



Az Európai Unió
Tanácsa

Brüsszel, 2016. november 18.
(OR. en)

14359/16

UEM 363
ECOFIN 1034
SOC 700

FEDŐLAP

Küldi:	az Európai Bizottság főtitkára részéről Jordi AYET PUIGARNAU igazgató
Az átvétel dátuma:	2016. november 17.
Címzett:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, az Európai Unió Tanácsának főtitkára
Biz. dok. sz.:	COM(2016) 728 final
Tárgy:	A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, A TANÁCSNAK, AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANKNAK ÉS AZ EURÓPAI GAZDASÁGI ÉS SZOCIÁLIS BIZOTTSÁGNAK A riasztási mechanizmus keretében készült 2017. évi jelentés (amely a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról szóló 1176/2011/EU rendelet 3. és 4. cikkével összhangban készült)

Mellékelten továbbítjuk a delegációknak a COM(2016) 728 final számú dokumentumot.

Melléklet: COM(2016) 728 final



EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2016.11.16.
COM(2016) 728 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 2017. évi jelentés

**(amely a makrogazdasági egyensúlyhiányok megelőzéséről és kiigazításáról szóló
1176/2011/EU rendelet 3. és 4. cikkével összhangban készült)
{SWD(2016) 354 final}**

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

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés egy kiválasztott mutatókat tartalmazó eredménytáblán, valamint kiegészítő mutatók szélesebb körén alapul, célja, hogy kiszűrje a tagállamokban esetlegesen fennálló, szakpolitikai beavatkozást igénylő gazdasági egyensúlyhiányt. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés által azonosított tagállamokról a Bizottság részletes vizsgálatot készít, amely értékeli a tagállami makrogazdasági kockázatok felhalmozódását, illetőleg felszámolását, továbbá megállapításokat tesz az egyensúlyhiány vagy a túlzott egyensúlyhiány fennállásáról. A kialakult gyakorlatnak megfelelően azon tagállamok esetében, amelyeknél a részletes vizsgálat előző fordulója során egyensúlyhiányt állapítottak meg, mindenképp készül új részletes vizsgálat.

A Bizottság az Európai Parlament, a Tanács és az eurócsoport megállapításait figyelembe véve részletes vizsgálatot fog készíteni az érintett tagállamokról. A megállapítások beépülnek a gazdaságpolitikai koordináció európai szemesztere keretében kiadott országspecifikus ajánlásokba. A részletes vizsgálatokat az országjelentések részeként várhatóan 2017 februárjában, az európai szemeszter országspecifikus ajánlásainak elkészítése előtt teszik közzé.

1. ÖSSZEFOGLALÁS

Ezzel a jelentéssel kezdetét veszi a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás hatodik éves ciklusa¹. Az eljárás célja a tagállami gazdaságok zavartalan működését akadályozó egyensúlyhiány feltárása és a megfelelő szakpolitikai válaszok ösztönzése. Az egyéb gazdaságfelügyeleti eszközök keretében tett elemzésekkel és ajánlásokkal való összhang biztosítása érdekében a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás végrehajtása a gazdaságpolitikai koordináció európai szemeszterének részét képezi. Az ezzel a jelentéssel egyidejűleg elfogadott éves növekedési jelentés számba veszi az európai gazdasági és szociális helyzetet, és az elkövetkező évre átfogó szakpolitikai prioritásokat határoz meg az Európai Unió egésze számára.

A jelentés azonosítja azokat a tagállamokat, amelyek esetében részletes vizsgálatot kell végezni annak értékelése érdekében, hogy fennáll-e náluk szakpolitikai beavatkozást igénylő egyensúlyhiány². A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés az esetleges gazdasági egyensúlyhiányok feltárásának célját szolgáló szűrő szerepét tölti be, amelyet a gazdaságpolitikai koordináció minden egyes éves ciklusának kezdetén tesznek közzé. Mindenekelőtt az indikatív küszöbértékekkel bíró mutatókat és kiegészítő mutatókat tartalmazó eredménytábla gazdasági elemzésén alapul.

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

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

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés hangsúlyt helyez az euróövezeti megfontolásokra. A „Lépések a gazdasági és monetáris unió kiteljesítése felé” című 2015. október 21-i bizottsági közleménnyel összhangban a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés célja az országok egyensúlyhiánya által az egész euróövezetre gyakorolt hatások szisztematikus elemzése, valamint annak vizsgálata, hogy e hatások milyen mértékben kívánják meg a szakpolitikai válaszok összehangolását.

Az ebben a jelentésben foglalt értékelés háttéréül a folyamatban lévő, de továbbra is törékeny gazdasági fellendülés szolgál. Az Európai Bizottság 2016. őszi előrejelzése szerint az EU-ban a reál GDP növekedése 2016-ban 1,8 %-os lesz, majd 2017-ben a belső kereslet, konkrétan a magánfogyasztás és a beruházások gyengülésével párhuzamosan 1,6 %-ra esik vissza. Az euróövezet GDP-előrejelzése 2016-ra 1,7 %, 2017-re pedig 1,5 %. Az infláció várhatóan történelmi mélyponton marad 2016-ban és 2017-ben, ami a nagyban alkalmazkodó monetáris politikai irányvonal ellenére 1 % körüli maginflációt jelent. A munkaerőpiaci feltételek további javulása várható, az uniós munkanélküliségi ráta az előrejelzés szerint a 2016-os becsült 8,6 %-os értékről 2017-ben 8,3 %-ra esik vissza. Az élénkülésnek eddig lendületet biztosító „hátszél” lecsendesedőben van (esnek az olajárak, csökken az euró értéke), és a kilátásokat kockázatok övezik. Néhány feltörekvő piac élénkülése ellenére továbbra is bizonytalanság kapcsolódik az egyensúly Kínában folyamatban lévő helyreállításához, valamint az Egyesült Államok globális tőkeáramlásra irányuló monetáris politikájának normalizálása jelentette hatásokhoz. A geopolitikai feszültségekhez kapcsolódó bizonytalanság továbbra is jelentős, miközben a politikai környezetet érintő kockázatok alakulnak ki növekvő populizmus közepette, amelyhez bizonyos esetekben szociális nehézségek és reformfásultság, valamint az egész világon jellemző növekvő protekcionista hangulat társult.

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

- **A külső hiánnyal vagy adóssággal rendelkező országokban a kiigazítás tovább haladt előre, miközben a nagy folyófizetésimérleg-többletek fennmaradnak.** A nettó adós országok jelentős eredményeket értek el külső egyensúlyhiányuk kiigazításában. Majdnem minden tagállamban – többek között az elmúlt néhány év során a költség-versenyképességet célzó kiigazítás eredményeként – megszűnt a fenntarthatatlan folyófizetésimérleg-hiány, jóllehet a nettó külföldi kötelezettségek állománya továbbra is jelentős. Ezzel szemben a folyó fizetési mérleg többletének kiigazítása nem minden nettó hitelező országban történik meg, néhány esetben pedig tovább növekszik.
- **A magánszektor hitelállományának leépítése folytatódik, de lassan és egyenetlenül, és akadályozza a lassú nominális növekedés.** Számos országban áll fenn a magánszektor magas adósságszintjéhez kapcsolódó sebezhetőség, amelyet gyakran nagy államadósság-állomány súlyosbít. A magánszektor túlzott eladósodottsága visszafogja a beruházásokat és néhány országban a bankok mérlegének gyengeségében tükröződik vissza. Folyamatban van a hitelállomány-leépítés, de a múltbeli tapasztalatokhoz képest a legtöbb esetben lassú ütemben, főként

a visszafogott nominális növekedés fényében³. A hitelállomány-leépítés ráadásul nem mindig ott történik, ahol a legnagyobb szükség van rá, néhány erősen eladósodott ország lassabban csökkenti kötelezettségeit, mint a kevés adóssággal rendelkező országok.

- **A banki ágazat a jobb tőkepozíciók ellenére a csökkenő nyereségességhez és a rossz adósság örökségéhez kapcsolódó kihívásokkal szembesül.** Noha a bankok általánosságban javították tőkemegfelelési mutatóikat és a sokkokkal szembeni ellenálló képességüket, a csökkent nyereségességi kilátások miatt korlátozottan képesek arra, hogy – tekintettel az új szabályozói tőkekövetelményekre – új tőkéhez jussanak a piacról. Néhány országban a nemteljesítő hitelek öröksége csökkenti a hitelezési mozgásteret és növeli a tőke nem megfelelő elosztásának kockázatát.
- **Az ingatlanárak dinamikája néhány országban lendületet kapott, és nyomon követést igényel.** A válság utáni recesszió idején történt erőteljes, lefelé irányuló korrekciót követően jelenleg a legtöbb országban emelkednek az ingatlanárak. Az ingatlanárak dinamikája az alacsony kamatokkal jellemzett környezet ellenére jóval alatta marad a 2000-es évek közepén tapasztalt növekedési rátáknak. Néhány országban azonban erős árdinamika figyelhető meg a valószínűleg túlértékelt árak és a háztartásoknak nyújtott emelkedő nettó hitelek összefüggésében, ami szoros nyomon követést igényel.
- **A munkaerőpiacok folytatják helyreállításukat, de néhány országban tartós a társadalmi feszültség.** A munkaerőpiacok 2013 közepe óta javulnak, és ehhez a korábbi évek jelentősen eltérő tendenciáit követően a tagállamok munkanélküliségi rátáinak kisebb szórása társul. Ugyanakkor számos uniós országban még mindig nagyon magas a munkanélküliségi ráta és stagnál a munkából származó jövedelem, valamint társadalmi feszültségek állnak fenn, különösen a pénzügyi és adósságválsággal leginkább sújtott országokban.

Az euróövezeti egyensúly helyreállítását érintő kérdések alapos figyelmet érdemelnek. Az euróövezeti folyófizetésimérleg-többlet 2015-ben tovább, a GDP 3,3 %-ára emelkedett, és az előrejelzés szerint 2016-ban eléri a GDP 3,7 %-át, ami a kibocsátási dinamikánál gyengébb aggregált keresleti dinamikát tükrözi. Az euróövezeti aggregált kereslet gyenge élénkülése alátámasztja az alacsony inflációs környezetet és a gazdaság tartós pangását. A nettó külső kötelezettségállomány csökkentésének biztosítása érdekében fenn kell tartani a nettó adós országok jobb folyófizetésimérleg-pozícióit. Néhány nettó hitelező országnak viszont meg kell kezdenie a külső folyamatok egyensúlyhiányainak kiigazítását.

Összességében a folyamatos javulás ellenére a 2016. évi riasztási mechanizmus keretében készült jelentésben megállapítottakkal azonos kockázati források kerülnek megerősítésre. A nettó adós országok körében folytatódik a külső egyensúlyhiányok kezelése terén tett előrehaladás, de az egyensúly helyreállítása továbbra is egyenetlen. A belső állományokat érintő egyensúlyhiány kiigazítása az alacsony nominális növekedéssel jellemzett környezet miatt lassú, és a haladás egyenetlen. A banki ágazat néhány országban csökkenő nyereségességi kilátásokkal és a nemteljesítő hitelek örökségével szembesül. Egyes

³ Lásd például IMF, Fiscal Monitor, 2016. október.

országokban az ingatlanpiacok lehetséges túlfűtöttségének jelei vagy a munkaerőpiacok teszik szükségessé a nyomon követést.

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés által azonosított tagállamok részletesebb és átfogó elemzését a részletes vizsgálatok keretében végzik el. Az előző ciklushoz hasonlóan a részletes vizsgálatokat az országjelentések tartalmazzák majd, amelyek magukban foglalják a tagállamok gazdasági és szociális kihívásainak a bizottsági szolgálatok általi elemzését. Ez az elemzés szolgáltatja a szükséges adatokat az európai szemeszter országspecifikus ajánlásaihoz. A részletes vizsgálatok elkészítése során a Bizottság gazdag adat- és információkészletre alapozza az elemzését. Minden vonatkozó statisztikát, minden releváns adatot és minden lényeges tényt figyelembe vesz. A jogszabályok értelmében a Bizottság a részletes vizsgálatok alapján fogja eldönteni, hogy fennáll-e egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány, majd ezt követően elkészíti az egyes tagállamokra vonatkozó szakpolitikai ajánlásait⁴. Mindazon országok, amelyek esetében a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában egyensúlyhiányt vagy túlzott egyensúlyhiányt állapítottak meg, jelenleg célzott nyomon követés alá tartoznak, amely a mögöttes kihívások súlyossága szerint változó (1. háttérmagyarázat)⁵.

1. háttérmagyarázat: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás alkalmazása: fő fejlemények 2015. óta

A makrogazdasági egyensúlyhiányok kategorizálása

Az előző ciklusban sor került a makrogazdasági egyensúlyhiányok kategorizálásának egyszerűsítésére és stabilizálására az európai szemeszterről szóló 2016. április bizottsági közleményben foglaltak szerint, valamint a „*Lépések a gazdasági és monetáris unió kiteljesítése felé*” című 2015. októberi bizottsági közleménnyel összhangban. Az egyszerűsítéssel hatról négyre csökkent a lehetséges kategóriák száma (nem áll fenn egyensúlyhiány; egyensúlyhiány áll fenn; túlzott egyensúlyhiány áll fenn, illetve korrekciós intézkedéseket igénylő túlzott egyensúlyhiány áll fenn). A 2016-ban részletes vizsgálat alá tartozó 19 ország közül a megállapítások szerint hatban nem áll fenn egyensúlyhiány (Ausztria, Belgium, Észtország, Magyarország, Románia és az Egyesült Királyság), hétben egyensúlyhiány áll fenn (Finnország, Németország, Írország, Hollandia, Szlovénia, Spanyolország és Svédország), hatban pedig túlzott egyensúlyhiány áll fenn (Bulgária, Horvátország, Ciprus, Franciaország, Olaszország és Portugália).

Célzott nyomon követés

A célzott nyomon követés célja a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében hozott szakpolitikai intézkedések folyamatos nyomon követése. Nem helyettesíti az országspecifikus ajánlások nyomán hozott reformok végrehajtásának Bizottság általi átfogó nyomon követését, amelyet az országjelentések mutatnak be, hanem megerősíti ennek az értékelésnek az alapját.

⁴ 1176/2011/EU rendelet (HL L 306., 2011.11.23., 25. o.).

⁵ Lásd: „2016. évi európai szemeszter: a strukturális reformok haladásának, a makrogazdasági egyensúlyhiány megelőzésének és korrekciójának, valamint az 1176/2011/EU rendelet szerinti részletes vizsgálatok eredményeinek értékelése”, COM(2016) 95 final/2, 2016.4.7.

Célzott nyomon követésre első alkalommal 2013-ban került sor a Spanyolország és Szlovénia által azt követően tett megerősített szakpolitikai kötelezettségvállalások nyomon követése céljából, hogy túlzott egyensúlyhiány fennállását állapították meg náluk. Ez két kiküldetésből állt ősszel és télen, amelyeket az Ecofin Tanácsot előkészítő tanácsi bizottságokban (EPC/EFC) megtárgyalt jelentések követtek. Az e két országgal kapcsolatos pozitív tapasztalatok alapján a Bizottság 2014-ben minden túlzott egyensúlyhiánnyal rendelkező országra kiterjesztette a célzott nyomon követést, valamint a rendszerszinten jelentős, egyensúlyhiánnyal rendelkező kiválasztott euróövezeti országokra is. 2016-ban a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás kategóriáinak egyszerűsítésével a célzott nyomon követést kiterjesztették minden olyan országra, ahol egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány áll fenn, úgy, hogy csak ősszel kerül sor a nyomon követésre, amely a kihívások hatóköre és az egyensúlyhiányok súlyossága alapján változó. Az összegyűjtött tapasztalatok alapján a célzott nyomon követés végrehajtásának további kiigazítására kerülhet sor, amennyiben szükséges.

A részletes vizsgálatok indokoltak azon országok esetében, amelyeknél a részletes vizsgálatok előző fordulójában egyensúlyhiány vagy túlzott egyensúlyhiány fennállását állapították meg⁶. Ismét részletes vizsgálatra van szükség annak értékeléséhez, hogy a fennálló túlzott egyensúlyhiány vagy egyensúlyhiány felszámolásra került-e, tartósan fennmaradt-e vagy súlyosbodott-e, kellő figyelmet fordítva az e tagállamok által az egyensúlyhiány leküzdése érdekében végrehajtott szakpolitikai hozzájárulásokra. Az érintett tagállamok **Bulgária, Horvátország, Ciprus, Finnország, Franciaország, Németország, Írország, Olaszország, Hollandia, Portugália, Szlovénia, Spanyolország és Svédország.**

Az eredménytábla gazdasági elemzése alapján a Bizottság ebben a szakaszban nem végez további elemzéseket a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében a többi tagállam vonatkozásában. Konkrétan azok az országok, amelyek 2016-ban kikerültek a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szerinti felügyelet alól (Belgium, Magyarország, Románia és az Egyesült Királyság), az előző évhez képest nem mutatnak olyan jelentős további kockázatokat, amelyek szükségessé tennék a részletes vizsgálat keretében történő elemzést 2017-ben. A részletes vizsgálatban jelenleg nem vizsgált számos országban az ingatlanárak (Dánia, Luxemburg) és a munkaerőköltségek (Észtország, Lettország, Litvánia) olyan tartós dinamikája tapasztalható, amely szoros nyomon követést igényel, de nem teszi szükségessé a teljes gazdaság sebezhetőségének és kockázatainak részletes vizsgálatban való átvilágítását. Görögország esetében az egyensúlyhiány felügyelete és a korrekciós intézkedések nyomon követése a pénzügyi támogatási program keretében folytatódik. Összességében a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés 13 tagállam esetében tartja szükségesnek részletes vizsgálat készítését, szemben az előző ciklusbeli 19 országgal. Az előző ciklusban részletes vizsgálat alá nem tartozó országok közül egy sem kerül részletes vizsgálat alá 2017-ben.

⁶ Lásd: „2016. évi európai szemeszter: a strukturális reformok haladásának, a makrogazdasági egyensúlyhiány megelőzésének és korrekciójának, valamint az 1176/2011/EU rendelet szerinti részletes vizsgálatok eredményeinek értékelése”, COM(2016) 95 final/2, 2016.4.7. A Tanács által elfogadott országspecifikus ajánlások – ideértve a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás szempontjából lényegeseket is – teljeskörűen itt találhatók: HL C 299., 2016.8.18.

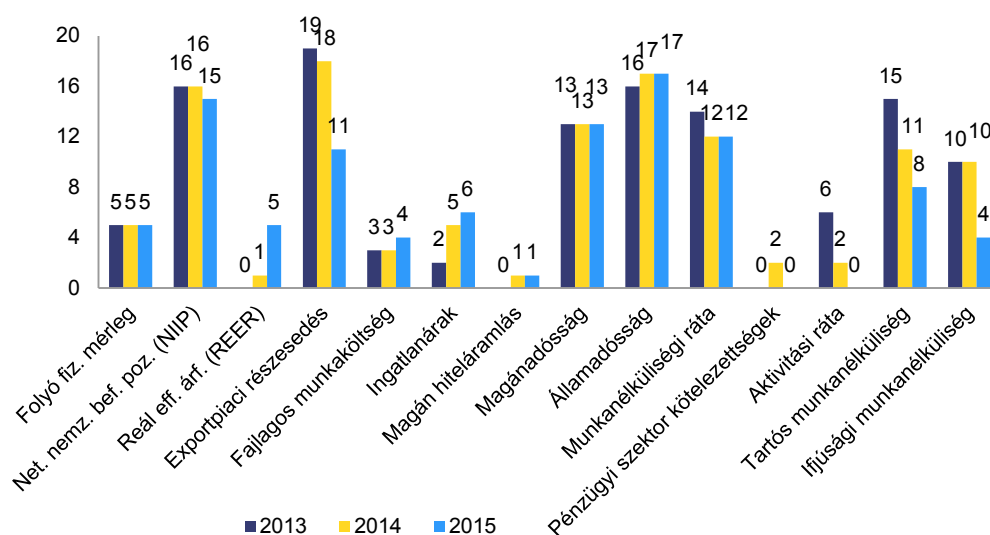
2. EGYENSÚLYHIÁNY, KOCKÁZATOK ÉS KIIGAZÍTÁS: A KÜLÖNBÖZŐ ORSZÁGOK FŐBB FEJLEMÉNYEI

A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés a mutatókat tartalmazó eredménytábla gazdasági elemzésén alapul. A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés mutatókat tartalmazó eredménytáblája és az indikatív küszöbértékek szűrőeszközként szolgálnak a további vizsgálatot igénylő kockázatok és sebezhetőségek meggyőző bizonyítékainak feltárására. Az eredménytábla számos terület tekintetében egy sor mutatót és referenciaértéket tartalmaz, többek között a külső pozíciókkal, a versenyképességgel, a magánszektor adósságával, az ingatlanpiaccal, a banki ágazattal és a foglalkoztatással kapcsolatosan. Utólagos adatokra támaszkodik az adatstabilitás és az országok közötti konzisztencia biztosítása érdekében. Ezért az ehhez a jelentéshez használt eredménytábla 2015-ig szóló adatokat tükröz. Mindazonáltal a mutatók gazdasági elemzése a számos kiegészítő mutató mellett újabb adatokat is figyelembe vesz. Az eredménytábla értékeit nem mechanikusan, hanem olyan gazdasági elemzés alapján kell értelmezni, amely lehetővé teszi az országspecifikus kérdések és az összefüggéseket érintő szempontok figyelembevételét⁷.

Az eredménytábla mutatóinak alakulása tükrözi a fokozatos kiigazítási folyamatot, valamint a fennmaradó egyensúlyhiányokat és sebezhetőségeket. A folyó fizetési mérleg potenciális egyensúlyhiányainak korrekciója leolvasható azon értékek számának alakulásából, amelyek meghaladják a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájában a folyó fizetési mérlegre vonatkozó változó küszöbértékét (1. ábra). Míg 2009-ben a folyó fizetési mérleg mutatója 14 ország esetében a hiány következtében, 2 ország esetében pedig a többlet következtében meghaladta a küszöbértéket, 2015-ben csak 5 ország esetében volt ez így, hármuknál többlet következtében. Annak fényében, hogy a legtöbb uniós országban újból megindult a kibocsátás- és exportnövekedés, a munkanélküliséget, egyéb szociális mutatókat és az exportpiaci részesedést érintő küszöbértékeket meghaladó értékek száma csökkent. Néhány országban az általánosságban alacsony infláció mellett megindult az árdinamika, ami a reál effektív árfolyamra és a reál-ingatlanárakra vonatkozó küszöbértékeket meghaladó értékek növekvő, de még mindig korlátozott számát eredményezi. Az állományokat érintő egyensúlyhiányok tekintetében a küszöbértéket meghaladó értékek nagy számban és tartósan fennállnak. Ez a helyzet 15 ország esetében a nettó nemzetközi befektetési pozíció tekintetében 2015-ben, ez eggyel kevesebb az előző évinél, valamint 17 ország esetében az államháztartás adósságára vonatkozó mutató tekintetében, ez a szám egyezik az előző évivel. A magánszektor adóssága tekintetében a küszöbértéket meghaladó értékek száma stabilan 13 maradt.

⁷ Az eredménytábla mechanikus értelmezését kizárja a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárásról szóló rendelet (az 1176/2011/EU rendelet). A riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának összeállítása mögött meghúzódó logikáról és a tábla értelmezéséről lásd: „*The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, process, application: a compendium*” (A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás. Indokok, eljárás, alkalmazás: rövid összefoglalás) (Európai Bizottság, 2016).

1. ábra: A küszöbértéket meghaladó értékek száma az eredménytábla mutatói szerinti bontásban (2013, 2014 és 2015)

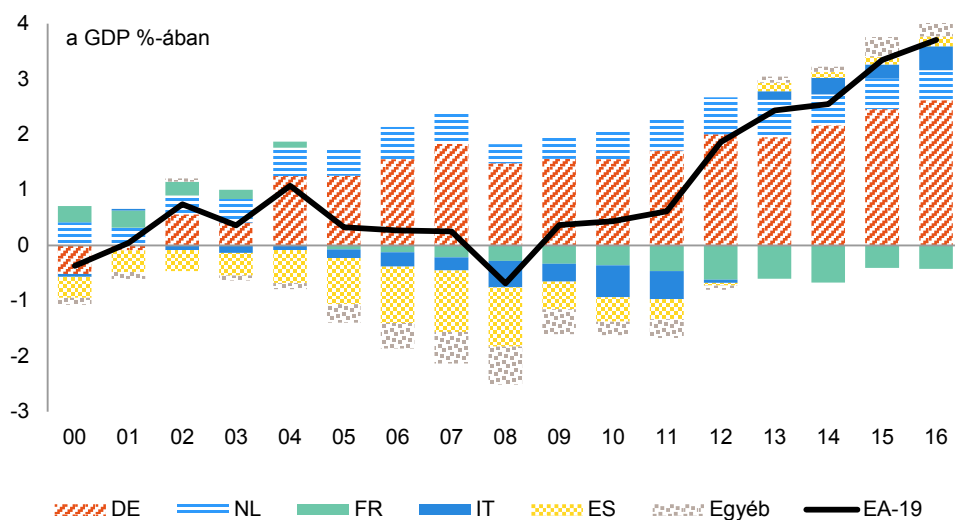


Forrás: Eurostat

A múltbéli folyófizetésimérleg-hiány a legtöbb esetben többletbe vagy kiegyensúlyozott pozícióba fordult, miközben a nagy többletek továbbra is fennállnak. A nettó adós országok jelentős lépéseket tettek túlzott folyófizetésimérleg-hiányuk kiigazítására közvetlenül a válságot követően (2. ábra). Egy 2014-es szünet után 2015-ben tovább korrigálták pozícióikat, főként az exportnövekedés révén, de néhány esetben (például Olaszország) a gyenge belső kereslet is hozzájárult. Ennek következtében csak Ciprus és az Egyesült Királyság rendelkezett a küszöbértéket meghaladó hiánnyal. Ezzel szemben a Dániában, Németországban és Hollandiában fennálló többlet továbbra is meghaladja a küszöbértéket. Németország eleve nagy folyófizetésimérleg-többlete a 2014. évi jelentős

növekedést követően 2015-ben tovább bővült a GDP 8,5 %-ára, mivel a gazdaság minden ágazata folytatta a hitelállomány-leépítést, ami még jobban növelte az országnak a pozitív megtakarítások és a beruházások közti egyensúlyhiányát⁸. Az alacsony olajárak és a kereskedelmi feltételek hatásai valamelyest szintén hozzájárultak a többlet további növekedéséhez 2015-ben. Németország többlete még ciklikusan kiigazított alapon is nagyobb (a GDP 9,4 %-a), mint 15 másik tagállam esetében, amelyek tényleges pozíciói a ciklikusan kiigazítottak alatt maradnak. Hollandia szintén továbbra is nagy folyófizetésimérleg-többslettel rendelkezik, amely azonban az elmúlt két évben csökkent. A nettó hitelező országok közül Dánia, Németország, Málta és Hollandia olyan többslettel rendelkezett, amely GDP-arányosan több mint 5 százalékponttal nagyobb volt, mint amit az olyan alapvető tényezők, mint a demográfia vagy az előállítási intenzitás megmagyarázhatnak. A nettó adós országok közül csak az Egyesült Királyság rendelkezett az alapvető tényezőket hasonló nagyságrendben meghaladó hiánnyal, míg a nettó adós országok többsége a külső egyensúly közelmúltbeli helyreállítását követően az alapvető tényezőktől elmaradó folyófizetésimérleg-pozíciókkal rendelkezett. Összességében a nettó adós országokban az egyensúlyhiány kiigazítása és a fő nettó hitelező országokban a folytatódó többsletek azt jelentik, hogy az euróövezeti folyófizetésimérleg-többlet 2015-ben GDP-arányosan további 0,8 százalékponttal bővült, a GDP 3,3 %-ára, a 2009–2010-es egyensúlyközelítő pozícióhoz képest (2. háttérmagyarázat).

2. ábra: Az euróövezet és kiválasztott tagállamok folyófizetésimérleg-egyenlegei



Forrás: Nemzeti számlák és az Európai Bizottság 2016. őszi előrejelzése (AMECO).

2. háttérmagyarázat: A makrogazdasági egyensúlyhiány euróövezeti dimenziója

⁸ Az itt említett folyófizetésimérleg-adatok nemzeti számla alapon értendők.

A makrogazdasági egyensúlyhiány euróövezeti hatásai különleges figyelmet érdemelnek. 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 jelentésben, valamint a „Lépések a gazdasági és monetáris unió kiteljesítése felé” című 2015. október 21-i bizottsági közleményben szereplő javaslatokkal összhangban az előző évtől kezdve a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés szisztematikusan elemzi az országok egyensúlyhiánya által az egész euróövezetre gyakorolt hatásokat, valamint azt, hogy e hatások milyen mértékben kívánják meg a szakpolitikai válaszok összehangolását.

Az euróövezeti nagy folyófizetésimérleg-többlet tovább emelkedik. Az euróövezet folyófizetésimérleg-egyenlege 2015-ben 349 milliárd EUR-val, vagy az euróövezet GDP-jének 3,3 %-ával a legnagyobb a világon⁹. Az euróövezeti többlet a 2008-ban a GDP 0,7 %-át kitevő hiányról indulva épült fel a válság utáni időszakban. Jelenlegi szintje nehezen magyarázható teljes mértékben alapvető gazdasági tényezőkkel: az euróövezetre vonatkozó folyófizetésimérleg-norma empirikus becslése alapján az alapvető tényezők (többek között az idősödés, az egy főre jutó relatív jövedelem stb.) 2015-ben a GDP 0,3 %-a körüli kismértékű többletet indokolnának¹⁰. Az euróövezeti többlet 2016-ban várhatóan 0,4 százalékponttal tovább emelkedik, noha az olajárak egy alacsony szintről 2016 eleje óta emelkednek, és az euró effektív értelemben felértékelődött. Az euróövezet nagy és növekvő folyófizetésimérleg-többlete a jövőre nézve hozzájárulhat ahhoz, hogy felfelé ható nyomás nehezedjen az euró külső értékére.

Az euróövezeti többlet a korábbi folyófizetésimérleg-hiányok kiigazítását és a széles körű hitelállomány-leépítést, valamint néhány tagállamban a tartósan fennálló nagy többleteket tükrözi. A határokon átnyúló magánszférabeli pénzügyi forgalom megfordulását követően a nagy külső hiánnyal rendelkező országokban tett erőteljes kiigazítással egybeesett az euróövezet folyófizetésimérleg-pozíciójának közvetlenül a válság utáni átlendülése. Ezt követően a belső kereslet és az import dinamikája visszafogott maradt a nettó adós országokban. A válság utáni szimmetrikus korrekcióra nem került sor a pozitív folyófizetésimérleg-egyenleggel rendelkező országokban, a többletek értéke pedig tovább nőtt a legnagyobb többlettel rendelkező országokban, azaz Németországban és Hollandiában. Németország és Hollandia többlete 2015-ben az euróövezeti többletből 257 milliárd EUR-t, illetve 57 milliárd EUR-t tett ki. Az euróövezeti folyófizetésimérleg-többlet nagymértékű emelkedése a 2009 óta az összes gazdasági ágazatra kiterjedő hitelállomány-leépítési folyamatban gyökerezik. A nettó hitelezői pozíciók javulása elsőként főként a háztartásokat és a vállalatokat érintette, majd ezután a kormányzati szektort, tekintettel a nagyon rossz költségvetési pozíciók kiigazításának szükségességére.

Jóllehet a legtöbb euróövezeti ország egyensúlyhoz közeli vagy többleti külső pozíciót ért el, az egyensúly helyreállításának folytatódnia kell az euróövezetben. Néhány országban maradt jelentős folyófizetésimérleg-hiány, de ez nem jelenti azt, hogy az euróövezeten belüli egyensúly helyreállítása terén nincs szükség további előrelépésre. A hosszú időn át nagy hiánnyal rendelkező országokat még

⁹ Nemzeti számlákon alapuló adat.

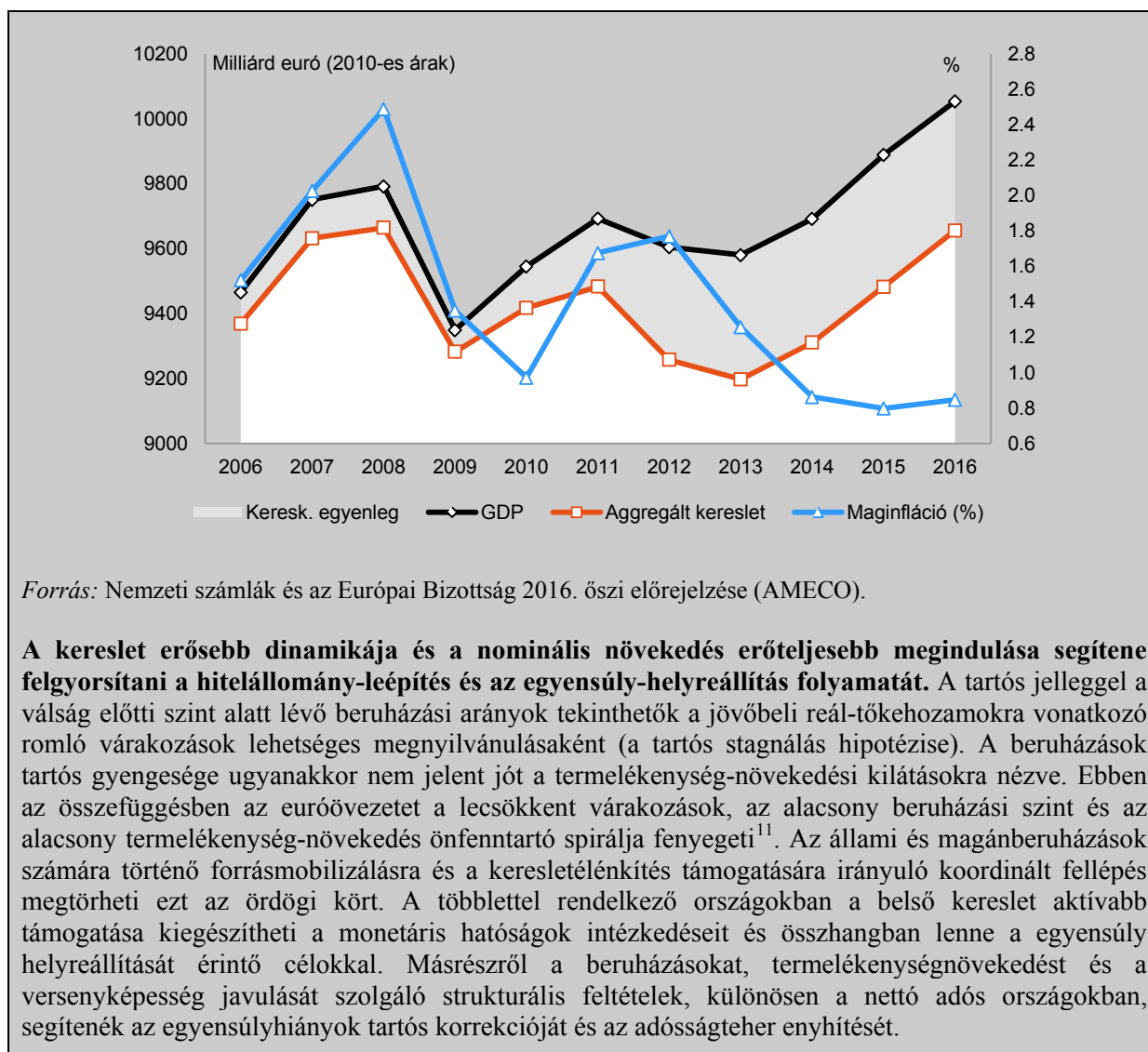
¹⁰ A referenciaérték egyszerűsített formájú regresszióból ered, amely figyelembe veszi a megtakarítások és beruházások egyenlegének fő tényezőit, többek között az alapvető tényezőket (például demográfia, erőforrások), szakpolitikai tényezőket, és globális pénzügyi körülményeket. A módszertan hasonló az IMF által a külső egyenleg értékelésére kidolgozott megközelítéshez (Phillips, S. és mások (2013): „The External Balance Assessment (EBA) Methodology” (A külső egyenleg értékelésének módszertana), IMF Working Paper, 2013/272.), az idősödési hatásokat megjelenítő változóval és a hozzáadott értékben az előállítás arányát megjelenítő további változókkal való kölcsönhatások figyelembevétele nélkül.

mindig nagy negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció jellemzi, ami sebezhetőséget jelent. A nagy kötelezettségállományok felszámolásához a folyófizetésimérleg-egyenlegeket pozitív tartományban vagy kismértékű hiánnyal kell fenntartani, ami viszont a nettó adós országokban korlátozza a belső kereslet bővülésének mozgásterét. Mivel a nagy és negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciókhoz általában nagy magánadósság- vagy államadósság-állomány társul, a prudens folyófizetésimérleg-pozíciók fenntartása a nettó adós országokban a szükséges belső hitelállomány-leépítési folyamat feltétele is. Az, hogy a hitelállomány-leépítési folyamat a nettó adós országokban milyen mértékben hátráltatja fellendülési kilátásaikat, alapvetően függ a növekedési és inflációs környezettől, valamint az adósság-deflációs kockázatoktól, a versenyképesség további javulásának lehetőségétől és a kereslet dinamikájától a nettó hitelező, többlettel rendelkező országokban és az euróövezeten kívüli országokban, tekintettel a növekedés csökkenő kereskedelmi intenzitására.

Az euróövezeti nagy folyófizetésimérleg-többlet tartós fennállása olyan aggregált keresleti dinamikát tükröz, amely továbbra is elmarad a gazdasági tevékenység dinamikájától. Az euróövezet reál belső kereslete várhatóan csak ebben az évben áll vissza a gazdasági válságot megelőző szintre (3. ábra). A kibocsátásnál lassabban helyreálló belső kereslet elhúzódó tendenciája a beruházási és a fogyasztási komponensből is ered, és a kibocsátási résre vonatkozóan 2009 óta negatív tartományban lévő, és továbbra is 1 % alatt maradó adatokban tükröződik. A pangás tartóssága alátámasztja a maginfláció jelenlegi példátlanul alacsony szintjét, amely a monetáris hatóságok célszintje alatt marad, és kihívásokkal teli környezetet teremt a hitelállomány-leépítés és az euróövezeti egyensúly helyreállítása számára. Emellett a nagy és növekvő euróövezeti folyófizetésimérleg-többlet az árfolyammozgásokon keresztül hozzájárulhat az alacsony infláció fennmaradásához.

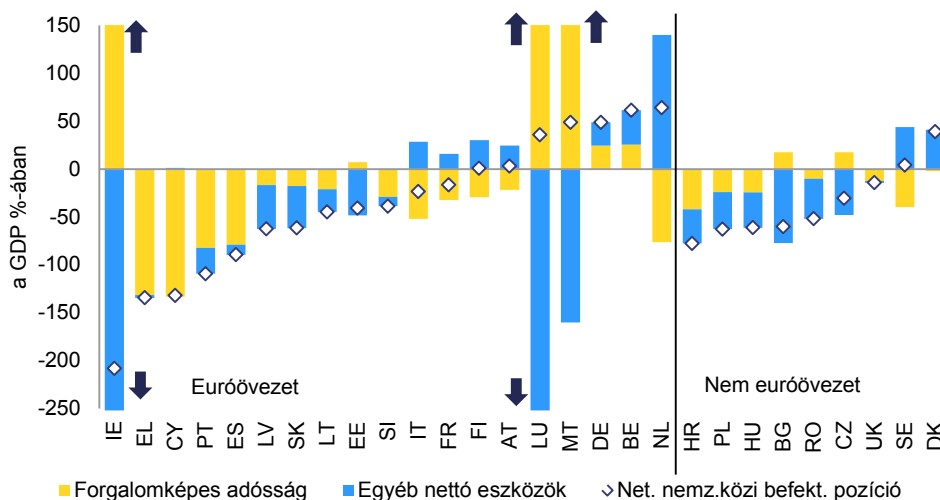
A pénzügyi ágazat számos kihívással szembesül. Az euróövezeti bankok szavatoló tőkéje átlagban javult, de figyelmet érdemlőek a különbségek. A bankok nyereségessége elmarad a válság előtti szintektől, és várhatóan tovább csökken, mivel az alacsony inflációval jellemzett környezet egyre inkább tükröződik a lecsökkent árakban és alacsony eszközhozamokban, de hozzájárult ehhez a túlzott banki ellátottság és az idejélmúlt üzleti modellek is. Néhány országban a nemteljesítő hitelek magas szintje miatt tovább szűkülnek a haszonkulcsok, és a nemteljesítő eszközök nagy állományainak felszámolása számos bank esetében gyengítheti az amúgy is alacsony szavatolótőke-szintet. Az alacsony inflációnak, a nemteljesítő hitelek néhány országban magas állományának és a még feltöltendő szavatolótőke-puffereknek a kombinációja korlátozhatja a hitelbővítéshez rendelkezésre álló mozgásteret.

3. ábra: Euróövezeti kibocsátás, belső kereslet, kereskedelmi egyenleg és maginfláció



¹¹ IMF, Világ gazdasági kilátások, 2016. október, 1. fejezet.

4. ábra: Nettó nemzetközi befektetési pozíció és nettó külső adósság (2015)



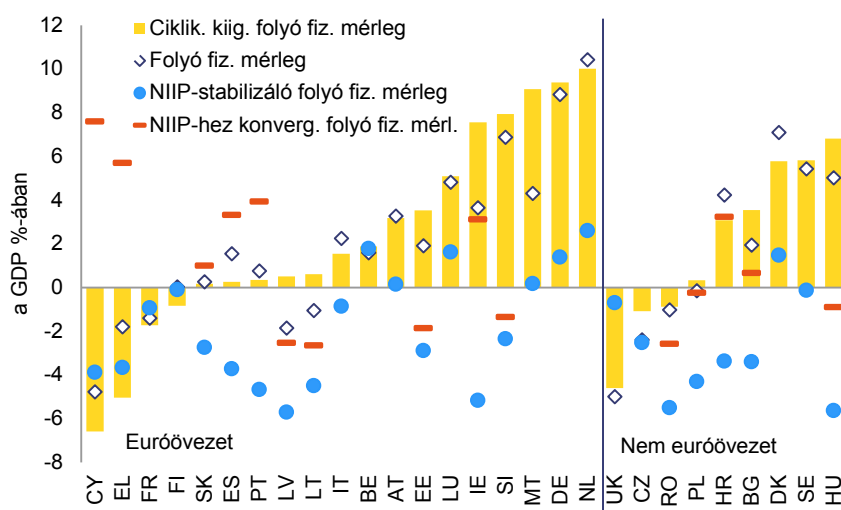
Forrás: Eurostat (BPM6/ESA10), a Bizottság szolgálatainak számításai.

A nettó külső kötelezettségek állománya általánosságban csökken, de legtöbb esetben lassú ütemben. Számos nettó adós ország marad sebezhető a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíciója miatt; ezt jelzi, hogy az eredménytábla értékei 15 tagállamban lépik át a küszöbértéket 2015-ben, csak egyvel kevesebb tagállamban, mint 2014-ben (Cseh Köztársaság). Ennek ellenére megvalósult némi előrehaladás az utóbbi időben, főként a pozitív folyófizetésimérleg-egyenlegek következtében, valamint a nominális GDP-növekedés gyakran szerény hatása révén. A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció Cipruson, Görögországban, Írországban, Portugáliában és Spanyolországban a legnagyobb, és jelentős mértékben meghaladja az eredménytábla küszöbértékét Bulgáriában, Horvátországban, Magyarországon, Lettországon, Lengyelországban és Szlovákiában (4. ábra). A külső eszközök és kötelezettségek eltérő összetétele miatt azonban számottevően különböznek a negatív pozícióhoz kapcsolódó kockázatok és sebezhetőségek. Mindenekelőtt a külföldi közvetlen befektetésekhez kapcsolódó kötelezettségek (amelyek nagy jelentőséggel bírnak például számos kelet-európai országban és Írországban) és a tőkejellegű kötelezettségek (amelyek aránya Bulgáriában, a Cseh Köztársaságban, Észtországban, Írországban és Romániában igen jelentős) kisebb kockázatot jelentenek¹². Az ahhoz szükséges folyófizetésimérleg-egyenlegek, hogy a nettó nemzetközi befektetési pozíció gyorsan (10 éven belül) a GDP 35 %-ában meghatározott küszöbérték felé mozogjon, a legtöbb nettó adós országban a 2015. évi egyenleg felett vannak (5. ábra). A legtöbb nettó hitelező ország (Ausztria, Belgium, Németország, Málta, Hollandia és Svédország) az elmúlt néhány évben tovább növelte pozitív nettó nemzetközi befektetési pozícióját. Noha a nagy és növekvő nettó külföldi eszközállományhoz kapcsolódó kockázatok nem hasonlíthatók össze a külső

¹² A külföldi közvetlen befektetések és kötelezettségek kevésbé fogékonyak a hirtelen megszakításokra vagy kiáramlásokra, mint a pénzügyi mozgások vagy kötelezettségek más formái, és a válság idején potenciálisan nagy értékelési változások következtében a tőkejellegű kötelezettségek alacsonyabb kockázatot hordoznak mint az adóskötelezettségek.

fenntarthatósági problémákkal, a nettó hitelezői kockázat gyors és tartós felhalmozódását nem szabad figyelmen kívül hagyni, főként az ilyen pozíciók által generált értékelési kockázatok következtében.

5. ábra: Ciklikusan kiigazított folyófizetésimérleg-egyenlegek és a külső kötelezettségek stabilizálásához vagy csökkentéséhez szükséges egyenlegek (2015)



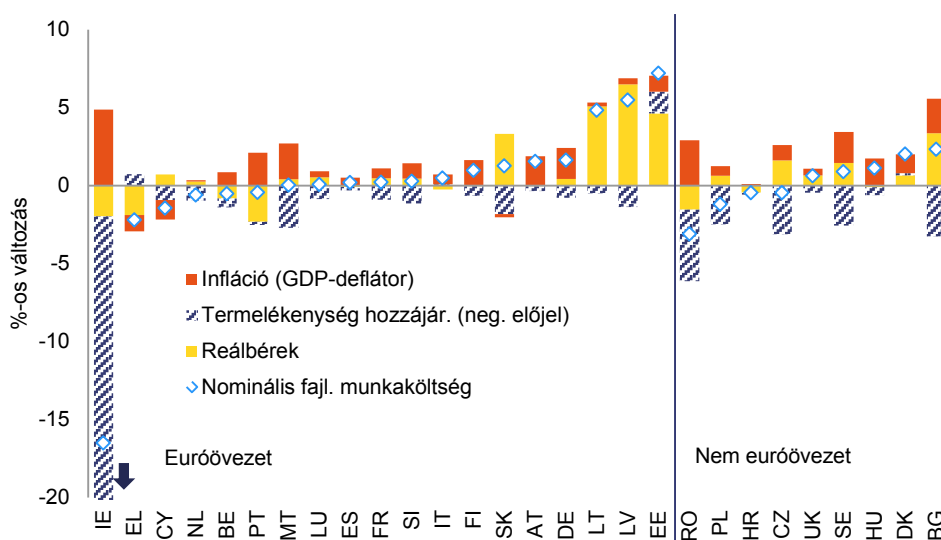
Forrás: a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: A ciklikusan kiigazított egyenlegek kiszámítása az Európai Bizottság 2016. őszi előrejelzésének alapjául szolgáló kibocsátásirés-bebecslések felhasználásával történik. A nettó külső kötelezettségállomány stabilizálásához vagy csökkentéséhez szükséges folyó fizetési mérleg egyenlege a következő megfontolásokon alapul: a nominális GDP-re vonatkozó előrejelzések az Európai Bizottság 2016. őszi előrejelzéseiből származnak 2018-ig, azon túl a Bizottság T+10 módszertanának előrejelzéseiből; az előrejelzés időszakában rendszerint zéró értékelési hatásokat feltételezünk, ami az eszközárak torzítástól mentes előrejelzésének felel meg; a GDP százalékában kifejezett tökemérleg a feltételezések szerint állandó marad, a 2015. évi mediánnak és a 2016–2018. évi előrejelzéseknek megfelelő szinten.

A nettó adós országokban a költség-versenyképesség javulása nagy vonalakban továbbra is támogatja az egyensúly helyreállítását, de az utóbbi időben lelassult. A válság utáni időszakban viszonylag korán bekövetkezett a fajlagos munkaköltség kiigazításának jelentős része azon országokban, amelyek külső egyensúlyhiánnyal és versenyképességi problémákkal szembesültek. A jelenlegi alacsony inflációs környezet, az árak alakulásának az országok közötti korlátozott szórása mellett behatárolja a relatív árak további kiigazítására rendelkezésre álló mozgásteret. A fajlagos munkaköltség változása visszafogott volt 2014-ben és 2015-ben, és – néhány kivétellel – nem nagyon tér el az országok között (6. ábra). 2015-ben a nominális fajlagos munkaköltség mutatója (3 éves változás) csak a három balti országban és Bulgáriában haladta meg a küszöbértéket, mivel a bérnövekedés gyorsabb volt a termelékenységek javulásánál. A fajlagos munkaköltség viszonylag gyorsabban nőtt a nettó hitelező országokban – beleértve Ausztriát, Dániát,

Németországot és Svédországot – mint a legtöbb másik országban, bár nem jelentősen nagyobb mértékben, mint Franciaországban és Olaszországban. Az euróövezeti tagállamok körében az infláció alacsony ráták felé való mozgása azt jelenti, hogy a reál effektív árfolyamot főként az euróátváltási árfolyam változása és az euróövezeten kívüli országok mint kereskedelmi partnerek relatív fontossága vezérli. Ciprus, Franciaország, Görögország, Írország, Olaszország, Portugália és Spanyolország esetében volt a legnagyobb a reál effektív árfolyam romlása 2015-ben, Cipruson, Görögországban és Írországban a küszöbértéken túli értékekkel. A felértékelés miatt Észtországban is meghaladta a küszöbértéket a mutató, miközben Litvániában és Lettországon is megállapítható a felértékelődési nyomás. Az euróövezeten kívül a Cseh Köztársaságban, Magyarországon és Svédországban volt a legnagyobb leértékelődés, felértékelődési nyomás pedig 2015-ben Romániában és az Egyesült Királyságban jelentkezett.

6. ábra: A fajlagos munkaköltség növekedése és a tényezők összetétele (2015)



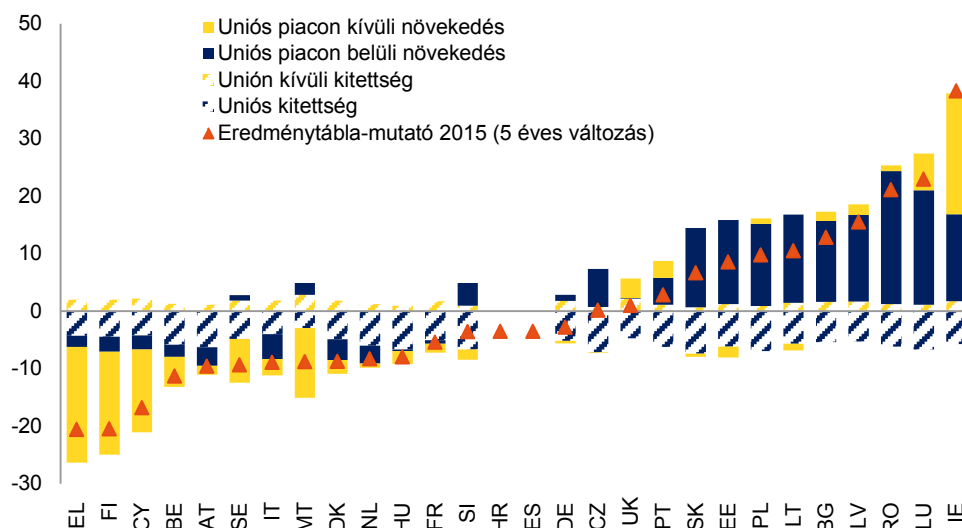
Forrás: AMECO és Eurostat. a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: Az összetétel a fajlagos munkaköltség növekedésének az inflációra, reál-órabérre és a munkatermelékenységre való standard bontásán alapul, mely utóbbi a standard növekedés-számítási keret felhasználásával tovább bontható a munkaórák, a teljes tényezőtermelékenység és a tőkefelhalmozás hozzájárulására.

Az exportpiaci részesedés változása vegyes képes mutat. 2015-ben a gyenge globális kereskedelmi dinamikával párhuzamosan az eredménytáblabeli értékek már nem lépték át a küszöbértéket Horvátországban, Franciaországban, Németországban, Írországban, Szlovéniában, Spanyolországban és az Egyesült Királyságban, 11 országban viszont továbbra is meghaladták azt. Ez utóbbi esetek többségében az 5 éves piacirészesedés-vesztés is lelassult. Mindazonáltal a tagállamok körében jellemző javulás nagy részét bázishatás vezérli. Az eredménytáblabeli mutató jelenleg olyan nagy piacirészesedés-vesztéseket foglal

magában, amelyek 2010-ben szinte minden tagállamot érintettek, ezáltal automatikusan csökkentve a kumulatív részesedésvesztést (7. ábra). Éves összehasonlításban az exportpiaci részesedések 2013., 2014. és 2015. évi alakulása az uniós és az Unión kívüli kereskedelem eltérő tendenciáit is tükrözi. 2013-ban és 2014-ben az EU-n belüli kereskedelem gyorsabban javult, mint az EU-n kívüli, amikor is a globális kereskedelem lelassult, és ez magyarázza az említett két évben a jobb teljesítményt. Miután az EU-n kívüli kereskedelem 2015-ben helyreállt, a tagállamok exportpiaci részesedésének éves alakulása újból negatívan változott.

7. ábra: Az exportpiaci részesedések 5 éves változása (2015)



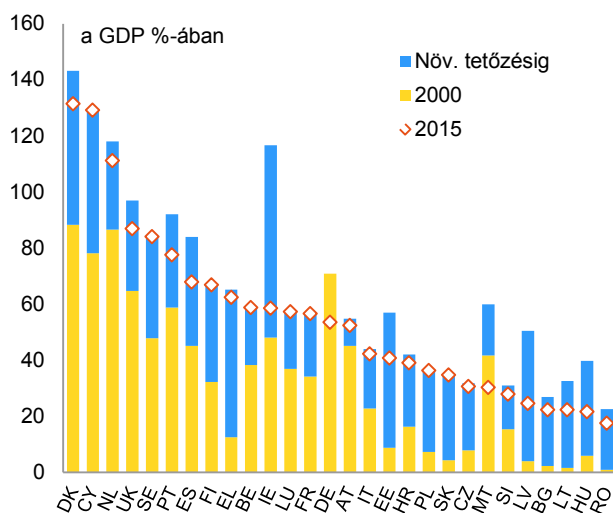
Forrás: Eurostat, a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: A bontás a hatásarány-módszeren alapul. Az árnyékolt oszlopok az egy adott piacnak való kitettség változásából eredő, a piacirészesedés-dinamikához való hozzájárulást jelenítik meg; a tömör oszlopok egy adott piacon belüli piacirészesedés-változásokból eredő, a piacirészesedés-dinamikához való hozzájárulást mérik. A számítások BPM6-adatokat használnak BG és FI kivételével, ahol az EU-ba irányuló export adatai a nemzeti számlákból származnak; az adatok részben nem állnak rendelkezésre ES és HR esetében.

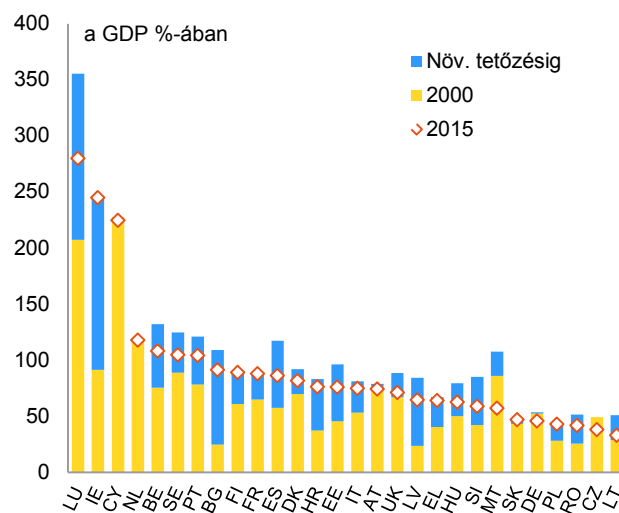
A magánszektor túlzott mértékű eladósodottsága továbbra is számos országot érint. 2015-ben 13 országban haladták meg az eredménytábla értékei a küszöbértéket, mely országok mind ugyanebben a helyzetben voltak 2009-ben, Franciaország kivételével, ahol az értéktúllépés 2011-ben történt meg. A magánszektor eladósodottságának Cipruson, Írországon és Luxemburgban a legmagasabb a szintje, itt azonban multinacionális vállalatokhoz kapcsolódó különleges tényezők is szerepet játszanak. Dánia, Hollandia, Portugália és Svédország rendelkezik a mutató következő legmagasabb eredménytáblabeli értékével. A magas magánszektorbeli eladósodottság mögött álló tényezők jelentősen eltérők az országok között. Belgiumban, Cipruson, Finnországon, Írországon, Luxemburgban, Hollandiában, Portugáliában és Svédországban a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok egyaránt az EU-átlagot meghaladó adósságszinttel rendelkeznek, ami számos tényezővel magyarázható, többek között azzal, hogy a válság előtti időszakban könnyen lehetett ingatlanügylet céljából hitelhez jutni (8a. és 8b. ábra). Dániában és az Egyesült Királyságban az adósság magas szintje főként a háztartások magas hitelállományából ered. Franciaországban és Spanyolországban a magánszektor adósságának magas szintje a háztartásokhoz és a nem pénzügyi vállalatokhoz egyaránt köthető, mivel egyik szektor adósságszintje sem emelkedik ki erősen az uniós átlagokhoz képest. A magánszektor adósságszintjének az országok közötti eltérése nagymértékben tükrözi a pénzügyi fejlődés eltéréseit is, amint az a magánszektor, konkrétan a háztartások által tartott pénzügyieszköz-állomány nagy eltéréseiben is tetten érhető. A háztartások által tartott nagy eszközállományok találhatók különösen Belgiumban, Dániában, Olaszországban, Máltán, Hollandiában, Svédországban és az Egyesült Királyságban. A magas magánszektorbeli eladósodottság számos sebezhető pontot teremt, különösen alacsony növekedéssel és alacsony inflációval jellemzett környezetben, amely megnehezíti a hitelállomány-leépítést. Mindenekelőtt fokozza a potenciális sokkok háztartásokra és/vagy nem pénzügyi vállalatokra gyakorolt hatását, amely káros következményekkel járhat a bankszektor tekintetében is. A kockázatok még nagyobbak azokban az országokban (köztük Horvátországban, Magyarországon, Lengyelországban és Romániában), amelyekben a belső adósság nagy arányban külföldi pénznemben denominált.

8a. ábra: Háztartások konszolidált adósságállománya

8b. ábra: Nem pénzügyi vállalatok konszolidált adósságállománya



Forrás: Eurostat, a Bizottság szolgálatainak számításai.



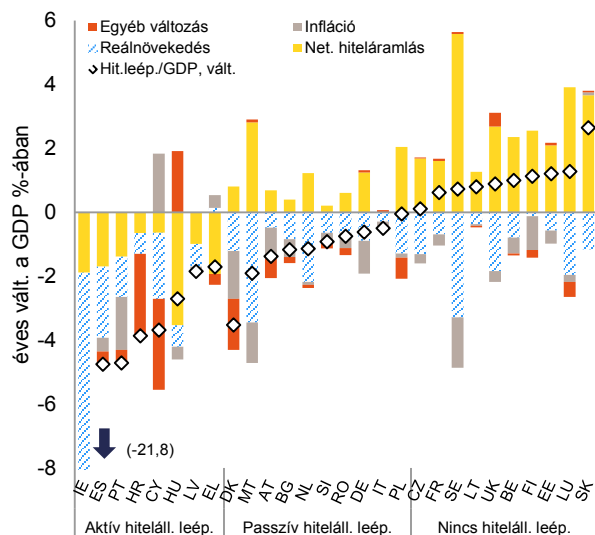
Forrás: Eurostat, a Bizottság szolgálatainak számításai.

A hitelállomány-leépítés folyamatban van, de lassú és egyenetlen. A háztartások körében az aktív vagy passzív hitelállomány-leépítés – azaz az adósságráta csökkentése legalább részben negatív nettó hiteláramlás miatt, vagy az adósságráta csökkenése a megnövekedett GDP miatt, de pozitív nettó hiteláramlás mellett – tovább folytatódik számos országban, bár változó ütemben és jelentős kivételekkel. A legújabb fejlemények alapján Horvátországban, Cipruson, Görögországban, Magyarországon, Írországon, Lettországon, Portugáliában és Spanyolországban a háztartások aktívan építik le hitelállományukat és csökkentik nettó finanszírozási igényüket (9a. ábra)¹³. Dániában és Hollandiában is halad előre a hitelállomány-leépítés, de passzív formában (a nominális GDP-növekedésen keresztül). Utóbbi esetben a nettó hiteláramlás két évnyi visszaesést követően enyhén pozitívvá vált. Ezzel szemben az adósságráta már eleve magas szintről emelkedik tovább Svédországban és az Egyesült Királyságban, ahol a háztartások felé irányuló nettó hiteláramlás a tartósan erőteljes ingatlanár-dinamikának köszönhetően pozitív. Tovább haladt viszont előre a hitelállomány-leépítés számos olyan országban, ahol a háztartások eladósodottsága kevésbé magas (10a. ábra). Ez a helyzet Ausztria, Németország, Olaszország, Szlovénia és néhány euróövezeten kívüli tagállam esetében. A legújabb fejlemények alapján továbbá a nem pénzügyi vállalatok számos országban – többek között Bulgáriában, Dániában, Olaszországban, Hollandiában, Portugáliában, Szlovéniában, Spanyolországban és az Egyesült Királyságban – aktív formában építik le a hitelállományt (9b. ábra). A nem pénzügyi vállalatok más országokban, főként Ausztriában és Németországban nem szembesülnek az eladósodottságukkal kapcsolatos problémákkal, de folytatják a hitelállomány-leépítést, többek között a beruházások és a hitelnövekedés alacsony szintje következtében. Ezzel szemben a magas adósságszinttel rendelkező nem pénzügyi vállalati szektor néhány országban tovább növeli tőkeáttételét, néhány esetben többek között pozitív hiteláramlás eredményeként. Ez jellemző főként Belgiumban, Finnországban és Írországon (noha az utóbbi esetben a

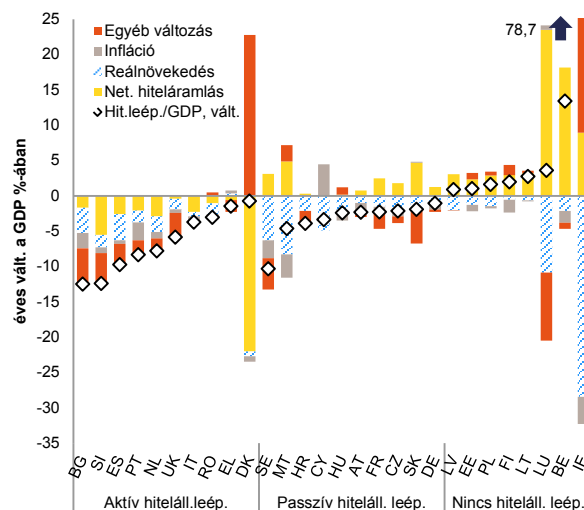
¹³ A szöveg 2016 első negyedévéig tartó fejleményekre utal, amelyek némileg eltérhetnek a 2015-re vonatkozó eredménytábla-mutatók alapján feltételezettektől.

multinacionális vállalatok tevékenységéhez kapcsolódó különleges tényezők játszanak szerepet).

9 a. ábra: A háztartások hitelállomány-leépítésének mozgatórugói (2016. első negyedév)



9b. ábra: A nem pénzügyi vállalatok hitelállomány-leépítésének mozgatórugói (2016. első negyedév)

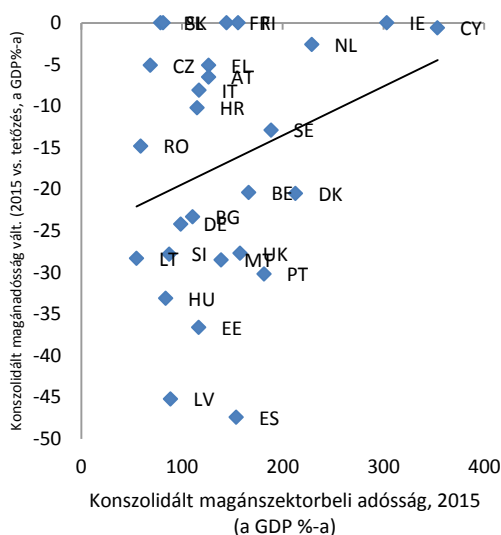


Forrás: Eurostat, a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: Az ábrák a GDP-arányos adósságráta alakulásának négy komponensre való bontását mutatják: hiteláramlás, a reál GDP növekedése, infláció és egyéb változások. A tőkeáttétel csökkentése az adósság visszafizetésének, a gazdaság növekedésének és a fennálló adósságállomány egyéb változásainak különböző kombinációjával érhető el. Az aktív hitelállomány-leépítés az adósság nettó visszafizetését foglalja magában (negatív nettó hiteláramlás), amely általában a szektor mérlegének nominális szűküléséhez vezet, és változatlan feltételek mellett hátrányosan hat a gazdasági tevékenységre és az eszközpiacokra. A passzív hitelállomány-leépítés esetében másrésről a pozitív nettó hiteláramlást ellensúlyozza a magas nominális GDP-növekedés, és ez az adósság/GDP arány fokozatos csökkenéséhez vezet.

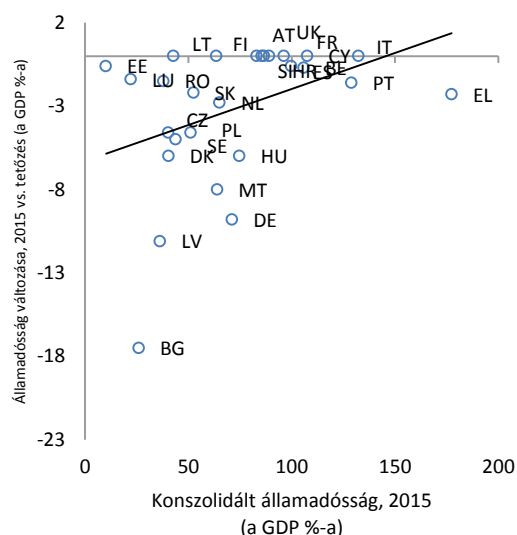
10 a. ábra: A magánszektor GDP-arányos adósságának alakulása (2015 a tetőzéshez képest) és a magánszektor adósságintjei (2015)

10b. ábra: A GDP-arányos államadósság alakulása (2015 a csúshoz képest) és az államadósság szintjei (2015)



Forrás: Eurostat

Megjegyzés: Luxemburg nem szerepel a grafikonon, mivel a multinacionális vállalatok jelenlétéhez kapcsolódó különleges tényezők állnak a magánszektor GDP-arányos adósságának a csúcs és 2015 közötti 59,2 százalékpontos esése mögött.



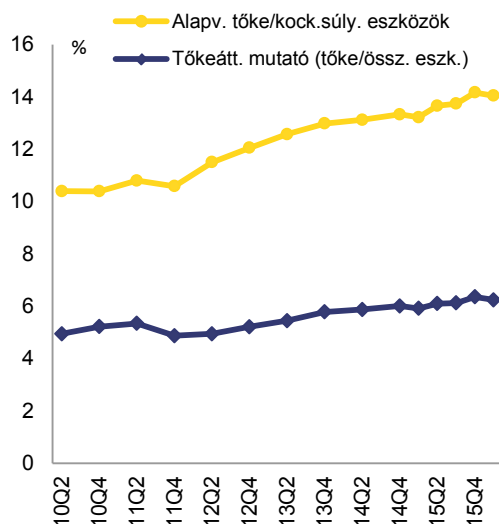
Forrás: Eurostat

Megjegyzés: Írország nem szerepel a grafikonon, mivel főként a multinacionális vállalatok tevékenységeinek tulajdonítható, a 2015. évi nagy GDP-módosításhoz kapcsolódó különleges tényezők állnak a GDP-arányos államadósságnak a csúcs és 2015 közötti 40,9 százalékpontos esése mögött (a GDP 78,6 %-a).

A bankok megerősítették tőkemegfelelési mutatóikat és ellenálló képességük általánosságban javul, de maradtak még kihívások. Az új prudenciális követelmények fokozatos bevezetése és a bankszektor hitelállomány-leépítése támogatta az euróövezeti bankok tőkemegfelelési mutatóinak 14,2 %-ra emelését (alapvető tőke a kockázattal súlyozott eszközökhöz viszonyítva) 2015 végére, a 2011. végi 10,4 %-os értékről (11a. ábra). A bankok tőkepozícióinak általános javulása hozzájárul az ellenálló képesség erősítéséhez és alapul szolgált a hitelezés utóbbi időben látható felélénküléséhez, a legtöbb tagállamban újrainduló kibocsátásnövekedés közepette. A feltőkésítés ennek ellenére továbbra is változó a tagállamokban, 10 országban (köztük Bulgáriában, Luxemburgban, Romániában, Szlovéniában és Svédországban) meghaladja a 17 %-ot a mutató (1. szint), de 6 országban, többek között Olaszországban, Portugáliában és Spanyolországban 13 % alatti (11b. ábra). A magánszektor felé irányuló nettó hitelnövekedés 2015-ben 17 tagállamban volt pozitív (és csak Luxemburgban lépte túl a küszöbértéket) a 2014. évi 16-hoz képest, ami a finanszírozáshoz való hozzáférés kezdődő javulását jelzi, és ezt felmérési adatok is megerősítik. A pénzügyi szektor kötelezettségei éves alapon fokozatosan újra emelkednek, bár a növekedés a legtöbb tagállamban kicsi, és elmarad a küszöbértékektől. A bankszektor kihívásai főként a nyereségességi kilátásokhoz kapcsolódnak (11c. ábra), a számos országban jellemző nemteljesítő hitelek mellett (11d. ábra). A felhalmozott eredmény volt a banki tőke emelésének fő eszköze, de a nyereségesség a legtöbb tagállamban továbbra is alacsony, és az alacsony kamatokkal jellemzett környezetben az alacsony hozamú eszközök felhalmozódása, valamint az idejétmúlt üzleti modellek fennállása várhatóan a jövőben is kedvezőtlen hatással lesz a nyereségességre. Az alacsony nyereségesség viszont hatással van a tőkeértékelésre és kedvezőtlenül befolyásolja a bankok arra irányuló képességét, hogy új tőkét szerezzenek a piacon, ezáltal korlátozva a hitelbővítéshez rendelkezésre álló mozgásteret. Emellett a nemteljesítő hitelek még mindig magas szintjében jelentkező megörökölt problémák is

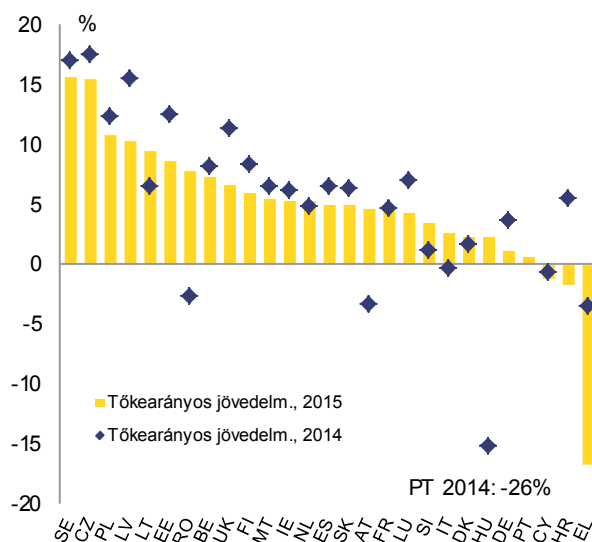
terhelik a bankok mérlegét. Számos országban (Bulgária, Horvátország, Ciprus, Görögország, Magyarország, Írország, Olaszország, Portugália, Románia és Szlovénia) magas a rendszerszintű átlag, de a nemteljesítő hitelek magas arányával rendelkező bankok más tagállamokban is találhatók. Olaszországban és Portugáliában a nemteljesítő hitelek magas szintjéhez alacsony feltőkésítési ráta társul. A mérlegek megtisztítása jelenleg zajlik, de egyenetlen a haladás, és a hitelveszteségek fedezetére történő tartalékképzési gyakorlatok eltérőek az országok között.

11a. ábra: Tőkemegfelelési mutatók az euróövezetben *11b. ábra: Tőkemegfelelési mutatók a tagállamokban (2015. negyedik negyedév)*

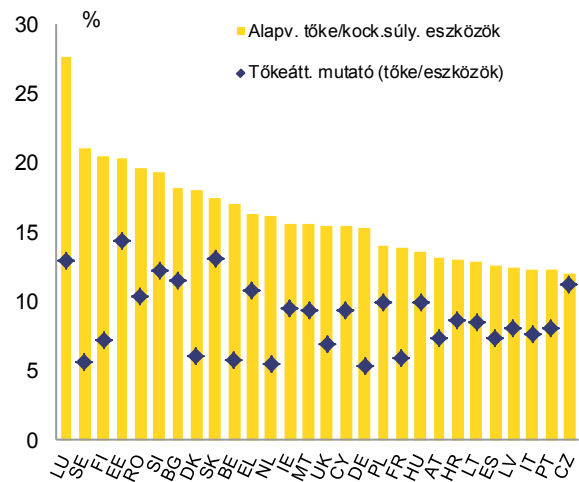


Forrás: Európai Központi Bank

11c. ábra: A bankok tőkearányos jövedelmezősége

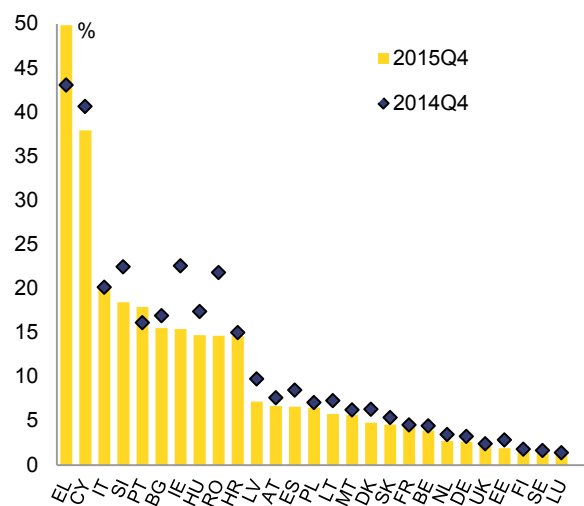


Forrás: Európai Központi Bank és Nemzetközi Valutaalap, az Európai Bizottság számításai.



Forrás: Európai Központi Bank

11d. ábra: Nemteljesítő hitelek, a teljes hitelek és előlegek százaléka

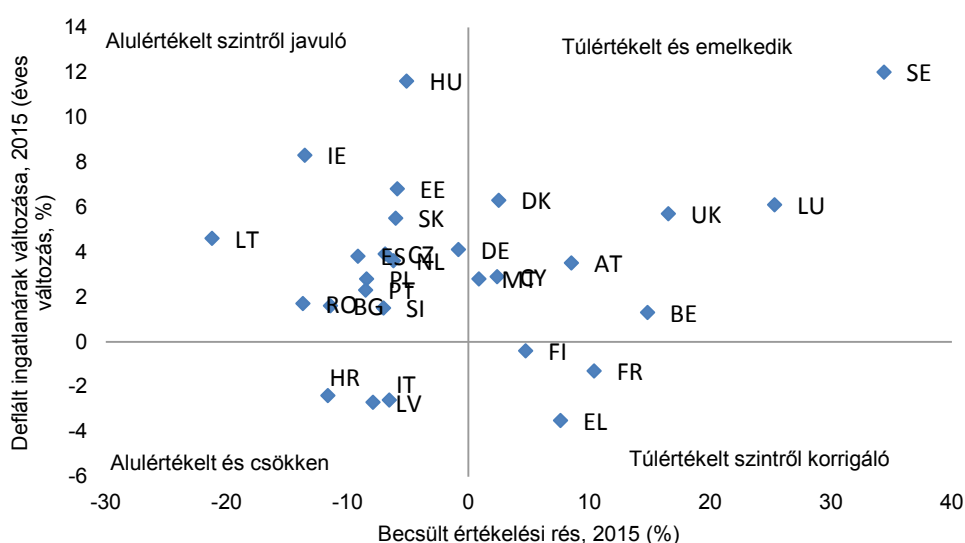


Forrás: Európai Központi Bank

A reál ingatlanárak a tagállamok többségében emelkedtek 2015-ben. Az eredménytábla mutatója árnövekedést jelez 22 tagállamban, melyek közül Dániában, Észtországban, Írországban, Luxemburgban, Magyarországon és Svédországban az értékek meghaladják a küszöbértéket. Az ingatlanárak Horvátországban, Olaszországban és Lettországon már eleve alulértékeltnek becsült szintekről csökkentek tovább, ezzel még inkább szélesítve a negatív értékelési rést (12. ábra). Ezzel szemben Finnországban, Franciaországban és Görögországban a reál ingatlanárak mérsékelt esése hozzájárult a tartós túlértékeltség csökkentéséhez. A reál ingatlanárak 2015. évi növekedése számos más tagállamban további nyomást helyezett a már eleve túlértékelt ingatlanpiacokra. Különösen szembetűnő a feszültség Svédországban, ahol a

reál ingatlanárak 2015. évi emelkedése jelentős túlértékelési rés mellett következett be. Emellett a már eleve magas adósságszinthez adódott a háztartások felé irányuló, emelkedő nettó hitelezés, ami további áremelkedést okozott. Dánia, Luxemburg és az Egyesült Királyság három másik olyan ország, ahol az áremelkedés jelentős volt 2015-ben és fennálló túlértékelési rések mellett jelentkezett. Ehhez mindhárom esetben hozzájárult a háztartások felé irányuló emelkedő nettó hiteláramlás is. Ezek a helyzetek ezért a jövőbeli fejlemények alapos nyomon követését teszik szükségessé. Észtországban, Írországban, Magyarországon és Szlovákiában az árak alulértékelt szintekről állnak helyre, míg másutt az áremelkedés mérsékelt és korlátozott túlértékelési réseken felül jelentkezik, vagy hozzájárul az alulértékelési rés bezárásához.

12. ábra: Ingatlanár-értékelési szintek és -változások 2015-ben



Forrás: Eurostat, EKB, BIS, OECD, és a Bizottság szolgálatainak számításai.

Megjegyzés: A túlértékelési rés az ár/jövedelem, ár/bérleti díj és alapvető modellértékelési rések átlagaként kerül becslésre.

Az államadósság-arányok 2015-ben valamelyest csökkentek számos tagállamban, de jellemzően nem a legeladósodottabb országokban. Az eredménytáblában szereplő értékek 17 tagállamban haladták meg a küszöbértéket 2015-ben. Ezek közül 10 – többek között Ciprus, Franciaország, Írország, Spanyolország és Portugália – esetében ehhez a küszöbértéket szintén meghaladó magánszektorbeli adósság társul, ami az egész gazdaságra kiterjedő hitelállomány-leépítési nyomást generál. A jelenlegi alacsony növekedéssel, alacsony inflációval jellemzett környezet továbbra sem támogatja az államadósság-arányok szilárd csökkentését a tagállamok azon erőfeszítései ellenére, hogy visszaszorítsák a költségvetési hiányt (amely 2015-ben strukturális értelemben 21 országban csökkent), és elsődleges többletet érjenek el (amelyet 19 országban sikerült elérni). Az államadósság-arányok csökkenése elsősorban alacsonyabb adósságszintekkel rendelkező tagállamokban megy végbe (10b. ábra), és a legtartósabb visszaesés Dániában, Németországban, Lettországban, Máltán és Hollandiában következett be. Ezzel szemben a legmagasabb GDP-arányos államadóssággal rendelkező országok (Belgium, Horvátország, Ciprus,

Franciaország, Görögország, Olaszország, Portugália, Spanyolország) egyike sem kezdte meg adósságrátájának fenntartható csökkentését. A magas adósságszinttel rendelkező országok közül csak Írország kezdett erőteljes és tartós államadósság-csökkentésbe, amelyet az erős reál- és nominális GDP-növekedés vezérel. Noha a tendenciát erősítette a GDP-adatoknak a multinacionális vállalatok tevékenysége miatti közelmúltbeli felfelé módosítása, a mögöttes trend így is tartós.

3. háttérmagyarázat: Foglalkoztatási és szociális jelenségek

A munkaerőpiaci feltételek tovább javultak 2015-ben és 2016 első felében. A foglalkoztatás éves növekedése az euróövezetben és az EU egészében 1 % körüli volt 2015 legnagyobb részében, és körülbelül 1,6 %-ra gyorsult 2016 első felében. Az euróövezeti foglalkoztatásnövekedés utolérte az euróövezeten kívüli országokat, miután 2012 és 2015 között az ottani növekedéstől elmaradt. A munkanélküliségi ráta szintén tovább csökkent 2015-ben és 2016 első felében. Az uniós munkanélküliségi ráták eltérései magas szintekről csökkentek, bár több országban még mindig magasak, különösen Görögországban és Spanyolországban – ahol a munkanélküliség a munkaerő mintegy 20 %-át érinti –, valamint Horvátországban, Cipruson, Olaszországban és Portugáliában, ahol a munkanélküliség továbbra is meghaladja a 10 %-ot. A hároméves átlagos munkanélküliségi rátára vonatkozó, eredménytáblabeli értékek mindezen országok esetében meghaladják a küszöbértéket 2015-ben, Bulgária, Franciaország, Írország, Lettország, Litvánia és Szlovákia mellett. Összességében a munkanélküliségi ráta 2016 második negyedévében 1,5 százalékponttal magasabb maradt az euróövezetben mint az EU egészében, ami számos euróövezeti országban a fennmaradó kiigazítási szükségletek jelentős mértékét tükrözi. Ezenfelül, jóllehet a foglalkoztatásnövekedés és a munkanélküliség visszaesése viszonylag erőteljes volt eddig, tekintettel az elmúlt néhány évben a kibocsátásnövekedés csupán mérsékelt emelkedésére, az majd a későbbiekben fog kiderülni, hogy visszafogott növekedés mellett elérhető-e a munkaerőpiaci feltételek tartós javulása.

A foglalkoztatási ráták szinte minden tagállamban emelkedtek. A foglalkoztatási ráta (20–64 év közötti korosztály) az EU egészére nézve 2015-ben 70 %-ot ért el, és 2016 második negyedévében tovább, 71 %-ra emelkedett, első alkalommal meghaladva a 2008. évi, kicsivel 70 % feletti csúcserőrtéket. Az aktivitási ráta (15–64 év közötti korosztály) majdnem mindenhol nőtt, viszont Cipruson csökkent, valamint Belgiumban és Németországban elhanyagolható mértékben visszaesett. Az uniós és az euróövezeti aktivitási ráták 2015-ben 72,5 %-ot, illetve 72,4 %-ot tettek ki, ami nagyjából 3 és 2 százalékponttal haladja meg a válság előtti szinteket. Ez tükrözheti a válság alatt a munkahelyekkel és a munkából származó jövedelemmel kapcsolatos fokozott bizonytalanság jellemezte helyzetben a háztartás jövedelméhez való hozzájárulás céljából történt munkaerőpiaci belépést, valamint az idősebb munkavállalók és a nők munkaerőpiaci részvételét.

Azon munkakeresők esetében, akiknél a munkanélküliség időtartama 12 hónapnál hosszabb, 2015-ben javulni kezdett az állászerzési ráta. Ezzel szemben a munkanélküliség fellendülés kezdetén megfigyelt csökkenése főként az állásvesztési ráta csökkenéséhez kapcsolódott. Következésképpen a tartós munkanélküliségi ráta az EU legnagyobb részében csökkent 2015-ben, de továbbra is magas. Nyolc ország a 3 évvel ezelőtti adatokat legalább 0,5 százalékponttal meghaladó rátákat jegyzett. A legnagyobb arányok Horvátországban, Görögországban és Spanyolországban voltak megfigyelhetők, ahol a gazdaságilag aktív népesség több mint 10 %-a volt munka nélkül egy évnél hosszabb ideig.

Az ifjúsági munkanélküliség csökken. Az ifjúsági munkanélküliségi ráta Finnország, és kisebb mértékben Ausztria, Franciaország és Málta kivételével minden tagállamban csökkent. Az ifjúsági munkanélküliség gyakran gyorsabban csökkent, mint a teljes munkanélküliség, ami nagyobb ciklikus reakciót és a magas munkanélküliséggel rendelkező országokban a nem hasznosított munkaerő-potenciált tükrözi. A 3 éves változás eredménytáblabeli küszöbértékét Belgiumban, Cipruson, Finnországban és Olaszországban haladják meg az értékek. A nem foglalkoztatott, oktatásban vagy

képzésben nem részesülő fiatalok arányának csökkenése 2015-ben szintén általános volt, de kevésbé gyakori, mint az ifjúsági munkanélküliség rátája esetében, és valószínűleg az uniós tagállamok kétharmadában kétjegyű értékek feletti maradt.

A munkavállalói mobilitás és a migráció segített enyhíteni a munkaerőpiaci egyensúlyhiányokat. Nagyságuk és a munkanélküliség csökkentéséhez való hozzájárulásuk jelentősége mindazonáltal általánosságban korlátozott marad. 2015-ben a nettó népességbeáramlás a 2014-ben a legalacsonyabb munkanélküliségi rátával rendelkező országokban volt a legerősebb (nevezetesen Ausztriában, Németországban és Luxemburgban); a legnagyobb nettó kiáramlás egy része esetenként a munkanélküliség legjelentősebb csökkenésével párhuzamosan történt 2015-ben (például Horvátországban, Görögországban, Lettországban és Litvániában). Az uniós fogadó országokbeli emelkedő beáramlás és a küldő országokbeli kiáramlás közti kapcsolat nyilvánvaló hiányát okozhatja az Unión kívüli migráció növekvő fontossága, beleértve a közel-keleti országokból érkező menekülteket.

A szociális helyzet lassan javul, de számos országban továbbra is nehézségek jellemzik. A szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya a 2014. évi 24,4 %-ról 2015-ben 23,7 %-ra csökkent; a tagállamok háromnegyedében ment végbe csökkenés 2015-ben 2014-hez képest, és az országok több mint felében a három évvel ezelőtti helyzethez képes (a riasztási mechanizmus keretében készült jelentés eredménytáblájának mutatója)^{14 15}. Az elmúlt három évben Bulgáriában, Magyarországon, Lettországban és Romániában volt legerőteljesebb a csökkenés, a legnagyobb növekedést pedig Ciprus, Görögország, Hollandia, Portugália és Spanyolország könyvelte el. A ráták jelentős mértékben eltérőek, és a Bulgáriában és Romániában jellemző 40 % körülitől a Cseh Köztársaságban, Franciaországban, Hollandiában és az északi országokban jellemző kevesebb mint 20 %-ig terjednek. A válság előtti évekkel összehasonlítva az ilyen kockázatok több közép- és kelet-európai ország esetében csökkentek (főként Lengyelországban és Romániában), és a legtöbb fennmaradó ország esetében növekedtek (különösen Cipruson, Görögországban és Spanyolországban). A hosszan elnyúló gyenge szociális helyzet számos tekintetben káros hatással lehet a potenciális GDP-növekedésre, és a felhalmozódó makrogazdasági egyensúlyhiányok kockázatát is magában hordozza.

A szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának tendenciái több tényezőtől erednek. Először is, a szegénység kockázatának kitettek aránya (jövedelmi szegénység) a legtöbb tagállamban emelkedett az elmúlt években, mind a hároméves változást, mind az éves változást tekintve. Másodszor, a súlyos anyagi nélkülözés sok tagállamban csökkent három év alatt. A szegénység abszolút mérőszámát jelentős súlyos anyagi nélkülözés markáns csökkenése volt megfigyelhető a legszegényebb tagállamokban, ami ezen országoknak a magasabb jövedelmi szintekhez való felzárkózását tükrözi. A súlyos anyagi nélkülözés növekedésemegfigyelhető volt a magasabb egy főre jutó GDP-vel rendelkező, de a válság által jobban érintett országokban, például Görögországban, Olaszországban és Spanyolországban. Végül, noha az alacsony munkaintenzitású háztartásokban élők (60 év alattiak) aránya a közelmúltban csökkent vagy stabilizálódott, a 3 éves változás mégis azt mutatja, hogy az uniós országok többségében növekedés, vagy legjobb esetben

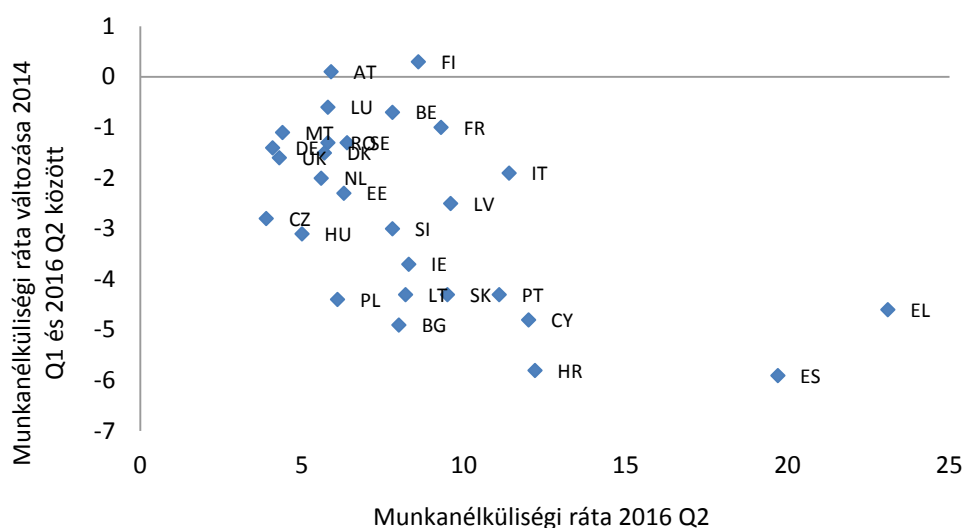
¹⁴ Ez a mutató megfelel a következő személyek összességének: (szociális transzferek után) szegénység kockázatának, más néven jövedelmi szegénységnek kitettek; vagy súlyos anyagi nélkülözésben élők; vagy nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásban élnek. Minden személyt csak egyszer vesz számításba, még ha több almutatóban is jelen vannak. A szegénység kockázatának kitettek olyan személyek, akiknek rendelkezésre álló ekvivalens jövedelme a nemzeti medián rendelkezésre álló ekvivalens jövedelem 60 %-a alatti. A súlyos anyagi nélkülözés olyan mutatókat takar, amelyek erőforrások hiányához kapcsolódnak, azaz olyan személyek arányát jelzi, akik a kilenc nélkülözési tételből legalább négyben érintettek. 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. Nem állnak rendelkezésre 2015. évi adatok Írország, Horvátország, Olaszország és Luxemburg esetében.

¹⁵ Törések vannak Bulgária, Észtország és Románia adataiban.

stabilizálódás volt jellemző 2012-höz képest.

A jövedelmi egyenlőtlenség a legtöbb uniós országban növekedett a válság időszakában¹⁶. Ugyanakkor jelentős számú tagállamban 2015-ben stabilizálódott vagy csökkent a jövedelmi egyenlőtlenség. Olyan országok azonban, mint Litvánia vagy Románia, a jövedelmi egyenlőtlenségek legnagyobb növekedését könyvelték el, az átlagnál már eleve rosszabb helyzetből indulva.

13. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása (20–64 év közöttiek), (2014 első negyedéve szemben 2016 második negyedével)



¹⁶ Az S80/S20 jövedelmi ötödök arányával és a rendelkezésre álló ekvivalens jövedelem Gini együtthatójával mért egyenlőtlenség. Előbbi összehasonlítja a jövedelemeloszlás felső ötödének végén lévők jövedelmét az alsó ötöd tetején lévők jövedelmével. Utóbbit a népességnek a rendelkezésre álló ekvivalens jövedelmi szintjének megfelelően elrendezett kumulatív hányada és az általuk megkapott, teljes rendelkezésre álló ekvivalens jövedelem kumulatív hányada közti viszonyként határozzák meg: értéke 0, ha a jövedelem egyenlően oszlik meg a teljes népesség körében, és 1, ha az ország teljes jövedelmét egyetlen személy kapja meg. Az adatok némileg eltérő pályát mutatnak a két mérőszám esetében: az S80/S20 esetében az utóbbi években kevésbé gyakori a csökkenés, mint a Gini-együttható esetében, de az S80/S20 a válság során is kevésbé növekedett.

Összességében a tagállamok többségében jelen vannak a válságból örökölt problémákból és/vagy újabb tendenciákból eredő kockázatok és sebezhetőségek. A súlyosság foka és a megfelelő szakpolitikai válaszok meghozatalának sürgőssége tagállamról tagállamra igen eltérő, a sebezhetőség vagy tendenciák jellegétől, valamint egy vagy több gazdasági ágazathoz tartozásuktól függően:

- Számos tagállamot érint kedvezőtlenül *többszörös és összekapcsolódó állomány- és/vagy folyamatjellegű sebezhetőség*. Ez áll fenn olyan országok esetében, amelyeket legsúlyosabban érintettek a fellendülési-visszaesési hitelciklusok – amelyekhez gyakran a bankszektorukat érintő likviditási és fizetőképességi problémák társultak –, és a folyófizetésimérleg-pozíciók legnagyobb előjelváltása. Számos esetben (Ciprus, Horvátország, Portugália) a magas magánszektorbeli eladósodottság magas államadósságsszinttel, nagy negatív nettó nemzetközi befektetési pozícióval és a bankrendszerben fennmaradó problémákkal társul. Ezek az országok továbbra is szembesülnek azzal a problémával, hogy jelentős hitelállomány-leépítési szükségletet kell kezelniük korlátozott költségvetési mozgástér, magas munkanélküliség, alacsony infláció és a reál GDP alacsony növekedése közepette. Bulgáriában, Írországbán, Szlovéniában és Spanyolországban szintén többszörösek és összekapcsoltak a sebezhetőségek, de kezelésükben gyorsabb előrelépést értek el, mint a fenti országok.
- Néhány országban a sebezhetőségeket főként a *nagy államadósság-állomány*, valamint a *potenciális kibocsátásnövekedéssel* és a *versenyképességgel* kapcsolatos aggodalmak vezérlik. Ez különösen igaz Olaszország esetében, ahol a sebezhetőség a bankszektorhoz, mindenekelőtt a nemteljesítő hitelek nagy állományához is kapcsolódik. Belgiumban és Franciaországban szintén fennállnak az államháztartás adósságával és a potenciális növekedéssel kapcsolatos problémák, de nem szembesülnek sebezhető bankoktól származó hasonló potenciális kockázatokkal.
- Néhány tagállamot nagy és tartós folyófizetésimérleg-többlet jellemez, amely a visszafogott magánfogyasztást és beruházást tükrözi. Ez a helyzet Dániában, Németországban, Hollandiában és Svédországban. Németországban ehhez társul a minden gazdasági ágazatot érintő hitelállomány-leépítés, jóllehet az adósságsszintek nem kifejezetten magasak. A nagy és tartós többletek elszalasztott növekedési lehetőségeket és növekvő hitelezői kockázatokat jelezhetnek. Emellett a nyomott aggregált kereslet következményekkel jár az euróövezet többi része számára is az alacsony növekedés és alacsony infláció közepette.
- Néhány tagállamban az *ár- vagy költségváltozók alakulása a túlfűtöttség potenciális jeleit mutatja*. Svédországban, valamint Dániában, Luxemburgban és az Egyesült Királyságban az árnyomás főként az ingatlanszektorhoz kapcsolódik, és a háztartások jelentős adósságsszintjével párosul. Bulgáriában, Észtországban, Lettországbán és Litvániában a fajlagos munkaköltség továbbra viszonylag erős ütemben növekszik.
- Néhány tagállamban a sebezhetőség és az esetlegesen fenntarthatatlan trendek főként a *gazdaság egy konkrét ágazatára* koncentrálnak. Hollandiában a sebezhetőség a háztartások eladósodottságával és az ingatlanpiaccal kapcsolatosan áll fenn, nagy

folyófizetésimérleg-többlet mellett. Finnországban a sebezhetőség főként a versenyképességhez kapcsolódik, a gazdaság szerkezetének átalakulásából eredően.

Össességében 13 ország esetében indokolt a részletes vizsgálat¹⁷. Ezen országok mindegyike részletes vizsgálat tárgyát képezte az előző ciklusban, amely során összesen 19 ország esetében készült részletes vizsgálat. Noha a részletes vizsgálatok számának csökkenése az egyensúlyhiányok kezelésében újabban elért haladást tükrözi, mégis fennmarad a sebezhetőség még olyan országokban is, amelyek esetében a részletes vizsgálat a jelenlegi szakaszban nem indokolt, és a fejlemények további nyomon követésére van szükség, amint azt a 3. szakasz jelzi. A 2016. évi riasztási mechanizmus keretében készült jelentéshez képest az előrelépés a nettó adós országok körében a külső egyensúlyhiány kezelése terén volt a legjelentősebb, és általánosságban tovább javultak a munkaerőpiacok. A belső és külső állományjellegű egyensúlyhiányok mindazonáltal csak lassan szűnnek meg, és számos tagállamban kockázatok és sebezhetőség forrásai maradnak, amellet, hogy kihatnak a beruházási kilátásokra és a gazdasági fellendülésre. Az árnyomás kezdődő kialakulása viszont szoros nyomon követést tesz szükségessé néhány országban.

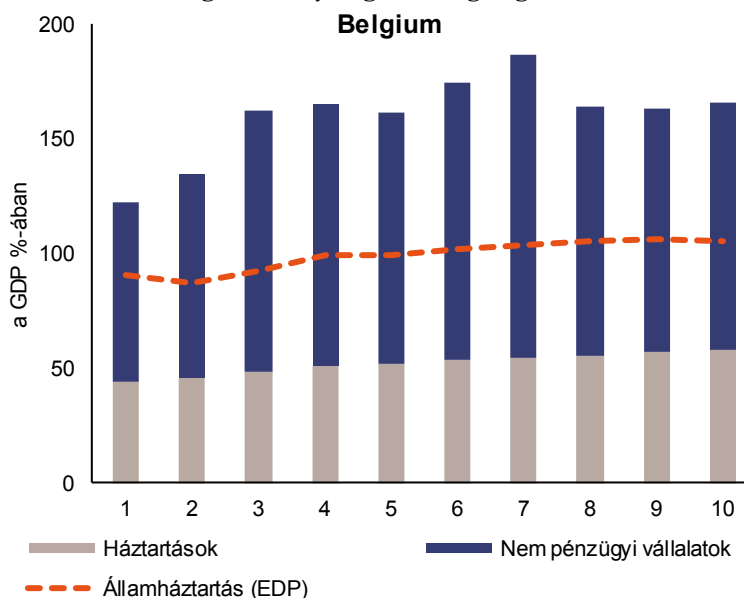
¹⁷ Az érintett országok Bulgária, Horvátország, Ciprus, Finnország, Franciaország, Németország, Írország, Olaszország, Hollandia, Portugália, Szlovénia, Spanyolország és Svédország.

3. EGYENSÚLYHIÁNY, KOCKÁZATOK ÉS KIIGAZÍTÁS: ORSZÁGSPECIFIKUS MEGÁLLAPÍTÁSOK

Belgium A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Belgium tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés változása, a magánszektor és az államháztartás eladósodottsága, valamint a tartós és az ifjúsági munkanélküliségi ráta változása.

A külső fenntarthatóságot alátámasztja a folyó fizetési mérleg kiegyensúlyozott egyenlege, továbbá a rendkívül kedvező nettó nemzetközi befektetési pozíció. Az exportpiaci részesedés kumulált romlása változatlanul nagy, de ez utóbbi években megállt, bár 2015-ben is romlott. Ez a tendencia a fajlagos munkaköltségek növekedésének számottevő lassulása mellett várhatóan folytatódik. A magánadósság állománya viszonylag magas marad, különösen a nem pénzügyi vállalatok esetében, bár a csoporton belüli kiterjedt hitelezés megnöveli az adósságra vonatkozó adatokat. A háztartások adósságához kapcsolódó kockázatok elsősorban az ingatlanpiacról erednek. A reál ingatlanárak az elmúlt években viszonylag alacsonyak voltak, de a 2008-at megelőző gyors növekedést nem követte kiigazítás. Az államadósság stabil, de magas és továbbra is

Al. ábra : Adósságállomány a gazdasági ágazatokban



Forrás: Eurostat

komoly kihívást jelent az államháztartás hosszú távú fenntarthatósága szempontjából. A legújabb adatok arra utalnak, hogy a tartós munkanélküliség növekedése ciklikus, míg a nagy és tartós ifjúsági munkanélküliség inkább strukturális jellegű. A rendkívül alacsony munkaintenzitású háztartásban élő személyek száma a tagállamok közötti összehasonlításban az egyik legmagasabb, ami rámutat a belgiumi munkaerőpiac egyre növekvő polarizáltságára.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a versenyképességgel, az állam eladósodottságával, az ingatlanárakkal és a munkaerőpiac működésével összefüggő problémákra világít rá, bár a kapcsolódó kockázatok továbbra is visszafogottak. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

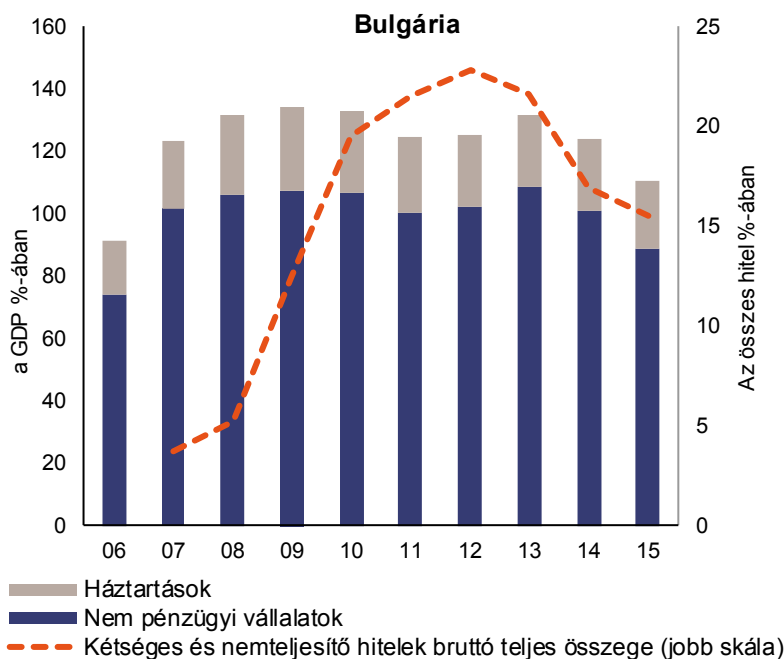
Bulgária: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Bulgáriában *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány* áll fenn, a pénzügyi szektor tartósan fennálló gyengesége és a jelentős vállalati eladósodottság miatt, összefüggésben a magas munkanélküliséggel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a fajlagos munkaköltség növekedése, és a munkanélküliségi ráta, meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció az eredménytábla küszöbértéke alatt marad, de a pozitív folyó fizetési mérleggel összefüggésben tovább javult. Az exportpiaci részesedés a 2015. évi veszteségek ellenére az elmúlt öt évben nőtt. A fajlagos munkaköltség növekedése tartósan lassul, még akkor is, ha a hároméves átlag az indikatív küszöbérték fölött marad. A magánszektor eladósodottsága – különösen a nem pénzügyi vállalatok esetében – továbbra is aggályos, a legfrissebb adatok azonban rendezett, de lassú hitelállomány-leépítésre utalnak. A pénzügyi

szektorban még mindig jelen van a sebezhetőség, és a fizetéseképtelenségi keret kapcsán sok a bizonytalanság. A nemteljesítő hitelek szintje csökkent, de továbbra is magas. A bankszektorban sor került eszközminőség-vizsgálatra és stressztesztekre, és ezekből megállapítható volt, hogy a szektorban nincs jelentős igény további tőkebevonásra. Mindazonáltal a nyomon követő intézkedések szigorú végrehajtására van szükség, többek között azon ajánlások útján, amelyeket a Bolgár Nemzeti Bank bocsátott ki egyes bankok számára. Hasonló felülvizsgálatok vannak folyamatban a biztosítási alapok és a nyugdíjalapok ágazatában. A munkanélküliségi ráta meghaladja az indikatív küszöbértéket, bár a GDP-növekedés legújabb erősödésének köszönhetően tendenciája csökkenő, a tartós munkanélküliségi ráta növekedése viszont már az indikatív küszöbérték alá került. A munkaerőpiac fennálló strukturális problémái, például az alacsony részvétel, valamint a strukturális munkaerőhiány továbbra is aggodalomra adnak okot.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés rávilágít a többek között a pénzügyi szektorban jellemző külső és belső sebezhetőségre. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

A2. ábra: Magánadósság és nemteljesítő hitelek



Forrás: Eurostat és EKB

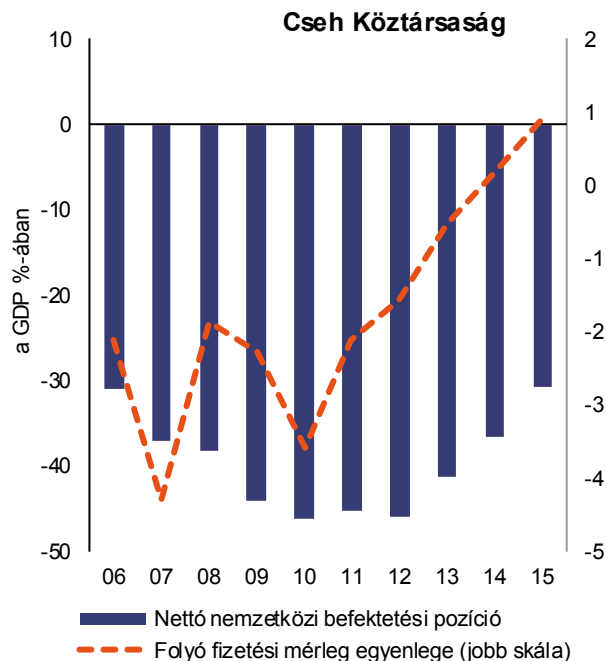
Cseh Köztársaság: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában a Cseh Köztársaság tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján nincs olyan mutató, amely meghaladja az indikatív küszöbértéket.

Az elmúlt években jelentősen javult a folyó fizetési mérleg egyenlege, és 2015-ben a hároméves átlag többletbe fordult át. A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2015-ben fokozatosan csökkent és a küszöbérték alá került, részben annak következtében, hogy az euróval szembeni árfolyamhatár bevezetését követően a Cseh Nemzeti Banknál felhalmozódtak a devizában denominált eszközök. A külső pozícióval összefüggő kockázatok általánosságban továbbra is korlátozottak, mivel a külföldi kötelezettségek nagyrészt a közvetlen külföldi befektetésekhez kapcsolódnak, következésképp a nettó külső adósság állománya rendkívül alacsony. 2015-ben a versenyképesség tovább javult, az exportpiaci részesedés csekély mértékben nőtt, míg a fajlagos munkaköltség némileg csökkent. A béremelkedés gyorsulása és az árfolyam esetleges felértékelődése az árfolyamhatár megszüntetését követően részben visszafordíthatja az utóbbi időben jellemző javuló tendenciát. A belső egyensúlyhiánnyal összefüggő kockázatok csekélynek tűnnek. Annak ellenére, hogy erősödött a háztartások ingatlanpiacra történő belépéssel kapcsolatos bizalma, a magánszektor adósságállománya 2015-ben némileg csökkent, és a küszöbértéken belül maradt. A reál ingatlanárak növekedése 2015-ben szintén kissé felgyorsult. A nagyrészt külföldi tulajdonú bankszektor stabil maradt, a pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállománya 2015-ben csak csekély mértékben nőtt. Az államháztartás adóssága csökkent, és várhatóan tovább esik, és a küszöbérték alatt marad. A munkanélküliség alacsony.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés visszafogott külső kockázatra és csekély belső kockázatra utal. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

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

A3. ábra: *Nettó nemz. befekt. pozíció és folyó fiz. mérleg egyenlege*



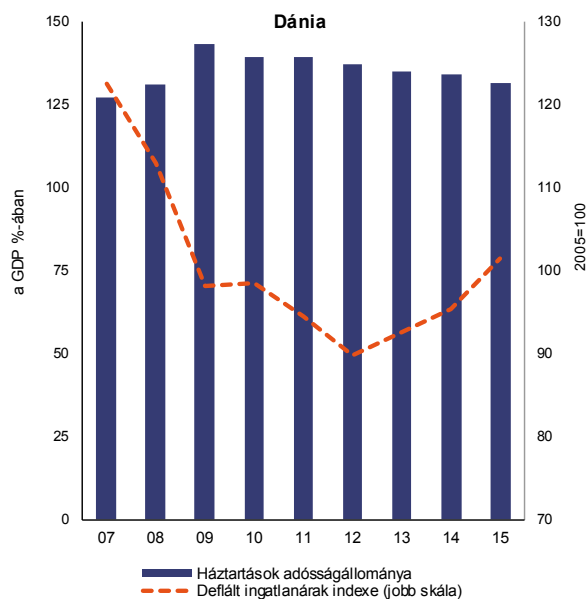
Forrás: Eurostat

mérleg egyenlege, az exportpiaci részesedés változása, a reál ingatlanárak és a magánszektor adóssága.

A folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is jelentős többletet mutat. Ez az erős magán- és állami megtakarítások, a külföldi beruházásokból származó magas bevételek, továbbá a zsugorodó vállalati beruházások eredménye. A nettó nemzetközi befektetési pozíció pozitív és magas, bár 2015-ben a negatív értékelési hatások következtében csökken. 2015-ben az exportpiaci részesedés kumulatív romlása csökkent és a romlás a következő években várhatóan korlátozott lesz, bár éves alapon volt további veszteség. Az utóbbi időszakra jellemző gyenge export részben visszavezethető az olaj- és a gáztermelés csökkenésére és a tengeri árufuvarozási ágazatra is.

A költség-versenyképesség mutatói nagyjából stabilak maradtak. A magánszektor adósságállománya 2015-ben kismértékben csökkent, de továbbra is nagyon magas. A háztartások viszonylag magas adósságállománya tükrözi a jelzáloghitelbankok speciális finanszírozási modelljét és a fejlett nyugdíjrendszert. A hitelállomány-leépítés lassú, mivel nincs elegendő ösztönző az adósságtörlesztésre, ugyanakkor jelentős az ösztönzés ingatlanvagyon szerzésére. A reál ingatlanárak növekedése az alacsony kamatok következtében 2015-ben felgyorsult és meghaladja a küszöbértéket, ami szorosabb nyomon követést tesz indokolttá. Mindazonáltal a bankszektor továbbra is stabil és a hitelezés bővülése korlátozott. Fokozatosan életbe lépnek a pénzügyi szektor stabilitásának fokozására és a háztartások adósságösztönzőjének visszafogására hivatott szabályozási és felügyeleti intézkedések. A munkanélküliség továbbra is alacsony.

A4. ábra: Háztartások adósságállománya és ingatlanárindex

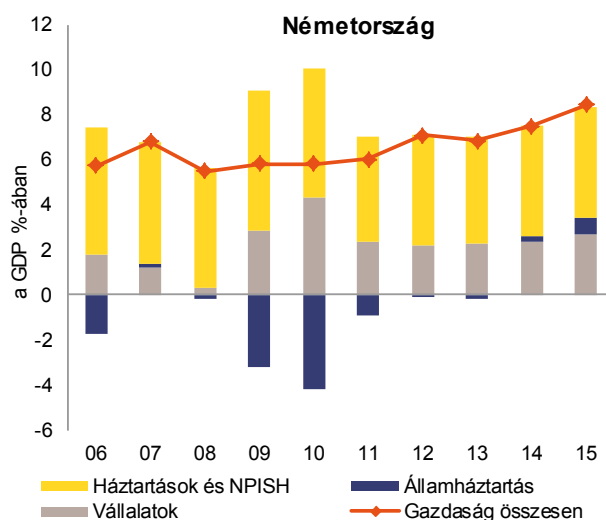


Forrás: Eurostat

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magánadóssággal és az ingatlanágazattal összefüggő esetleges problémákra világít rá, de a kockázatok visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Németország: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Németországban makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amely mindenekelőtt a túlzott megtakarításokból és a visszafogott magán- és közberuházásokból eredő kockázatokhoz

A5. ábra: Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazatonként



Forrás: bizottsági szolgálatok. NPISH: a háztartásokat segítő nonprofit intézmények

is kapcsolódik. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg többlete és az államadósság.

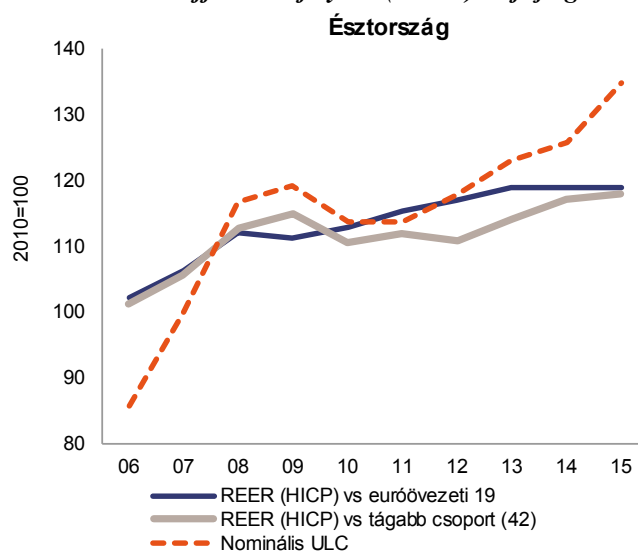
2015-ben a folyó fizetési mérleg többlete már amúgy is magas szintről tovább emelkedett, és az alacsonyabb olajárakkal és a kedvező árfolyammal összefüggésben kialakult még inkább pozitív kereskedelmi feltételek következtében tovább nő. A várakozások szerint a többlet a következő években is magas marad. Az előrejelzés szerint a beruházás változatlanul visszafogott lesz és 2011 óta GDP-arányosan nagyjából ugyanazon az alacsony szinten maradt. A rendkívül nagy nettó nemzetközi befektetési pozíció továbbra is gyorsan növekszik. A fajlagos munkaköltség az euróövezeti átlag fölé emelkedett, és az euróövezettel szembeni negatív rés fokozatosan megszűnik. A magánszektor hiteláramlása megélénkült, miközben a hitelállomány-leépítés folytatódott a vállalkozások és a háztartások megtakarításának bővülése közepette. A reál ingatlanárak emelkedése felgyorsult, de a mutató a küszöbértéken belül marad. Az államadósság-ráta csökkenése folytatódott. Az alacsony nyereségesség miatt a pénzügyi szektor továbbra is nyomás alatt van. A rendkívül alacsony és csökkenő munkanélküliségi ráták tükrözik a német munkaerőpiac stabilitását.

Összességében a gazdasági elemzés rávilágít a rendkívül nagy és növekvő külkereskedelmi többlet és a külső keresletre való fokozott támaszkodás növekedési kockázatokat gerjesztő problémáira és hangsúlyozza az egyensúly hazai források felé való további elmozdításának szükségességét. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Észtország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Észtország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a reál effektív árfolyam, a fajlagos munkaköltség és a reál ingatlanárak meghaladják az indikatív küszöbértéket.

A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció továbbra is meghaladja a küszöbértéket, de javult. A külső kötelezettségek több mint fele a külföldi közvetlen befektetésekhez kapcsolódik, ami csökkenti a kockázatokat. A folyó fizetési mérleg többlete az erős és stabil szolgáltatásexport eredményeként 2014 óta fennáll. Bár az exportpiaci részesedés kumulatív értelemben még mindig jelentősen növekszik, 2015-

A6. ábra: **Reál effektív árfolyam (REER) és fajlagos munkaköltség (ULC)**



Forrás: Eurostat, bizottsági szolgálatok

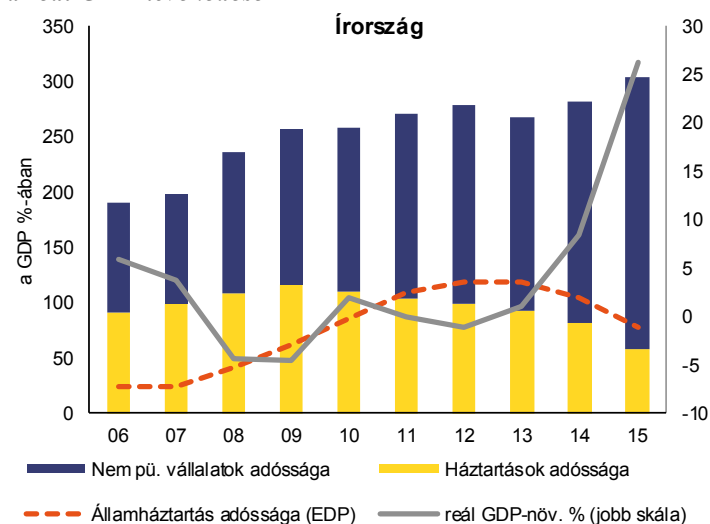
ben számottevő romlás következett be. A reál effektív árfolyam mutatója csekély mértékben meghaladja a küszöbértéket, de várhatóan csökkenni fog. A nominális fajlagos munkaköltség növekedése a munkaképes korú népesség számának folyamatos – és a béreket felfelé hajtó – visszaesését tükrözi. Emellett az olajárak csökkenése és a rubel leértékelődése visszafogta az észt exportot, többek között a viszonylag nagyméretű olajpala-ágazatában is. A reál ingatlanárak növekedése lelassult, mivel az ingatlankínálat kezd felzárkózni a kereslethez. A magánszektor adósságállománya a küszöbérték alatt van, de lassan eléri a mélypontját, ahogy a – különösen a vállalatokra irányuló – hitelezés fokozatosan bővül. Ezzel szemben az államadósság aránya stabil és a legalacsonyabb az EU-ban. A tartós munkanélküliségi és az ifjúsági munkanélküliségi ráták, valamint a súlyos anyagi nélkülözés rátája tovább csökkent.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés rávilágít a belső gazdaságban nyomást okozó problémákra, azonban a kockázatok továbbra is visszafogottak. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Írország: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Írországban *makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn*, a külső kötelezettségek nagy állományával, valamint a magán- és állami adósságállományból eredő sebezhetőséggel összefüggésben. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a reál effektív árfolyam, a magánadósság, a reál ingatlanárak, az államadósság és a munkanélküliség meghaladják az indikatív küszöbértéket.

A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2015 óta jelentősen romlott, ami részben a multinacionális vállalatok egyes tevékenységeivel magyarázható és csekély hatással jár a belső gazdaság szempontjából. Írországban az elmúlt néhány évben a folyó fizetési mérleg jelentős többlete alakult ki. Ez bizonyos mértékig a gazdaság egyensúlyának helyreállítását, továbbá a reál effektív árfolyam által alátámasztott javuló versenyképességet tükrözi. Mindazonáltal a mögöttes folyófizetésimérleg- és külgazdasági pozíciót nehéz megítélni a multinacionális vállalatok tevékenységének nagyságrendje és

A7. ábra: Adósság a gazdaság ágazataiban és a reál GDP növekedése



Forrás: Eurostat

hatása miatt. A magánadósság GDP-hez viszonyított aránya változatlanul magas, és a háztartások folytatták hitelállományuk leépítését, de a belföldi nem pénzügyi vállalatok helyzete nehezebben becsülhető, tekintettel a multinacionális vállalatoknak a teljes vállalati adósságállományból való részesedésére. A nemteljesítő hitelek aránya magas, de csökkenőben van, és a jelzáloghiteleknel tapasztalt hosszú távú fizetési hátralékok aggályokra adnak okot. A reál ingatlanárak emelkedése mérséklődött, bár jelentős regionális különbségek vannak,

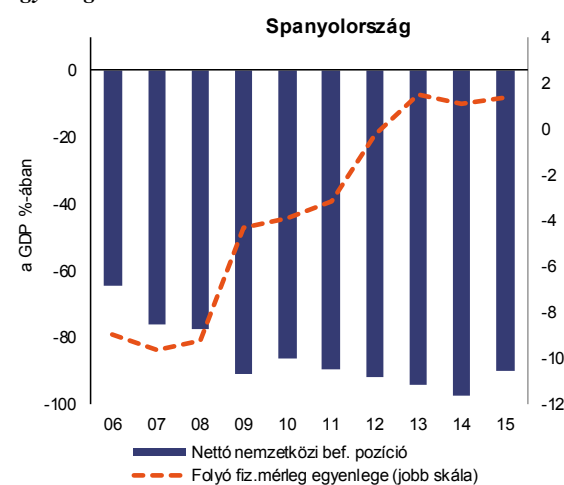
ami főként a nem megfelelő ingatlankínálat következménye. Az ingatlanárak azonban jóval elmaradnak a csúcsértékektől, a bérleti díjak viszont azok fölé emelkedtek. Az államháztartás adóssága csökkenő tendenciát mutat, és 2015-ben is jelentősen esett a GDP kivételes felfelé történő elmozdulása következtében. A munkanélküliségi ráta hároméves átlaga megközelíti a küszöbértéket, és az élénk munkahelyteremtésnek köszönhetően tovább esett. A tartós és az ifjúsági munkanélküliség szintén jelentősen csökkent.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külgazdasági fenntarthatósággal, a pénzügyi szektorral, valamint a magán- és államadóssággal összefüggő problémákra világít rá. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Spanyolország: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Spanyolországban *makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn*, amely különösen a magán- és a közszféra külső és belső adósságának magas szintjével kapcsolatos kockázatokból ered, összefüggésben a nagy munkanélküliséggel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a magán és az államadósság, továbbá a munkanélküliségi ráta meghaladják az indikatív küszöbértéket.

A külső egyensúly helyreállása folytatódott, és a folyó fizetési mérleg egyenlege várhatóan középtávon csekély többletet mutat fel. Ez a kiigazítás azonban csak lassan vezet Spanyolország külső kötelezettségállományának csökkenéséhez. A nettó nemzetközi befektetési pozíció 2014 óta javult, de még mindig erősen negatív és főleg adósságból áll, ami az országot kiteszi a piaci hangulat változásából eredő kockázatoknak. Emellett a csekély termelékenységnövekedés következtében a versenyképesség a költségelőnyöktől függ és ezáltal befolyásolja a munkafeltételeket és a szociális kohéziót is. A magánszektor hitelállomány-leépítése részben a stabil reálnövekedésnek köszönhetően 2015-ben folytatódott. Az államháztartás adóssága általánosságban stabil, a számottevő, de csökkenő hiány ellenére. Bár a munkanélküliség gyorsan szűkül, továbbra is magas, különösen a fiatalok körében, és a munkanélküliek jelentős részének több mint egy éve nincs munkája. A munkaerőpiac javulása még nem nyilvánul meg kellő mértékben a szegénységi mutatók csökkenésében, amelyek a legmagasabbak között vannak az EU-ban.

A8. ábra: *Nettó nemz. befekt. pozíció és a folyó fiz. mérleg egyenlege*



Forrás: Eurostat

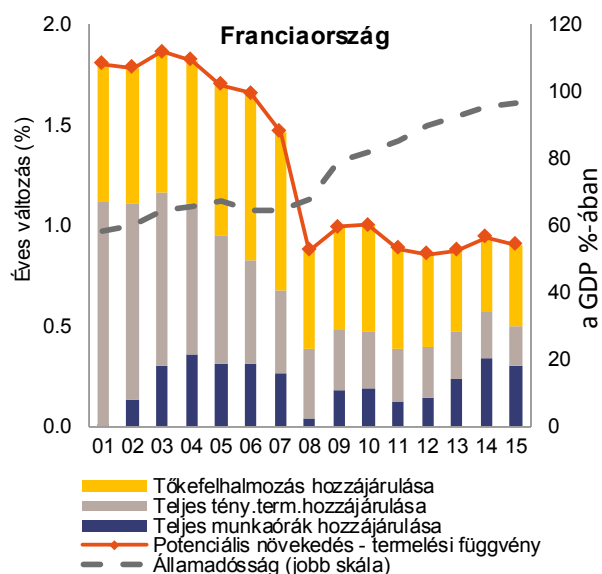
Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső fenntarthatósággal, a magán- és államadóssággal, valamint a munkaerőpiaci kiigazítással kapcsolatos problémákra világít rá, a termelékenység gyenge növekedésével összefüggésben. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány márciusi megállapítását és annak határokon átnyúló jelentőségét is

figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Franciaország: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Franciaországban *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn*, amelyhez mindenekelőtt nagy és növekvő államadósság és az ahhoz társuló gyenge termelékenységnövekedés, továbbá romló versenyképesség kapcsolódik. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az állam és a magánadósság, a munkanélküliség, valamint a tartós munkanélküliség változása.

A külső egyensúlyhiányra és a versenyképességre vonatkozó mutatók 2015-ben nagyjából stabilizálódtak, ami tükröződik az egyenlegközeli folyó fizetési mérlegben, a jelenleg a küszöbérték alatt levő exportpiaci részesedés kumulált romlásának lassulásában és a fajlagos munkaköltség visszafogott növekedésében. Mindazonáltal a gyenge termelékenységnövekedés kockázati tényezőt jelent a fajlagos munkaköltség alakulása szempontjából. A magas és növekvő államadósság továbbra is a sebezhetőség fő forrása és az előrejelzés szerint a következő években növekszik. Az alacsony potenciális növekedés és az alacsony infláció súlyosbítja a magas államadóssággal összefüggő kockázatokat, mivel megnehezíti a hitelállomány-leépítést. A magánszektor adósságállománya meghaladja a küszöbértéket, de a hitelállomány-leépítési nyomás visszafogottnak tűnik. Folyamatban van a reál ingatlanárak lassú kiigazítása és a magánszektor hitelállománya mérsékeltén pozitív szinten stabilizálódott. A munkanélküliség 2015-ben az alacsony növekedéssel összefüggésben tovább nőtt. Hasonlóan, a tartós munkanélküliség növekedése is folytatódott.

A9. ábra: *Potenciális növekedés és államadósság*



Forrás: bizottsági szolgálatok

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a főként a belső egyensúlyhiánnyal, különösen az állam eladósodottságával kapcsolatos problémákra világít rá az alacsony termelékenységnövekedéssel és a gyenge versenyképességgel összefüggésben. A Bizottság ezért – a *túlzott egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve* – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a *túlzott egyensúlyhiány felszámolása* terén tett előrelépést.

Horvátország: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Horvátországban *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn* az állami, vállalati és a külső adósságállomány

magas szintjéhez kapcsolódó kockázatokból eredően, összefüggésben a magas munkanélküliséggel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), az államháztartás adóssága és a munkanélküliségi ráta meghaladják az indikatív küszöbértéket.

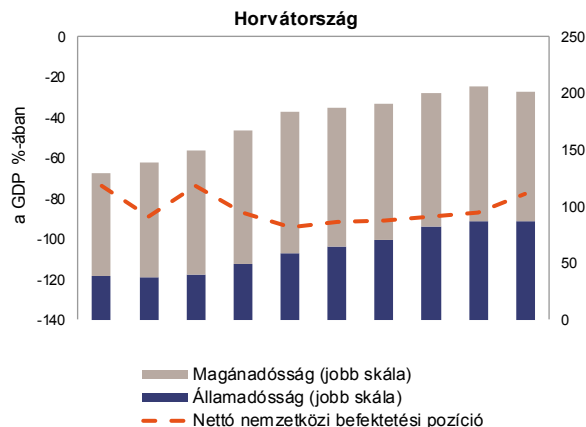
A nettó nemzetközi befektetési pozíció változatlanul erősen negatív, de javult, miközben a folyó fizetési mérleg pozíciója 2015-ben növekvő többletet mutatott fel. Az exportpiaci részesedés éves javulása folytatódott, nagyjából ellensúlyozva a csatlakozást megelőző években felhalmozódott veszteséget. Az állami és a magánszektorbeli adósság, és különösen a vállalati adósság szintje magas. Az államháztartás adóssága, miután öt éven át gyorsan nőtt, magas szinten stabilizálódott, és most a tervek szerint az előrejelzés távlatában GDP-arányosan csökkenni fog.

A magánszektor adósságállománya is csökkenni kezdett, azonban – bár a küszöbérték alatt maradt – a versenytársakéhoz hasonlítva továbbra is magas. Emellett a belföldi adósság jelentős része euróban denominált, ami súlyosbítja a magas külső kötelezettségekből eredő árfolyamkockázatokat. A pénzügyi szektor, annak ellenére, hogy jól tőkésített, továbbra is ki van téve a nemteljesítő hitelek nagy arányából eredő kockázatoknak. A hitelek leírásának és értékesítésének felgyorsulása az utóbbi időben hozzájárult a nemteljesítő hitelek csökkenéséhez, ami a hitelfeltételek enyhülésére utal. A magas munkanélküliségi ráta szintén esik, részben a munkaképes korú lakosság számának gyors csökkenése következtében, ami már egyébként is alacsony szinten volt. Az alacsony foglalkoztatási és aktivitási ráták következtében a lakosság viszonylag nagy hányada továbbra is kitett a szegénység és a társadalmi kirekesztettség kockázatának.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső pozícióval, az államadósság fenntarthatóságával, valamint a munkaerő-piaci kiigazítással összefüggő kockázatokra világít rá. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

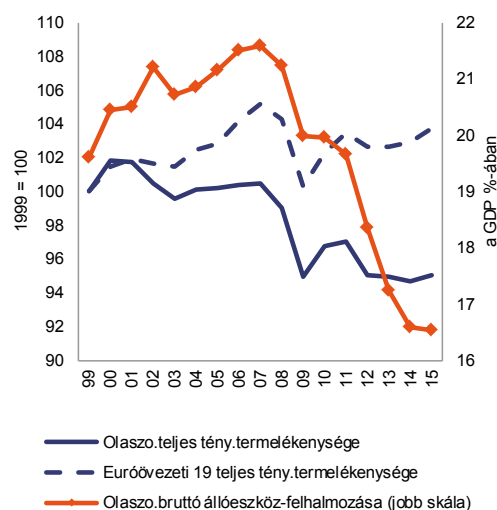
Olaszország: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Olaszországban *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn*, az államadósság rendkívül magas, a külső versenyképesség gyenge, összefüggésben a csekély gazdasági növekedéssel és a termelékenység korlátozott dinamikájával. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés romlása, az állami szektor

A10. ábra: *Nettó nemz. befekt. pozíció, magán- és államadósság a GDP %-ában*



Forrás: Eurostat

A11. ábra: *Teljes tényezőtermelékenység és bruttó állóeszköz-felhalmozás*



Forrás: bizottsági szolgálatok

adósságállománya, a munkanélküliségi ráta, valamint a tartós és az ifjúsági munkanélküliségi ráta változása.

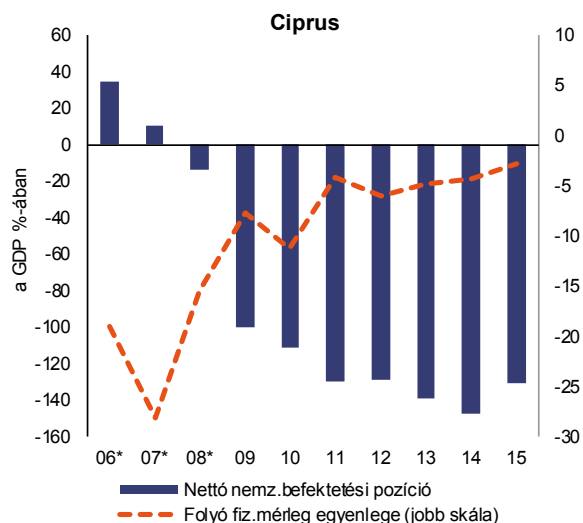
A folyó fizetési mérleg 2015-ben is többletet mutatott, ami hozzájárult a nettó nemzetközi befektetési pozíció javulásához. Azonban ez a többlet tükrözi a változatlanul gyenge belső keresletet is, amit jelez, hogy az állóeszköz-beruházások GDP-arányos szintje történelmi mélyponton van. Az exportpiaci részesedés romlása továbbra is jelentős. A külső teljesítményre és a költség-versenyképességre hátrányosan hat a korlátozott béremelkedés és a reál effektív árfolyam leértékelődése ellenére visszafogott munkatermelékenység-növekedés. A gyenge gazdaságélénkülés, alacsony infláció és az expanzív költségvetési politika hátráltatja a rendkívül magas államadósság-ráta és a kapcsolódó kockázatok csökkentését. Az alacsony nyereségesség és a nemteljesítő hitelek magas állománya fokozza a bankrendszer sebezhetőségét és gátolja a bankok gazdaságtámogatásra irányuló képességét. Konkrétan a tőke nem megfelelő elosztása, amihez a nemteljesítő hitelek magas állománya társul, szintén hozzájárul az alacsony termelékenységnövekedéshez és a csekély hitelezési volumen pedig a beruházások nyomott szintjével jár együtt. A javuló munkaerőpiaci feltételek fokozatosan csökkentik a munkanélküliségi rátát, ami azonban változatlanul jóval meghaladja a válság előtti szintet, hasonlóan a tartós és az ifjúsági munkanélküliség rátájához.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés az állam nagyarányú eladósodottságával, valamint a bankrendszerrel kapcsolatos problémákra világít rá, a gyenge termelékenységnövekedéssel összefüggésben. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

Ciprus: A Bizottság 2016 áprilisában megállapította, hogy Cipruson *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn*, ami a magán-, állam- és külső adósság nagy állományából, és abból ered, hogy a bankrendszerben magas a nemteljesítő hitelek aránya. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a folyó fizetési mérleg hiánya, a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a reál effektív árfolyam, az exportpiaci részesedés romlása, a magánszektor adósságállománya, az államadósság, a munkanélküliség, valamint a tartós és az ifjúsági munkanélküliségi ráta változása meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A folyó fizetési mérleg hiánya és a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció továbbra is jelentős, bár 2015-ben volt némi javulás. Ehhez az eredményhez hozzájárult a szolgáltatásexport, különösen az idegenforgalom jó teljesítménye. A reál effektív árfolyam jelentős leértékelődése főként a 2015 óta jellemző negatív infláció hatását tükrözi. A magánszektor eladósodottsága továbbra is az egyik legmagasabb az EU-ban. Bár a reál GDP növekedése 2015-ben helyreállt

A12. ábra: *Nettó nemz. befekt. pozíció és a folyó fizetési mérleg egyenlege*



Forrás: Eurostat. Megjegyzés: * a BMP5 és ESA95 szerinti adatokat jelöli

és az előrejelzés távlatában várhatóan erősödni fog, a csökkenő árak visszafogják a nominális GDP-növekedést és megnehezítik a hitelállomány-leépítési folyamatot. A nemteljesítő hitelek rendkívül magas aránya arra utal, hogy a középtávon a növekedés ösztönzéséhez szükséges, a gazdaságba irányuló megfelelő hiteláramlás helyreállításának továbbra is komoly kockázatai vannak. A nagyon magas GDP-arányos államadósság stabil, és az előrejelzések alapján 2015-ben elérte a csúcspontot. A munkanélküliség magas, de csökkenőben van, azonban a tartós és az ifjúsági munkanélküliség továbbra is viszonylag magas.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső fenntarthatósággal, a magán- és államadóssággal, a pénzügyi szektor sebezhetőségével, valamint a munkaerő-piaci kiigazítással összefüggő problémákra világít rá. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány áprilisi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy Ciprus esetében érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

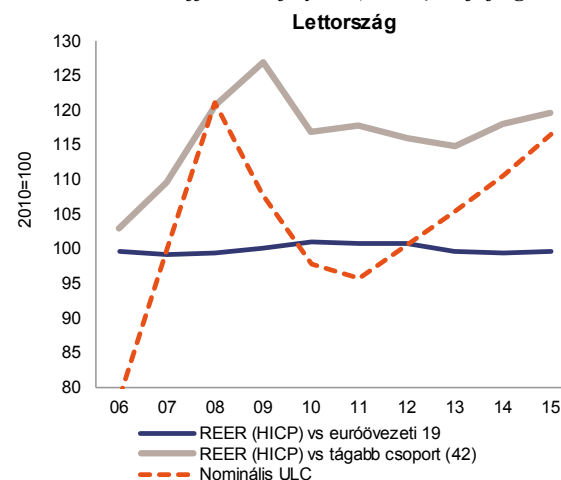
Lettország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Lettország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a fajlagos munkaköltség, és a munkanélküliség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

A folyó fizetési mérleg hiánya szűkül, és a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció – bár továbbra is jóval a küszöbérték fölött van – folyamatosan javul és a kilátások is kedvezőek. A külső kitettség rendkívül nagy aránya tükrözi a közvetlen külföldi befektetések állományát. Az exportpiaci részesedés kumulatív javulása a 2015. évi visszaesés ellenére változatlanul jelentős. A költségversenyképesség mutatói némi romlásra utalnak. A reál effektív árfolyam 2015-ben felértékelődött. A fajlagos munkaköltség tovább nőtt az indikatív küszöbérték fölé, és ez kockázatot jelent a külső költségversenyképességre nézve. Mindazonáltal

az előrejelzés szerint a növekedés üteme a legújabb bérfejlemények fényében lelassul. Az állami és a magánszektor adóssága egyértelműen a küszöbérték alatt van. A pénzügyi szektor továbbra is stabil. A hitelállomány-leépítés hosszú időszaka után újra bővül a hitelezés, különösen a vállalatok esetében. A reál ingatlanárak növekedése lassult. A munkanélküliség három évet átfogó mutatója kismértékben a küszöbérték fölött van, de tendenciája csökkenő.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külgazdasággal és a munkaerőpiaccal összefüggő kockázatokra világít rá, az egyensúly folyamatban lévő helyreállítása közepette. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

A13. ábra: Reál effektív árfolyam (REER) és fajlagos munkaköltség (ULC)

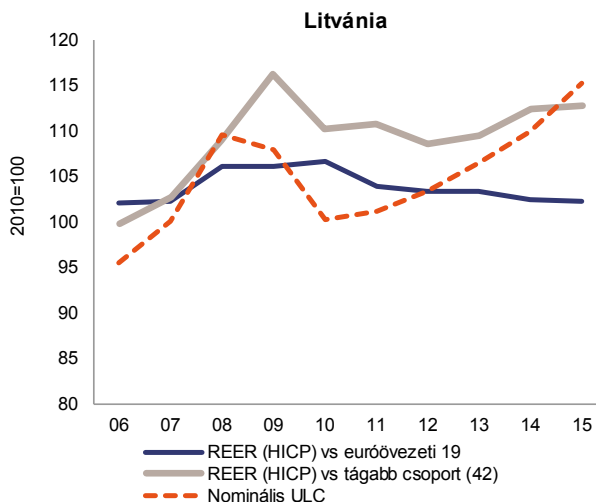


Forrás: Eurostat, bizottsági szolgálatok

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

A nettó nemzetközi befektetési pozíció – bár még mindig meghaladja az indikatív küszöbértéket – javulást mutat. Az állami és a magánszektor egyenlő mértékben járul hozzá a teljes negatív nettó pozícióhoz és a magánszektor kötelezettségei szinte teljes mértékben alacsony kockázatú közvetlen külföldi befektetésekből állnak. Kumulatív értelemben még mindig javul az exportpiaci

A14. ábra: *Reál effektív árfolyam (REER) és fajlagos munkaköltség (ULC)*



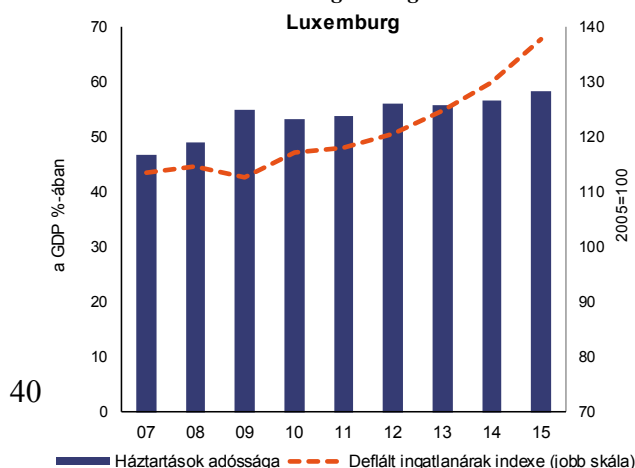
Forrás: Eurostat, bizottsági szolgálatok

részesezés, de 2015-ben jelentős volt a romlás. A költség-versenyképesség mutatói némi visszaesésre utalnak. A reál effektív árfolyam 2015-ben felértékelődött. A gyenge termelékenység és az erős béremelkedés 2015-ben a fajlagos munkaköltség jelentős növekedésével járt, aminek következtében a mutató meghaladta a küszöbértéket, de az előrejelzés távlatában csökkenés várható. Mind az állam-, mind a magánadósság aránya viszonylag alacsony. A reál ingatlanárak emelkedése folytatódott, de viszonylag alacsony szintről, és alacsonyabb növekedési rátával. A munkanélküliség mutatója meghaladja az indikatív küszöbértéket, de tendenciája folyamatosan csökkenő.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés rávilágít a külső versenyképesség problémáira, azonban a kockázatok továbbra is visszafogottak. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Luxemburg: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Luxemburg tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a reál ingatlanárak, a magánszektor hiteláramlása és eladósodottsága.

A15. ábra: *Háztartások adóssága és ingatlanárindex*



Forrás: Eurostat

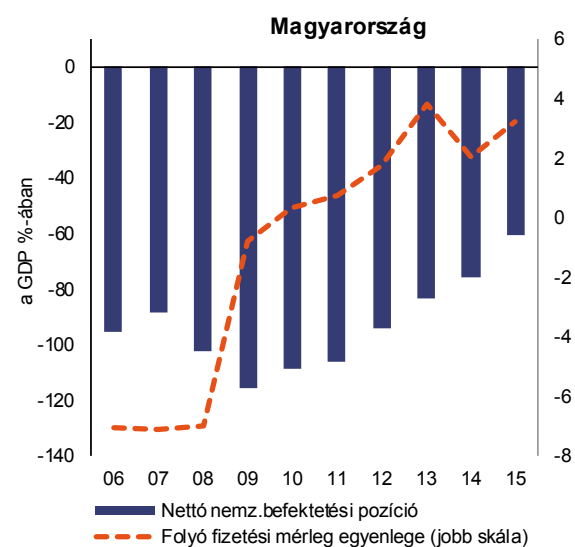
A folyó fizetési mérleg strukturálisan magas többlete 2015-ben stabil volt, és valamivel a küszöbérték alatt maradt. A pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíció – elsősorban a pénzügyi szektor dominanciáját tükrözve – nőtt, de az eszközáramlásnak csak korlátozott része kapcsolódik a belső gazdasági tevékenységhez. A béremelkedés nem számottevő, és hozzájárul a munkaerőköltségek jelenlegi mérséklődéséhez. Az elmúlt évekre jellemző termelékenységjavulással együtt magyarázatot jelent az exportpiaci részesedés helyreállása. Az alacsony államadósság tovább csökkent. A hitelállomány bővülése dinamikus maradt, és az ingatlanvásárlásra felhasznált hitelek élénk növekedése megemelte a háztartások adósságállományának szintjét, ami megközelíti az euróövezeti átlagot, miközben a háztartások és a vállalatok mérlegére nehezedő hitelállomány-leépítési nyomás visszafogottnak tűnik. A korábban is magas ingatlanárak növekedése gyorsul, ami szoros nyomon követést tesz indokolttá. Számos tényező, így a számottevő nettó migrációs beáramlás, a dinamikus munkaerőpiac és az alacsony finanszírozási költségek fenntartják az ingatlankeresletet, miközben a kínálat viszonylag korlátozott marad, amint azt az építési engedélyek számának csekély emelkedése is jelzi. A hitelfedezeti arányok és az ingatlanok megfizethetősége csökkent. A munkanélküliség alacsony szintről emelkedett.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés főként a növekvő ingatlanárakhoz kapcsolódó problémákra világít rá, bár a kockázatok összességében visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Magyarország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Magyarország tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció, az exportpiaci részesedés romlása, a reál ingatlanárak és az államadósság.

A folyó fizetési mérleg folytatódó erősödése a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció rendkívül gyors és tartós javulását eredményezte. Az exportpiaci részesedés 2015-ben javult, és a kumulált veszteségek csak kismértékben haladják meg a küszöbértéket. Ehhez hozzájárul a bővülő autóipar és a javuló költségversenyképesség, amit a reál effektív árfolyam leértékelődése és a fajlagos munkaköltség visszafogott növekedése tükröz. A belföldi bankok vállalatoknak nyújtott hitelezése továbbra is szűkül, de 2015-ben újra lendületet kapott a háztartásoknak biztosított hitelezés. A hitelállomány-leépítés

Al16. ábra: Nettó nemz. befekt. pozíció és a folyó fizetési mérleg egyenlege



Forrás: Eurostat

általános üteme lelassult, amit alátámaszt a tartós

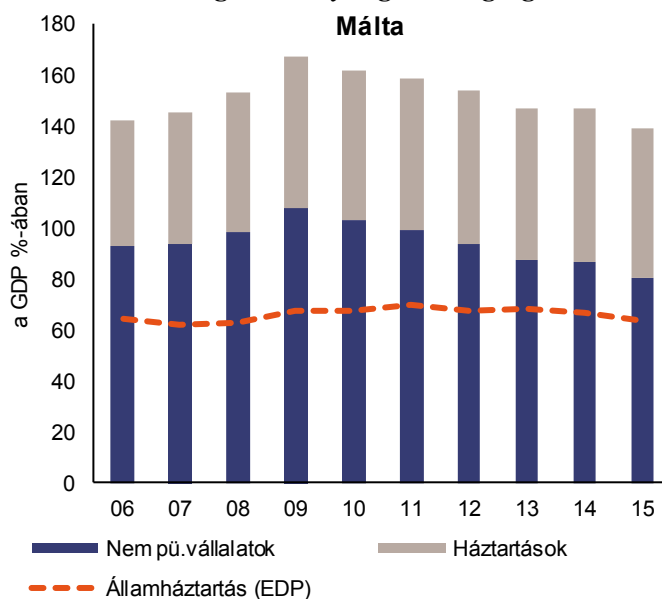
gazdasági növekedés. A reál ingatlanárak korábbi csökkenése éles fordulatot vett és az ingatlanárak 2015-ben megugrottak, és – ugyan még mindig alulértékelt szintről – meghaladták a küszöbértéket. Az adósság felső összeghatárára vonatkozóan ezt követően bevezetett szabályok korlátozzák a piac túlfűtöttségének kockázatát. Az államadósság fokozatos csökkenése folytatódott, bár a közepes jövedelemmel rendelkező gazdaságban változatlanul magas. A bankszektor nyereségessége és sokkcsillapító képessége javult. Az ingatlanpiac helyreállása hozzájárulhat a háztartások még mindig magas nemteljesítő jelzáloghitel-állományával kapcsolatos problémák enyhítéséhez. A munkanélküliségre vonatkozó mutató 2015-ben a küszöbérték alatt maradt, és a foglalkoztatás 2015-ben és 2016-ban tovább bővült.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés rávilágít a javuló külgazdasági pozícióra, továbbá az ingatlanpiachoz kapcsolódó problémákra, bár a kockázatok visszafogottak tűnnek. A Bizottság ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

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

A folyó fizetési mérleg többlete 2015-ben – az importintenzív beruházások erőteljes növekedésének hatását is tükrözve – némileg csökkent. A pozitív nettó nemzetközi befektetési pozíció erősödött. Az exportpiaci részesedés 2009 óta tartósan csökkenő tendenciát mutat, mindenekelőtt az áruexport miatt. Mindazonáltal a költség-versenyképesség alakulása kedvező volt, mivel a növekvő termelékenység és a mérsékelt béralakulás visszafogta a fajlagos munkaköltséget és a reál effektív árfolyam némileg leértékelődött. A magánszektor GDP-arányos adósságállománya

A17. ábra: Adósságállomány a gazdaság ágazataiban



Forrás: Eurostat

a nem pénzügyi vállalatok rendezett hitelállomány-leépítésének és az erőteljes gazdasági növekedésnek köszönhetően stabilan csökkenő pályán van. Az ingatlanárak dinamikája 2015-ben visszafogott maradt, de a növekvő kereslet a következő években várhatóan felfelé ható nyomást gyakorol az árakra. Az államadósság tovább csökkent és megközelíti az indikatív küszöbértéket. A munkaerőpiaci feltételek változatlanul kedvezőek és a munkanélküliség alacsony.

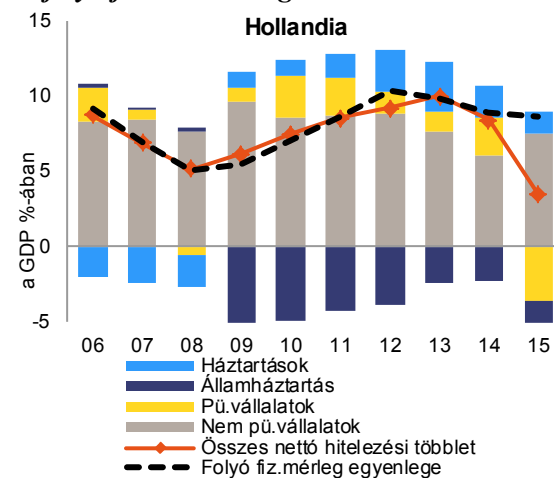
Összefoglalva, a gazdasági elemzés rávilágít a szilárd külgazdasági pozícióra és a folyamatban lévő hitelállomány-leépítésre, összefüggésben a viszonylag erős növekedéssel. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Hollandia: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Hollandiában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, amelyhez mindenekelőtt a folyó fizetési mérleg nagy és tartós többletéből, továbbá a háztartások rendkívül nagy adósságállományából eredő kockázatok kapcsolódnak. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg többlete, az exportpiaci részesedés romlása, a magán- és az állami szektor adósságállománya, valamint a tartós munkanélküliség változása.

A folyó fizetési mérleg többlete jóval az indikatív küszöbérték fölött marad. Ez a magas szint részben strukturális jellemzőkre vezethető vissza, többek között a magas újrakiviteli tevékenységre és a multinacionális vállalatok jelenlétére. A többlet tükrözi továbbá a nem pénzügyi vállalatok magas megtakarításait, a beruházások alacsony szintjével és a vállalatok visszafogott nyereségelosztásával összefüggésben. Mindazonáltal az előrejelzés szerint a beruházások az erőteljes belső keresletnek megfelelően nagyobb mértékben bővülnek, ami a folyó fizetési mérleg többletének némi csökkenését eredményezheti. A 2015. évi veszteségek miatt az exportpiaci részesedés kumulált romlása a küszöbérték felett maradt. A költségversenyképesség mutatói 2015-ben kissé javultak.

A magánszektor adósságállománya rendkívül magas, de folyamatban van a hitelállomány-leépítés, aminek következtében az adósságszint némileg csökken. A szakpolitikai intézkedések, például a jelzáloghitel-kamatok levonhatóságának és a hitelfedezeti arálynak a csökkentése várhatóan hozzájárulnak a háztartások adósságállományának csökkenéséhez. A korábbi évekre jellemző korrekciót követően 2015-ben emelkedni kezdtek a reál ingatlanárak. Az államháztartás adóssága csekély mértékben a küszöbérték fölött van és némileg csökken. Bár a munkaerőpiac jelzi a foglalkoztatás erős növekedését, ami a munkanélküliségi ráta folyamatos csökkenésével jár, a tartósan munkanélküliek aránya még mindig magas.

A18. ábra: Nettó hitelnyújtás/hitelfelvétel ágazonként és folyó fizetési mérleg



Forrás: Eurostat

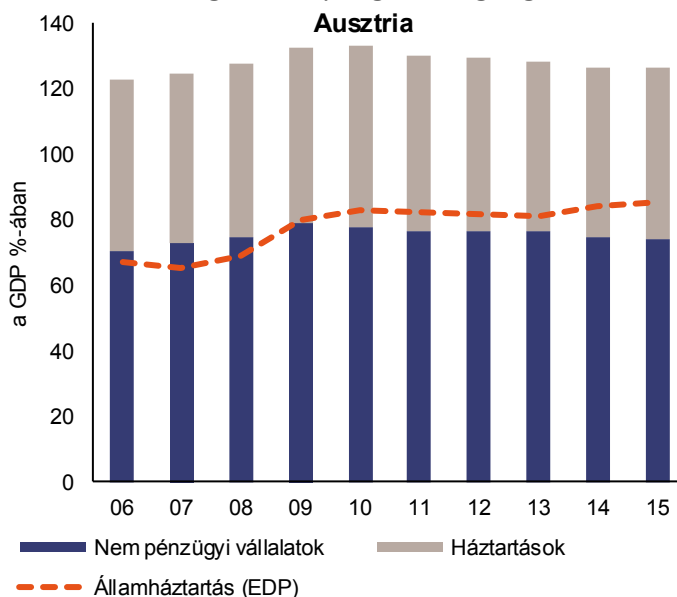
Összefoglalva, a gazdasági elemzés a megtakarítások és a beruházások tartós egyensúlyhiányával és a magánszektor magas adósságállományával, különösen a jelzáloghitelekkel összefüggő problémákra világít rá. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Ausztria: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Ausztriában *nem áll fenn makrogazdasági egyensúlyhiány*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés romlása, az államadósság, valamint a tartós munkanélküliség változása.

A folyó fizetési mérleg mérsékelt többletet mutat, ami 2015-ben csekély mértékben emelkedett, a nettó nemzetközi befektetési pozíció pedig kissé pozitív. Az exportpiaci részesedés halmozott csökkenése a küszöbérték fölött maradt és 2015-ben tovább esett. A reál effektív árfolyam éves szinten leértékelődött. Emellett a munkatermelékenység növekedése három évnyi csökkenés után pozitívvá vált, ami hozzájárult a nominális fajlagos munkaköltség növekedésének visszaeséséhez. A magánszektor eladósodottsága a küszöbérték alatt van, de megközelíti azt, és GDP-arányosan tovább csökken, mivel a nem pénzügyi vállalatok hitelállomány-leépítése az alacsony kamatokkal jellemzett környezet ellenére folytatódik. A viszonylag magas szinten levő reál ingatlanárak növekedése felgyorsult, és ez szoros nyomon követést tesz indokoltá annak ellenére, hogy a mutató a küszöbérték alatt marad. Az államháztartás adóssága többek között a támogatásra szoruló bankok elhúzódo szerkezetátalakítása miatt növekedett, ami változatlanul kockázatot jelenthet az államháztartás szempontjából. A pénzügyi szektor kötelezettségállománya nagyjából stabil maradt, mivel az osztrák bankok csökkentették külföldi kitétségeiket, ami részben a közép- és kelet-európai alacsonyabb eszközminőség következménye, ami szükségessé teszi a nyomon követést a belső és a partnergazdaságokba való esetleges átgyűrűzés veszélye miatt. A munkanélküliségi ráta – főként a növekvő munkaerő-kínálat hatására – tovább emelkedik, de változatlanul a legalacsonyabbak között van az Unióban, annak ellenére, hogy a tartós és az ifjúsági munkanélküliség nőtt.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső teljesítménnyel és a bankszektorral összefüggő problémákra világít rá, bár a kockázatok visszafogottnak tűnnek. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

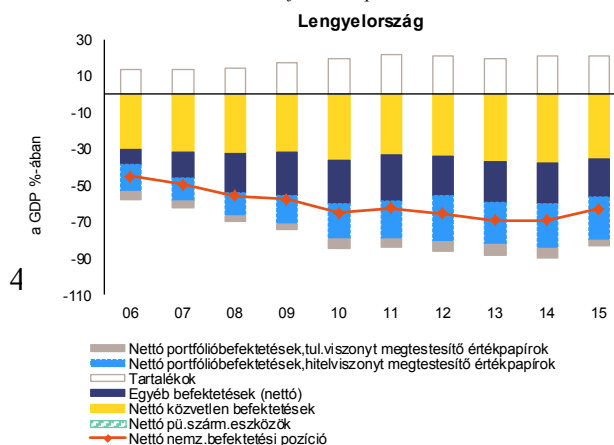
A19. ábra: Adósságállomány a gazdasági ágazatokban



Forrás: Eurostat

Lengyelország: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában Lengyelország

A20. ábra: Nettó nemzetközi befektetési pozíció



Forrás: Eurostat

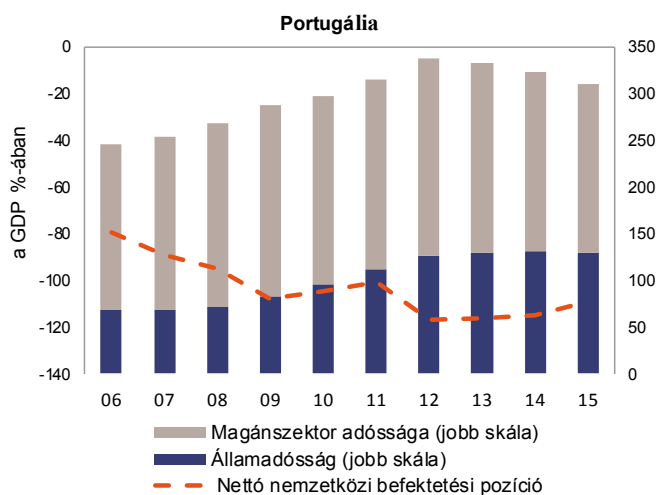
tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján a nettó nemzetközi befektetési pozíció meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A folyó fizetési mérleg hároméves átlagos hiánya tovább szűkült és közelít az egyensúly felé. A nettó nemzetközi befektetési pozíció azonban változatlanul erősen negatív, de 2015-ben lényegesen javult. A külső sebezhetőség visszafogott, ami azzal magyarázható, hogy a külföldi kötelezettségek nagy része a közvetlen külföldi befektetésekhez kapcsolódik. 2015-ben folytatódott az exportpiaci részesedés kumulált javulása, és a költség-versenyképesség mutatói is némi javulást jeleznek. Mind a magán-, mind az államadósság aránya viszonylag alacsony és stabil. Sikerült fenntartani a bankszektor stabilitását, de a nyereségesség csökkent. A reál ingatlanárak – több évnyi korrekciót követően – 2014-ben és 2015-ben némileg növekedtek. A munkanélküliség ráta tovább csökkent és az indikatív küszöbérték alá került.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés rávilágít a külgazdasági pozícióhoz kapcsolódó problémákra, bár a kockázatok összességében korlátozottak maradnak. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Portugália: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Portugáliában *túlzott makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn*, a külső kötelezettségek nagy állományával, a magán- és állami adóssággal, a nemteljesítő hitelek nagy arányával és a magas munkanélküliséggel összefüggésben. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP), a magánszektor adóssága, az államadósság és a munkanélküliség meghaladja az indikatív küszöbértéket.

A21. ábra: Nettó nemz. befekt. pozíció, magánadósság és államadósság, a GDP %-ában



Forrás: Eurostat

A folyó fizetési mérleg 2015-ben csekély többletet ért el, a negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció pedig némileg javult, de még mindig nagyon nagy. A fenntarthatóbb külső pozícióhoz hosszabb ideig tartó jelentős folyófizetési mérleg-többletre van szükség. Az exportpiaci részesedés korábban felhalmozódott romlása részben megfordult, többek között a költség-versenyképesség

javulásának köszönhetően. A magánszektor adósságállománya

még mindig magas, ami jelzi, hogy továbbra is fennáll a hitelállomány-leépítés szükségessége. Az államháztartás magas adóssága – összefüggésben a csekély potenciális növekedéssel – a középtávú fenntarthatóság és a negatív sokkokkal szembeni sebezhetőség kockázatával kapcsolódik össze és növeli a finanszírozási költségeket. A nemteljesítő vállalati hitelek nagy állománya és az alacsony nyereségesség nyomás alá helyezi a bankszektor és korlátozza a hitelek és befektetések produktív elosztását. Folyamatban van a munkaerőpiac

kiigazítása, többek között ami az ifjúsági és tartós munkanélküliséget illeti, bár ezek még mindig a legmagasabbak között vannak az EU-ban, ami növeli a humán tőke romlásának kockázatát.

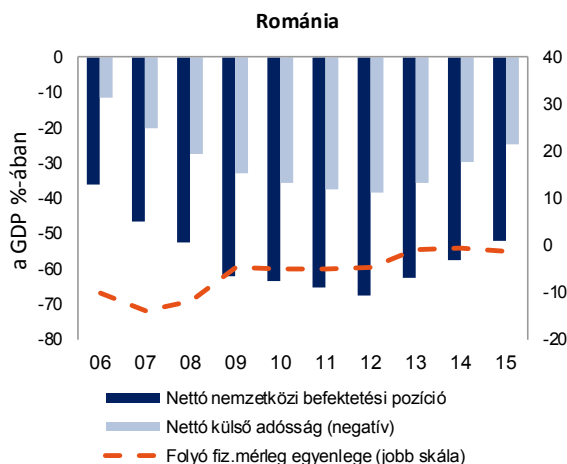
Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső fenntarthatósággal, az állam- és magánadóssággal, a bankszektor sebezhetőségével, valamint a munkaerőpiaci kiigazítással összefüggő problémákra világít rá a gyenge termelékenységnövekedéssel összefüggésben. A Bizottság ezért – a túlzott egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni a makrogazdasági kockázatok fennállását és nyomon követni a túlzott egyensúlyhiány felszámolása terén tett előrelépést.

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

A folyó fizetési mérleg 2015-ben kismértékű hiányt mutatott, de – az erős belső kereslet következtében – várhatóan fokozatosan szélesedik. A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció javulása a viszonylag erős GDP-növekedésnek köszönhetően 2015-ben folytatódott. A nettó nemzetközi befektetési pozíció csaknem fele a külföldi közvetlen befektetésekhez kapcsolódik, és a nettó külső adósság tovább csökkent. Az exportpiaci részesedés kumulatív javulása továbbra is jelentős annak ellenére, hogy 2015-ben volt némi veszteség. A költség-versenyképesség mutatói 2015-ben mérsékelten javultak,

a nominális fajlagos munkaköltség némileg csökkent, és ehhez a munkatermelékenység javulása, továbbá a reál effektív árfolyam leértékelődése társult. Mindazonáltal a versenyképesség romolhat, ha fennmarad a termelékenységjavulást meghaladó béremelkedés jelenlegi üteme. A bankszektor általános helyzete javult és az ágazat továbbra is jól tőkésített és likvid. Emellett megállt a magánszektor hitelállományának zsugorodása. A nemteljesítő hitelek aránya – bár csökkenőben van – még mindig magas, miközben az újra és újra felmerülő belső jogi kezdeményezések hatással vannak a jogi kiszámíthatóságra és hátrányosan befolyásolhatják a bankok stabilitását. Az állami szektor adósságállománya viszonylag alacsony marad és csökkenőben van. Mindazonáltal a költségvetési intézkedések és az egyes közalkalmazotti kategóriákban bevezetett ad hoc béremelések 2016–2017-ben költségvetési enyhülésre és prociklikus költségvetési politikára utalnak, ami ronthatja az adósság dinamikáját. A munkanélküliségi ráta 2015-ben változatlan maradt, részben a munkaerőpiac strukturális kihívásait tükrözve, és az aktivitási ráta az erős gazdasági növekedésnek köszönhetően némileg emelkedett.

A22. ábra: **Nettó nemz. befekt. pozíció és a folyó fizetési mérleg egyenlege**



Forrás: bizottsági szolgáltatások

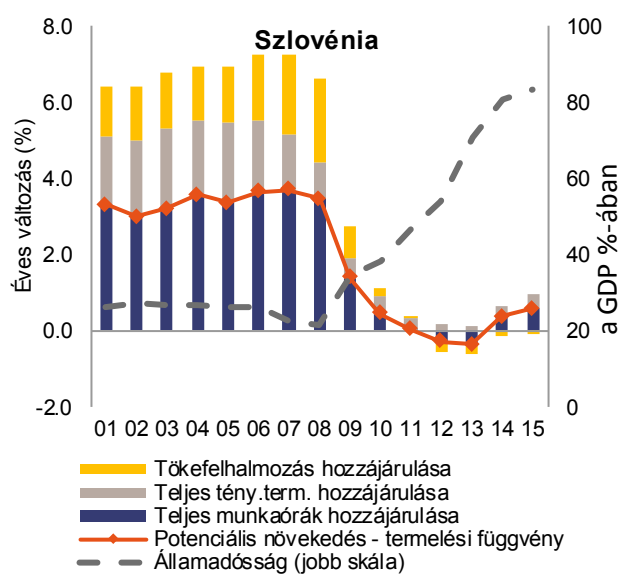
Összefoglalva, a gazdasági elemzés a külső pozícióhoz és a költségvetési enyhüléshez kapcsolódó problémákra világít rá. A kockázatok most visszafogottnak tűnnek, de többek között a pénzügyi szektorban növekedhetnek a szakpolitikai kezdeményezések következtében. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében, de szorosan nyomon követi azokat a kezdeményezéseket, amelyek hátrányosan befolyásolhatják a pénzügyi stabilitást.

Szlovénia: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Szlovéniában makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn, mindenekelőtt a bankszektorból és a vállalati eladósodottságból eredő költségvetési kockázatokra és sebezhetőségre tekintettel. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a nettó nemzetközi befektetési pozíció és az államadósság.

A folyó fizetési mérleg többlete 2015-ben erősen pozitív maradt és a beruházások gyengesége miatt bővült. A negatív nettó nemzetközi befektetési pozíció lényegesen javult és megközelíti a küszöbértéket. Az export növekedése erős maradt és az exportpiaci részesedés ötéves kumulált romlása jelentős. A fajlagos munkaköltség csekély mértékben növekedett és a reál effektív árfolyam leértékelődött, hozzájárulva a versenyképesség javulásához. A hitelállomány növekedése negatív volt és 2015-ben folytatódott a vállalati hitelállomány-leépítés, de a nyomás csökkent. Az államadósság magas, de a várakozások szerint 2015-ben elérte a csúcspontot. A bankszektor helyzete tovább stabilizálódott. A nemteljesítő hitelek állománya tovább csökkent, de még mindig viszonylag magas, és a bankok nyereségessége nyomás alatt van. A GDP és az export 2014 óta jellemző stabil növekedésének köszönhetően 2015-ben a munkaerőpiac javult. A magánszektorban újra élénkülő munkaerő-keresletnek köszönhetően a munkanélküliségi ráta 2015-ben tovább csökkent, és ugyanez jellemző a tartós és az ifjúsági munkanélküliségi rátára.

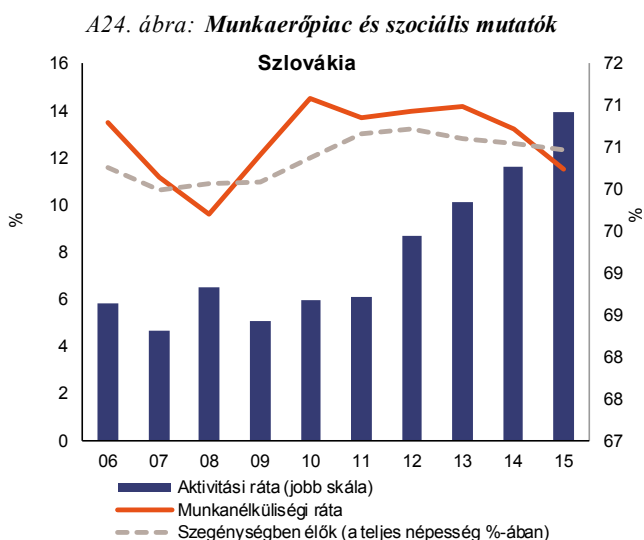
Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magas vállalati és államadóssággal, valamint a bankszektor teljesítményével összefüggő problémákra világít rá. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállásához vagy annak felszámolásához kapcsolódó kockázatokat.

A23. ábra: **Potenciális növekedés és államadósság**



Forrás: bizottsági szolgálatok

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



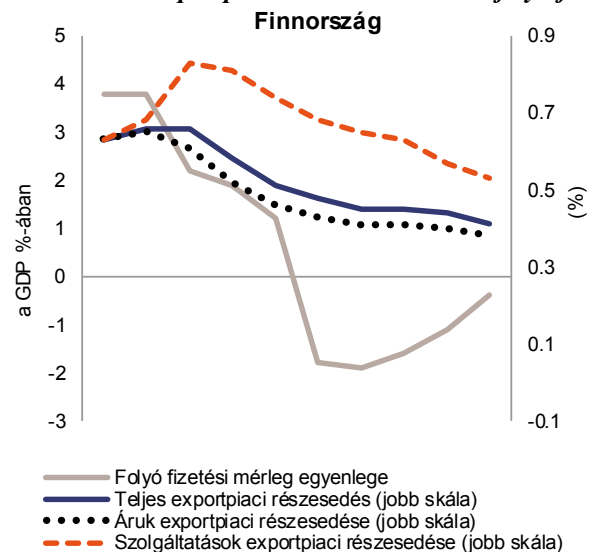
Az elmúlt években jelentősen javult a folyó fizetési mérleg egyenlege, és 2015-ben a hároméves átlag némi többletet mutatott. A nettó nemzetközi befektetési pozíció azonban csak lassan javul a közvetlen külföldi befektetések folyamatban levő beáramlásával, ami nagymértékben a bővülő gépjárműiparhoz kapcsolódik. A reál effektív árfolyam legújabb gyengülése és a nominális fajlagos munkaköltségben bekövetkező csupán mérsékelt növekedés hozzájárult a költség-versenyképességhez, az exportpiaci részesedés pedig kumulatív értelemben javult. A szűkülő munkaerőpiac és a nominális béremelkedésre irányuló növekvő nyomás azonban a következő években nyomást gyakorolhat a költség-versenyképességre. Az elmúlt években erős volt a magánszektorbeli hiteláramlás, ami hozzájárult ahhoz, hogy a magánszektor adósságállománya emelkedő pályára került, mindazonáltal még mindig jóval az indikatív küszöbérték alatt marad. A reál ingatlanárak 2013-ban elérték a mélypontot, és 2015-ben – bár alacsony szintről indulva – jelentős pozitív növekedés volt jellemző. Az ingatlanvásárlásra fordított hitelek további bővülése az alacsony kamattal jellemzett környezetben azt eredményezheti, hogy a következő években gyorsabban nőnek az ingatlanárak. Az államadósság 2015-ben kismértékben csökkent. A nagyrészt külföldi tulajdonú bankszektor jól tőkésített. A munkanélküliségi ráta javulóban van. Bár 2012 óta fokozatosan javult az aktivitási ráta, a strukturális munkanélküliség komoly problémát jelent.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés külgazdasági szempontokhoz kapcsolódó problémákra mutat rá, de a kockázat korlátozott, bár a strukturális munkanélküliség továbbra is problémát jelent. A Bizottság ezért ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

Finnország: A Bizottság 2016 márciusában megállapította, hogy Finnországban *makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn*, mindenekelőtt a versenyképességhez és a külgazdaság teljesítményéhez kapcsolódóan. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés romlása, a magán- és az államadósság szintje, valamint az ifjúsági és a tartós munkanélküliség növekedése.

A folyó fizetési mérleg hiánya 2015-ben tovább szűkült és a következő években várhatóan hasonló szinten marad. A nettó nemzetközi befektetési pozíció az elmúlt időszakban romlott, de még egyenlegközele. Az exportpiaci részesedés gazdasági és pénzügyi válságot követő kumulatív romlása továbbra is jelentős, annak ellenére, hogy az utóbbi időben javultak a költség-versenyképesség mutatói. 2015-ben újra felgyorsult a piaci részesedés romlása, és az egyik leggyengébb volt az EU-ban, ami a gazdaság folyamatban levő szerkezeti átalakulásával és az export oroszországi recesszióval való kitettségével magyarázható. 2016-ban a szociális partnerek megállapodtak a versenyképességi paktumról, aminek köszönhetően 2017-től várhatóan javul a költség-versenyképesség. A magánszektor adósságállománya – miután 2009 óta nagyjából stabil volt – 2015-ben lényegesen növekedett, miközben a kedvező hitelfeltételek, az alacsony kamatok és a mérsékelt csökkenő reál ingatlanárak hozzájárultak a hitelállomány bővüléséhez. A pénzügyi szektor jól tőkésített marad, korlátozva a pénzügyi stabilitás kockázatait. Az államháztartás adóssága jelenleg meghaladja a GDP 60 %-ában meghatározott referenciaértéket. A munkanélküliség növekedése 2015-ben folytatódott, de a jövőben várhatóan csökken. Az utóbbi időben megállt az ifjúsági munkanélküliség emelkedése, de a tartós munkanélküliség tovább nőtt.

A25. ábra: *Exportpiaci részesedések és a folyó fiz. mérleg egyenlege*



Forrás: Eurostat

Összefoglalva, a gazdasági elemzés az ágazati szerkezetátalakítással összefüggő, az áralapú és a nem-áralapú versenyképesség terén jelentkező problémákra világít rá. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását és annak felszámolását.

Svédország: 2016 márciusában a Bizottság megállapította, hogy Svédországban *makrogazdasági egyensúlyhiány áll fenn*, mindenekelőtt a háztartások – magas és emelkedő ingatlanárakkal összefüggő – nagy és növekvő adósságállományából eredően. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen az exportpiaci részesedés romlása, a magánszektor adóssága és a reál ingatlanárak emelkedése.

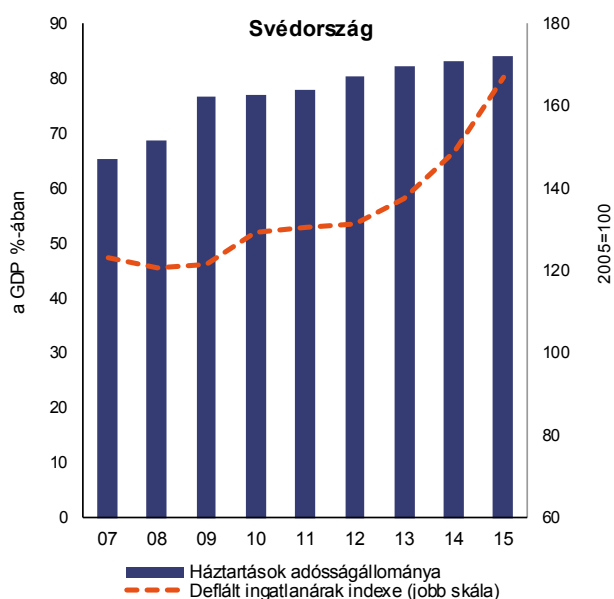
A folyó fizetési mérleg többlete továbbra is magas, bár a küszöbérték alatt van, ami elsődlegesen a nagyarányú magánmegtakarításokat tükrözi. A nettó nemzetközi befektetési pozíció fokozatos javulása folytatódott, és 2015-ben a pozíció pozitívvá vált. Az exportpiaci részesedés kumulált romlása meghaladja a küszöbértéket, és 2015-ben további csekély csökkenés következett be. A költségversenyképesség mutatói 2015-ben – a fajlagos munkaköltség visszafogott növekedésével és a reál effektív árfolyam leértékelődésével – kedvezően alakultak. Az exportpiaci

részesedés általános romlása nem versenyképességi problémákhoz, hanem inkább a gyenge külső kereslethez köthető. A magánszektor adósságállománya nagyjából stabil, de az Unióban a legmagasabbak között van, és a kockázatok nagyrészt a háztartások nagyarányú adósságához kapcsolódnak. A hitelállomány növekedése 2015-ben erősödött, és a reál ingatlanárak növekedése a már amúgy is magas szintről tovább gyorsult. Az ingatlanárak és a háztartások eladósodottsága megnőtt az adósságból finanszírozott lakástulajdon kedvező adóügyi kezelése, továbbá a jelzáloghitel-piac speciális aspektusai és az alacsony jelzáloghitel-kamatok következtében. A kínálati oldalon a lakásépítésre vonatkozó korlátozások változatlanul problémát jelentenek. A háztartások magas adósságállománya ellenére a banki kockázatok jelenleg visszafogottnak tűnnek, mivel az eszközminőség és a nyereségesség változatlanul magas és a háztartások vagyoni helyzete jó. A munkanélküliség 2015-ben mérséklődött és tendenciája lassan csökkenő, amihez hozzájárul a növekedési feltételek javulása.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés a magánszektor magas szintű adósságához és az ingatlanszektor alakulásához kapcsolódó problémákra világít rá. A Bizottság ezért – az egyensúlyhiány márciusi megállapítását is figyelembe véve – úgy véli, hogy érdemes tovább vizsgálni az egyensúlyhiány fennállását vagy annak felszámolását.

Egyesült Királyság: A makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás előző fordulójában az Egyesült Királyság tekintetében *nem állapítottak meg egyensúlyhiányt*. Az aktualizált eredménytábla alapján számos mutató meghaladja az indikatív küszöbértéket, nevezetesen a folyó fizetési mérleg hiánya, a reál effektív árfolyam, valamint a magán- és az állami szektor adóssága.

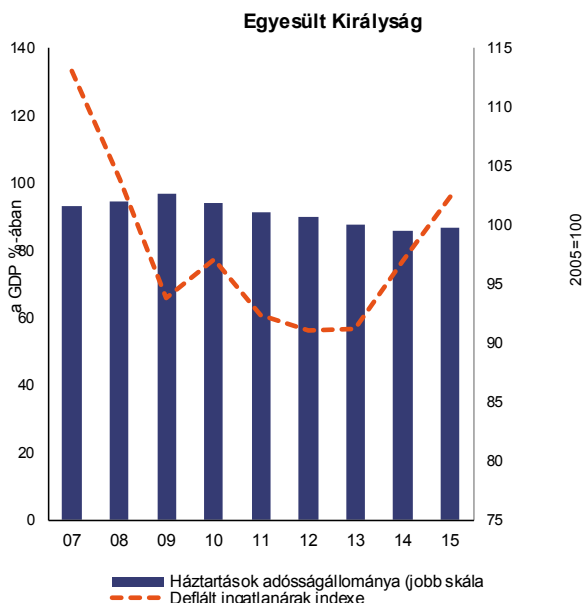
A26. ábra: **Háztartások adósságállománya és ingatlanárindex**



Forrás: Eurostat

A folyó fizetési mérleg hiánya 2015-ben tovább növekedett, ami az elsődleges hiány szélesedésének a következménye, és a mutató a küszöbérték fölött marad. A nettó nemzetközi befektetési pozíció negatív, de némileg javult. Az exportpiaci részesedés kumulált változása jelentősen javult és jelenleg növekszik. Miközben a fajlagos munkaköltség növekedése 2015-ben mérsékelt volt, a reál effektív árfolyam felértékelődött, és a mutató valamivel a küszöbérték fölé került. Ez a font sterling 2015 végéig jellemző erősödését tükrözte, azóta a font jelentős mértékben gyengült.

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



Forrás: Eurostat

A magánszektor GDP-arányos adóssága általánosságban némileg tovább csökkent, bár magas marad és a háztartások eladósodottsága újra növekedni kezdett. A már eleve magas szinten levő reál ingatlanárak emelkedése folytatódott. Bár a növekedési ráta némileg csökkent, mindez szoros nyomon követést indokol. Az államháztartás adóssága 2015-ben nagyjából stabil volt, de magas szintje továbbra is aggályokra ad okot. A foglalkoztatás erőteljes növekedését továbbra is a csökkenő tartós és ifjúsági munkanélküliség kíséri.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés az ingatlanpiachoz és a külgazdasághoz kapcsolódó problémákra világít rá, bár a stabilitással összefüggő kockázatok rövid távon korlátozottnak tűnnek. Az uniós tagságról szóló népszavazás eredménye azonban a jövőre nézve növeli a gazdasági és politikai bizonytalanságot. A Bizottság mindezek alapján ebben a szakaszban nem végez további részletes vizsgálatot a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére szolgáló eljárás keretében.

1.1. táblázat: Az egyensúlyhiány-eljárás eredménytáblája a 2015. évre

2015. 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 világgiazi export %-ában (5 éves %-os változás)	Nominális fajlagos munkaköltség indexe (2010=100) (3 éves %-os változás)	A deflált ingatlanárak indexe (2010=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 kötelezettség állománya, nem konszolidált (1 éves %-os)	Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %-ában (3 éves százalékpontos)	Tartós munkanélküliségi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %-ában (3 éves)	Ifjúsági munkanélküliségi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %-ában (3 éves)
Küszöbértékek	-4/6%	-35%	±5% (euróövezet) ±11% (nem euróövezet)	-6 %	9% (euróövezet) 12% (nem)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	-0,2	61,3	-1,2	-11,3	1,5	1,3p	4,5	166,3	105,8	8,5	-1,0	0,7	1,0	2,3
BG	0,6	-60,0	-4,1	12,8	14,9p	1,6bp	-0,3	110,5	26,0	11,2	7,0	2,2	-1,2	-6,5
CZ	0,2	-30,7	-8,0	0,1	0,5	3,9p	0,9	68,6	40,3	6,1	7,7	2,4	-0,6	-6,9
DK	8,8	39,0	-1,5	-8,8	4,9	6,3	-3,3	212,8	40,4	6,6	-2,0	-0,1	-0,4	-3,3
DE	7,5	48,7	-1,4	-2,8	5,7	4,1	3,0	98,9	71,2	4,9	2,8	0,4	-0,4	-0,8
EE	0,9	-40,9	6,4	8,5	14,4	6,8	3,3	116,6	10,1	7,4	8,1	1,9	-3,1	-7,8
IE	4,7*	-208,0*	-5,9	38,3*	-18,1	8,3	-6,7	303,4	78,6	11,3	9,5	0,8	-3,7	-9,5
EL	-1,2	-134,6	-5,5	-20,6	-11,1p	-3,5e	-3,1	126,4	177,4	26,3	15,7	0,3	3,7	-5,5
ES	1,3	-89,9	-2,9	-3,5	-0,7p	3,8	-2,7	154,0	99,8	24,2	-2,1	0,0	0,4	-4,6
FR	-0,7	-16,4	-2,7	-5,4	2,5p	-1,3	4,4	144,3	96,2	10,3	1,8	0,8	0,6	0,3
HR	2,7	-77,7	0,1	-3,5	-5,0	-2,4	-1,3	115,0	86,7	17,0	2,1	2,9	0,1	0,9
IT	1,5	-23,6	-2,2	-8,9	1,5	-2,6p	-1,7	117,0	132,3	12,2	1,7	0,5	1,3	5,0
CY	-4,1	-130,3	-6,2	-16,8	-10,5p	2,9bp	4,4	353,7	107,5	15,7	2,8	0,4	3,2	5,1
LV	-1,8	-62,5	3,1	10,5	16,0	-2,7	0,7	88,8	36,3	10,9	12,2	1,3	-3,3	-12,2
LT	0,9	-44,7	4,0	15,5	11,6	4,6	2,2	55,0	42,7	10,5	6,7	2,3	-2,7	-10,4
LU	5,3	35,8	-0,5	22,9	0,6	6,1	24,2	343,1	22,1	6,1	15,5	1,5b	0,3	-1,4
HU	3,0	-60,8	-6,9	-8,0	3,9	11,6	-3,1	83,9	74,7	8,2	0,4	4,9	-1,9	-10,9
MT	4,3	48,5	-0,2	-8,8	3,9	2,8p	5,4	139,1	64,0	5,9	1,3	4,5	-0,7	-2,3
NL	9,1	63,9	-0,6	-8,3	0,2p	3,6	-1,6p	228,8p	65,1	7,2	3,2p	0,6	1,1	-0,4
AT	2,1	2,9	1,8	-9,6	6,1	3,5	2,1	126,4	85,5	5,6	0,6	0,4	0,5	1,2
PL	-1,3	-62,8	-1,0	9,7	-0,4p	2,8	3,2	79,0	51,1	8,9	2,4	1,6	-1,1	-5,7
PT	0,7	-109,3	-2,8	2,8	0,0e	2,3	-2,3	181,5	129,0	14,4	-1,6	0,0	-0,5	-6,0
RO	-1,0	-51,9	2,7	21,1	0,5p	1,7	0,2	59,1	37,9	6,9	4,1	1,3	0,0	-0,9
SI	5,4	-38,7	0,6	-3,6	-0,6	1,5	-5,1	87,3	83,1	9,6	-3,4	1,4	0,4	-4,3
SK	1,1	-61,0	-0,7	6,7	2,2	5,5	8,2	81,4	52,5	13,0	4,5	1,5	-1,8	-7,5
FI	-1,0	0,6	2,3	-20,5	3,6	-0,4	9,5	155,7	63,6	8,8	1,5	0,6	0,7	3,4
SE	5,0	4,1	-7,9	-9,3	3,6	12,0	6,5	188,6	43,9	7,8	2,3	1,4	0,0	-3,3
UK	-4,8	-14,4	11,3	1,0	1,7	5,7	2,5	157,8	89,1	6,3	-7,8	0,8	-1,1	-6,6

Jelzések: b: break in time series (törés az idősorban); e: estimated (becslés); p: provisional (ideiglenes adat).

Megjegyzés: * A szint módosítása a nagy multinacionális vállalatok mérlegének Írországra való áthelyezéséből, és a megfelelő tranzakcióknak az ír fizetési mérlegben és az IIP-statisztikákban való figyelembevételéből következik. 1) Lásd a 2016. évi AMR 2. oldalát. 2) Ingatlanár-indexe = forrás: EL nemzeti központi bankja. 3) Görögország esetében a pénzügyi ágazat teljes kötelezettségállományának szintje a bankok által kibocsátott rövid távú, bankok által tartott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok jobb kezelése miatt magasabb, mint ami egyébként rögzítésre került volna.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, valamint a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (a reál effektív árfolyam esetében), és a Nemzetközi Valutaalap

2.1. táblázat: Kiegészítő mutatók a 2015. évre

2015. év	Reál GDP (1 éves %-os változás)	Bruttó állás-köz- felhalmozás (a GDP %- ában)	A K+F-re fordított bruttó hazai kiadások (a GDP %- ában)	Folyó fizetési mérleg és tőke mérleg (nettó hitelnyújtás-hitefelvétel) (a GDP %-ában)	Nettó külső adósság (a GDP %-ában)	Közvetlen külföldi befektetések a jelentés tárgyat képező gazdaságban –	Közvetlen külföldi befektetések a jelentés tárgyat képező gazdaságban –	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)	Nominális fajiagos munkaköltség indexe (2010=100) (10 éves %-os változás)	A fajiagos munkaköltség teljesítménye az euróövezetthez képest (10 éves %-os változás)	Az ingatlanárak indexe (2010=100) – nominális (3 éves %-os változás)	Lakóingatlan-építés (a GDP %-ában)	A magánszektor adósságállománya, nem konszolidált (a GDP %-ában)	A pénzügyi szektor tőkeáttétele, nem konszolidált (hitel-tőke aránya (%))
BE	1,5	23,0	na	0,5	-67,7	-4,7	213,6	-2,8	0,2	-9,4	0,1	1,6	0,6	20,5	4,0	2,3p	5,8	218,8	176,5
BG	3,6	21,0	1,0p	3,5	3,4	3,7	88,9	-3,8	-3,9	15,2	3,5	3,0	3,3p	78,4p	51,2	2,0bp	1,4	121,5	494,3
CZ	4,5	26,3	na	3,2	-9,8	1,3	74,2	-2,5	-8,0	2,3	0,7	5,0	3,1	14,1	-2,8	6,6p	3,4	77,0	516,4
DK	1,0	19,0	na	9,0	3,6	0,7	49,8	0,1	-1,3	-6,8	0,7	-2,4	-0,1	26,0	7,4	15,3	4,0	218,9	159,9
DE	1,7	19,9	2,9ep	8,4	-10,2	1,4	41,0	-2,0	0,5	-0,7	2,0	2,5	0,8	15,1	-1,6	11,4	5,9	106,1	368,0
EE	1,4	23,7	1,5p	4,3	-10,3	-2,9	99,9	-1,4	1,6	10,8	2,8	-3,3	-1,4	72,0	42,1	34,5	4,4	130,9	366,1
IE	26,3	21,2	na	9,7*	-289,0*	72,3*	495,9*	-1,6	-1,3	41,2*	3,6	31,7	23,2	-14,9	-22,7	30,7	1,9	323,6	80,6
EL	-0,2p	11,5p	1,0p	1,2	138,1	0,6	14,5	-2,2p	-5,2	-18,9	5,8p	0,7p	-0,7p	-0,2p	-12,6	-21,7e	0,7p	126,4	1359,6
ES	3,2p	19,7p	na	2,0	93,1	2,1	59,8	-2,1p	-1,3	-1,5	-4,7p	2,2p	0,7p	8,9p	-6,2	-5,6	4,4p	173,1	468,4
FR	1,3p	21,5p	na	-0,1	37,3	1,5	43,3	-1,8p	-0,4	-3,4	2,1p	3,4p	0,8p	17,9p	1,9	-4,9	5,8p	183,3	356,6
HR	1,6	19,5	0,9	5,6	52,7	0,4	55,0	-3,5	-1,1	-1,5	0,6	7,3	0,1	23,3	-4,1	-8,2	na	140,2	427,0
IT	0,7	16,6	na	1,8	59,7	0,7	25,6	-2,0	-0,5	-7,0	2,1	1,6	0,2	17,6	3,0	-12,2p	4,4	120,1	657,3
CY	1,7p	13,3p	na	-2,6	133,4	41,0	911,2	-4,2p	-2,4	-15,0	-0,8p	-2,7	0,9p	5,4p	-4,1	-4,6bp	4,3p	354,9	85,0
LV	2,7	22,6	0,6p	2,0	28,6	2,8	60,1	-2,9	-2,0	12,8	0,2	-0,1	1,4	71,7	39,1	9,5	1,8	97,6	625,4
LT	1,8	19,3	1,0p	0,7	26,4	2,3	40,0	-3,5	-1,4	17,9	2,2	-3,1	0,5	35,3	10,0	11,7	2,8	57,5	467,9
LU	3,5	19,0	na	4,1	-2220,9	766,4	8616,9	-3,1	0,3	25,5	0,0	10,1	0,9	29,8	11,1	15,5	3,9	425,1	53,9
HU	3,1	21,7	1,4	7,8	23,0	-2,2	222,1	-4,2	-7,1	-6,0	-0,2	5,0	0,5	24,4	8,8	13,0	1,9	99,1	114,1
MT	6,2	25,4	0,8p	4,9	-262,7	25,8	1867,3	-9,8	1,0	-6,8	0,8	-0,6	2,7	29,8	10,7	6,2p	3,4	204,7	37,1
NL	2,0p	19,4p	na	3,6	40,0	13,4	580,5	-1,0p	1,0	-6,4	-0,9p	2,3p	1,0p	15,3p	1,5	-1,9	3,7p	236,3p	129,7p
AT	1,0	22,6	3,1ep	1,4	20,1	1,1	80,9	-2,3	2,3	-7,7	-0,2	0,9	0,3	23,3	5,7	14,2	4,3	145,1	186,7
PL	3,9	20,1	1,0	1,7	35,7	3,0	48,6	-1,6	-1,9	12,1	2,8	5,0	2,5p	17,0p	2,5	-2,0	3,1	83,4	305,9
PT	1,6e	15,3e	na	1,7	100,8	0,3	71,7	-2,3e	-1,0	5,0	4,8e	3,4e	0,2e	0,6e	-12,4	5,4	2,5e	195,9	372,0
RO	3,7p	24,7p	na	1,2	24,5	2,4	42,6	-0,9p	2,4	23,7	6,1p	2,8p	4,6p	43,9p	23,6	0,5	na	61,2	391,5
SI	2,3	19,5	na	6,1	31,2	3,9	34,5	-2,9	-0,7	-1,5	0,7	2,9	1,2	19,9	1,1	-10,8	2,3	96,0	402,6
SK	3,8	23,0	1,2	3,8	27,3	1,3	60,5	-3,5	-1,2	8,9	-3,2	4,3	1,8	16,1	-1,2	7,8	2,3	83,7	831,7
FI	0,2	20,4	2,9p	-0,3	43,9	7,3	58,0	-1,5	1,1	-18,8	2,7	-2,9	0,6	28,1	8,8	0,8	5,5	182,8	299,4
SE	4,1	23,7	na	5,0	46,3	3,4	78,0	-0,9	-7,8	-7,4	0,6	2,9	2,6	25,1	6,8	30,5	4,5	234,9	184,5
UK	2,2	16,9	na	-5,4	na	1,8	74,3	-0,6	14,0	3,1	3,5	1,8	0,5	21,9	3,6	17,4	3,7	161,1	628,3

Jelzések: b: break in time series (törés az idősorban); e: estimated (becslés); p: provisional (ideiglenes adat); na: nem áll rendelkezésre.

Megjegyzés: *A szint módosítása a nagy multinacionális vállalatok mérlegének az Írországra való áthelyezéséből, és a megfelelő tranzakcióknak az ír fizetési mérlegben és az IIP-statisztikákban való figyelembevételéből következik. 1)Ingatlanár-index e = forrás: EL nemzeti központi bankja. 2) A K+F-re fordított bruttó belföldi kiadásokra vonatkozó 2015. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2016. október 31.; e dokumentumhoz az Eurostat számára 2016. október 24-ig továbbított adatok kerültek felhasználásra.

Forrás: Eurostat, valamint a Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóság (a reál effektív árfolyam esetében), és a Nemzetközi Valutaalap adatai, WEO (a világgazdasági exportra vonatkozó adatsorok esetében)

2.1. táblázat (folytatás): Kiegészítő mutatók a 2015. évre

2015. év	Munkanélkülis égi ráta (1 éves %-os változás)	Aktivitási ráta – a teljes 15–64 év közötti népesség %- ában (%)	Tartós munkanélkülis égi ráta – a 15–74 év közötti aktív népesség %- ában (%)	Ifjúsági munkanélkülis égi ráta – a 15–24 év közötti aktív népesség %- ában (%)	Nem foglalkoztatott, oktatásban és képzésben nem részesülő fiatalok – a teljes 15–24 év közötti		Szegénységben vagy társadalmi kirekesztettségben élők – a teljes népesség %- ában		A szociális transzferek után is szegénységben élők – a teljes népesség %- ában		Súlyos anyagi nélkülözésben élők – a teljes népesség %- ában		Alacsony munkaintenzitású háztartásban élők – a teljes 0–59 év közötti népesség %-ában	
					3 éves		3 éves		3 éves		3 éves		3 éves	
					%	százalékpont os változás	%	százalékpont os változás	%	százalékpont os változás	%	százalékpont os változás	%	százalékpont os változás
BE	0,9	67,6	4,4	22,1	12,2	-0,1	21,1	-0,5	14,9	-0,4	5,8p	-0,5p	14,9	1,0
BG	0,4p	69,3	5,6	21,6	19,3	-2,2	41,3	-8,0	22,0	0,8	34,2	-9,9	11,6	-0,9
CZ	1,4	74,0	2,4	12,6	7,5	-1,4	14,0	-1,4	9,7	0,1	5,6	-1,0	6,8	0,0
DK	1,1	78,5	1,7	10,8	6,2	-0,4	17,7	0,2	12,2	0,2	3,7	1,0	11,6	1,4
DE	0,9	77,6	2,0	7,2	6,2	-0,9	20,0	0,4	16,7	0,6	4,4	-0,5	9,8	-0,1
EE	2,9	76,7	2,4	13,1	10,8	-1,4	24,2	0,8	21,6	4,1	4,5	-4,9	6,6	-2,5
IE	2,5	70,0	5,3	20,9	14,3	-4,4	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	0,5p	67,8	18,2	49,8	17,2	-3,0	35,7	1,1	21,4	-1,7	22,2p	2,7p	16,8	2,6
ES	2,5p	74,3	11,4	48,3	15,6	-3,0	28,6	1,4	22,1	1,3	6,4p	0,6p	15,4	1,1
FR	0,5p	71,5	4,3	24,7	12,0	-0,5	17,7	-1,4	13,6	-0,5	4,5	-0,8	8,6	0,2
HR	1,5	66,8	10,3	43,0	18,5	1,9	29,1	-3,5	20,0	-0,4	13,7	-2,2	14,4	-2,3
IT	0,6	64,0	6,9	40,3	21,4	0,4	28,7	-1,2	19,9	0,4	11,5	-3,0	11,7	1,1
CY	0,8p	73,9	6,8	32,8	15,3	-0,7	28,9	1,8	16,2	1,5	15,4	0,4	10,9	4,4
LV	1,3	75,7	4,5	16,3	10,5	-4,4	30,9	-5,3	22,5	3,3	16,4	-9,2	7,8	-3,9
LT	1,3	74,1	3,9	16,3	9,2	-2,0	29,3	-3,2	22,2	3,6	13,9	-5,9	9,2	-2,2
LU	2,6	70,9b	1,9	16,6	6,2b	0,3b	18,5	0,1	15,3	0,2	2,0	0,7	5,7	-0,4
HU	2,6	68,6	3,1	17,3	11,6b	-3,2b	28,2	-5,3	14,9	0,6	19,4	-6,9	9,4	-4,1
MT	3,4	67,6	2,4	11,8	10,4	-0,2	22,4	-0,7	16,3	1,2	8,1	-1,1	9,2	0,2
NL	0,9p	79,6	3,0	11,3	4,7	-0,2	16,8p	1,8p	12,1p	2,0p	2,5p	0,2p	10,2	1,3
AT	0,6	75,5	1,7	10,6	7,5	0,7	18,3	-0,2	13,9	-0,5	3,6	-0,4	8,2	0,5
PL	1,4p	68,1	3,0	20,8	11,0	-0,8	23,4	-3,3	17,6	0,5	8,1	-5,4	6,9	0,0
PT	1,4e	73,4	7,2	32,0	11,3	-2,6	26,6	1,3	19,5	1,6	9,6p	1,0p	10,9	0,8
RO	-0,9p	66,1	3,0	21,7	18,1	1,3	37,3	-5,9	25,4	2,5	22,7	-8,4	7,9	0,0
SI	1,1	71,8	4,7	16,3	9,5	0,2	19,2	-0,4	14,3	0,8	5,8	-0,8	7,4	-0,1
SK	2,0	70,9	7,6	26,5	13,7	-0,1	18,4	-2,1	12,3	-0,9	9,0	-1,5	7,1	-0,1
FI	-0,4	75,8	2,3	22,4	10,6	2,0	16,8	-0,4	12,4	-0,8	2,2p	-0,7p	10,8	1,5
SE	1,5	81,7	1,5	20,4	6,7	-1,1	16,0	0,4	14,5	0,4	0,7	-0,6	5,8	0,1
UK	1,8	76,9	1,6	14,6	11,1	-2,8	23,5	-0,6	16,7	0,7	6,1	-1,7	11,9	-1,1

Jelzések: b: break in time series (törés az idősorban); e: estimated (becslés); p: provisional (ideiglenes adat).

Megjegyzés: 1) IE: A szegénységben vagy társadalmi kirekesztettségben élőkre vonatkozó 2015. évi adatok továbbításának hivatalos határideje 2016. november 30., míg az adatvételezés időpontja 2016. október 24.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat