátországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, ami mindenekelőtt az állam-, magán- és külső adósság magas szintjéhez kapcsolódik, összefüggésben az alacsony potenciális növekedéssel. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a lakásárak emelkedése és az államadósság meghaladja az indikatív küszöbértéket.

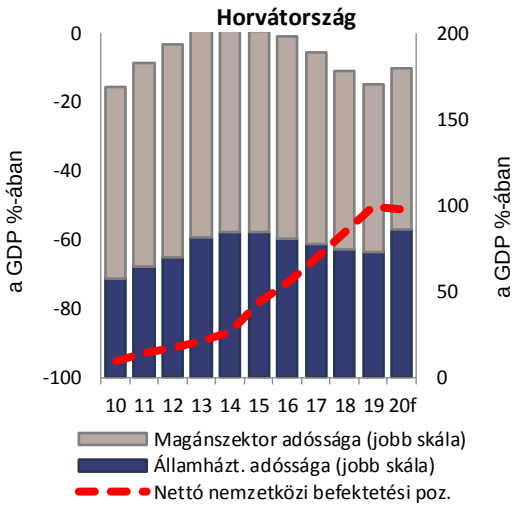
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a költségvetési-strukturális politikát, a munkaerőpiacot és az üzleti környezetet érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került a közszektor irányításának megerősítéséhez, valamint a vállalkozásokra nehezedő adminisztratív és pénzügyi terhek csökkentéséhez kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 2,9 %-ról 2020-ban –9,6 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 5,7 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 2,5 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatósággal** kapcsolatos aggályok továbbra is fennállnak, miközben a jelentős mértékben negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció javulása 2019-ben folytatódott, és a növekvő folyófizetésimérleg-többlet megközelítette a GDP 3 %-át. A külső fenntarthatósággal kapcsolatos kockázatokat enyhíti, hogy az összes külföldi kötelezettségen belül viszonylag nagy a közvetlen külföldi befektetések aránya. 2020-ban a folyó fizetési mérleg egyenlege nagyrészt a gyenge idegenforgalom miatt várhatóan negatívvá válik.
- 2019-ben folytatódott a **magánszektor adósságrátájának** csökkenése. Az adósságállomány nagy része változatlanul devizában denominált, ami árfolyamkockázatot eredményez.

A11. ábra:NIIP, magánszektor adóssága és államadósság



Forrás: Eurostat

- A **reál lakásárak** 2019-ben 8 %-ot meghaladó ütemben emelkedtek, amihez hozzájárult a jelzálog-hitelezés felgyorsulása és az értékelési különbözet megszűnése. A Covid19-válság miatt várhatóan lassul a lakásárak növekedése.
- Az **államadósság** 2019-ben tovább csökkent a GDP 73 %-át kitevő mértékűre, de még mindig viszonylag magas. Az előrejelzés szerint 2020-ban – a jelentős gazdasági visszaesés és a Covid19-világjárvánnyal összefüggésben a gazdaság támogatására irányuló intézkedések következtében – több mint 15 százalékponttal nő.
- A **bankszektorra** mérsékelt jövedelmezőség és viszonylag erős kapitalizáció jellemző, ugyanakkor a nemteljesítő hitelek állománya viszonylag nagy, bár csökkenőben van. A nemteljesítő hitelek állománya a Covid19-válságra válaszul hozott kormányzati támogatási intézkedések fokozatos megszüntetését követően valószínűleg növekedni fog.

- A **munkanélküliségi ráta** 2019-ben minden eddiginél alacsonyabbra, 6,6 %-ra süllyedt, ami együtt járt a tartós és az ifjúsági munkanélküliség erőteljes csökkenésével. Az előrejelzés szerint azonban a jelenlegi válsághelyzetben a munkanélküliség újra emelkedésnek indul.

Horvátországban a Covid19-válság kitörésekor az állami és a magánszektor adósságához és a külső adóssághoz kapcsolódó sebezhetőségek voltak jellemzők, az alacsony potenciális növekedés összefüggésében. A válság következtében az adósságráták és a munkanélküliség növekedésével kell számolni. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiány februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiány fennállását, illetve felszámolását.

OLASZORSZÁG: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Olaszországban túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amelynek hátterében mindenekelőtt a magas államadósság és a tartósan gyenge termelékenységnövekedés áll, összefüggésben a nemteljesítő hitelek még mindig nagy állományával és a jelentős munkanélküliséggel. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján az államadósság és a munkanélküliségi ráta meghaladja az indikatív küszöbértéket.

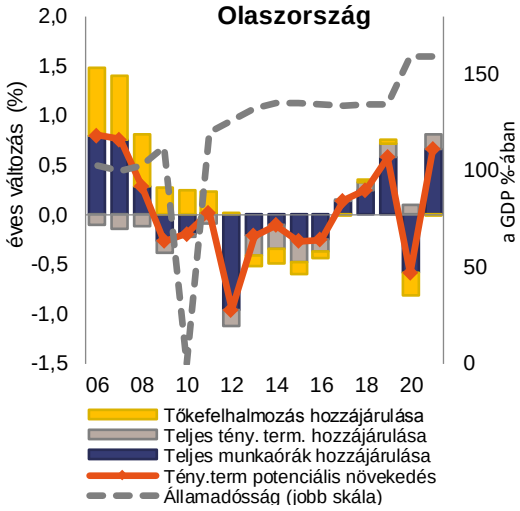
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a költségvetési-strukturális politikát, a munkaerőpiacot, az üzleti környezetet és a pénzügyi ágazatot érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került a közigazgatás hatékonyságához, valamint a digitális és zöld átállás támogatásához kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 0,3 %-ról 2020-ban –9,9 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 4,1 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 4,1 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső pozíció** stabil: a nettó nemzetközi befektetési pozíció egyensúlyközeli szinten van, a folyó fizetési mérleg pedig az idegenforgalom visszaesése ellenére 2020-ban is jelentős többletet mutat.
- Az aggregált **termelékenységnövekedés** továbbra is lassú, és középtávon várhatóan csak csekély mértékben javul. A **fajlagos munkaköltség növekedése** 2019-ben alacsony maradt, az előrejelzés szerint pedig 2020-ban a béremelkedés lassulni fog.
- Az **államadósság** 2019-ben változatlan, a GDP körülbelül 135 %-ának megfelelő mértékű volt, de 2020-ban várhatóan jelentősen, mintegy 25 százalékponttal nőni fog, ami a világjárvány és a gazdasági tevékenység visszaesése nyomán hozott válaszintézkedéseket tükrözi. 2020-ban az elsődleges egyenleg 2009 óta először várhatóan negatívvá válik.

A.12. ábra:Potenciális növekedés és államadósság



Forrás: A Bizottság szolgálatai

- A **bankszektorban** folytatódott a nemteljesítő hitelek szintjének jelentős csökkenése, de a 7 %-ot megközelítő szint még mindig viszonylag magas. A világjárvánnyal összefüggésben végrehajtott likviditási intézkedések hatására javult a 2019-ben viszonylag gyenge hitelnyújtási tevékenység. Amennyiben túl hamar kerül sor a Covid19-járvánnyal kapcsolatos egyes intézkedések megszüntetésére, a nemteljesítő hitelek aránya valószínűleg nőni fog.
- A világjárvány okozta sokk következtében a közelmúltbeli kedvező **munkaerőpiaci** tendencia megfordulni látszik, és a szükséghelyzeti intézkedések megszüntetésével a helyzet tovább romolhat. Az előrejelzés szerint a munkanélküliségi ráta 2020-ban 10 % körüli marad.

Olaszországban a Covid19-válság kitörésekor a jelentős államadóssághoz és a gyenge termelékenységnövekedéshez kapcsolódó sebezhetőségek voltak jellemzők, összefüggésben a nemteljesítő hitelek csökkenő, de még mindig magas állományával és a munkanélküliséggel. A válság nyomán nőttek az adósságráták, miközben a munkaerőpiacra és a bankszektorra gyakorolt hatás

valószínűleg később lesz érzékelhető a válság hosszától és a támogatási intézkedések fokozatos megszüntetésének időzítésétől függően. Összességében a Bizottság – a túlzott egyensúlyhiány februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy helyénvaló tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és figyelemmel kísérni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

CIPRUS: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Cipruson túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a pénzügyi szektorban komoly terhet jelentő nemteljesítő hitelek rendkívül nagy aránya, valamint az állam-, magán- és külső adósság jelentős állománya áll, összefüggésben a mérsékelt potenciális növekedéssel. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérleg hiánya, a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a magánszektor és az állam adósságrátája meghaladja az indikatív küszöbértéket.

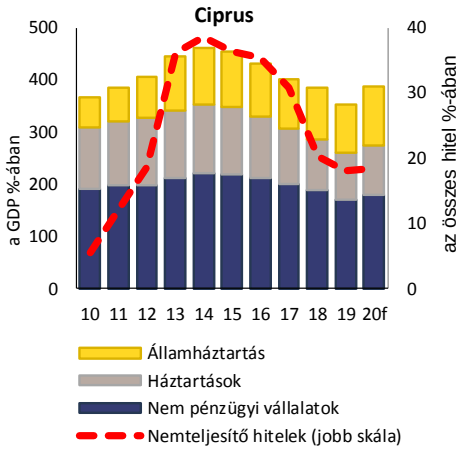
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a költségvetési-strukturális politikát, a magánszektor adósságállományát, a nemteljesítő hiteleket és az üzleti környezetet érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került az igazságszolgáltatási rendszerhez, a közigazgatáshoz, az önkormányzatokhoz és a finanszírozáshoz való hozzáféréshez kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 3,1 %-ról 2020-ban –6,2 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,7 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 0,7 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőség** továbbra is aggodalomra ad okot, mivel a nettó nemzetközi befektetési pozíció a 2019. évi javulás ellenére jelentősen negatív, és nagy része a különleges célú gazdasági egységek tevékenységéből ered. 2019-ben a folyó fizetési mérleg számottevő, a GDP 6,3 %-ának megfelelő hiányt mutatott, és az idegenforgalom erőteljes visszaesése következtében 2020-ban várhatóan jelentősen romlik.

A13. ábra: Adósság és nemteljesítő hitelek



Forrás: Eurostat és EKB

- A **vállalati adósságráta** 2019-ben tovább csökkent, bár változatlanul magas. A nem pénzügyi vállalatok hitelállomány-leépítése gyorsabb volt, mint a háztartásoké. 2019-ben a **háztartások adósságállománya** a GDP 90 %-a körüli volt, meghaladva a prudenciális küszöbértéket. 2020-ban a nominális GDP csökkenése és a hitelmoratóriumok miatt a magánszektor adósságrátái várhatóan emelkednek. 2021-től lehet újra csökkenő tendenciára számítani.
- Noha az **államadósság** GDP-hez viszonyított aránya 2019-ben csökkent, az előrejelzés szerint 2020-ban – a költségvetési támogatási intézkedések, a további kötvénykibocsátások és a GDP szűkülése miatt – körülbelül 20 százalékponttal nő, és megközelíti a GDP 113 %-át. Az elmúlt években javult a **bankszektor** stabilitása, és a nemteljesítő hitelek aránya 2018–2019-ben jelentősen csökkent. 2020-ban a nemteljesítő hitelek arányának növekedése mérsékelt volt az eszközértékesítések és -leírások miatt, de 2021-ben a törlesztési moratórium megszűnését követően nagyobb lehet a növekedés.

Ciprust a Covid19-válság kitörésekor a külső, a magán- és az államadóssághoz, valamint a nemteljesítő hitelek még mindig nagy állományához kapcsolódó sebezhetőségek jellemezték, összefüggésben a mérsékelt potenciális növekedéssel. A válság következtében nő a folyó fizetési mérleg hiánya és romlanak az adósságrátá, miközben lassul a bankok nemteljesítő hitelállományának leépítése.

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

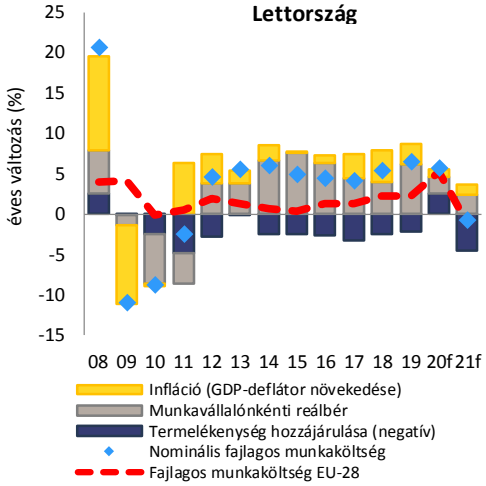
LETTORSZÁG: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Lettország tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) és a fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 2,1 %-ról 2020-ban –5,6 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 4,9 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 1,3 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- Továbbra is fennáll a **külső sebezhetőség**, bár bekövetkezett némi javulás. A folyó fizetési mérleg 2019-ben enyhén negatív volt, de a nettó nemzetközi befektetési pozíció gyors javulása folytatódott, főként az államadósság és a közvetlen külföldi befektetések alakulását tükrözve. Az előrejelzés szerint a nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább javul, a folyó fizetési mérleg pedig többletbe fordul át.
- 2019-ben folytatódott a **fajlagos munkaköltség** viszonylag erőteljes növekedése, ami a jelentős béremelkedés következménye. Az előrejelzés szerint azonban a Covid19-válság 2020-ban visszaveti a béremelkedést. Ezzel párhuzamosan a reál effektív árfolyam az előző évi erős felértékelődés után nagyjából változatlan maradt. Az exportpiaci részesedés az elmúlt négy évben most először csökkent.

A14. ábra: A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban



Forrás: A Bizottság szolgálatai

- A **vállalatok és a háztartások adósságállománya** továbbra is mérsékelt, bár az előrejelzés szerint a Covid19-válság hatására csökkenő GDP miatt növekedésnek indul. Noha a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelezés 2019-ben nőtt, az előrejelzés szerint 2020-ban jelentősen gyengülni fog. A **lakásárak** növekedésének üteme 2019-ben változatlanul magas volt, épp csak elmaradt a küszöbértéktől, de a Covid19-válság miatt várhatóan lassulni fog.
- A válság kitörésekor a **bankszektor** pénzügyileg stabil volt, a tőkemegfelelési és a likviditási mutatók egyaránt meghaladták az uniós átlagot. Mindazonáltal a nemteljesítő hitelek állománya – bár még csekély – a Covid19-válságra válaszul hozott kormányzati támogatási intézkedések fokozatos megszüntetését követően valószínűleg növekedni fog. Az **államadósság** 2019-ben tovább csökkent és körülbelül a GDP 37 %-át tette ki, de az előrejelzés szerint 2020-ban a GDP-visszaesés és a járvány megfékezésére hozott intézkedések hatására emelkedni fog.

Lettországban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a munkaerő-kínálat és a költség-versenyképesség alakulásához kapcsolódott némi kockázat. A válság következtében átmenetileg enyhül a munkaerőpiacra és a bérekre nehezedő nyomás. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

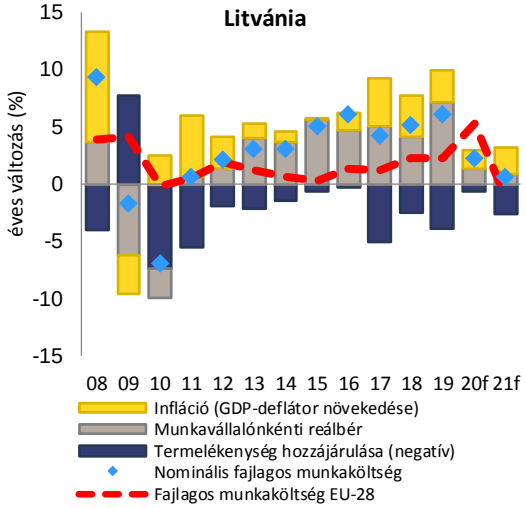
LITVÁNIA: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Litvánia tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019-re vonatkozó adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 4,3 %-ról 2020-ban –2,2 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 4,8 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőség** továbbra is mérsékelt, mivel a nettó nemzetközi befektetési pozíció – bár negatív – 2019-ig fokozatosan javult. A NIIP elsősorban a közvetlen külföldi befektetések felhalmozódott állományából áll, és az előrejelzés szerint 2020-ban és 2021-ben tovább javul. A szállítási szolgáltatások növekvő exportja jelentősen javította a kereskedelmi egyenleget, ezért a folyó fizetési mérleg többlete 2019-ben 3 % fölé emelkedett, és 2020-ban és 2021-ben is várhatóan jelentős marad. Az exportpiaci részesedés javulása stabil ütemben folytatódott.

A15. ábra: A fajlagos munkaköltség tényezők szerinti bontásban



Forrás: A Bizottság szolgálatai

- A **nominális fajlagos munkaköltség** 2016 óta gyorsan nőtt, ami a szűk munkaerőpiacra és bizonyos szabályozási változásokra – többek között a minimálbér és a közszektorbeli bérek viszonylag gyors emelésére – vezethető vissza. A Covid19-világjárvány 2020-ban várhatóan negatív hatással lesz a magánszektorbeli bérekre, és lelassítja a nominális fajlagos munkaköltség növekedését.
- A **bankszektor** jövedelmezősége kiváló, és a tőkemegfelelési mutató valamivel az euróövezeti átlag fölött van. A nemteljesítő hitelek aránya csökkenőben van és összességében alacsony. Az **államadósság** 2019-ben tovább csökkent, de az előrejelzés szerint a Covid19-válság miatt 2020-ban a GDP mintegy 47 %-ára nő, majd 2021-ben további növekedés várható.
- A világjárványt megelőzően a **munkaerőpiac** kedvezően alakult, 6,3 %-os munkanélküliségi rátával. Az előrejelzés szerint azonban 2020-ban a munkanélküliségi ráta 8,9 %-ra emelkedik, majd 2021-ben ismét csökkenni kezd.

Litvániában a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a költség-versenyképesség alakulása hordozott némi kockázatot. A válság közepette a külső pozíció stabil maradt, és a bérekre nehezedő nyomás csökkent. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

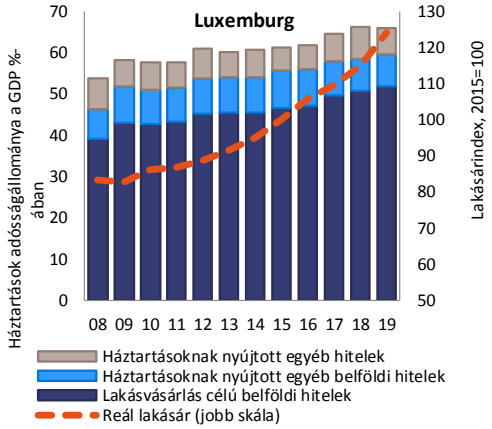
LUXEMBURG: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Luxemburg tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a fajlagos munkaköltség növekedése, a lakásárak emelkedése és a magánszektor adóssága meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 2,3 %-ról 2020-ban –4,5 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,9 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 0,3 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatósággal kapcsolatos aggályok mérsékeltek**. A folyó fizetési mérleg stabil többletet mutat, a nettó nemzetközi befektetési pozíció erősen pozitív. 2019-ben a szűk munkaerőpiaccal összefüggésben folytatódott a **fajlagos munkaköltség** viszonylag gyors ütemű növekedése. A Covid19-válság nyomán bekövetkező bércsökkenés miatt az előrejelzés szerint 2020-ban mérsékelt lesz a fajlagos munkaköltség növekedése.

A16. ábra: Háztartások adósságállománya és lakásárindex



Forrás: Eurostat és EKB

- A **magánszektor GDP-arányos adóssága** nagyon magas, 319 %, és főként a jelentős, 2019-ben a GDP 250 %-át meghaladó **vállalati adósságállományt** tükrözi. Mindazonáltal ez a magas érték Luxemburg globális pénzügyi központként betöltött szerepére és a határokon átnyúló, csoporton belüli hitelnyújtásra vezethető vissza. A **háztartások adósságállománya** 2019-ben a GDP 66 %-ának megfelelő szinten stabilizálódott, és jóval elmarad az alapvető és a prudenciális referenciaértéktől, bár a rendelkezésre álló jövedelem arányában kifejezve magasabb. 2019-ben 8 %-kal nőtt a jelzálog-hitelezés, és a kintlévő hitelek fele változó kamatozású volt, bár ez az arány gyorsan csökken. A háztartások GDP-arányos adósságállománya 2020-ban várhatóan növekedni fog, mindenekelőtt a GDP visszaesése következtében.
- 2019-ben folytatódott a **lakásárak** jelentős emelkedése, és a túlértékeltség jelei mutatkoznak. Az előrejelzés szerint 2020–2021-ben nem következik be számottevő enyhülés a lakásárak növekedésében. Ami a kínálatot illeti, 2019-ben visszaesett a lakóingatlan-építés, ami hozzájárult a kínálat és a kereslet közötti eltérés növekedéséhez, felhajtva a lakásárakat.
- A **bankszektor** tőkeerős és likvid, és továbbra is nyereséges, bár jövedelmezősége elmarad az euróövezeti átlagtól. A nemteljesítő hitelek aránya rendkívül alacsony. Továbbra is figyelemmel kell kísérni azonban a lakásárak alakulását, összefüggésben a bankok jelzáloghitelekkel szembeni kitettségével és a háztartások magas eladósodottságával. Az **államadósság** csekély, 2021-ben várhatóan a GDP 25 %-ának megfelelő mértékűre emelkedik.

Luxemburgban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a lakásárak emelkedése és a háztartások adósságállománya hordozott kockázatokat. A válság hatására átmenetileg csökken az árakra és a költségekre nehezedő nyomás. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

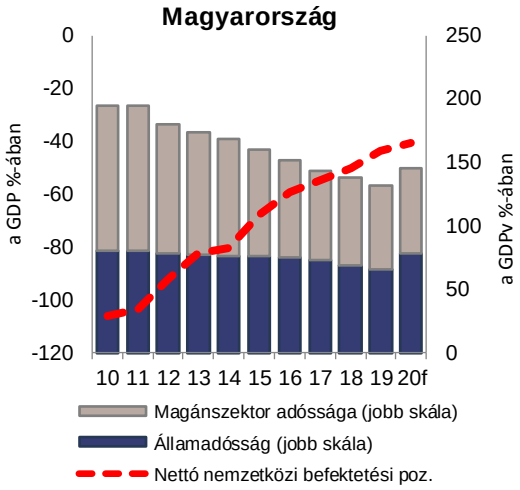
MAGYARORSZÁG: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Magyarország tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat is tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a lakásárak emelkedése, az államadósság, valamint a pénzügyi kötelezettségek növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 4,6 %-ról 2020-ban –6,4 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 4 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 6,2 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőség** továbbra is fennáll, annak ellenére, hogy a 2019-ben az alapvető referenciaértéknél rosszabb, –44 %-ot kitevő nettó nemzetközi befektetési pozíció tartósan javul. Az előrejelzés szerint 2020-ban és 2021-ben folytatódik a nettó nemzetközi befektetési pozíció javulása. 2020 elején a hivatalos tartalékok megközelítették a prudenciális minimumnak tekinthető szintet. A folyó fizetési mérleg egyenlege 2019-ben némi hiányt mutatott, és 2022-ig várhatóan enyhén negatív marad. A költség-versenyképesség romlása ellenére felerősödött az exportpiaci részesedés növekedése. 2020-ban jelentősen leértékelődött a forint, ami a jövőben jó alapot jelent a versenyképesség javulásához, de tükrözi a globális pénzügyi piacok ingadozó hangulatának való kitettséget is.

A17. ábra:NIIP, magánadósság és államadósság



Forrás: Eurostat

- 2019-ben jelentősen nőttek a **lakásárak**, és bővült a hiteláramlás, ami a túlértékeltséggel kapcsolatos aggályokat vetett fel. A Covid19-válság nyomán várható némi árkorrekció.
- Az **államadósság** 2019-ben csökkenő pályán volt, és körülbelül a GDP 65 %-ára esett vissza. 2020-ban 13 százalékpontos emelkedés várható, ami a recesszió mélységére és a Covid19-válság kezelése érdekében hozott kormányzati támogatási intézkedésekre vezethető vissza. A magas adósságállomány és a viszonylag rövid futamidők együttes hatása miatt a bruttó finanszírozási igény különösen magas. Emellett mind az államadósságra, mind a vállalatok adósságára a devizakitettség jellemző. Emellett a gazdaság nyitottsága miatt a hazai jövedelem és a költségvetési egyenleg érzékeny az árfolyammozgásra. Bizonyos mértékű devizában denominált adósság hozzájárulhat e kitettség ellensúlyozásához.
- A **bankszektor** rendkívül nyereséges, de az alapvetőtőke-megfelelési mutatója alacsonyabb, mint az uniós tagállamok többségében. A hitelfelvevők számára biztosított átfogó törlesztési moratórium átmenetileg megvédi a bankokat a potenciális nemteljesítéstől. Ennek ellenére a nemteljesítő hitelek aránya változatlanul viszonylag magas, 2019-ben 4,3 % volt, és a moratórium megszűnését követően emelkedésnek indulhat. Az államadósság jelentős (körülbelül a GDP 20 %-át kitevő) részét kereskedelmi bankok tartják.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a költségnyomással, az export szerkezetével, az államadóssággal és a lakáspiaccal összefüggő problémákat emeli ki. A Covid19-válság hatására a költségnyomással kapcsolatos problémák valószínűleg enyhülnek, azonban úgy tűnik, hogy a kormány finanszírozási

igényei és a külső finanszírozás közötti kölcsönhatásból eredő kockázatok nőnek. Ugyanakkor az állományi egyensúlyhiány önmagában nem jelentős. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

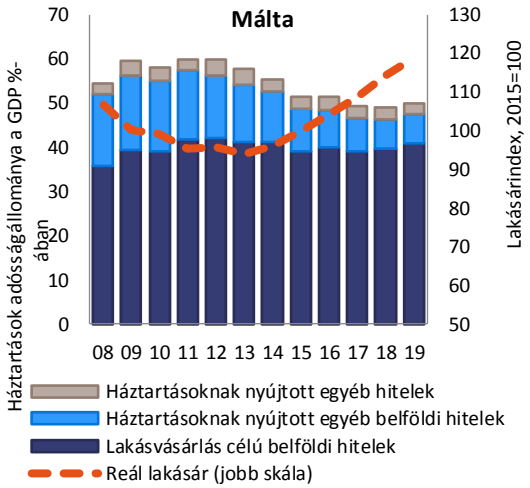
MÁLTA: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Málta tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján egyetlen mutató sem haladja meg az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 4,9 %-ról 2020-ban –7,3 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 2,6 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg** többlete magas, de – részben a gyenge idegenforgalom miatt – 2021-re várhatóan egyenlegközeli szintre csökken. Az erősen pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíció az ország nemzetközi pénzügyi központként betöltött szerepét tükrözi. Az elmúlt években viszonylag gyors ütemben nőttek a fajlagos munkaköltségek.
- Némileg nőtt a **magánszektor adósságállománya**, és 2019-ben megközelítette az eredménytábla küszöbértékét; ez a hitelezés jelenlegi számottevő bővülésére vezethető vissza, ami hozzájárult a jelentős mértékű lakóingatlan-beruházáshoz. Az építőiparban megfigyelhető tendencia várhatóan 2020-ban és 2021-ben is folytatódik, amihez hozzájárul az ingatlanra kivetett tranzakciós adók átmeneti csökkentése. A kedvező munkaerőpiaci feltételek és az alacsony kamatlábak együttesen hozzájárultak a háztartások eladósodásához, amit figyelemmel kell kísérni. 2019-ben folytatódott a **lakásárak** már eddig is jellemző **emelkedése**, és megfigyelhetők a túlértékeltség jelei. Az előrejelzés szerint a Covid19-válság nyomán 2020-ban átmenetileg mérséklődik a lakásárak növekedése.

A18. ábra: Háztartások adóssága és lakásárindex



Forrás: Eurostat és EKB

- Az **államadósság** 2019-ig csökkenő pályán volt, de 2020-ban a Covid19-válság következtében várhatóan a GDP 60 %-ára emelkedik. A bankszektor kötelezettségállománya 2019-ben csökkent, és a nemteljesítő hitelek szintje stabil maradt, a fizetésképtelenségi keret folyamatban levő felülvizsgálata pedig várhatóan erősíteni fogja az ágazat rezilienciáját. Mindazonáltal szorosan figyelemmel kell kísérni a banki portfóliók egyre erősödő koncentrációját az ingatlanszektorban.
- 2019-ben visszaesett a munkanélküliségi ráta, miközben az aktivitási ráta tovább nőtt. Az előrejelzés szerint azonban a Covid19-válság hatására ismét nőni fog a **munkanélküliség**.

Máltán a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a folyó fizetési mérleg jelentős többlete és a viszonylag erőteljes lakásár-emelkedés hordozott némi kockázatot. A válság nyomán kismértékben enyhült a hazai nyomás, és a külső pozíció stabil maradt. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

HOLLANDIA: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Hollandiában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a jelentős magánadósság-állomány, valamint a tetemes folyófizetésimérleg-többlet áll. Az aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérleg többlete, valamint a magánszektor adóssága meghaladja az indikatív küszöbértéket.

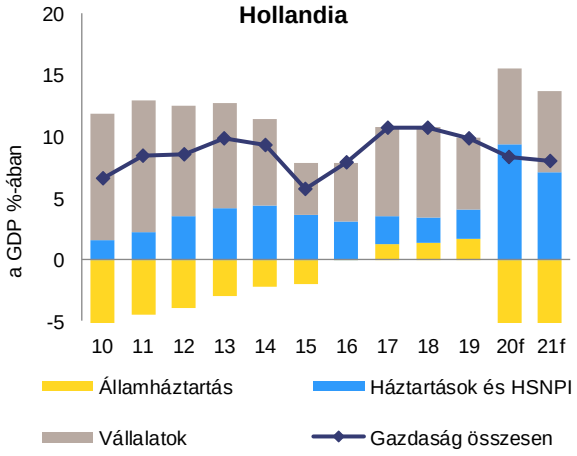
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a beruházásokat, a háztartások jövedelmét, a nyugdíjakat, a magánszektor eladósodottságát és a lakáspiacot érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került a nyugdíjrendszerhez, a lakásberuházásokhoz, a háztartások hitelfelvételéhez biztosított adóelőnyök csökkentéséhez és a nemzeti fejlesztési intézmény (Invest-NL) létrehozásához kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 1,7 %-ról 2020-ban –5,3 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 2,2 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 0,1 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg többlete** a GDP 10,8 %-ának megfelelő 2018. évi mértékről 2019-ben 9,9 %-ra csökkent, és 2020-ban további mérsékelt csökkenés várható. A Covid19-válság következtében az államháztartás nettó megtakarítási pozíciója erősen negatívvá vált, ezt azonban valószínűleg nagyrészt ellensúlyozza majd a háztartások és a vállalatok megtakarítási többletének további emelkedése. Összességében a folyó fizetési mérleg többlete várhatóan magas marad, és jóval meghaladja az alapvető referenciaértékeket.

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



Forrás: Ameco

- A **magánszektor** – 2019-ben a GDP mintegy 230 %-ának megfelelő – **eladósodottsága** a Covid19-válság előtt csökkenőben volt. A **vállalatok adósságállománya** elsősorban a multinacionális vállalatok csoporton belüli eladósodottságával magyarázható. A **háztartások adósságállománya** 2019-ben a GDP 100 %-át tette ki, mértéke elsősorban a jelzáloghitelek nagyvonalú adóügyi megítélésére és az optimálistól elmaradó lakásbérleti piacra vezethető vissza. A háztartások adósságrátája 2020-tól várhatóan újra emelkedni kezd. A munkanélküliség növekedése csökkentheti a háztartások jövőbeli törlesztési képességét. 2019-ben 4,8 %-kal emelkedtek a **lakásárak**, és a túlértékeltség jelei mutatkoztak.
- A **bankrendszer** tőkeerős és nyereséges, a nemteljesítő hitelek szintje alacsony. Az **államadósság** az előrejelzés szerint 2020-ban a GDP mintegy 64 %-ára nő, majd a későbbiekben tovább emelkedhet.
- A válságot megelőzően a **munkaerőpiac** hagyományosan szűk volt. A válság következtében azonban a munkaerőpiaci feltételek várhatóan jelentősen romlanak, ami különösen azokat érinti majd, akiknek munkaerőpiaci pozíciója kevésbé kedvező.

Hollandiában a Covid19-válság kitörésekor régóta fennálló, jelentős belföldi megtakarítási többlet volt jellemző, amihez a magánszektor számottevő eladósodottsága kapcsolódott. A válságot követően a megtakarítási többlet várhatóan némileg csökkenni fog, de továbbra is magas marad, miközben a magánszektor adósságrátája emelkedni fog. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiány múlt februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiány fennállását, illetve felszámolását.

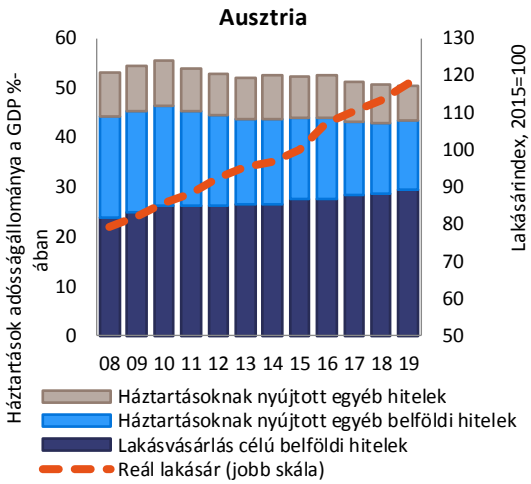
AUSZTRIA: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Ausztria tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján az államadósság meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 1,4 %-ról 2020-ban –7,1 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 4,1 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 0,6 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőség** még mindig mérsékelt. A folyó fizetési mérleg többlete 2019-ben nőtt és megközelítette a GDP 3 %-át, de az előrejelzés szerint 2020-ban némileg szűkül. A fajlagos munkaköltség növekedése 2019-ben kismértékben felerősödött, de továbbra is viszonylag mérsékelt. Az előrejelzés szerint 2020-ban nem lesz jelentős a bérek csökkenése, többek között azért, mert a fontos gazdasági ágazatokban a válságot megelőzően bértárgyalásokra került sor.

A20. ábra: Háztartások adóssága és lakásárindex



Forrás: Eurostat és EKB

- A **magánszektor adósságállománya** továbbra is csökkenő pályán van, mivel a háztartások adósságrátája stabil maradt, a nem pénzügyi vállalatok hitelállománya pedig kismértékben csökkent 2019-ben. Várhatóan azonban 2020-ban mindkettő nőni fog nagyrészt annak következtében, hogy a Covid19 hatására csökkent a GDP. Az előrejelzés szerint ez a tendencia a gazdaság várható helyreállításának köszönhetően 2021-ben részben megfordul.
- A **reál lakásárak** emelkedése folytatódott, sőt 2019-ben kissé gyorsult is, és erősödtek a túlértékeltségre utaló jelek. 2021-ben azonban várható némi árkorrekció. Az áremelkedést figyelemmel kell kísérni, mindazonáltal úgy tűnik, nem a hitelek vezérlik.
- Összességében a **bankszektor** jó helyzetben van ahhoz, hogy hozzá tudjon járulni a válság hatásainak enyhítéséhez. A nemteljesítő hitelek aránya 2019-ben tovább csökkent, valamivel 2 % fölé. Az államadósság is változatlanul csökkenő pályán volt, ami az erős gazdasági növekedéssel és az államosított pénzügyi intézmények eszközeinek folyamatban levő elidegenítésével magyarázható. A válság miatt azonban 2020-ban várhatóan a GDP mintegy 84 %-ára emelkedik, és csaknem 14 százalékponttal meghaladja a 2019. évi szintet.
- A jobb makrogazdasági feltételek hozzájárultak a **munkaerőpiac** további javulásához, bár az előrejelzés szerint 2020-ban a válság következtében megnő a munkanélküliség.

Ausztriában a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a lakáspiachoz kapcsolódott némi sebezhetőség. A válság hatására mérséklődik a lakásárak emelkedése, miközben az államadósság nő. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

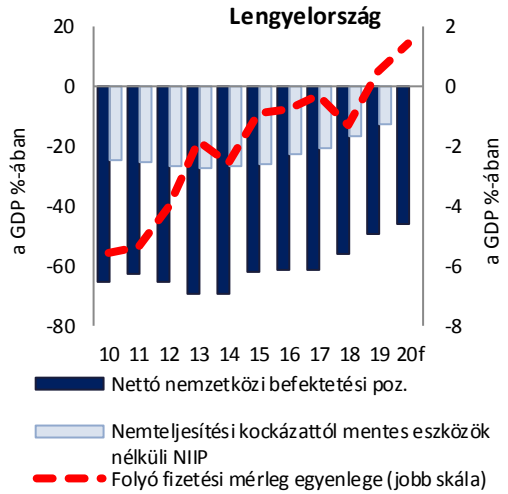
LENGYELORSZÁG: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Lengyelország tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) és a lakásárak emelkedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 4,5 %-ról 2020-ban –3,6 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,3 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 5 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső sebezhetőség** továbbra is mérsékelt, mivel a nettó nemzetközi befektetési pozíció – bár negatív – 2019-ig fokozatosan javult. Emellett főként a felhalmozódott közvetlen külföldi befektetésekből áll, és a beáramló közvetlen külföldi befektetések jelentős része újrabefektetett jövedelemből származik. Az előrejelzés szerint a NIIP 2020-ban kismértékben javul és a GDP 49 %-a lesz, majd 2021-ben – ugyan lassúbb ütemben – tovább erősödik. A folyó fizetési mérleg 2019-ben pozitívvá vált, és várhatóan 2020-ban, valamint 2021-ben is többletet ér el.

A21. ábra: NIIP és a folyó fiz. mérleg egyenlege



Forrás: A Bizottság szolgálatai

- A **magánszektor eladósodottsága** 2019-ben csökkent, és a prudenciális küszöbérték alatt marad, 2020-ban pedig várhatóan stabil lesz.
- 2019-ben a **lakásárak** emelkedése és a jelzáloghitel-felvétel is gyorsult. A lakásár-emelkedés 2019-ben csaknem 7 %-ot ért el, de 2020–2021-ben várhatóan lassulni fog. A kockázatok továbbra is mérsékeltek, és kevés jel utal túlértékeltségre.
- A **bankszektor** alapvetően jó helyzetben van ahhoz, hogy hozzá tudjon járulni a válság hatásainak enyhítéséhez. Emellett a nemteljesítő hitelek aránya 2019-ben 6 % körüli szintre esett vissza, ami még mindig magas, és a Covid19-válság következtében a jövőben emelkedhet. Az **államadósság** 2019-ben tovább csökkent, de az előrejelzés szerint 2020-ban a világjárvány megfékezésére irányuló intézkedések és a GDP szűkülése miatt 11 százalékponttal nő, és megközelíti a GDP 60 %-ának megfelelő mértéket.
- A 2019. évi kedvező makrogazdasági fejlemények hozzájárultak a **munkaerőpiac** további javulásához, és a munkanélküliség minden eddiginél alacsonyabbra esett vissza. A Covid19-válság következtében azonban 2020–2021-ben valószínűleg emelkedni fog.

Lengyelországban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció hordozott némi kockázatot. A válság ellenére a külső pozíció stabil maradt. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

PORTUGÁLIA: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Portugáliában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a nettó külső kötelezettségek, valamint az állam- és a magánadósság jelentős állománya, továbbá a nemteljesítő hitelek nagy aránya áll, összefüggésben az alacsony termelékenységnövekedéssel. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a lakásárak emelkedése, a magánszektor és az államháztartás adóssága meghaladja az indikatív küszöbértéket.

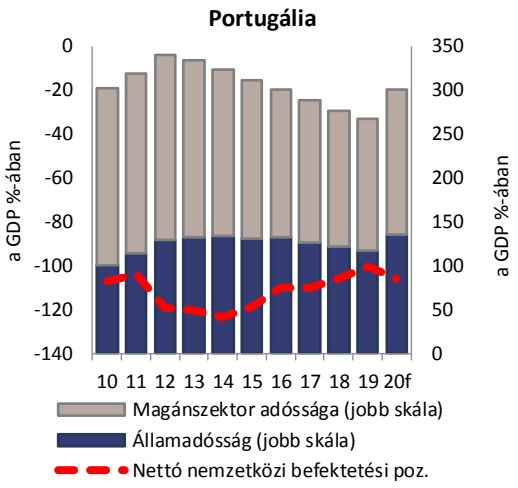
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a költségvetési-strukturális politikát, az üzleti környezetet és a nemteljesítő hiteleket érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került az oktatáshoz és a készségekhez, a digitalizációhoz és a közigazgatási bírósági rendszerhez kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 2,2 %-ról 2020-ban –9,3 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 5,4 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 1,1 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatóság** továbbra is sérülékeny az ország jelentős nettó külső kötelezettségállománya és a Covid19 idegenforgalomra gyakorolt negatív hatása miatt. A folyó fizetési mérleg, amely 2019-ben nagyjából kiegyensúlyozott volt, 2020-ban várhatóan némileg romlik. A negatív NIIP az előrejelzés szerint 2020-ban bővül, bár viszonylag lassú ütemben.
- Folytatódott a **magánszektor adósságállományának** csökkenése, 2019-ben a GDP csaknem 150 %-ára, de a Covid19-válság következtében várhatóan újra nőni kezd. A **vállalati szektort** likviditási problémák sújtják, és hitelgarancia-rendszerek bevezetésére került sor. A nemteljesítő hitelek állománya – bár folyamatosan csökken – a Covid19-válság kitörésekor viszonylag magas volt, és a hiteltörlesztési moratórium megszűnésével várhatóan megnőnek a fizetőképességet övező kockázatok. A **háztartások** már most is magas GDP-arányos **adósságállománya** a GDP szűkülésével 2020-ban várhatóan nőni fog, miközben a háztartások megtakarítási rátája jelentősen nő.

A22. ábra:NIIP, magánadósság és államadósság



Forrás: Eurostat

- A **reál lakásárak emelkedése** 2019-ig négy egymást követő évben meghaladta az indikatív küszöbértéket, és egyre erősebbek a túlértékeltség jelei. 2020-ban és 2021-ben azonban a csökkenő piaci kereslet és a lakásépítés bővülése mellett a lakásár-emelkedés jelentős csökkenésére lehet számítani.
- Az **államadósság** magas, bár folyamatosan csökkenő pályán van, és 2019-ben a GDP 117 %-ára mérséklődött. Mindazonáltal az előrejelzés szerint 2020-ban 18 százalékpontos növekedés várható a járvány megfékezését célzó intézkedések és a GDP szűkülése következtében.

Portugáliában a Covid19-válság kitörésekor a gyenge termelékenységnövekedéssel párosuló jelentős adósságállomány miatti sebezhetőségek voltak jellemzők. A válság hatására számos ágazatban emelkedtek az adósságráták. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiány múlt februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiány fennállását, illetve felszámolását.

ROMÁNIA: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Romániában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amely különösen a költség-versenyképesség csökkenésével, a külső pozíció romlásával és a folyó fizetési mérleg hiányának növekedésével függ össze, háttérben az expanzív fiskális politikával és a kiszámíthatatlan üzleti környezettel. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a folyó fizetési mérleg hiánya, a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) és a fajlagos munkaköltség növekedése meghaladja az indikatív küszöbértéket.

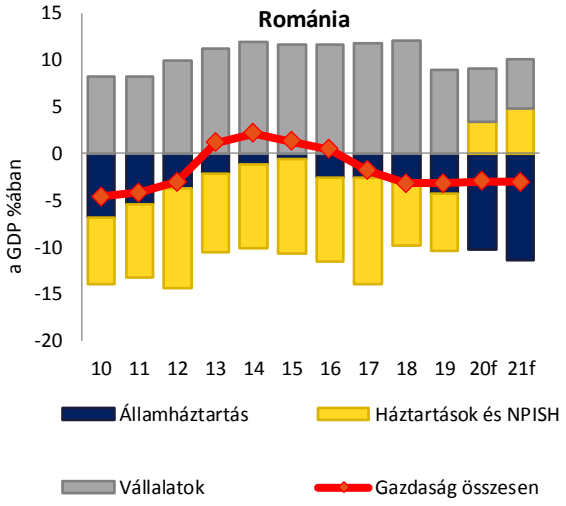
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019. és 2020. évi országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a költségvetési politikát, a pénzügyi stabilitást, a költség-versenyképességet és az üzleti környezetet érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került elsősorban a bankszektorhoz és kisebb mértékben a minimálbér-megállapítási mechanizmushoz kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 4,2 %-ról 2020-ban –5,2 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,3 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 3,6 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső fenntarthatóság** továbbra is problémát jelent, a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció 2019-ben nem javult tovább, hanem a GDP –44 %-a körüli szinten stabilizálódott. Az előrejelzés szerint a NIIP 2020-ban nagyjából ezen a szinten marad. A folyó fizetési mérleg hiánya 2019-ben romlott, és a GDP mintegy 5 %-ára nőtt, és várhatóan 2020-ban és 2021-ben is jelentős marad.

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



Forrás: Ameco

- A **nominális fajlagos munkaköltség** növekedése a szűk munkaerőpiac hatására 2019-ben magas maradt. A bérek Covid19-válsággal összefüggő mérséklődése valószínűleg csökkenteni fogja a költség-versenyképességre nehezedő nyomást, bár a munkaerő-tartalékolás 2020-ban a fajlagos munkaköltség növekedésének megugrását eredményezte.
- Az **államadósság** GDP-hez viszonyított aránya az előrejelzés szerint 2020-ban a válság hatását, valamint a folyó kiadások korábbi tartós emelését is tükrözve több mint 11 százalékponttal, a GDP mintegy 47 %-ára emelkedik. A várakozások szerint 2021-ben folytatódik az államadósság számottevő bővülése. Emellett az államadósság viszonylag nagy része devizában denominált, így számolni kell az árfolyamkockázatokkal. A politika kiszámíthatatlansága – különösen a költségvetés fenntarthatóságát érintő jogszabályok vonatkozásában – 2019 és 2020 során is aggodalomra adott okot.
- A **bankszektor** jövedelmezősége – bár jelentősen meghaladja az uniós átlagot – 2019 óta csökken. Noha a nemteljesítő hitelek aránya 2020 elején 4 % alá csökkent, és 2020-ban várhatóan mérsékelt marad, a Covid19-válság hatására növekedhet. A magánszektor adósságállománya alacsony maradt, de az előrejelzés szerint 2020-ban kismértékben nőni fog.

Romániában a Covid19-válság kitörésekor a külső adóssághoz és az államadóssághoz, a költség-versenyképességhez és a kiszámíthatatlan üzleti környezethez kapcsolódó sebezhetőség volt jellemző. A válság hatására jelentős mértékben nőttek az adósságráták, és romlott a költségvetési pozíció. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiány múlt februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiány fennállását, illetve felszámolását.

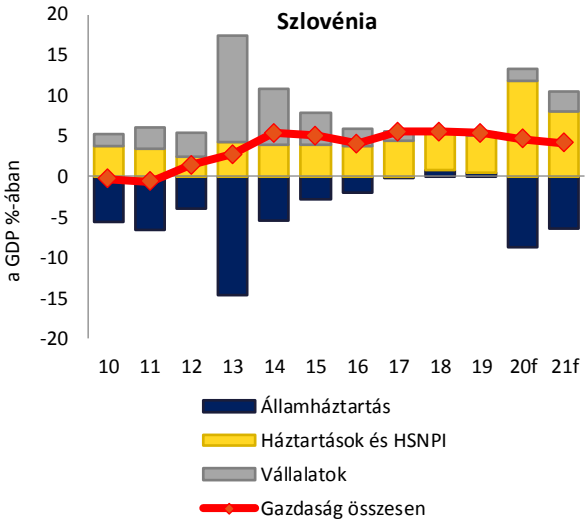
SZLOVÉNIA: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Szlovénia tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján az államadósság meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 3,2 %-ról 2020-ban –7,1 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 5,1 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 1,3 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **folyó fizetési mérleg többlete** 2019-ben magas maradt, a GDP csaknem 6 %-át tette ki. A többlet a háztartások jelentős megtakarításait tükrözi. 2020-ban és 2021-ben a többlet várhatóan fokozatosan csökkenni fog. 2019-ben a beruházások szintje nagyjából megfelelt az előző évinek, és a korábbi átlagokhoz képest továbbra is alacsony. A nettó nemzetközi befektetési pozíció mérsékelten negatív. A fajlagos munkaköltség növekedése 2019-ben erősödött.

A24. ábra: ***Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazatonként***



Forrás: Ameco

- Az **államadósság** csökkenése 2019-ben folytatódott, a GDP körülbelül 66 %-ának megfelelő mértékre, de a válság megfékezésére irányuló intézkedések és a gazdasági visszaesés hatására 2020-ban várhatóan a GDP mintegy 82 %-ára nő. Emellett az elöregedéssel összefüggő várható költségek továbbra is hátrányosan befolyásolják a költségvetés közép- és hosszú távú fenntarthatóságát.
- 2019-ben folytatódott a **magánszektor adósságállományának** csökkenése, miközben a magánszektorba való hitelezés pozitív maradt. A **lakásár-emelkedés** 2019-ben lassult és a küszöbérték alá került, és 2020–2021-ben a Covid19-válság hatására további enyhülés várható. A válság kitörésekor a **bankszektor** viszonylag erős pozícióban volt, a nemteljesítő hitelek csekély állománya és csökkenő tőkeáttétel jellemezte, ami várhatóan mérsékli a válság ágazatra gyakorolt hatását.
- 2019-ben tovább javult a **munkaerőpiac**, minden eddiginél magasabb aktivitási rátával és rendkívül alacsony munkanélküliséggel. 2020-ban azonban a helyzet romlásával kell számolni.

Szlovénia a válság kitörésekor erős pozícióban volt, és a bizottsági értékelés szerint nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a költségvetési fenntarthatóság és a lakásárak alakulása hordozott némi kockázatot. A válság hatására várhatóan nőni fog az államadósság, de fennmarad a jelentős folyófizetésimérleg-többlet. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

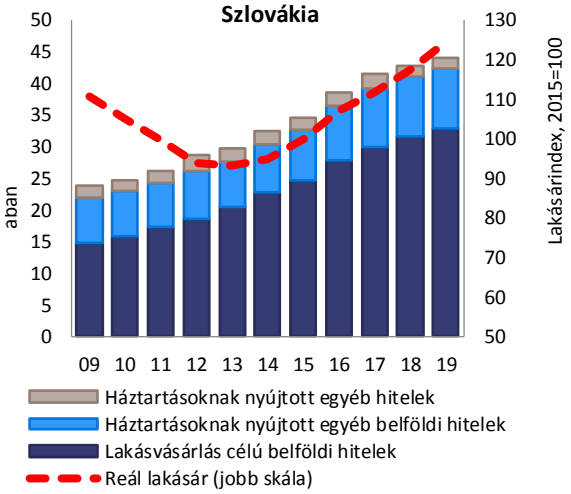
SZLOVÁKIA: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Szlovákia tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat tartalmazó aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a fajlagos munkaköltség növekedése és a lakásár-emelkedés meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 2,3 %-ról 2020-ban –7,5 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 4,7 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 0,6 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A javulás ellenére a **külső sebezhetőség** továbbra is aggodalomra ad okot. Az export koncentrációja és a globális értékláncokba való integráció változatlanul jelentős. A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2019-ben – bár erősen negatív volt (–66 %) – fokozatosan javult. Az előrejelzés szerint 2020-ban és 2021-ben a NIIP romlani fog. A kockázatok mérsékeltek, mivel a külföldi kötelezettségek nagy része közvetlen külföldi befektetéshez kapcsolódik. A folyó fizetési mérleg hiánya 2019-ben szélesedett, és az előrejelzés szerint 2020-ban tovább növekszik.

A25. ábra: Háztartások adóssága és lakásárindex



Forrás: Eurostat és EKB

- A **költség-versenyképesség** alakulását figyelemmel kell kísérni, mivel a fajlagos munkaköltség 2017 óta tartósan nő, ami a szűkülő munkaerőpiaccal összefüggő jelentős béremelkedéssel és az uniós átlag felé mutató konvergenciával magyarázható. Az elmúlt években némileg felértékelődött a reál effektív árfolyam. 2020-ban és 2021-ben – a Covid19-válság és a visszafogott béremelkedés hatására – enyhülhet a költség-versenyképességre nehezedő nyomás.
- A **magánszektor eladósodottsága**, és különösen a háztartások adósságállománya évek óta nő, de a növekedés üteme lassul. A háztartások adósságállománya a prudenciális szint alatt marad, de meghaladja az alapvető gazdasági tényezők által indokolt szintet, és a régió más uniós tagállamaival összehasonlítva is magas.
- A **lakásárak** emelkedése gyors volt, 2019-ben meghaladta a 6 %-ot. A lakáspiacon a túlértékeltség jelei mutatkoznak, ami hozzájárul a háztartások növekvő eladósodottságához. Mindazonáltal 2020–2021-ben a lakásárak emelkedése várhatóan lassulni fog, amihez a Nemzeti Bank által hozott makroprudenciális intézkedések és a reáljövedelmek 2020. évi csökkenése is hozzájárul.
- A **bankszektor** jól tőkésített, jövedelmezősége az euróövezeti átlag körül van. A nemteljesítő hitelek aránya az elmúlt években jelentősen visszaesett, és az uniós átlag alá került, de a válság nyomán felerősödhetnek a hiteltörlesztési nehézségek. A válság hatására 2020-ban a GDP 60 %-a fölé növekszik az államadósság-ráta.

Szlovákiában a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a külső fenntarthatóság, a belföldi árnyomás és a gépjárműipartól való függés némi kockázatot jelentett. A válság következtében enyhült a belföldi árnyomás, és kismértékben romlott a külső pozíció. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

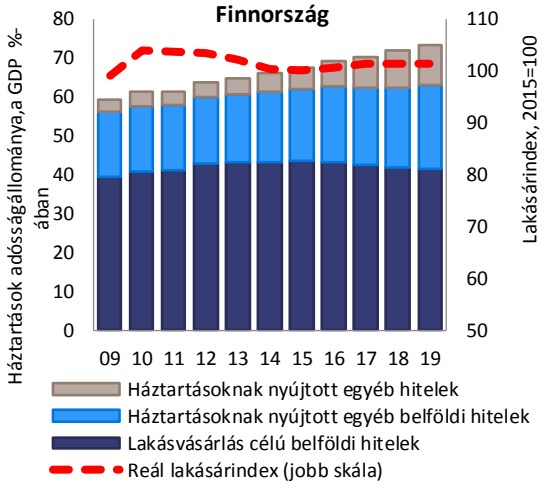
FINNORSZÁG: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során Finnország tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján a magánszektor adósságállománya meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 1,1 %-ról 2020-ban –4,3 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 2,9 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 1,7 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külgazdaság** terén a folyó fizetési mérleg hiánya csökkent, miközben a nettó nemzetközi befektetési pozíció pozitívvá vált. A folyó fizetési mérleg hiánya azonban 2020-ban a külső kereslet csökkenésével várhatóan szélesedni fog. Az exportpiaci részesedés már negyedik éve javulóban volt, és ellensúlyozta a korábban felhalmozódott veszteségeket. A fajlagos munkaköltségek növekedtek, de a reál effektív árfolyam leértékelődött, ami enyhítette a költségversenyképességet övező kockázatokat.

A26. ábra: Háztartások adóssága és lakásárindex



Forrás: Eurostat és EKB

- A **nem pénzügyi vállalatok** és a **háztartások** adósságállományának GDP-hez viszonyított aránya továbbra is magas és némileg nőtt, körülbelül 82 %-ra, illetőleg 66 %-ra. A kedvező hitelfeltételek és az alacsony kamatlábak 2019-ben felgyorsították a hitelállomány bővülését. A háztartások adósságállománya meghaladja a prudenciális és az alapvető szintet, és a törlesztés nagyon kis mértékű, ugyanakkor az új jelzáloghitelek szinte kivétel nélkül változó kamatozásúak. Az adósságállomány a Covid19-intézkedések és a GDP szűkülése miatt 2020-ban várhatóan tovább emelkedik.
- A **pénzügyi szektor** továbbra is jól tőkésített, és a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatok mérsékeltek annak ellenére, hogy jelentősek a különösen más skandináv országokkal szembeni, határokon átnyúló kitettségek, ami azzal magyarázható, hogy a bankok viszonylag nagy mértékben támaszkodnak a bankközi finanszírozásra, és egy jelentős regionális bank székhelyét Finnországba helyezték át. A válság megnövelheti a nemteljesítő hitelek arányát, amely azonban várhatóan nagyon alacsony marad.
- Az **államadósság** 2019-ben tovább csökkent és a küszöbérték alá került, mivel a GDP növekedése még mindig meghaladta az adósság növekedését. Mindazonáltal az előrejelzés szerint az államadósság 2020-ban több mint 10 százalékponttal nő, a GDP mintegy 70 %-ára, a recesszió mélységét és a válság megfékezésére irányuló kormányzati költségvetési intézkedéseket tükrözve, majd várhatóan 2021-ben némileg mérséklődik.
- 2019-ben folytatódott a **munkaerőpiac** javulása, a munkanélküliség és a tartós munkanélküliség egyaránt csökkent. A jelenlegi helyzetben a munkanélküliségi ráta 2020-ban várhatóan 7,9 %-ra emelkedik, majd 2021-ben kismértékben csökken.

Finnországban a Covid19-válság kitörésekor a magánszektor adósságállományához kapcsolódó sebezhetőség volt jellemző. A válság hatására növekszik a magánszektor adósságrátája, de a kockázatok

mérsékeltek. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem tartja szükségesnek további részletes vizsgálat elvégzését a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

SVÉDORSZÁG: A Bizottság 2020 februárjában megállapította, hogy Svédországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amelynek hátterében elsősorban a lakásárak túlértékeltsége és ezzel összefüggésben a háztartások adósságállományának folyamatos növekedése áll. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján a magánszektor adósságállománya meghaladja az indikatív küszöbértéket.

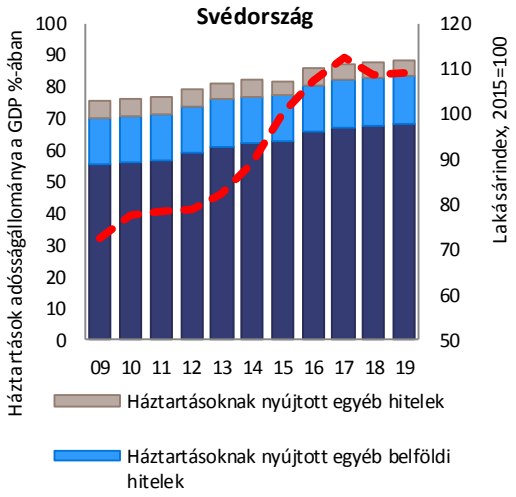
A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából releváns, 2019-ben kiadott országspecifikus ajánlások nagy vonalakban a lakáspiac működését és a magánszektor eladósodottságát érintik. 2020-ban a világjárvány megfékezéséhez szükséges szakpolitikák mellett az egyensúlyhiány kezelését szolgáló intézkedésekre is sor került a bérlakáspiachoz kapcsolódóan.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 1,3 %-ról 2020-ban –3,4 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,3 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 2,8 %-kal meghaladja a 2019. évit.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A **külső pozíció** továbbra is stabil. A folyó fizetési mérleg többlete 2019-ben a GDP 4 %-a fölé emelkedett, míg a már pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíció jelentősen nőtt. 2020-ban a folyó fizetési mérleg többlete várhatóan hasonló szinten marad.
- A **magánszektor** konszolidált **adósságállománya** 2019-ben a GDP 204 %-ának megfelelő volt, amivel új rekordszintet ért el, és mind a nem pénzügyi vállalatok, mind a háztartások adósságállománya meghaladta a prudenciális küszöbértéket. A háztartások adóssága a GDP 89 %-ának megfelelő mértékűre emelkedett. A gazdasági tevékenység jelentős visszaesése ellenére 2020 első felében folytatódott a háztartásoknak való jelzálog-hitelezés bővülése. A munkanélküliség növekedése csökkentheti a háztartások jövőbeli törlesztési képességét.

A27. ábra: Háztartások adóssága és lakásárindex



Forrás: Eurostat és EKB

- A **lakásárak** 2017 végi csökkenését követően 2018-tól a Covid19-válság kezdetéig szinte megszakítás nélküli emelkedő tendencia volt jellemző. A lakásárak összességében változatlanul magasak, és fennáll a túlértékeltség kockázata. A lakásárakat és a háztartások eladósodottságát növelik a lakástulajdon kedvező adóügyi megítélése, a nagyon alacsony jelzáloghitel-kamatok és a jelzáloghitel-piac sajátos jellemzői, valamint a kínálati oldali korlátozások.
- 2020-ban az **államadósság** az előrejelzés szerint jelentős mértékben nő, mielőtt 2021-ben stabilizálódna, de még mindig jóval a GDP 60 %-ában meghatározott küszöbérték alatt marad. A **pénzügyi szektor** a válság kitörésekor stabil pozícióban volt, és előnyére váltak a különösen a monetáris hatóságok által biztosított, előrehozott támogatási intézkedések. A válságra reagálva átmenetileg enyhült a makroprudenciális szabályozás.
- Szakpolitikai intézkedésekkel, így például az átmeneti munkanélküliségi támogatásokkal sikerült mérsékelni a **munkaerőpiacra** gyakorolt hatást. Ennek ellenére a munkanélküliség 2020-ban várhatóan 8,8 %-ra emelkedik.

Svédországban a Covid19-válság kitörésekor a lakáspiachoz és a magánszektor adósságállományához kapcsolódó sebezhetőségek voltak jellemzők. A válság hatására fennmaradnak a háztartások adósságához, a jelzáloghitelekhez és a lakásárak szintjéhez kapcsolódó sebezhetőségek. Összességében a Bizottság – az egyensúlyhiány februári megállapítását is szem előtt tartva – úgy véli, hogy a továbbiakban is helyénvaló figyelemmel kísérni az egyensúlyhiány fennállását, illetve felszámolását.

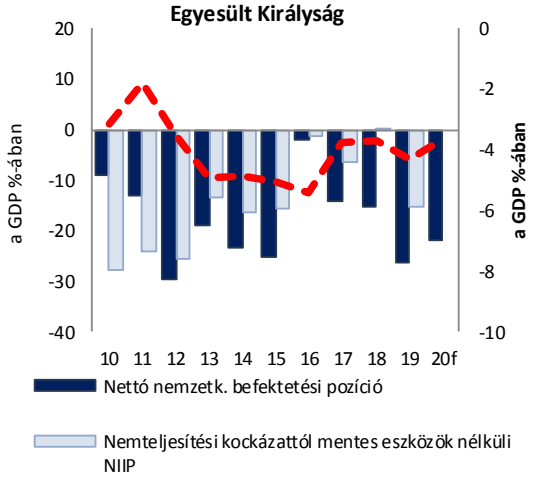
EGYESÜLT KIRÁLYSÁG: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló előző eljárás során az Egyesült Királyság tekintetében nem állapítottak meg makrogazdasági egyensúlyhiányt. A 2019. évi adatokat magában foglaló aktualizált eredménytábla alapján a magán- és az állami szektor adóssága meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az előrejelzés szerint a Covid19-válság következtében a reál-GDP növekedése erősen visszaesik, a 2019. évi 1,3 %-ról 2020-ban –10,3 %-ra. Az előrejelzés 2021-ben 3,3 %-os reálnövekedéssel számol, így a nominális GDP 3,9 %-kal marad el a 2019. évitől.

A legfontosabb fejlemények a következőképpen foglalhatók össze:

- A jelentős folyófizetésimérleg-hiány és a romló nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) következtében fokozódott a **külső sebezhetőség**. A folyó fizetési mérleg hiánya 2019-ben a GDP 4 %-a fölé került, aminek következtében megnőtt az Egyesült Királyság külső finanszírozási igénye. Az előrejelzés szerint a folyó fizetési mérleg hiánya a következő években némileg szűkül. A nettó nemzetközi befektetési pozíció tovább romlott, és 2019-ben a GDP –26 %-ának megfelelő mértékű volt, és az alapvető gazdasági tényezőket figyelembe véve jelentősen elmarad a várt szinttől, de még mindig meghaladja a prudenciális szintet. A jövőben a NIIP várhatóan az említett mérték körül stabilizálódik.

A28. ábra: NIIP és a folyó fiz. mérleg egyenlege



Forrás: A Bizottság szolgálatai

- 2019-ben némileg csökkent a **magánszektor adósságállománya**. Mindenekelőtt magas és a prudenciális szintet meghaladó a háztartások adóssága, amit figyelemmel kell kísérni, különösen a világjárvány által a háztartások jövedelmére gyakorolt várható negatív hatás fényében. A **reál lakásárak** 2019-ben 0,3 %-kal csökkentek. Bár a kormányzati intézkedések hatására 2020-ban emelkedtek a lakásárak, további árkorrekció várható.
- Az **államadósság** a küszöbérték felett marad, és az előrejelzés szerint 2020-ban a GDP 100 %-a fölé emelkedik a világjárvány megfékezésére irányuló kormányzati intézkedések és a GDP szűkülése következtében.
- A **bankszektor** továbbra is nyereséges és jól tőkésített, a nemteljesítő hitelek aránya pedig rendkívül alacsony. Ugyanakkor kockázatot jelent a pénzügyi szektor kereskedelmi ingatlanokkal szembeni kitettsége, valamint az, hogy 2020 végén az Egyesült Királyság kilép az egységes piacról és a vámunióból.
- A **munkaerőpiac** 2019-ben kedvezően alakult, magas foglalkoztatás és minden eddiginél alacsonyabb munkanélküliség jellemezte. 2020-tól kezdődően azonban várhatóan érvényesülni fog a világjárvány rendkívül hátrányos munkaerőpiaci hatása.

Az Egyesült Királyságban a bizottsági értékelés szerint a Covid19-válság kitörésekor nem állt fenn makrogazdasági egyensúlyhiány, bár a külgazdaság terén és a magánszektor adósságállományát tekintve felmerült némi kockázat. A válság következtében várhatóan növekednek az adósságráták, és fennmarad a külső sebezhetőség. A Bizottság nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

1. táblázat: Az egyensúlyhiány-eljárás eredménytáblája a 2019. évre

2019. év	Külső egyensúlyhiány és versenyképesség					Belső egyensúlyhiány						Foglalkoztatási mutatók[1]		
	Folyó fizetési mérleg egyenlege – a GDP %-ában (3 éves átlag)	**Nettó nemzetközi befektetési pozíció** (a GDP %-ában)	**Reál effektív árfolyam – 42 kereskedelmi partner, HICP-deflátor** (3 éves %-os változás)	**Exportpiaci részesedés – a világpiaci export %-ában** (5 éves %-os változás)	**Nominális fajlagos munkaköltség indexe (2010=100)** (3 éves %-os változás)	**A deflált lakásárak indexe (2015=100)** (1 éves %-os változás)	**Magánszektorbeli hiteláramlás, konszolidált** (a GDP %-ában)	**A magánszektor adósságállománya, konszolidált** (a GDP %-ában)	**Az államháztartás bruttó adóssága** (a GDP %-ában)	**Munkanélküliségi ráta** (3 éves átlag)	**A pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya nem konszolidált** (1 éves %-os változás)	**Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %-ában** (3 éves százalékpontos változás)	**Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %-ában** (3 éves százalékpontos változás)	**Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %-ában** (3 éves százalékpontos változás)
Küszöbértékek	–4 %/+6 %	–35 %	±5 % (euróövezet) ±11 % (nem	–6 %	9 % (euróövezet) 12 % (nem	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	–0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	0.1	50.6	2.6	-3.1	5.3	2.5	3.8	179.1	98.1	6.2b	4.6	1.4	-1.7	-5.9
BG	2.5	-31.2	4.5	15.4	19.5p	4.0p	5.6	91.8	20.2	5.2	5.8	4.5	-2.1	-8.3
CZ	0.6	-20.3	8.7	5.1	14.4	6.2	3.1	80.8	30.2	2.4	5.6	1.7	-1.1	-4.9
DK	8.0	76.9	-0.2	2.6	1.4	1.5	11.4	221.2	33.3	5.3b	13.1	1.6b	-0.4	-2.1
DE	7.4	71.7	2.1	-1.1	7.9	4.3	5.4	105.4	59.6	3.4	7.3	1.3	-0.5	-1.3
EE	1.7	-21.4	6.2	2.0	19.9	4.4	3.8	97.8	8.4	5.2	12.5	1.4	-1.2	-2.3
IE	-1.6	-174.0	-1.4	71.0	-4.4	0.0	-9.1	202.4	57.4	5.8	15.5	0.6	-2.6	-4.3
EL	-2.1	-155.9	0.3	3.7	1.7p	6.5e	0.8p	109.9p	180.5	19.4	11.5	0.2	-4.8	-12.1
ES	2.3	-73.9	1.7	2.6	4.0p	4.1	1.3p	129.4p	95.5	15.5	0.9	-0.4	-4.2	-11.9
FR	-0.7	-22.9	1.6	-0.5	1.3p	2.3	8.0p	153.3p	98.1	9.0	7.5	0.3	-1.2	-4.9
HR	2.6	-50.3	1.5	22.5	4.7p	8.1	1.7p	91.2p	72.8	8.8	6.8	0.9	-4.2	-14.7
IT	2.7	-1.5	0.2	-2.6	3.2	-0.6	0.2	106.6	134.7	10.6	3.8	0.8	-1.1	-8.6
CY	-5.2	-122.3	-0.1	13.7	5.2p	2.6	2.7p	259.1p	94.0	8.9	3.9	2.6	-3.7	-12.5
LV	0.1	-41.7	3.7	3.6	17.0	5.8	1.5	67.1	36.9	7.5	4.6	1.0	-1.6	-4.9
LT	1.4	-24.1	3.7	16.8	16.4	4.9	3.0	55.1	35.9	6.5	4.1	2.5	-1.1	-2.6
LU	4.7	56.2	2.0	10.3	11.9	8.0	3.8	318.7	22.0	5.6	3.3	2.0	-0.9	-1.9
HU	0.7	-43.7	0.3	5.9	10.0p	12.8p	3.2p	66.6p	65.4	3.8	17.8	2.5	-1.3	-1.5
MT	5.1	54.6	1.3	18.1	8.5	4.0p	8.5	123.7	42.6	3.8	4.4	5.3	-1.5	-1.4
NL	10.5	90.0	2.4	0.7	5.9p	4.8	0.0p	234.0p	48.7	4.0	6.1p	1.2	-1.5	-4.1
AT	1.8	12.1	2.1	1.4	5.5	3.9	4.5	120.1	70.5	5.0	4.3	0.9	-0.8	-2.7
PL	-0.4	-49.4	2.8	25.1	9.2p	6.7	3.3	74.0	45.7	4.0	4.2	1.8	-1.5	-7.8
PT	0.5	-100.3	-0.4	8.5	7.6p	8.7	2.2p	149.2p	117.2	7.5	0.0	1.8	-3.4	-9.7
RO	-4.0	-43.5	0.2	17.9	24.5p	-1.7	2.0p	46.7p	35.3	4.3	10.4	3.0	-1.3	-3.8
SI	5.9	-15.4	1.0	16.0	8.4	4.8	0.8	68.7	65.6	5.4	9.9	3.6	-2.4	-7.1
SK	-2.3	-66.3	2.6	1.9	14.5	6.2	5.0	91.6	48.5	6.8	4.9e	0.8	-2.4	-6.1
FI	-0.9	3.6	0.2	4.6	0.8	0.0	7.6	147.5	59.3	7.6	7.6	2.4	-1.1	-2.9
SE	3.3	18.2	-8.3	-5.1	8.2	0.5	9.8	203.9	35.1	6.6b	10.6	0.8	-0.4	1.2
P.M.: UK	-3.9	-26.2	-2.9	-1.4	8.8	-0.3	2.8	154.7	85.4	4.0	3.3	0.8	-0.4	-1.8

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

1) Az Egyesült Királyság a Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságának az Európai Unióból és az Európai Atomenergia-közösségből történő kilépéséről szóló megállapodás (a továbbiakban: a kilépésről rendelkező megállapodás, HL C 384I, 2019.11.12. 1. o.) alapján 2020. január 31-én kilépett az Európai Unióból; a 2020. december 31-ig tartó átmeneti időszak alatt az uniós jogot továbbra is alkalmazni kell az Egyesült Királyságra vonatkozóan és az Egyesült Királyságban. 2) A foglalkoztatási mutatókhoz kapcsolódóan lásd a 2016. évi AMR 2. oldalát. 3) Lakásár-index e= becslés, forrás: EL nemzeti központi bankja. 4) A magánszektor adósságállománya, Magánszektorbeli hiteláramlás, a pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya: LU a nemzeti számlákhoz kapcsolódó referenciaérték-felülvizsgálatot hajtott végre. 5) SK esetében a pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállományában a „Származtatott pénzügyi eszközök és munkavállalói részvényopciók" (F.7) nem tartalmazza a munkavállalói részvényopciókat. 6) Munkanélküliségi ráta, BE esetében: b = a felmérés módszertanának módosítása; DK esetében: b = az adatgyűjtés modernizálása, számítógéppel támogatott online interjú (CAWI) alkalmazása.
Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, valamint a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (a reál effektív árfolyam esetében), és a Nemzetközi Valutaalap adatai, WEO (a világpiaci áru- és szolgáltatásexportra vonatkozó adatsorok esetében)

2. táblázat: Kiegészítő mutatók a 2019. évre

2019. év	**Reál-GDP** (1 éves %-os változás)	**Bruttó állóeszköz-felhalmozás** (a GDP %-ában)	**A K+F-re fordított bruttó hazai kiadások** (a GDP %-ában)	**Folyó fizetési mérleg és tőkemérleg (nettó hitelnyújtás / hitelfelvétel)** (a GDP %-ában)	**Nettó nemzetközi befektetési pozíció a nemteljesítési kockázattól mentes eszközök nélkül** (a GDP %-ában)	**Közvetlen külföldi befektetések az adatszolgáltató gazdaságban – tőkeáramlások**	**Közvetlen külföldi befektetések az adatszolgáltató gazdaságban – tőkeállomány**	**Energiatermékek nettó kereskedelmi mérlege** (a GDP %-ában)	**Reál effektív árfolyam – euróövezeti kereskedelmi partnerek (3 éves %-os változás)**	**Az exportteljesítmény változása a fejlett gazdaságokkal szemben** (5 éves %-os változás)	**A cserearány változása** (5 éves %-os változás)	**Az exportpiaci részesedés volumene** (1 éves %-os változás)	**Munkatermelékenység** (1 éves %-os változás)	**Hazai és külföldi szervezetek bruttó nemteljesítő hitelei** (a bruttó hitelek %-ában)	**A fajlagos munkaköltség teljesítménye az euróövezethez képest** (10 éves %-os változás)	**A lakásárak indexe (2015=100) – nominális** (3 éves %-os változás)	**Lakóingatlan-építés** (a GDP %-ában)	**Háztartások adóssága, konszolidált** (beleértve HSNPI, a GDP %-ában)	**Konszolidált banki tőkeáttétel, hazai és külföldi szervezetek** (összes eszköz/összes tőke)
BE	1.7	24.2	na	0.5	40.2	-5.3	168.1	-2.6	1.1	-4.8	1.2	-0.1	0.2	2.1p	0.3	10.9	6.2	61.2	13.4p
BG	3.7	18.7	0.8p	4.5	39.9	2.4	81.7	-2.9	1.7	13.4	8.9	2.8	3.3	6.5p	42.5	22.8p	2.8	23.3	8.2p
CZ	2.3	26.2	1.9p	0.2	29.7	3.7	78.1	-2.4	7.5	3.2	0.9	0.2	2.1	1.7p	9.0	32.4	4.5	31.8	12.1p
DK	2.8	22.0	3.0p	8.9	27.2	-2.0	54.3	-0.4	-2.5	0.8	-1.3	3.9	1.6	1.9p	-6.6	11.7	4.9	109.5	16.7p
DE	0.6	21.7	3.2e	7.1	51.3	1.9	46.6	-1.8	0.3	-2.9	3.3	-0.1	-0.3	1.2p	10.4	19.7	6.6	54.4	13.7p
EE	5.0	26.2	1.6p	3.2	31.2	9.3	96.7	-1.2	4.4	0.2	0.6	5.1	3.7	1.6p	22.2	19.6	4.9	37.6	7.5p
IE	5.6	45.6	0.8	-21.2	-285.4	-11.4	436.7	-1.2	-2.9	68.0	4.3	9.4	2.6	3.4p	-35.4	25.1	2.3	37.2	7.4p
EL	1.9p	10.1p	1.2p	-1.1	-135.3	2.4	23.8	-2.4p	-2.0	1.8	1.9p	3.7p	0.6p	35.5p	-17.8	8.0e	0.7p	54.3	10.9p
ES	2.0p	19.9p	1.1p	2.5	-46.8	1.0	67.7	-1.9p	0.0	0.8	-1.0p	1.2p	-0.3p	3.1p	-11.8	19.2	5.7p	56.9	13.5p
FR	1.5p	23.6p	na	-0.6	-35.6	1.9	48.0	-1.8p	-0.1	-2.2	2.5p	0.8p	0.4p	2.5p	-1.4	9,7	6.4p	61.7	15.1p
HR	2.9p	21.0p	na	4.7	-5.5	2.4	49.4	-2.9p	0.5	20.4	3.7p	5.7p	-0.2p	5.2p	-17.6	20.0	na	34.6	7.5p
IT	0.3	18.1	1.5p	2.9	0.0	1.6	29.0	-2.0	-1.7	-4.3	4.2	-0.1	-0.2	6.7p	-2.4	-1.8	4.2	41.2	12.9p
CY	3.1p	19.4p	na	-6.2	-159.5	103.5	1827.5	-4.0p	-2.5	11.7	0.7p	-1.5p	-0.1p	18.1p	-11.5	7.9	7.9p	89.5	12.8p
LV	2.1	22.2	0.6p	0.8	4.5	3.1	56.0	-2.7	2.8	1.8	6.7	1.0	2.1	3.9p	17.3	29.9	2.4	20.3	9.8p
LT	4.3	21.4	1.0p	5.2	4.8	2.9	44.0	-3.6	3.4	14.7	4.5	8.4	3.9	1.7p	16.8	24.9	2.9	23.0	14.5p
LU	2.3	16.9	na	4.5	-3893.6	-446.6	6742.5	-3.2	1.0	8.3	-0.7	-0.3	-1.3	0.6p	8.5	24.5	3.4	65.9	15.0p
HU	4.6p	27.2p	1.5	1.6	-2.5	19.7	169.6	-3.8p	-0.6	4.0	0.0p	4.7p	3.3p	4.1p	15.3	50.0p	3.2p	18.4	9.6p
MT	4.9	21.6p	0.6p	5.6	246.3	27.5	1497.1	-6.4	-0.1	16.0	3.3	5.0	-0.8	3.2p	4.5	18.2p	4.9p	49.7	11.2p
NL	1.7p	21.0p	na	9.9	-0.5	3.9	581.2	-0.8p	0.9	-1.1	1.9p	1.6p	-0.2p	1.8p	-1.7	26.3	5.0p	100.3p	16.1p
AT	1.4	24.7	3.2p	2.8	-1.1	-1.9	59.7	-2.2	1.1	-0.4	0.7	1.8	0.3	2.2p	5.5	16.6	4.7	49.5	11.2p
PL	4.5	18.5	1.3p	2.5	-12.5	2.4	46.4	-2.4	1.6	22.9	3.7	4.0	4.8p	6.1p	4.1	20.3	2.0	34.4	9.7p
PT	2.2p	18.2p	1.4p	0.9	-47.1	3.5	80.6	-2.5p	-1.6	6.6	4.1p	2.4p	1.4p	6.1p	-7.1	32.1	3.2p	63.6	10.8p
RO	4.2p	23.6p	na	-3.4	-4.1	2.9	44.2	-1.7p	-1.2	15.8	4.7p	2.9p	4.2p	4.3p	30.7	15.8	2.4p	15.4	9.1p
SI	3.2	19.6	na	5.2	1.6	3.1	39.7	-3.5	0.4	13.9	2.0	3.0	0.7	3.4p	-1.4	25.6	2.2	26.9	8.2p
SK	2.3	21.4	0.8	-2.0	-14.1	2.2	69.6	-3.1	1.9	0.1	-2.0	-0.3	1.3	2.9p	6.3	24.1	3.4	43.7	9.6p
FI	1.1	23.9	2.8p	-0.1	6.3	5.9	50.9	-1.7	-1.7	2.7	2.5	6.6	-0.5	1.4p	-3.1	3.7	7.2	66.0	16.6p
SE	1.3	24.5	3.4pe	4.2	-5.0	4.6	86.1	-1.1	-9.7	-6.7	-0.5	2.2	0.7	1.1p	5.8	8.3	4.6	88.6	17.9p
P.M.: UK	1.3	18.0	na	-4.3	-15.1	0.8	80.5	-0.5	-4.4	-3.1	2.3	1.7	0.2	1.2p	9.2	9.1	4.0	84.1	16.0p

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

1) Az Egyesült Királyság a Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságának az Európai Unióból és az Európai Atomenergia-közösségből történő kilépéséről szóló megállapodás (a továbbiakban: a kilépésről rendelkező megállapodás, HL C 384I, 2019.11.12. 1. o.) alapján 2020. január 31-én kilépett az Európai Unióból; a 2020. december 31-ig tartó átmeneti időszak alatt az uniós jogot továbbra is alkalmazni kell az Egyesült Királyságra vonatkozóan és az Egyesült Királyságban. 2) A K+F-re fordított bruttó belföldi kiadásokra vonatkozó 2019. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2020. október 31., míg az adatfelvétel időpontja 2020. október 23. volt. 3) Lakásár-index e = becslés, forrás: EL nemzeti központi bankja. 4) Háztartások adósságállománya: LU a nemzeti számlákhoz kapcsolódó referenciaérték-felülvizsgálatot hajtott végre.
Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, valamint a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (a reál effektív árfolyam esetében), az Európai Központi Bank (konszolidált banki tőkeáttétel és bruttó nemteljesítő hitelek a hazai és külföldi szervezetek esetében), és a Nemzetközi Valutaalap adatai, WEO (a világpiaci áru- és szolgáltatásexportra vonatkozó adatsorok esetében)

2. táblázat (folytatás): Kiegészítő mutatók a 2019. évre

2019. év	Foglalkoztatás (1 éves %-os változás)	Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %-ában (%)	Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %-ában (%)	Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %-ában (%)	Nem foglalkoztatott, oktatásban és képzésben nem részesülő fiatalok – a teljes 15–24 év közötti népesség %-ában		Szegénységben vagy társadalmi kirekesztettségben élők – a teljes népesség %-ában		A szociális transzferek után is szegénységben élők – a teljes népesség %-ában		Súlyos anyagi nélkülözésben élők – a teljes népesség %-ában		Nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásban élők – a teljes 0–59 év közötti népesség %-ában	
					%	(3 éves százalékpontos változás)	%	(3 éves százalékpontos változás)	%	(3 éves százalékpontos változás)	%	(3 éves százalékpontos változás)	%	(3 éves százalékpontos változás)
BE	1.6	69.0	2.3	14.2	9.3	-0.6	19.5b	-1.4b	14.8b	-0.7b	4.4b	-1.1b	12.4b	-2.5b
BG	0.3	73.2	2.4	8.9	13.7	-4.5	32.5	-7.9b	22.6	-0.3b	19.9	-12.0b	9.3	-2.6b
CZ	0.2	76.7	0.6	5.6	5.7	-1.3	12.5	-0.8	10.1	0.4	2.7	-2.1	4.2	-2.5
DK	1.2	79.1	0.8	10.1	7.7	1.0b	16.3	-0.5	12.5	0.6	2.6	0.0	9.3	-1.4
DE	0.9	79.2	1.2	5.8	5.7	-1.0	17.4	-2.3	14.8	-1.7	2.6	-1.1	7.6	-2.0
EE	1.3	78.9	0.9	11.1	6.9	-2.2	24.3	-0.1	21.7	0.0	3.3	-1.4	5.4	-0.4
IE	2.9	73.3	1.6	12.5	10.1	-2.5	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.2p	68.4	12.2	35.2	12.5	-3.3	30.0	-5.6	17.9	-3.3	16.2	-6.2	13.8	-3.4
ES	2.2p	73.8	5.3	32.5	12.1	-2.5	25.3	-2.6	20.7	-1.6	4.7	-1.1	10.8	-4.1
FR	1.1p	71.7	3.4	19.6	10.6	-1.3	17.9	-0.3	13.6	0.0	4.7	0.3	7.9	-0.5
HR	3.1p	66.5	2.4	16.6	11.8	-5.1	23.3	-4.6	18.3	-1.2	7.2	-5.3	9.2	-3.8
IT	0.5	65.7	5.6	29.2	18.1	-1.8	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	3.1p	76.0	2.1	16.6	13.7	-2.3	22.3	-5.4	14.7	-1.4	9.1	-4.5	6.8	-3.8
LV	-0.1	77.3	2.4	12.4	7.9	-3.3	27.3	-1.2	22.9	1.1	7.8	-5.0	7.6	0.4
LT	0.5	78.0	1.9	11.9	8.6	-0.8	26.3	-3.8	20.6	-1.3	9.4	-4.1	7.5	-2.7
LU	3.6	72.0	1.3	17.0	5.6	0.2	20.6	1.5b	17.5	1.7b	1.3	-0.3b	7.5	0.9b
HU	1.3	72.6	1.1	11.4	11.0	0.0	18.9	-7.4	12.3	-2.2	8.7	-7.5	5.0	-3.2
MT	5.8	75.9	0.9	9.3	8.6	-0.2	20.1	-0.2	17.1	0.6	3.6	-0.8	4.9	-2.4
NL	1.9p	80.9	1.0	6.7	4.3	-0.3	16.5	-0.2b	13.2	0.5b	2.5	-0.1b	9.2	-0.5b
AT	1.1	77.1	1.1	8.5	7.1	-0.6	16.9	-1.1	13.3	-0.8	2.6	-0.4	7.8	-0.3
PL	-0.2p	70.6	0.7	9.9	8.1	-2.4	18.2	-3.7	15.4	-1.9	3.6	-3.1	4.7	-1.7
PT	0.8p	75.5	2.8	18.3	8.0	-2.6	21.6	-3.5	17.2	-1.8	5.6	-2.8	6.2	-2.9
RO	0.0p	68.6	1.7	16.8	14.7	-2.7	31.2	-7.6	23.8	-1.5	14.5	-9.3	6.0	-2.2
SI	2.5	75.2	1.9	8.1	7.0	-1.0	14.4	-4.0	12.0	-1.9	2.6	-2.8	5.2	-2.2
SK	1.0	72.7	3.4	16.1	10.3	-2.0	16.4	-1.7	11.9	-0.8	7.9	-0.3	6.2	-0.3
FI	1.7	78.3	1.2	17.2	8.2	-1.7	15.6	-1.0	11.6	0.0	2.4	0.2	9.7	-1.7
SE	0.6	82.9	0.9	20.1	5.5	-1.0	18.8	0.5	17.1	0.9	1.8	1.0	8.6	0.1
P.M.: UK	1.1	78.1	0.9	11.2	10.5	-0.4	na	na	na	na	na	na	na	na

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

1) Az Egyesült Királyság a Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságának az Európai Unióból és az Európai Atomenergia-közösségből történő kilépéséről szóló megállapodás (a továbbiakban: a kilépésről rendelkező megállapodás, HL C 384I, 2019.11.12. 1. o.) alapján 2020. január 31-én kilépett az Európai Unióból; a 2020. december 31-ig tartó átmeneti időszak alatt az uniós jogot továbbra is alkalmazni kell az Egyesült Királyságra vonatkozóan és az Egyesült Királyságban. 2) A jövedelmekre és életkörülményekre vonatkozó (EU-SILC) 2019. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2020. november 30., míg az adatfelvétel időpontja 2020. október 23. volt. 3) A jövedelmekre és életkörülményekre vonatkozó mutatók. BE esetében körültekintően kell eljárni az időbeli összehasonlítások során: a felmérést érintő számos alapvető javításra került sor. A törés tartalmi és módszertani jellegű. Tartalmi szempontból 2019-ben váltás történt: a jövedelemre vonatkozó változók többségénél közigazgatási adatokat használtak fel. Ennek eredményeként a teljes SILC-kérdőív lényegesen módosult. Módszertani szempontból a nemválaszolás és a panel tagjainak lemorzsolódása (attríció) esetén végrehajtott korrekcióhoz használt teljes modell, valamint a kalibrálás is módosult.
Forrás: Európai Bizottság, Eurostat.