ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Στρασβούργο, 17.12.2019
COM(2019) 651 final

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ, ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης 2019

(συνταχθείσα σύμφωνα με τα άρθρα 3 και 4 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011 σχετικά με την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών)

{SWD(2019) 630 final}

Η έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης (AMR) αποτελεί το σημείο εκκίνησης του ετήσιου κύκλου της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών (ΔΜΑ), που αποσκοπεί στον εντοπισμό και την αντιμετώπιση των ανισορροπιών που εμποδίζουν την «εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας ενός κράτους μέλους ή της οικονομικής και νομισματικής ένωσης, ή της Ένωσης συνολικά» (άρθρο 2 παράγραφος 1 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011)[1].

Η ανάλυση της AMR βασίζεται στην οικονομική ανάγνωση ενός πίνακα αποτελεσμάτων που περιλαμβάνει επιλεγμένους δείκτες, συμπληρωμένους με ευρύτερη σειρά βοηθητικών δεικτών, εργαλεία αξιολόγησης και πρόσθετες σχετικές πληροφορίες, προκειμένου να ελέγξει τα κράτη μέλη για ενδεχόμενες οικονομικές ανισορροπίες που απαιτούν τη λήψη μέτρων πολιτικής. Η AMR επισημαίνει σε εμπεριστατωμένη επισκόπηση τα κράτη μέλη για τα οποία χρειάζεται ανάλυση, με σκοπό να αξιολογηθεί ο τρόπος με τον οποίο συσσωρεύονται ή εξαλείφονται οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι στα κράτη μέλη, καθώς και να διαπιστωθεί κατά πόσον υπάρχουν ανισορροπίες ή υπερβολικές ανισορροπίες. Με βάση τις συζητήσεις για την AMR με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και εντός του Συμβουλίου και της Ευρωομάδας, η Επιτροπή θα εκπονήσει στη συνέχεια εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις για τα οικεία κράτη μέλη. Σύμφωνα με πάγια πρακτική, καταρτίζεται εμπεριστατωμένη επισκόπηση εν πάση περιπτώσει για τα κράτη μέλη για τα οποία εντοπίστηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες κατά τον προηγούμενο γύρο των εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων. Οι εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις θα ενσωματωθούν στις ανά χώρα εκθέσεις. Τα πορίσματα των εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων θα τροφοδοτήσουν τις ειδικές ανά χώρα συστάσεις (CSR) στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου για τον συντονισμό της οικονομικής πολιτικής.

1. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ

Η παρούσα έκθεση σηματοδοτεί την έναρξη του ένατου ετήσιου γύρου της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών (ΔΜΑ).[2] Η διαδικασία αποσκοπεί στον εντοπισμό ανισορροπιών που εμποδίζουν την ομαλή λειτουργία των οικονομιών των κρατών μελών, καθώς και της οικονομικής και νομισματικής ένωσης ή της Ένωσης συνολικά, και στην προώθηση κατάλληλων απαντήσεων πολιτικής. Η εφαρμογή της ΔΜΑ αποτελεί μέρος του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου για τον συντονισμό της οικονομικής πολιτικής με σκοπό να εξασφαλιστεί η συνοχή με τις αναλύσεις και τις συστάσεις που γίνονται σύμφωνα με τα άλλα εργαλεία οικονομικής εποπτείας. Η ετήσια στρατηγική βιώσιμης ανάπτυξης (ΕΣΒΑ), η οποία εκδίδεται ταυτόχρονα με την παρούσα έκθεση, καταγράφει την οικονομική και κοινωνική κατάσταση στην Ευρώπη και καθορίζει ευρείες προτεραιότητες πολιτικής για την ΕΕ.

Η παρούσα έκθεση προσδιορίζει τα κράτη μέλη για τα οποία θα πρέπει να διεξαχθούν εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις προκειμένου να αξιολογηθεί κατά πόσον επηρεάζονται από ανισορροπίες που απαιτούν τη λήψη μέτρων πολιτικής.[3] Η έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης (AMR) αποτελεί μέσο ελέγχου για οικονομικές ανισορροπίες, που δημοσιεύεται στην αρχή κάθε

[1] [Σε περίπτωση που το Ηνωμένο Βασίλειο αποχωρήσει από την Ένωση με βάση τη συμφωνία για την αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου της Μεγάλης Βρετανίας και της Βόρειας Ιρλανδίας από την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ευρωπαϊκή Κοινότητα Ατομικής Ενέργειας (εφεξής «η συμφωνία αποχώρησης», ΕΕ C 384 I της 12.11.2019, σ. 1), το ενωσιακό δίκαιο θα εξακολουθήσει να ισχύει ως προς το Ηνωμένο Βασίλειο και εντός αυτού, κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου που προβλέπει η συμφωνία αποχώρησης.]

[2] Η παρούσα έκθεση συνοδεύεται από *στατιστικό παράρτημα* που περιέχει πληθώρα στατιστικών στοιχείων βάσει των οποίων καταρτίστηκε η παρούσα έκθεση.

[3] Βλ. άρθρο 5 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011.

ετήσιου κύκλου συντονισμού των οικονομικών πολιτικών. Η ανάλυση της AMR αξιοποιεί την οικονομική ανάγνωση πίνακα αποτελεσμάτων με δείκτες με ενδεικτικά κατώτατα όρια μαζί με σειρά βοηθητικών δεικτών. Στο τμήμα 2 της AMR περιέχεται επίσης ανάλυση των επιπτώσεων που έχουν οι ανισορροπίες των κρατών μελών σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ και εξετάζεται ο βαθμός στον οποίο απαιτείται συντονισμένη προσέγγιση ως προς τις απαντήσεις πολιτικής, δεδομένων των αλληλεξαρτήσεων εντός της ζώνης του ευρώ[4]. Εν προκειμένω, η ανάλυση την οποία περιέχει η παρούσα έκθεση συνοδεύει την αξιολόγηση που περιλαμβάνεται στο έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής «Ανάλυση της οικονομίας της ζώνης του ευρώ», το οποίο συνοδεύει τη σύσταση της Επιτροπής για σύσταση του Συμβουλίου σχετικά με την οικονομική πολιτική της ζώνης του ευρώ.

Η ανάλυση της AMR πραγματοποιείται στο πλαίσιο μεταβαλλόμενων οικονομικών προοπτικών, σύμφωνα με τις οποίες η οικονομική επέκταση εξασθενεί και οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Σύμφωνα με τις φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2019, εκτιμάται ότι η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ ανέρχεται σε 1,4 % στην ΕΕ και 1,1 % στη ζώνη του ευρώ το 2019, αύξηση που συνεπάγεται επιβράδυνση σε σχέση με το 2 % και 1,9 %, αντίστοιχα, το 2018. Για το 2020, το ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί κατά 1,4 % και 1,2 % στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ, αντίστοιχα. Σύμφωνα με στοιχεία από τα τέλη του 2018, προκύπτει απώλεια δυναμικής, ιδίως όσον αφορά τις καθαρές εξαγωγές και την παραγωγή στον τομέα της μεταποίησης. Η επιβράδυνση είναι ιδιαίτερα ορατή σε μεγάλα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ που είναι περισσότερο εκτεθειμένα στο εμπόριο, εξαιτίας αυξημένης αβεβαιότητας γύρω από το περιβάλλον της εμπορικής πολιτικής[5]. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό έχουν μειωθεί σημαντικά, με αποτέλεσμα τη λήψη μέτρων από τις νομισματικές αρχές κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2019 ώστε να αντιμετωπιστεί η διαφαινόμενη επιβράδυνση όσον αφορά την παραγωγή και τις τιμές. Οι αποδόσεις των ομολόγων κινήθηκαν πτωτικά, ιδίως για τις μεγαλύτερες ληκτότητες. Παρά την πρόσφατη μείωση του ονομαστικού πληθωρισμού και της αύξησης της παραγωγικότητας, η αύξηση των μισθών από το 2018 έχει ελαφρώς ενισχυθεί, εν μέσω μεγαλύτερης στενότητας των αγορών εργασίας.

Οι υφιστάμενες μακροοικονομικές ανισορροπίες διορθώνονται σταδιακά εν μέσω ευνοϊκών οικονομικών συνθηκών. Μετά από εκτεταμένη διαδικασία απομόχλευσης μετά την κρίση, ορισμένες ανισορροπίες «ροών» και μη βιώσιμες τάσεις έχουν διορθωθεί (ιδίως τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η υπερβολική πιστωτική επέκταση που προκαλεί αυξήσεις στις τιμές των κατοικιών, το ισχυρό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος που συνεπάγεται απώλειες ανταγωνιστικότητας κόστους). Η διόρθωση των ευπαθειών που συνδέονται με ανισορροπίες «αποθεμάτων» (υψηλό ιδιωτικό, δημόσιο και εξωτερικό χρέος) ξεκίνησε αργότερα και προχώρησε με βραδύτερους ρυθμούς, αλλά ο δείκτης χρέους ως προς το ΑΕΠ άρχισε να ακολουθεί σταθερότερα καθοδική πορεία με την οικονομική επέκταση και την ανάκαμψη των τιμών κατά τα τελευταία έτη. Ταυτόχρονα, η επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύτηκε πρόσφατα από δυναμική

[4]Στην έκθεση της 22ας Ιουνίου 2015 με τίτλο «Η ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης της Ευρώπης» των Jean Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi και Martin Schulz προτείνεται να δοθεί μεγαλύτερη προσοχή στη σχετική με τη ζώνη του ευρώ διάσταση των ανισορροπιών. Ο ρόλος των αλληλεξαρτήσεων και των συστημικών επιπτώσεων των ανισορροπιών αναγνωρίζεται στον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1176/2011, ο οποίος ορίζει τις ανισορροπίες με αναφορά στις «μακροοικονομικές εξελίξεις που επηρεάζουν δυσμενώς, ή μπορούν να επηρεάσουν δυσμενώς, την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας ενός κράτους μέλους ή της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, ή της Ένωσης συνολικά».

[5] Από τον δείκτη παγκόσμιας εμπορικής αβεβαιότητας προκύπτει σημαντική αύξηση σε μεγάλες ευρωπαϊκές οικονομίες, καθώς και σε άλλους σημαντικούς οικονομικούς τομείς. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και των τιμών των κατοικιών σε ορισμένα κράτη μέλη.

Οι μεταβαλλόμενες προοπτικές ενδεχομένως συνεπάγονται βραδύτερη προσαρμογή των υφιστάμενων ανισορροπιών ή επέλευση νέων κινδύνων, σε ένα πλαίσιο στο οποίο στενεύει το περιθώριο πολιτικής για την αντιμετώπιση των κλυδωνισμών. Οι κίνδυνοι δυσμενών εξελίξεων ως προς τις οικονομικές προοπτικές αφορούν ιδίως τις εμπορικές εντάσεις και τη διαταραχή των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας, την ισχυρότερη από την αναμενόμενη επιβράδυνση στις αναδυόμενες αγορές, την επιδείνωση των γεωπολιτικών εντάσεων[6]. Η ονομαστική ανάπτυξη αναμένεται να εξασθενήσει, πράγμα που συνεπάγεται λιγότερο ευνοϊκό περιβάλλον για μείωση του χρέους. Η σημαντική μείωση των επιτοκίων μειώνει το κόστος του χρέους, αλλά επίσης δημιουργεί προκλήσεις που συνδέονται, μεταξύ άλλων, με τα αποδυναμωμένα κίνητρα για απομόχλευση, την πιθανή υπερβολική ανάληψη κινδύνων εξαιτίας της αναζήτησης αποδόσεων και τη μειωμένη κερδοφορία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε ένα πλαίσιο με πιο επίπεδες καμπύλες απόδοσης[7]. Το περιθώριο για νομισματική πολιτική με σκοπό την αντιμετώπιση των κλυδωνισμών της πολιτικής στενεύει, ενώ η δυνατότητα απορρόφησης κλυδωνισμών μέσω της ιδιωτικής και της δημόσιας αποταμίευσης ποικίλλει σημαντικά ανά την ΕΕ και περιορίζεται από υψηλούς δείκτες χρέους σε σημαντικό αριθμό κρατών μελών.

[6] Βλ. επίσης Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, World Economic Outlook (Παγκόσμιες οικονομικές προοπτικές), Οκτώβριος 2019. Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2019), Ευρωπαϊκές Οικονομικές Προβλέψεις, φθινόπωρο 2019, Institutional paper 115, Νοέμβριος 2019.

[7] Βλ. επίσης Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, Annual Economic Report (Ετήσια Οικονομική Έκθεση), Ιούνιος 2019· και Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Global Financial Stability Report (Έκθεση για την παγκόσμια χρηματοπιστωτική σταθερότητα), Απρίλιος 2019.

Η οριζόντια ανάλυση που παρουσιάζεται στην AMR οδηγεί σε ορισμένα συμπεράσματα:

- **Τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών κινήθηκαν ελαφρώς καθοδικά σε ολόκληρη την ΕΕ το 2018, ενώ οι ελλειμματικές θέσεις εξακολουθούν να αποτελούν εξαίρεση και τα μεγάλα πλεονάσματα συνεχίζονται.** Με λίγες εξαιρέσεις, οι χώρες που έχουν προηγουμένως καταγράψει μεγάλες θέσεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφανίζουν σήμερα, σε γενικές γραμμές, ισοσκελισμένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ ορισμένα κράτη μέλη εξακολουθούν να εμφανίζουν μεγάλα και συνεχή πλεονάσματα πάνω από επίπεδα που δικαιολογούνται από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Η επιβράδυνση του εμπορίου, η ανθεκτικότητα της εγχώριας ζήτησης και οι αυξανόμενες τιμές πετρελαίου επιδείνωσαν γενικά τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών.

- **Οι καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις (NIIP) βελτιώνονται με ταχύτερο ρυθμό, ωστόσο εξακολουθούν να υπάρχουν μεγάλα αποθέματα εξωτερικών υποχρεώσεων σε ορισμένα κράτη μέλη.** Τα συνετά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και η συνεχιζόμενη ονομαστική ανάπτυξη κατά τα τελευταία έτη έχουν στηρίξει τη μείωση του δείκτη εξωτερικών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων ως προς το ΑΕΠ. Οι NIIP των καθαρών οφειλετών έχουν βελτιωθεί με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι στο παρελθόν, χάρη σε θετικά αποτελέσματα αποτίμησης, τα οποία ωστόσο ίσως να μην διατηρηθούν. Οι NIIP παραμένουν σε μεγάλο βαθμό αρνητικές σε ορισμένες χώρες της ΕΕ, ενώ ορισμένα από τα αποτελέσματα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών κινδυνεύουν να μην επαρκέσουν για να διασφαλιστούν βελτιώσεις των εν λόγω εξωτερικών θέσεων αποθεμάτων με κατάλληλο ρυθμό. Παράλληλα, οι μεγάλες καθαρές πιστώτριες χώρες καταγράφουν όλο και θετικότερες NIIP χάρη σε μεγάλα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

- **Το κόστος εργασίας ανά μονάδα (ΚΕΑΜΠ) αυξάνεται με ταχύτερο ρυθμό σε πολλά κράτη μέλη, εξαιτίας τόσο της επιτάχυνσης των μισθολογικών αυξήσεων όσο και της μειωμένης αύξησης της παραγωγικότητας.** Σε ολόκληρη την ΕΕ καταγράφεται αύξηση των μισθών, στο πλαίσιο αυξημένης στενότητας των αγορών εργασίας. Η επιτάχυνση του ΚΕΑΜΠ συνδέεται επίσης όλο και περισσότερο με τη συγκράτηση της αύξησης της παραγωγικότητας. Σε λίγες περιπτώσεις, ιδίως στις χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης και στις χώρες της Βαλτικής, η έντονη αύξηση του ΚΕΑΜΠ αποτελεί συνέχεια μιας τάσης που ξεκίνησε πριν από μερικά έτη και η οποία συνδέεται με την αυξανόμενη ζήτηση εργασίας σε συνδυασμό με τα κενά όσον αφορά τις δεξιότητες και τις ελλείψεις στην προσφορά εργασίας σε οικονομίες με μισθολογικά επίπεδα κάτω του μέσου όρου. Σε μικρότερο βαθμό, η αύξηση του ΚΕΑΜΠ αυξήθηκε πρόσφατα επίσης και σε χώρες της ζώνης του ευρώ. Αν και η αύξηση του ΚΕΑΜΠ ήταν υψηλότερη στις καθαρές πιστώτριες χώρες από ό,τι στις καθαρές οφειλέτριες χώρες, η διαφορά αυτή μειώνεται, με αποτέλεσμα οι εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα κόστους να είναι λιγότερο ευνοϊκές για πιο συμμετρική επανεξισορρόπηση.

- **Οι πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες (ΠΣΣΙ) ανατιμώνται.** Από το 2016, οι ΠΣΣΙ ανατιμώνται σε ορισμένες χώρες, στο πλαίσιο επιταχυνόμενου κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και ονομαστικών ανατιμήσεων. Η εξέλιξη αυτή έρχεται έπειτα από σειρά ετών κατά τα οποία το σχετικό κόστος και οι τιμές μειώνονταν για πολλά κράτη μέλη της ΕΕ χάρη στις υποτιμήσεις των ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών και τον υποτονικό πληθωρισμό κόστους και τιμών σε σύγκριση με τους ανταγωνιστές. Η τομεακή ανακατανομή από μη εμπορεύσιμες σε εμπορεύσιμες δραστηριότητες, η οποία έχει καταγραφεί σε καθαρές οφειλέτριες χώρες για ορισμένα έτη μετά την κρίση, επιβραδύνεται, ανακόπτεται ή αντιστρέφεται.

- **Η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα προχωρεί σε μεγάλο βαθμό χάρη στην αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, ενώ ο ρυθμός απομόχλευσης έχει μειωθεί για το χρέος των νοικοκυριών.** Η καθαρή αποταμίευση στον ιδιωτικό τομέα έχει μειωθεί και η πτώση των δεικτών χρέους ως προς

το ΑΕΠ είναι όλο και περισσότερο αποτέλεσμα αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Ο ρυθμός απομόχλευσης έχει επιβραδυνθεί, αντικατοπτρίζοντας τόσο τη μείωση της αποταμίευσης όσο και την επιβράδυνση του ΑΕΠ. Ειδικότερα, σε αυξανόμενο αριθμό κρατών μελών, τα νοικοκυριά αυξάνουν τη δανειοληψία τους. Μολονότι έχει σημειωθεί απομόχλευση στην πλειονότητα των χωρών με υψηλούς δείκτες χρέους, ωστόσο οι δείκτες ιδιωτικού χρέους έχουν αυξηθεί σε μερικές χώρες με υψηλό χρέος. Το δημόσιο χρέος εξακολούθησε να μειώνεται στα περισσότερα κράτη μέλη, όμως σε μερικές χώρες με υψηλό χρέος δεν σημειώθηκαν μειώσεις ή οι μειώσεις ήταν περιορισμένες. Παρόλα αυτά, οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων υποχώρησαν σημαντικά το 2019, μεταξύ άλλων και για τα πλέον χρεωμένα κράτη δανειολήπτες.

- **Η ανθεκτικότητα του τραπεζικού τομέα της ΕΕ έχει βελτιωθεί, αλλά εξακολουθούν να υπάρχουν ορισμένες προκλήσεις.** Οι δείκτες κεφαλαιοποίησης σταμάτησαν να αυξάνονται πάνω από επίπεδα που υπερβαίνουν τα ρυθμιστικά πρότυπα. Οι αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων σταθεροποιήθηκαν επίσης, μετά τη βελτίωσή τους κατά τα προηγούμενα έτη. Οι δείκτες των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) μειώθηκαν σημαντικά τα τελευταία έτη, ενώ σημαντικές μειώσεις των επισφαλών δανείων περιορίζονται προς το παρόν στις χώρες με υψηλούς δείκτες ΜΕΔ. Ωστόσο, εξακολουθούν να υπάρχουν προκλήσεις σε ορισμένες χώρες της ΕΕ που ακόμη χαρακτηρίζονται από σχετικά χαμηλή κεφαλαιοποίηση και κερδοφορία και υψηλούς δείκτες ΜΕΔ. Στις εν λόγω προκλήσεις προστίθενται οι μεταβαλλόμενες προοπτικές, που χαρακτηρίζονται από επί μακρόν χαμηλά επιτόκια και εξασθένηση της οικονομικής ανάπτυξης.

- **Οι τιμές των κατοικιών εξακολούθησαν να αυξάνονται με ταχύ ρυθμό το 2018, αλλά η δυναμική των τιμών επιβραδύνθηκε στις περιπτώσεις όπου οι ενδείξεις υπερτίμησης είναι ισχυρότερες.** Οι τιμές των κατοικιών εξακολούθησαν να αυξάνονται το 2018, ενώ σε αυξανόμενο αριθμό χωρών οι αποτιμήσεις των κατοικιών είναι υψηλότερες από τα ανώτατα επίπεδα από τα μέσα της δεκαετίας του 2000 και ενδεχομένως να υπερεκτιμώνται. Ωστόσο, η ισχυρότερη αύξηση των τιμών των κατοικιών καταγράφηκε σε διάφορες χώρες της ΕΕ στις οποίες έως τώρα υπήρχαν περιορισμένες μόνο ενδείξεις για υπερβολικές τιμές κατοικιών. Αντιθέτως, στις χώρες όπου οι ανησυχίες σχετικά με την υπερτίμηση είναι ισχυρότερες και το χρέος των νοικοκυριών είναι υψηλό, οι τιμές σε πολλές περιπτώσεις επιβραδύνθηκαν. Σε ορισμένες χώρες παρατηρείται άνοδος των νέων ενυπόθηκων δανείων, η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε περαιτέρω επιτάχυνση των τιμών των ακινήτων στο μέλλον.

- **Οι αγορές εργασίας συνέχισαν να βελτιώνονται και η ανεργία μειώθηκε σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ.** Η ανεργία μειώθηκε περαιτέρω σε ολόκληρη την ΕΕ, ιδίως για τους νέους και τους μακροχρόνια ανέργους. Η στενότητα της αγοράς εργασίας αποτυπώθηκε σε κάποιο βαθμό με την ενισχυμένη αύξηση των μισθών και στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, από την ανάκαμψη και μετά, η αύξηση των πραγματικών μισθών ήταν χαμηλότερη από την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας έως το 2017, ενώ η αντιστροφή ξεκίνησε μόλις το 2018. Αν και τα αυξανόμενα εισοδήματα από την εργασία χάρη στην αύξηση της απασχόλησης και των μισθών συνέβαλαν στην επέκταση της εγχώριας ζήτησης, δεν υπάρχουν πολλές ενδείξεις για τη μετακύλιση των μισθολογικών αυξήσεων στον πληθωρισμό των τιμών[8].

Στο τρέχον οικονομικό πλαίσιο, η επανεξισορρόπηση τόσο των ελλειμμάτων όσο και των πλεονασμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ αποτελεί επιτακτική ανάγκη και θα ωφελήσει όλα τα κράτη μέλη. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ προβλέπεται να μειωθεί εν μέσω επιβραδυνόμενης εξαγωγικής ζήτησης, παραμένοντας κοντά στα ανώτατα και υψηλότερα από τα ανώτατα επίπεδά του που συνάδουν

[8] Βλ. πλαίσιο 1 για επισκόπηση των κυριότερων πρόσφατων εργασιακών και κοινωνικών εξελίξεων στην ΕΕ.

με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Το πλεόνασμα της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε χάρη σε ισχυρές εξαγωγικές επιδόσεις και σημαντικές διαδικασίες απομόχλευσης που αφορούν διάφορους τομείς της οικονομίας, μεταξύ άλλων σε χώρες με ελάχιστες ή μηδενικές ανάγκες απομόχλευσης. Η πλέον πρόσφατη συγκράτηση αντικατοπτρίζει κυρίως την αποδυνάμωση του παγκόσμιου εμπορίου και το υψηλότερο έλλειμμα του ενεργειακού ισοζυγίου. Στο τρέχον οικονομικό πλαίσιο υπάρχουν ισχυροί λόγοι να σημειωθεί πρόοδος όσον αφορά την επανεξισορρόπηση στο επίπεδο της ζώνης του ευρώ, τόσο για τα ελλείμματα όσο και για τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, να αντιμετωπιστεί ο χαμηλός πληθωρισμός και το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, καθώς και να μειωθεί η εξάρτηση από την εξωτερική ζήτηση. Σε αυτό το πλαίσιο, χρειάζεται κατάλληλος συνδυασμός πολιτικών σε όλα τα μέλη της ζώνης του ευρώ, για τον οποίο θα λαμβάνονται υπόψη οι αλληλεξαρτήσεις και οι δευτερογενείς επιπτώσεις. Μολονότι κατά το παρελθόν έχουν διορθωθεί μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε πολλές καθαρές οφειλέτριες χώρες, τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών τους αποδυναμώνονται και τα μεγάλα αποθέματα εξωτερικού και εσωτερικού χρέους καθιστούν απαραίτητα τα συνεχή και συνετά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, καθώς και τη διασφάλιση κατάλληλου ρυθμού μείωσης του χρέους, με παράλληλη επιδίωξη μεταρρυθμίσεων που αυξάνουν το αναπτυξιακό δυναμικό του ΑΕΠ. Στις καθαρές πιστώτριες χώρες, θα πρέπει να αξιοποιηθεί η ευκαιρία χρηματοδότησης με χαμηλά επιτόκια για να επιτευχθεί συνεχής αύξηση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων. Η αξιοποίηση της ευνοϊκής δημοσιονομικής θέσης για τη στήριξη των επενδύσεων και άλλων παραγωγικών δαπανών σε αυτές τις χώρες θα συμβάλει επίσης στη μείωση της εξάρτησης των προοπτικών ανάπτυξης από την εξωτερική ζήτηση και στη στήριξη της επανεξισορρόπησης στη ζώνη του ευρώ.

Συνολικά, οι πηγές δυνητικών ανισορροπιών είναι σε γενικές γραμμές ίδιες με εκείνες που προσδιορίζονται στην AMR του 2019, αλλά οι προοπτικές φαίνεται να επιδεινώνονται από πολλές απόψεις. Οι εξωτερικές θέσεις αποθεμάτων βελτιώνονται με ταχύτερο ρυθμό εν μέσω ευνοϊκών οικονομικών συνθηκών, αλλά οι περαιτέρω βελτιώσεις επισκιάζονται από την αποδυνάμωση των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και τη χαμηλότερη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Εξακολουθούν να υφίστανται μεγάλα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ενώ οι εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα έχουν καταστεί λιγότερο ευνοϊκές για την επανεξισορρόπηση και οι πραγματικές σταθμισμένες ανατιμήσεις διευρύνονται. Η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα πραγματοποιείται με βραδύτερο ρυθμό, ακόμη και σε ορισμένες περιπτώσεις όπου το χρέος είναι ήδη υψηλό, και βασίζεται όλο και περισσότερο στην αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Από τις αποδυναμωμένες προοπτικές ονομαστικής ανάπτυξης προκύπτει το ερώτημα κατά πόσον είναι δυνατό να συνεχιστεί η απομόχλευση σε χώρες με υψηλό χρέος χωρίς αύξηση της ιδιωτικής ή της δημόσιας αποταμίευσης ή ενίσχυση του αναπτυξιακού δυναμικού του ΑΕΠ. Μετά από αρκετά έτη σημαντικών βελτιώσεων, η κατάσταση του χρηματοπιστωτικού τομέα έχει σταθεροποιηθεί, αλλά ενδέχεται να αναδυθούν νέες προκλήσεις συνδεόμενες με το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών παραμένει ισχυρή, αυξάνοντας τις αποτιμήσεις των κατοικιών σε ανώτατα επίπεδα σε αυξανόμενο αριθμό χωρών της ΕΕ. Σε υπερτιμημένες αγορές πραγματοποιούνται επιβραδύνσεις, αλλά η ανάκαμψη των ενυπόθηκων δανείων σε ορισμένες χώρες ενδέχεται να καταστήσει αυτοσυντηρούμενη την ισχυρή αύξηση των τιμών των κατοικιών.

Οι πιθανές πηγές ανισορροπιών συνδυάζονται σύμφωνα με διάφορες τυπολογίες. Ορισμένα κράτη μέλη πλήττονται από πολλαπλές και αλληλένδετες ευπάθειες των αποθεμάτων, οι οποίες ενδεχομένως αντικατοπτρίζουν σε ορισμένο βαθμό τις συνθήκες στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Σε ορισμένα κράτη μέλη, οι ευπάθειες συνδέονται κυρίως με το μεγάλο και συνεχιζόμενο δημόσιο χρέος σε συνδυασμό με την ισχνή παραγωγικότητα και ανταγωνιστικότητα που επηρεάζουν αρνητικά το αναπτυξιακό δυναμικό. Ορισμένα κράτη μέλη χαρακτηρίζονται από μεγάλα και συνεχιζόμενα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Για ορισμένα κράτη μέλη, οι ανησυχίες συνδέονται με τις τάσεις

της ανταγωνιστικότητας κόστους, ενδεχομένως σε συνδυασμό με την επιδείνωση των εξωτερικών ισοζυγίων. Τέλος, σε ορισμένα κράτη μέλη, οι κύριες προκλήσεις προκύπτουν από τις τάσεις των τιμών των κατοικιών, σε ορισμένες περιπτώσεις σε συνδυασμό με το μεγάλο χρέος των νοικοκυριών.

Οι επικείμενες προκλήσεις καθιστούν απαραίτητο τον μακρόπνοο προσανατολισμό της εποπτείας βάσει της ΔΜΑ. Λαμβανομένης υπόψη της διόρθωσης των περισσότερων ανισορροπιών ροών και της σταδιακής μείωσης των ανισορροπιών αποθεμάτων, η εποπτεία βάσει της ΔΜΑ εστιάζεται σταδιακά περισσότερο στην παρακολούθηση των δυνητικά μη βιώσιμων τάσεων που θα ήταν δυνατό να αποκρυσταλλωθούν μεσοπρόθεσμα. Ταυτόχρονα, η μεταβαλλόμενη οικονομική κατάσταση, συμπεριλαμβανομένων των κινδύνων που απορρέουν κυρίως από το οικονομικό περιβάλλον εκτός της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ, προσδίδει επίσης σημασία στην αξιολόγηση των ανισορροπιών από τη ζώνη του ευρώ και των προοπτικών της ΕΕ.

Για ορισμένα κράτη μέλη που προσδιορίζονται στην AMR, πιο λεπτομερείς και περιεκτικές αναλύσεις θα συμπεριληφθούν στις εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις. Όπως και στους πρόσφατους ετήσιους κύκλους, οι εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις θα ενσωματωθούν στις ανά χώρα εκθέσεις. Για να καταρτίσει τις εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις, η Επιτροπή θα βασίσει την ανάλυσή της σε ένα πλούσιο σύνολο δεδομένων και συναφών πληροφοριών και πλαισίων αξιολόγησης που εκπόνησε η Επιτροπή σε συνεργασία με τις επιτροπές και τις ομάδες εργασίας του Συμβουλίου. Η ανάλυση που περιέχεται στις εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις θα αποτελέσει τη βάση για τον εντοπισμό ανισορροπιών ή υπερβολικών ανισορροπιών στα κράτη μέλη, καθώς και για την πιθανή επικαιροποίηση των ειδικών ανά χώρα συστάσεων (CSR)[9]. Οι χώρες για τις οποίες εντοπίστηκαν ανισορροπίες ή υπερβολικές ανισορροπίες υπόκεινται, και θα συνεχίσουν να υπόκεινται, σε ειδική παρακολούθηση για να διασφαλιστεί η συνεχής εποπτεία των πολιτικών στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις θα καταρτιστούν για τα κράτη μέλη στα οποία έχουν ήδη εντοπιστεί ανισορροπίες ή υπερβολικές ανισορροπίες. Σύμφωνα με την καθιερωμένη πρακτική προληπτικής εποπτείας, θα εκδοθούν εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις προκειμένου να αξιολογηθεί αν οι υφιστάμενες ανισορροπίες εξομαλύνονται, παραμένουν ή επιδεινώνονται, ενώ παράλληλα θα γίνει απολογισμός των διορθωτικών πολιτικών που εφαρμόστηκαν. Ως εκ τούτου, η κατάρτιση εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων προβλέπεται για τα 13 κράτη μέλη στα οποία διαπιστώθηκαν ανισορροπίες και υπερβολικές ανισορροπίες με βάση τα πορίσματα των εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων του Φεβρουαρίου του 2019[10]. Επί του παρόντος διαπιστώνονται ανισορροπίες σε δέκα κράτη μέλη (**Βουλγαρία, Κροατία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Κάτω Χώρες, Πορτογαλία, Ρουμανία Ισπανία** και **Σουηδία**), ενώ στην **Κύπρο, την Ελλάδα** και **την Ιταλία** διαπιστώνονται υπερβολικές ανισορροπίες.

Με βάση την ανάλυση που πραγματοποιείται στην παρούσα AMR, η Επιτροπή δεν θεωρεί αναγκαία την κατάρτιση εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων για άλλα κράτη μέλη. Η αξιολόγηση που πραγματοποιείται στην AMR δεν επισημαίνει σημαντικούς πρόσθετους κινδύνους που θα δικαιολογούσαν νέα εμπεριστατωμένη επισκόπηση για οποιοδήποτε από τα κράτη μέλη στα οποία δεν διαπιστώθηκαν ανισορροπίες ή υπερβολικές ανισορροπίες κατά τον τελευταίο ετήσιο κύκλο εφαρμογής της ΔΜΑ. Ωστόσο, η παρούσα AMR επισημαίνει την ανάγκη **στενής παρακολούθησης στις επικείμενες ανά χώρα εκθέσεις** για ορισμένες εξελίξεις που θα μπορούσαν να συνεπάγονται

[9] Άρθρο 6 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011.

[10] Βλ. «Ευρωπαϊκό Εξάμηνο 2019: Αξιολόγηση της προόδου σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, την πρόληψη και τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, και τα αποτελέσματα των εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων δυνάμει του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011» - COM(2019) 150 final της 27.2.2019.

μακροοικονομικούς κινδύνους, αν παραταθούν. Οι εξελίξεις αυτές αφορούν το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και τις επιπτώσεις στην εξωτερική ανταγωνιστικότητα σε ορισμένα κράτη μέλη (Τσεχία, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Λιθουανία και Σλοβακία) και στην αγορά στεγαστικών ακινήτων και το χρέος των νοικοκυριών (Αυστρία, Βέλγιο, Τσεχία, Δανία, Φινλανδία, Ουγγαρία, Λουξεμβούργο, Σλοβακία, Σλοβενία και Ηνωμένο Βασίλειο)[11].

2. Η ΣΧΕΤΙΚΗ ΜΕ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΔΙΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ έχει κορυφωθεί, ωστόσο ακόμη καταγράφει πολύ υψηλά επίπεδα. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ πέρασε από μια, σε γενικές γραμμές, ισορροπημένη θέση πριν από την κρίση στην κορύφωση του 3,2 % του ΑΕΠ το 2016. Έκτοτε, η αξία του έχει μειωθεί πολύ ελαφρά, φθάνοντας το 3,1 % του ΑΕΠ το 2018 (διάγραμμα 1)[12]. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ παραμένει το υψηλότερο σε παγκόσμιο επίπεδο και εκτιμάται ότι υπερβαίνει το επίπεδο που υποδεικνύεται από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη (περίπου το 1,7 % του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 2018)[13]. Το πλεόνασμα αυτό αντικατοπτρίζει κυρίως τα μεγάλα πλεονάσματα που καταγράφηκαν στη Γερμανία και στις Κάτω Χώρες, των οποίων τα συνδυασμένα εξωτερικά ισοζύγια αντιστοιχούσαν στο 2,8 % του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 2018. Με αμετάβλητες πολιτικές, το προσαρμοσμένο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να μειωθεί το 2019, σύμφωνα με τις φθινοπωρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2019, φθάνοντας το 2,7 % του ΑΕΠ, και να μειωθεί περαιτέρω στο 2,5 % του ΑΕΠ έως το 2020.

Η συνεχιζόμενη μείωση του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ είναι κυρίως αποτέλεσμα εξασθένησης του εμπορικού ισοζυγίου. Το ενεργειακό ισοζύγιο αποτελεί τον κυριότερο παράγοντα συμβολής στη μείωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μεταξύ 2016 και 2018, εξαιτίας της αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Το ενεργειακό ισοζύγιο κατέγραψε έλλειμμα -1,7 % του ΑΕΠ το 2017, το οποίο διευρύνθηκε στο -2,1 % του ΑΕΠ το 2018, ενώ το ισοζύγιο του εμπορίου υπολοίπων αγαθών παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό ως ποσοστό του ΑΕΠ, στο 4,6 %. Η παγκόσμια

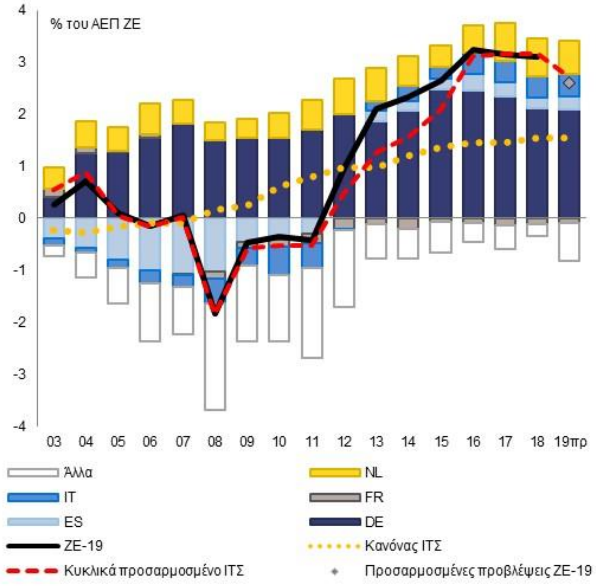
[11] Τον Σεπτέμβριο του 2019, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) εξέδωσε ειδικές ανά χώρα προειδοποιήσεις και συστάσεις σχετικά με μεσοπρόθεσμες ευπάθειες του τομέα οικιστικών ακινήτων σε εννέα κράτη μέλη: συστάσεις προς το Βέλγιο, τη Δανία, τη Φινλανδία, το Λουξεμβούργο, τις Κάτω Χώρες και τη Σουηδία, και προειδοποιήσεις προς την Τσεχία, τη Γαλλία και τη Γερμανία. Από την πρώτη ομάδα χωρών, όλες είχαν ήδη λάβει προειδοποιήσεις από το ΕΣΣΚ τον Νοέμβριο του 2016, και το ίδιο συνέβη για την Αυστρία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Ο κανονισμός ΔΜΑ [κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1176/2011] καλεί την Επιτροπή να λαμβάνει υπόψη τυχόν προειδοποιήσεις ή συστάσεις που απευθύνει το ΕΣΣΚ στα κράτη μέλη τα οποία υποβάλλονται σε εμπεριστατωμένη επισκόπηση.

[12] Τα αναφερόμενα στοιχεία για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ που χρησιμοποιούνται εδώ αφορούν το «προσαρμοσμένο» ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ που έχει δηλωθεί έναντι του υπόλοιπου κόσμου (από τα στατιστικά στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών της ζώνης του ευρώ), τα οποία αναφέρουν συγκεντρωτικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ ύψους 3,1 % του ΑΕΠ για το 2018, και συνάδουν με τις εκθέσεις των κρατών μελών για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (στο πλαίσιο της λεγόμενης «κοινοτικής έννοιας»). Ωστόσο, το άθροισμα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών των κρατών μελών ανέρχεται στο 4 % του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ (αριθμητικά στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών) και το 3,8 % του ΑΕΠ (στατιστικά στοιχεία για τους εθνικούς λογαριασμούς), λόγω ασυμμετριών στα ισοζύγια εντός της ζώνης του ευρώ που αναφέρθηκαν από τις διάφορες εθνικές στατιστικές αρχές. Τα αριθμητικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ που αναφέρθηκαν τόσο από τα στατιστικά στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών όσο και από τα στατιστικά στοιχεία για τους εθνικούς λογαριασμούς αναθεωρήθηκαν τον Οκτώβριο του 2019, γεγονός που ελάχιστα επηρέασε την ανάγνωση για το 2018, ωστόσο, σύμφωνα με αυτά, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ για τα έτη 2009-2015 αναθεωρήθηκε προς τα κάτω, σε γενικές γραμμές.

[13] Η έκθεση του ΔΝΤ για τον εξωτερικό τομέα (External Sector Report 2019) υπολογίζει τον «κανόνα» του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ σε περίπου 1,6 % του ΑΕΠ.

επιβράδυνση της ανάπτυξης και του εμπορίου από τα μέσα του 2018, η συνεχιζόμενη αυξημένη αβεβαιότητα γύρω από το περιβάλλον της εμπορικής πολιτικής, και η ανατίμηση του ευρώ σε πραγματικούς όρους το 2018 αποτελούν τις βασικές αιτίες του μειωμένου ρυθμού ανάπτυξης τόσο των εισαγωγών όσο και των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ. Από μηνιαία στοιχεία προκύπτει συνεχιζόμενη περαιτέρω μείωση των εξαγωγών και των εισαγωγών αγαθών της ζώνης του ευρώ με τον υπόλοιπο κόσμο κατά τη διάρκεια του 2019 (διάγραμμα 2). Ορισμένοι παράγοντες ενδεχομένως να συμβάλουν μελλοντικά σε περαιτέρω επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένης της σχετικής εξασθένησης των κυκλικών συνθηκών σε άλλους τομείς της παγκόσμιας οικονομίας, της εξέλιξης των αποτελεσμάτων από τις περιοριστικές εμπορικές πολιτικές ή των υψηλότερων τιμών του πετρελαίου λόγω γεωπολιτικών εντάσεων.

Διάγραμμα 1: Εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ: κατανομή ανά χώρα



Πηγή: Eurostat, ισοζύγιο πληρωμών, φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2019.

Διάγραμμα 2: Εξέλιξη των εμπορικών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ με τον υπόλοιπο κόσμο

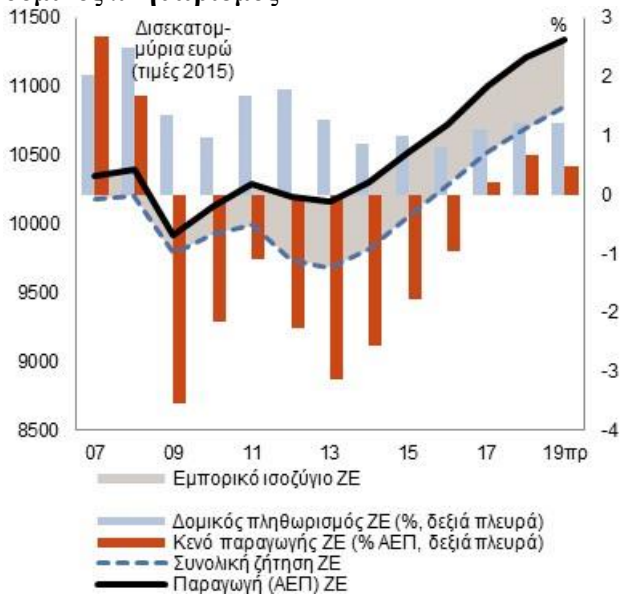


Πηγή: Eurostat, στατιστικά στοιχεία για το εξωτερικό εμπόριο
Σημείωση: Εποχιακά προσαρμοσμένα στοιχεία, τρέχουσες τιμές.

Οι παράγοντες στους οποίους στηρίζεται η πρόσφατη ελαφρά μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ διαφέρουν από εκείνους που αποτελούν την αιτία της προηγούμενης διεύρυνσής του. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ μεταβλήθηκε σε πλεονασματικό μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, λόγω της απότομης διόρθωσης μεγάλων ελλειμμάτων σε συνέχεια της αντιστροφής των διασυνοριακών χρηματοοικονομικών ροών, και αυξήθηκε περαιτέρω με τη διάδοση της κρίσης χρέους στην Ισπανία και την Ιταλία, η οποία είχε ως αποτέλεσμα τη συμπίεση της εγχώριας ζήτησης σε αυτές τις χώρες. Παράλληλα, σημειώθηκε επίσης σταδιακή αύξηση του μεγάλου πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας εν μέσω αύξησης της εγχώριας ζήτησης με πιο αδύναμο ρυθμό από την παραγωγή, και απομόχλευσης σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Συνολικά, η διεύρυνση του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ μεταξύ της χρηματοπιστωτικής κρίσης και του 2016 αποτύπωνε κυρίως μια ευρεία διαδικασία απομόχλευσης, στην οποία συμμετείχε ο ιδιωτικός τομέας, με τη συμμετοχή του δημόσιου τομέα μετά την επιδείνωση της κρίσης χρέους το 2011. Η συρρίκνωση του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ από το 2017 εξηγείται κυρίως από το μειούμενο πλεόνασμα της Γερμανίας και, σε μικρότερο βαθμό, της Ιταλίας και της Ισπανίας, οι οποίες αποτελούν συγκριτικά

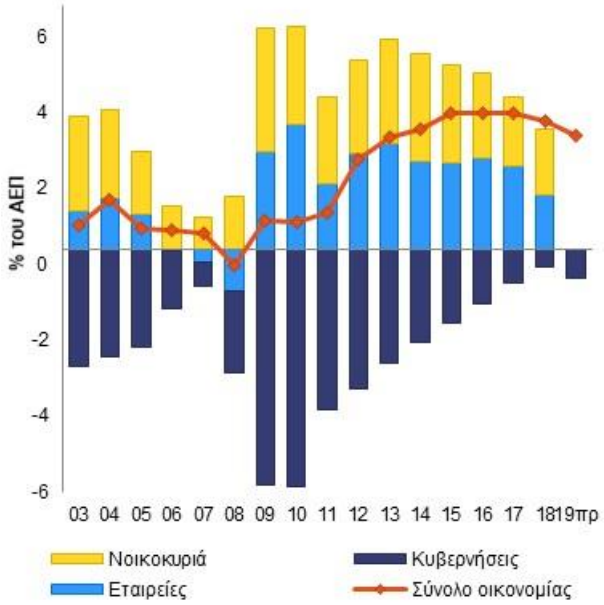
μεγάλους εξαγωγείς μεταποίησης και εξαρτώνται από εισαγόμενη ενέργεια από υδρογονάνθρακες. Η πρόσφατη δυναμική του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ δεν φαίνεται να συνδέεται με σημαντική διαδικασία επαναμόχλευσης, αλλά μάλλον με τη μείωση των καθαρών εξαγωγών λόγω της επιβράδυνσης του παγκόσμιου εμπορίου και της αύξησης των ενεργειακών δαπανών. Η μείωση του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ μεταξύ 2017 και 2018 αντικατοπτρίζεται κυρίως στην υποχώρηση της καθαρής δανειοδοτικής θέσης μη χρηματοοικονομικών εταιρειών, η οποία κατέγραφε θετικές τιμές από το 2013. Η πρόσφατη συγκράτηση των εταιρικών καθαρών αποταμιεύσεων αντιστάθμισε τη βελτίωση της καθαρής δανειοληπτικής θέσης του δημόσιου τομέα κατά την ίδια περίοδο (διάγραμμα 4).

Διάγραμμα 3: Παραγωγή στη ζώνη του ευρώ, εγχώρια ζήτηση, καθαρές εξαγωγές και δομικός πληθωρισμός



Πηγή: AMECO[14]

Διάγραμμα 4: Καθαρή δανειοληψία/δανειοδότηση ανά τομέα στη ζώνη του ευρώ



Πηγή: Eurostat

Το περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού και χαμηλών επιτοκίων δημιουργεί ορισμένες προκλήσεις. Οι νομισματικές αρχές, τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και σε άλλες μείζονες περιοχές του κόσμου, έχουν λάβει μέτρα για να αντιμετωπίσουν τη διαφαινόμενη επιβράδυνση όσον αφορά την παραγωγή και την πτωτική μεταβολή των προσδοκιών για τον πληθωρισμό το 2019, αντιστρέφοντας με αυτόν τον τρόπο την προηγουμένως ανακοινωθείσα πορεία προς αυστηρότερες συνθήκες. Οι αποδόσεις των ομολόγων έχουν μετακινηθεί σε αρνητικά επίπεδα, με πτώση των αποδόσεων, ιδίως στις καμπύλες απόδοσης που αφορούν τις μεγαλύτερες διάρκειες, και μείωση των διαφορών επιτοκίου για πιο επισφαλή ομόλογα. Ο δομικός πληθωρισμός παραμένει κάτω από τον στόχο των νομισματικών αρχών· το κενό παραγωγής στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι κινείται καθοδικά μετά την εμφάνιση θετικού προσήμου το 2017 σε συνέχεια μιας παρατεταμένης περιόδου υποτονικής ζήτησης και αρνητικών κενών παραγωγής (διάγραμμα 3). Μελλοντικά, αν και η μειωμένη ονομαστική αύξηση καθιστά λιγότερο εύκολη την απομόχλευση, το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων θα μειώσει το κόστος του χρέους. Ωστόσο, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, που βρίσκονται σε ιστορικά πολύ χαμηλά επίπεδα, δημιουργούν επίσης ορισμένες δυνητικές προκλήσεις: κίνητρα για την παράκαμψη των κανονιστικών περιορισμών και αναζήτηση αποδόσεων με ριψοκίνδυνες επενδύσεις· υποτίμηση του πιστωτικού κινδύνου και εξασθενημένα κίνητρα για τη μείωση του υψηλού χρέους, που προκαλείται από συμπιεσμένες διαφορές επιτοκίου· και μειωμένη κερδοφορία στα ρυθμιζόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ιδίως στον τραπεζικό και τον ασφαλιστικό τομέα, λόγω επίπεδων καμπυλών απόδοσης[15].

Η επανεξισορρόπηση εντός της ζώνης του ευρώ είναι ακόμη ατελής και οι εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα γίνονται λιγότερο ευνοϊκές για την επανεξισορρόπηση εντός της ζώνης του ευρώ. Μολονότι τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχουν διορθωθεί, σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ εξακολουθούν να υφίστανται μεγάλα πλεονάσματα. Οι χώρες που

[14] Επισημαίνεται ότι, μολονότι η διαφορά μεταξύ ΑΕΠ και εγχώριας ζήτησης θα έπρεπε εξ ορισμού να ισούται με το εμπορικό ισοζύγιο, τα στοιχεία δεν είναι πλήρως ευθυγραμμισμένα εξαιτίας αποκλίσεων στην υποβολή στοιχείων εντός της ζώνης του ευρώ (βλ. υποσημείωση **Error! Bookmark not defined.**).
[15] Π.χ., ΕΚΤ, Έκθεση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, Μάιος 2018, Μάιος 2019.

εμφάνισαν υψηλά ελλείμματα κατά το παρελθόν εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από μεγάλες αρνητικές καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις, ενώ σε γενικές γραμμές συνδυάζονται με υψηλό ιδιωτικό ή δημόσιο χρέος, στοιχεία που συνιστούν παράγοντες ευπάθειας. Μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, η διαδικασία προσαρμογής του σχετικού κόστους και των τιμών ήταν ευνοϊκή προς την επανεξισορρόπηση. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξάνεται με ταχύτερους ρυθμούς σε καθαρές πιστώτριες χώρες σε σύγκριση με καθαρές οφειλέτριες χώρες, ανατρέποντας, ως εκ τούτου, την τάση πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση. Η τάση αυτή παραμένει, αλλά με διαφορές που εμφανίζονται λιγότερο έντονες μεταξύ των σχετικών ομάδων χωρών (διάγραμμα 5)[16]. Η στενότητα των αγορών εργασίας και στις καθαρές οφειλέτριες χώρες συνεπάγεται επιτάχυνση της αύξησης των μισθών, ενώ η αύξηση της ανταγωνιστικότητας κόστους μετριάζεται λόγω της μειωμένης αύξησης της παραγωγικότητας που συνδέεται με επιβράδυνση ή υποχώρηση των δεικτών κεφαλαίου προς εργασία. Τα επίπεδα ανταγωνιστικότητας, όπως μετρώνται με τους αποπληθωριστές του ΑΕΠ που εκφράζονται σε ισοτιμίες αγοραστικής δύναμης σε σχέση με εκείνες των ανταγωνιστών (διάγραμμα 6), εμφανίζουν χαλαρή σχέση με τα εξωτερικά ισοζύγια και τις ανάγκες επανεξισορρόπησης[17]. Το μερίδιο των εμπορεύσιμων αγαθών στη συνολική προστιθέμενη αξία αντιστοιχεί στην προσαρμογή σε σχετικές τιμές: το μερίδιό τους αυξάνεται μετά την κρίση σε χώρες οι οποίες προηγουμένως κατέγραφαν υψηλά ελλείμματα, αλλά η διαδικασία αυτή επιβραδύνεται ή αντιστρέφεται[18].

Στο τρέχον οικονομικό πλαίσιο, η επανεξισορρόπηση τόσο των ελλειμμάτων όσο και των πλεονασμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ αποτελεί επιτακτική ανάγκη και θα ωφελήσει όλα τα κράτη μέλη. Στις καθαρές οφειλέτριες χώρες, για τη μείωση των μεγάλων αποθεμάτων εξωτερικού και εσωτερικού χρέους απαιτείται η διατήρηση συνετών ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και η διασφάλιση κατάλληλου ρυθμού μείωσης του χρέους, με παράλληλη επιδίωξη του στόχου της αύξησης του αναπτυξιακού δυναμικού. Χρειάζεται ενίσχυση των προοπτικών παραγωγικότητας, ιδίως μέσω στοχευμένων επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων που στηρίζουν τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής, στο συνολικό επίπεδο της ζώνης του ευρώ, αλλά ιδίως στις καθαρές οφειλέτριες χώρες, διότι είναι καθοριστικής σημασίας τόσο για τη βιωσιμότητα των αποθεμάτων χρέους όσο και για να καταστούν οι σχετικές εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα περισσότερο ευνοϊκές για επανεξισορρόπηση. Αντίθετα, στις καθαρές πιστώτριες χώρες, μια περαιτέρω αύξηση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων θα ενισχύσει τη δυνητική ανάπτυξη, θα καταστήσει τις προοπτικές ανάπτυξης στις χώρες αυτές λιγότερο εξαρτώμενες από την εξωτερική ζήτηση και θα στηρίξει την εγχώρια ζήτηση, στηρίζοντας έτσι την επανεξισορρόπηση της ζώνης του ευρώ. Στο τρέχον οικονομικό πλαίσιο, οι δημοσιονομικές ωθήσεις σε χώρες με μεγάλα πλεονάσματα και μια ευνοϊκή δημοσιονομική θέση θα συμβάλουν επίσης στην υπέρβαση του περιβάλλοντος χαμηλού πληθωρισμού και χαμηλών επιτοκίων και θα στηρίξουν την ονομαστική ανάπτυξη, ευνοώντας με αυτόν τον τρόπο την απομόχλευση και την επανεξισορρόπηση των θέσεων καθαρής οφειλέτριας.

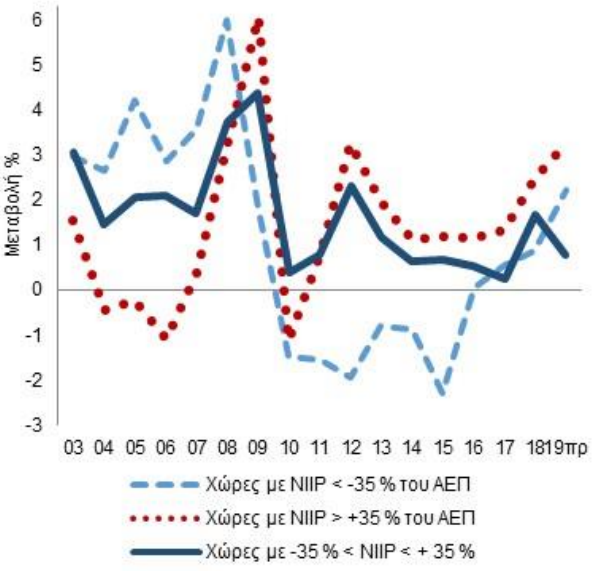
Διάγραμμα 5: Αύξηση του κόστους εργασίας **Διάγραμμα 6: Επίπεδα πραγματικών**

[16] Το 2019, η γαλλική έκπτωση φόρου για την απασχόληση και την ανταγωνιστικότητα («CICE») αντικαταστάθηκε από μόνιμη περικοπή των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης των εργοδοτών το πρώτο τρίμηνο, γεγονός που συνεπάγεται σημαντική μείωση του γαλλικού κόστους εργασίας που παρατηρήθηκε στη μεταβολή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για την ομάδα χωρών με ενδιάμεση NIIP στο διάγραμμα 5.

[17] Στο διάγραμμα 6 παρουσιάζονται οι χώρες σε κατάταξη ανάλογα με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

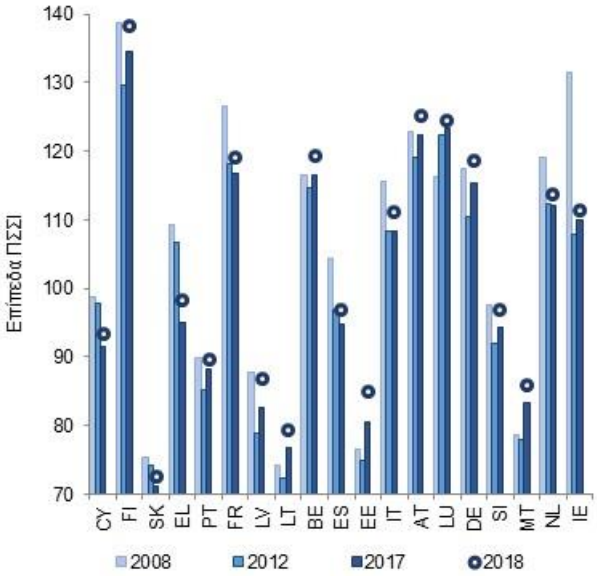
[18] Οι ενδείξεις βασίζονται στο μερίδιο της γεωργίας, της μεταποίησης, του εμπορίου, των υπηρεσιών μεταφορών και επικοινωνιών στη συνολική προστιθέμενη αξία. Όσον αφορά τον δείκτη, δεν λαμβάνεται υπόψη ότι οι υπηρεσίες καθίστανται όλο και πιο εμπορεύσιμες και αντιστοιχούν σε αυξανόμενο μερίδιο της συνολικής προστιθέμενης αξίας.

ανά μονάδα προϊόντος σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ



Πηγή: AMECO
Σημείωση: Οι χώρες με NIIP > +35 % του ΑΕΠ είναι οι DE, LU, NL, BE, MT. Οι χώρες με NIIP μεταξύ 35 % και -35 % του ΑΕΠ είναι οι FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Οι υπόλοιπες χώρες περιλαμβάνονται στην ομάδα με NIIP < -35 % του ΑΕΠ. Η ομαδοποίηση των χωρών βασίζεται στις μέσες τιμές NIIP κατά την περίοδο 2016-2018. Οι καθαρές πιστώτριες χώρες κατέγραψαν μέσο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά την ίδια περίοδο. Τα αριθμητικά στοιχεία αφορούν τους σταθμισμένους βάσει του ΑΕΠ μέσους όρους για τις τρεις ομάδες χωρών.

σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών βάσει αποπληθωριστών του ΑΕΠ



Πηγή: Υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής με βάση στοιχεία της Eurostat και του ΔΝΤ.
Σημείωση: Η ΠΣΣΙ σε επίπεδα υπολογίζεται με βάση τον δείκτη του αποπληθωριστή ΑΕΠ προς τον αντίστοιχο των ανταγωνιστών, εκφρασμένο σε ισοτιμίες αγοραστικής δύναμης (και με την παραδοχή ότι US=100). Οι συντελεστές στάθμισης των χωρών είναι οι ίδιοι με εκείνους που χρησιμοποιούνται για την κατασκευή των δεικτών της ΠΣΣΙ (ομάδα 42 ανταγωνιστών).

3. ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ, ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ: ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΝΑ ΧΩΡΑ

Η AMR βασίζεται στην οικονομική ανάγνωση των δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ, ο οποίος αποτελεί εργαλείο φιλτραρίσματος για τον εντοπισμό αρχικών ενδείξεων για ενδεχόμενους κινδύνους και ευπάθειες. Ο πίνακας αποτελεσμάτων περιλαμβάνει 14 δείκτες με ενδεικτικά κατώτατα όρια στους ακόλουθους τομείς: εξωτερικές θέσεις, ανταγωνιστικότητα, ιδιωτικό χρέος, αγορές στεγαστικών ακινήτων, τραπεζικός τομέας και απασχόληση. Βασίζεται σε πραγματικά δεδομένα καλής στατιστικής ποιότητας για την εξασφάλιση τόσο της σταθερότητας των δεδομένων όσο και συνέπειας μεταξύ των χωρών. Ως εκ τούτου, ο πίνακας αποτελεσμάτων που χρησιμοποιήθηκε για την παρούσα έκθεση αποτυπώνει δεδομένα έως το 2018. Σύμφωνα με τον κανονισμό ΔΜΑ [κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1176/2011], οι τιμές των δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων δεν διαβάζονται μηχανικά στις αξιολογήσεις που περιλαμβάνονται στην AMR, αλλά υπόκεινται σε οικονομική ανάγνωση η οποία επιτρέπει τη βαθύτερη κατανόηση του συνολικού οικονομικού πλαισίου, λαμβανομένων υπόψη των ειδικών ανά χώρα παρατηρήσεων[19]. Ένα σύνολο βοηθητικών δεικτών

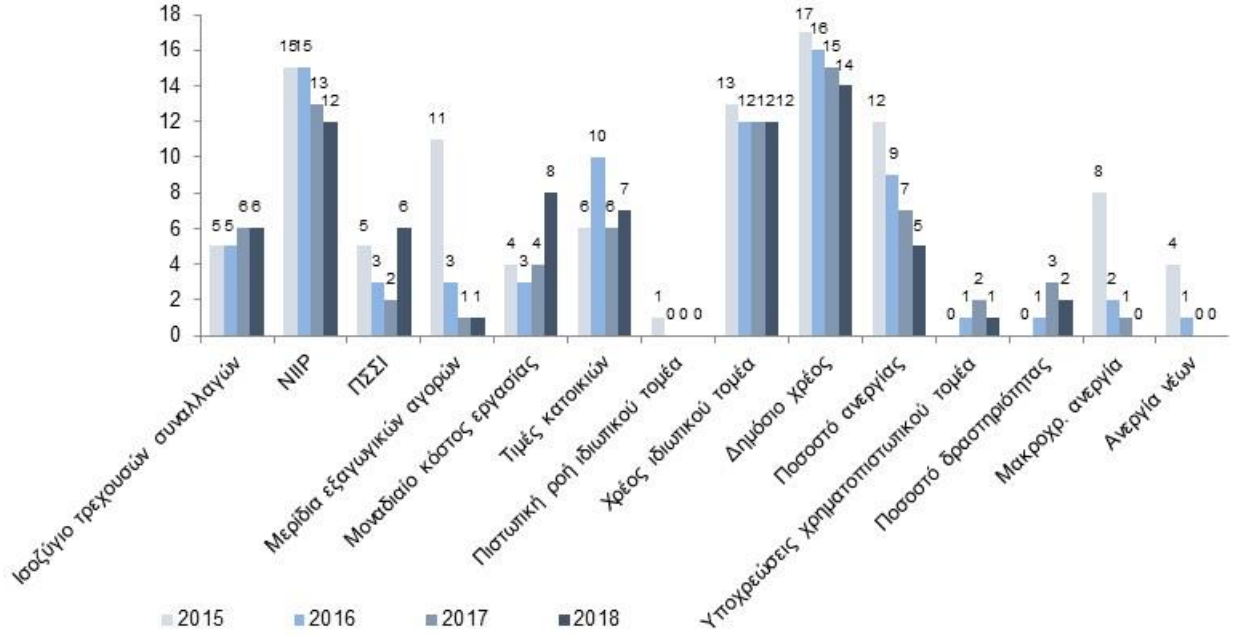
[19] Σχετικά με το σκεπτικό στο οποίο βασίστηκε η κατάρτιση του πίνακα αποτελεσμάτων της AMR και η ανάγνωσή του, βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2016) «The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium» («Η διαδικασία μακροοικονομικών ανισορροπιών. Σκεπτικό, διαδικασία, εφαρμογή: σύνοψη»), European Economy, Institutional Paper 039, Νοέμβριος 2016.

συμπληρώνει την ανάγνωση του πίνακα αποτελεσμάτων. Στην αξιολόγηση που πραγματοποιείται στην AMR λαμβάνονται επίσης υπόψη πιο πρόσφατα στοιχεία και συμπληρωματικές πληροφορίες, συμπεράσματα από πλαίσια αξιολόγησης, τα πορίσματα των υφιστάμενων εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων και των σχετικών αναλύσεων, καθώς και οι φθινοπωρινές προβλέψεις της Επιτροπής του 2019.

Τα στοιχεία του πίνακα αποτελεσμάτων καταδεικνύουν την ανάδυση πιθανών ζητημάτων που σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα κόστους και τη δυναμική των τιμών των κατοικιών, επιπλέον των επίμονα υψηλών επιπέδων χρέους που προσαρμόζονται μόνο σταδιακά. Τιμές που υπερβαίνουν το κατώτατο όριο στον πίνακα αποτελεσμάτων της AMR εξακολουθούν να καταγράφονται με τη μέγιστη συχνότητα στην περίπτωση του δημόσιου χρέους, των καθαρών διεθνών επενδυτικών θέσεων και του ιδιωτικού χρέους (διάγραμμα 7)[20]. Ωστόσο, η οικονομική επέκταση και η βελτίωση των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και του δημοσιονομικού ισοζυγίου έχουν συμβάλει στη μείωση των καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων και του δημόσιου χρέους ως ποσοστών του ΑΕΠ, γεγονός που συνεπάγεται μείωση του αριθμού των κρατών μελών που υπερβαίνουν τα σχετικά κατώτατα όρια του πίνακα αποτελεσμάτων. Αντίθετα, ο αριθμός των περιπτώσεων υπέρβασης του κατώτατου ορίου παραμένει αμετάβλητος όσον αφορά το ιδιωτικό χρέος, λόγω της χαλάρωσης των καθαρών αποταμιευτικών θέσεων που αντισταθμίζουν τον αντίκτυπο της αύξησης των δεικτών χρέους ως προς το ΑΕΠ. Η οικονομική επέκταση σε ορισμένες χώρες εκδηλώνεται επίσης με ταχεία αύξηση του κόστους εργασίας και των τιμών των κατοικιών. Ο αριθμός των κρατών μελών με αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος πάνω από το κατώτατο όριο υπερδιπλασιάστηκε σε σύγκριση με προηγούμενα έτη χρήσης του πίνακα αποτελεσμάτων, ενώ περισσότερες χώρες υπερβαίνουν τα κατώτατα όρια για την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία εξαιτίας ανατιμήσεων. Ο δυναμισμός των τιμών των κατοικιών των τελευταίων ετών αντικατοπτρίζεται στην οριακή αύξηση του αριθμού των χωρών που έχουν πρόσφατα υπερβεί το σχετικό κατώτατο όριο. Οι περιπτώσεις ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών που υπερβαίνουν τα κατώτατα όρια εξακολουθούν να αντανακλούν κυρίως πλεονάσματα. Η συνεχιζόμενη οικονομική επέκταση με άφθονες θέσεις εργασίας αντικατοπτρίζεται στη μείωση των χωρών της ΕΕ με υψηλή ανεργία και στη μείωση των ανησυχιών σχετικά με την ανεργία των νέων και τη μακροχρόνια ανεργία και τα ποσοστά απασχόλησης.

[20] Οι λεπτομερείς δείκτες του πίνακα αποτελεσμάτων, μαζί με τα αντίστοιχα ενδεικτικά κατώτατα όρια, παρουσιάζονται στον πίνακα 1.1 του παραρτήματος· οι βοηθητικοί δείκτες παρουσιάζονται στον πίνακα 2.1. Όπως εξηγείται στη σημείωση του διαγράμματος 9, η ανάγνωση της εξέλιξης των δεδομένων του πίνακα αποτελεσμάτων βασίζεται στα δεδομένα που ήταν διαθέσιμα κατά τη στιγμή της κατάρτισης κάθε AMR. Η καταληκτική ημερομηνία για τα δεδομένα για την παρούσα AMR ήταν η 25η Οκτωβρίου 2019.

Διάγραμμα 7: Αριθμός χωρών που εμφανίζουν μεταβλητές στον πίνακα αποτελεσμάτων άνω του ορίου



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: ο αριθμός των χωρών που εμφανίζουν στον πίνακα αποτελεσμάτων μεταβλητές άνω του ορίου βασίζεται στο έτος παραγωγής του πίνακα αποτελεσμάτων που δημοσιεύτηκε με την αντίστοιχη ετήσια AMR. Πιθανές εκ των υστέρων αναθεωρήσεις δεδομένων μπορεί να έχουν ως αποτέλεσμα μια διαφορά στον αριθμό των τιμών που υπερβαίνουν το όριο (υπολογιζόμενες με βάση τα τελευταία αριθμητικά στοιχεία για τις μεταβλητές στον πίνακα αποτελεσμάτων σε σύγκριση με τον αριθμό που αναφέρεται στο παραπάνω διάγραμμα).

Τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών στα περισσότερα κράτη μέλη της ΕΕ κινήθηκαν ελαφρώς καθοδικά το 2018. Η επιβράδυνση του εμπορίου, η ανθεκτικότητα της εγχώριας ζήτησης και οι αυξανόμενες τιμές πετρελαίου επιδείνωσαν τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών της πλειονότητας των κρατών μελών. Στις περισσότερες περιπτώσεις, τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών παραμένουν πάνω από τα επίπεδα που θα ήταν δυνατό να αναμένονται με βάση τα ειδικά ανά χώρα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη («κανόνες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών») και πάνω από τα απαιτούμενα για τη διόρθωση μεγάλων θέσεων εξωτερικών υποχρεώσεων (διάγραμμα 8)[21]. Αν και οι επιδεινώσεις των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών που σημειώθηκαν μεταξύ 2017 και 2018 υπερβαίνουν συχνά τα στοιχεία που υποδήλωναν μόνο οι κυκλικοί παράγοντες (διάγραμμα 9), από τα κυκλικά

[21] Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που συνάδει με τα θεμελιώδη μεγέθη («κανόνες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών») προκύπτει από παλινδρομήσεις ανηγμένης μορφής που λαμβάνουν υπόψη τους τους κύριους καθοριστικούς παράγοντες του ισοζυγίου αποταμιεύσεων και επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων των θεμελιωδών καθοριστικών παραγόντων, των παραγόντων πολιτικής και των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών συνθηκών. Βλ. L. Coutinho et al. (2018), «Methodologies for the assessment of current account benchmarks» («Μεθοδολογίες για την αξιολόγηση των δεικτών αναφοράς του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών»), European Economy, Discussion Paper 86, 2018, σχετικά την περιγραφή της μεθοδολογίας για τον υπολογισμό του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών βάσει θεμελιωδών μεγεθών που χρησιμοποιείται στην παρούσα AMR· η μεθοδολογία αυτή είναι παρόμοια με τη μεθοδολογία του εγγράφου εργασίας του ΔΝΤ αριθ. 13/272, S. Phillips et al., 2013, «The External Balance Assessment (EBA) Methodology» («Η μεθοδολογία αξιολόγησης του εξωτερικού ισοζυγίου»).

προσαρμοσμένα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών προκύπτει γενικά ότι οι εξωτερικές θέσεις είναι ισχυρότερες από τα επίσημα στοιχεία, διότι τα κενά παραγωγής είναι σχεδόν παντού θετικά[22].

- **Μόνο δύο κράτη μέλη καταγράφουν ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών πέραν του κατώτερου ορίου του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ.** Η Κύπρος καταγράφει το μεγαλύτερο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην ΕΕ, σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα αποτελεσμάτων για τους μέσους όρους τριών ετών, το οποίο βελτιώθηκε το 2018, αν και όχι σε επίπεδο που θα διασφάλιζε βελτιώσεις της NIIP με κατάλληλο ρυθμό[23]. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών του Ηνωμένου Βασιλείου υπερβαίνει επίσης το κατώτατο όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Η Ρουμανία κατέγραψε εμφανές έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μόνο για το 2018, στο -4,6 % του ΑΕΠ, γεγονός που συνιστά σημαντική επιδείνωση σε σχέση με προηγούμενα έτη· μια τέτοια ανάγνωση συνιστά υστέρηση σε σχέση με τον κανόνα, ενώ σημαντικό μέρος της επιδείνωσης δεν δικαιολογείται από τον οικονομικό κύκλο.
- **Τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών κινήθηκαν καθοδικά σε ορισμένες μεγάλες καθαρές οφειλέτριες χώρες.** Τα αποτελέσματα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκαν στην Ελλάδα, την Πορτογαλία και την Ισπανία το 2018. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας υπερβαίνει τα επίπεδα που είναι δυνατό να εξηγηθούν με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη και δεν επαρκεί για τη διόρθωση της πολύ αρνητικής NIIP προς συνετά επίπεδα σε ορίζοντα 10 ετών[24]. Στην Πορτογαλία, οι τελευταίες αναγνώσεις βρίσκονται κάτω από το επίπεδο που θα διασφάλιζε διόρθωση της αρνητικής NIIP με κατάλληλο ρυθμό. Αντίθετα, οι εξελίξεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ισπανίας εξακολουθούν να συνάδουν με τη βελτίωση της NIIP με κατάλληλο ρυθμό. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ιρλανδίας βελτιώθηκε ραγδαία το 2018, αντικατοπτρίζοντας σε μεγάλο βαθμό διασυνοριακές συναλλαγές πολυεθνικών εταιρειών.
- **Τέσσερις χώρες της ΕΕ εξακολούθησαν να καταγράφουν πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τα οποία υπερέβησαν το ανώτατο όριο του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ**. Πρόκειται για την περίπτωση της Δανίας, της Γερμανίας, των Κάτω Χωρών από τις αρχές αυτής της δεκαετίας, και πιο πρόσφατα της Μάλτας. Το 2018 τα πλεονάσματα στη Γερμανία μειώθηκαν κατά 0,7 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και οριακά λιγότερο στη Δανία, ενώ παρέμειναν σε μεγάλο βαθμό αμετάβλητα στη Μάλτα και τις Κάτω Χώρες. Στις τελευταίες δύο χώρες, η δυναμική του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών οφείλεται επίσης σε διασυνοριακές συναλλαγές που συνδέονται με τις δραστηριότητες των πολυεθνικών εταιρειών και των τομέων υπηρεσιών με διεθνή προσανατολισμό, οι οποίες επηρεάζουν τόσο το εμπορικό ισοζύγιο όσο και το ισοζύγιο εισοδημάτων.

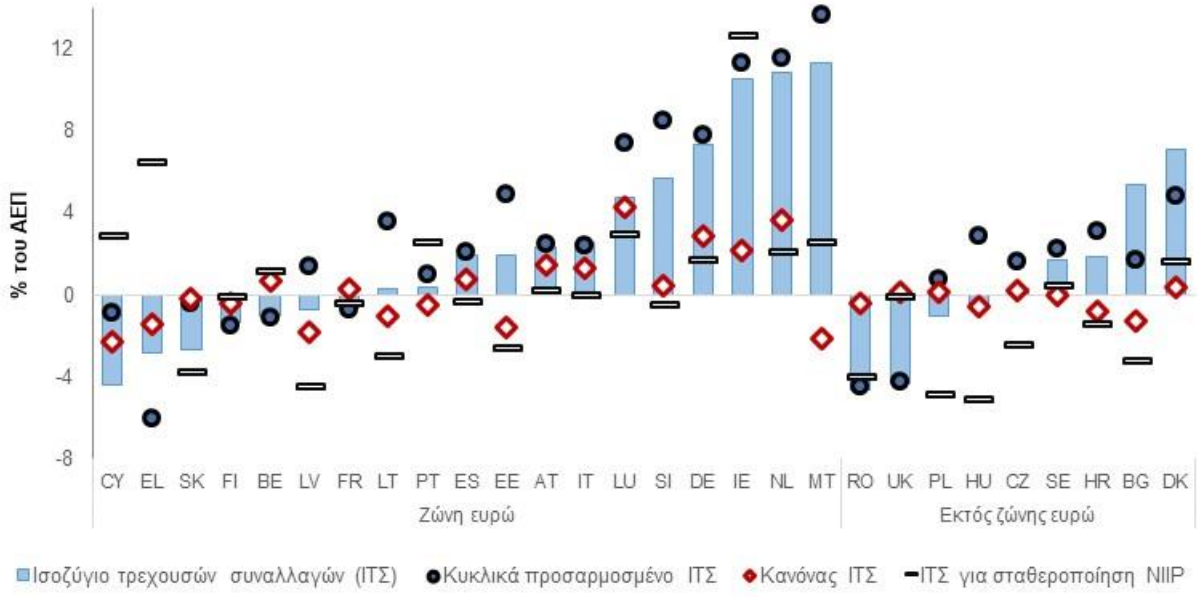
[22] Τα κυκλικά προσαρμοσμένα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών λαμβάνουν υπόψη τις επιπτώσεις του κύκλου με ταυτόχρονη προσαρμογή ανάλογα με το εγχώριο κενό παραγωγής και το κενό παραγωγής των εμπορικών εταίρων· βλ. M. Salto και A. Turrini (2010), «Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment» («Σύγκριση εναλλακτικών μεθοδολογιών για την αξιολόγηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας»), European Economy, Discussion Paper 427/2010.

[23] Τα στοιχεία για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Κύπρου αναθεωρήθηκαν μετά την AMR του περασμένου έτους και πλέον δείχνουν έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εντός του κατώτατου ορίου κατά τα τρία έτη έως το 2017, γεγονός που δεν ίσχυε πέρυσι.

[24] Για τις μεθοδολογίες σχετικά με τα ειδικά ανά χώρα προληπτικά όρια για την NIIP, βλ. υποσημείωση **Error! Bookmark not defined.**. Η απόκλιση μεταξύ των πραγματικών ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και εκείνων που απαιτούνται για τη σταθεροποίηση της NIIP εξαρτάται σε καθοριστικό βαθμό από το υπό εξέταση χρονικό διάστημα. Για παράδειγμα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που απαιτείται για τη σταθεροποίηση της NIIP της Ελλάδας πάνω από το κατώτατο όριο του -35 % του ΑΕΠ του πίνακα αποτελεσμάτων σε ορίζοντα 20 ετών θα ήταν ένα πλεόνασμα περίπου στο 1 % του ΑΕΠ· βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2019), «Έκθεση ενισχυμένης εποπτείας: Ελλάδα, Νοέμβριος 2019», European Economy, Institutional Paper 116, Νοέμβριος 2019.

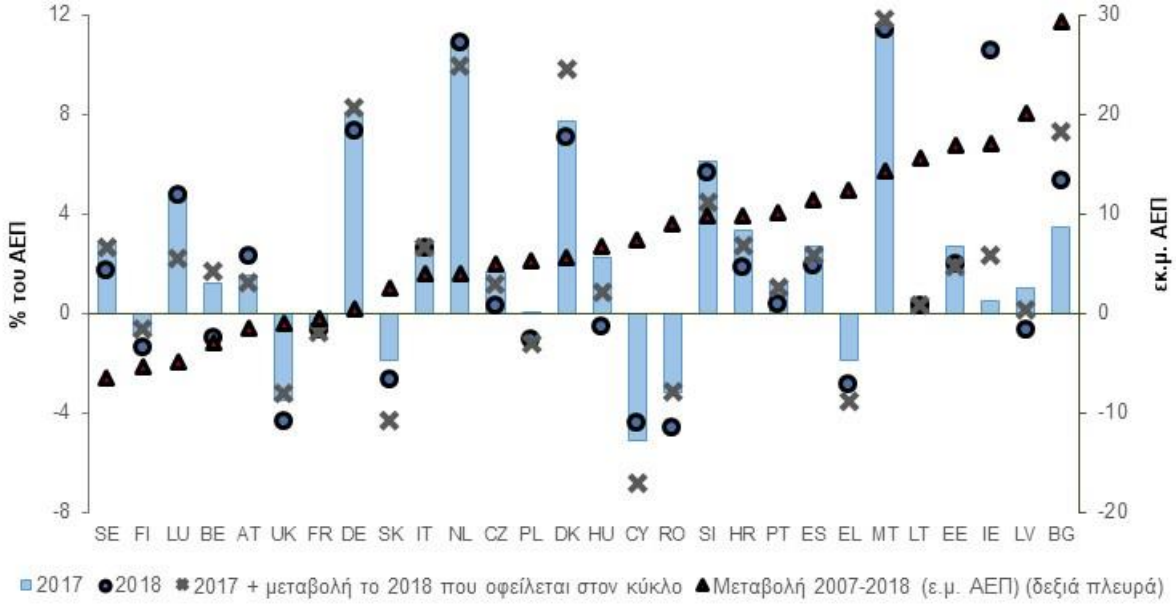
- **Τα μεγάλα πλεονάσματα εξακολουθούν να συμβάλλουν σε μεγάλες θετικές NIIP.** Με εξαίρεση τη Μάλτα, τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που βρίσκονται πάνω από το κατώτατο όριο του πίνακα αποτελεσμάτων βρίσκονται επίσης πάνω από επίπεδα που δικαιολογούνται με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη (διάγραμμα 8). Σε όλες τις περιπτώσεις, τα πλεονάσματα που βρίσκονται πάνω από το κατώτατο όριο του πίνακα αποτελεσμάτων βρίσκονται επίσης πάνω από επίπεδα που επιτρέπουν τη σταθεροποίηση της ήδη μεγάλης NIIP στο τρέχον επίπεδο σε ορίζοντα 10 ετών.

Διάγραμμα 8: Ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και δείκτες αναφοράς το 2018



Πηγή: Eurostat (δεδομένα BPM6) και υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Οι χώρες κατατάσσονται με βάση το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το 2018. *Κυκλικά προσαρμοσμένα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών*: βλ. υποσημείωση 22. *Κανόνες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών*: βλ. υποσημείωση 21. Η τιμή αναφοράς για το *ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για τη σταθεροποίηση της NIIP* ορίζεται ως το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που απαιτείται για να σταθεροποιηθεί η NIIP στο σημερινό επίπεδο κατά τη διάρκεια των επόμενων 10 ετών ή, εάν η τρέχουσα NIIP βρίσκεται κάτω από το ειδικό ανά χώρα προληπτικό όριο, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που απαιτείται για να επιτευχθεί το εν λόγω προληπτικό όριο της NIIP κατά τη διάρκεια των επόμενων 10 ετών (βλ. υποσημείωση 26).

Διάγραμμα 9: Εξέλιξη των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών



Πηγή: Eurostat και υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: Οι χώρες κατατάσσονται κατ' αύξουσα σειρά της μεταβολής του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως προς το ΑΕΠ μεταξύ 2007 και 2018. Η *μεταβολή που οφείλεται στον κύκλο* υπολογίζεται ως η μεταβολή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών η οποία δεν εξηγείται από τη μεταβολή του κυκλικά προσαρμοσμένου ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών·

Το 2018 οι ΝΙΙΡ βελτιώθηκαν με ταχύτερο ρυθμό στα περισσότερα κράτη μέλη, ωστόσο εξακολουθούν να υφίστανται μεγάλα αποθέματα αρνητικών εξωτερικών υποχρεώσεων σε ορισμένα από αυτά. Οι βελτιώσεις των ΝΙΙΡ συνεχίστηκαν το 2018 χάρη σε συνετά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, στην αύξηση του ΑΕΠ και σε σημαντικά θετικά αποτελέσματα αποτίμησης σε ορισμένες χώρες (διαγράμματα 10 και 11). Ωστόσο, οι ΝΙΙΡ παραμένουν σε μεγάλο βαθμό αρνητικές σε ορισμένες χώρες της ΕΕ. Το 2018, 12 κράτη μέλη κατέγραψαν ΝΙΙΡ χειρότερες από το κατώτατο όριο του πίνακα αποτελεσμάτων του -35 % του ΑΕΠ, ένα λιγότερο από ό,τι το 2017. Σε χώρες με ευρέως αρνητικές ΝΙΙΡ, οι τιμές βρίσκονται κάτω από το επίπεδο που θα ήταν δυνατό να δικαιολογηθούν με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη («κανόνες της ΝΙΙΡ») και, σε ορισμένες περιπτώσεις, κάτω από τα προληπτικά όρια[25]. Σε ορισμένες χώρες, το απόθεμα εξωτερικών υποχρεώσεων είναι μεγάλο ακόμη και όταν υπολογίζεται αφαιρουμένων των ΑΞΕ και άλλων μέσων με μηδενική πιθανότητα αθέτησης (NENDI)[26].

[25] Οι σύμφωνες με τα θεμελιώδη μεγέθη ΝΙΙΡ («κανόνες της ΝΙΙΡ») λαμβάνονται ως διαχρονική σώρευση των κανόνων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (βλ. επίσης υποσημείωση**Error! Bookmark not defined.**). Τα προληπτικά όρια της ΝΙΙΡ καθορίζονται από τη μεγιστοποίηση της ικανότητας αυτής της ένδειξης να προβλέπει μια κρίση του ισοζυγίου πληρωμών, λαμβανομένων υπόψη των ειδικών ανά χώρα πληροφοριών που συνοψίζονται με βάση το κατά κεφαλήν εισόδημα. Σχετικά με τη μεθοδολογία υπολογισμού των αποθεμάτων ΝΙΙΡ σύμφωνα με τα θεμελιώδη μεγέθη, βλ. A. Turrini και S. Zeugner (2019), «Benchmarks for Net International Investment Positions» («Δείκτες αναφοράς για τις καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις»), European Economy, Discussion Paper 097/2019.

[26] Η NENDI αποτελεί υποσύνολο της ΝΙΙΡ από το οποίο εξαιρούνται τα αμιγώς μετοχικά στοιχεία, δηλαδή μετοχές και μετοχικό κεφάλαιο άμεσων ξένων επενδύσεων (ΑΞΕ), και το ενδοεταιρικό διασυνοριακό χρέος ΑΞΕ, και αναπαριστά την ΝΙΙΡ εξαιρουμένων των μέσων που δεν είναι δυνατό να αποτελέσουν αντικείμενο αθέτησης. Βλ., επίσης Ευρωπαϊκή Επιτροπή, «Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard» («Προβλεπόμενη αναθεώρηση επιλεγμένων βοηθητικών δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ»), τεχνική

- Ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, όπως η Κύπρος, η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία, εξακολουθούν να έχουν **σε μεγάλο βαθμό αρνητικές NIIP**, κάτω του -100 % του ΑΕΠ. Στις χώρες αυτές, οι NIIP βρίσκονται πολύ χαμηλότερα από τους δείκτες αναφοράς, τόσο τους κανόνες της NIIP όσο και τα προληπτικά όρια. Στην Κύπρο και την Ιρλανδία, τα επίπεδα NIIP αντικατοπτρίζουν επίσης τη σημασία των ισολογισμών πολυεθνικών εταιρειών και των διασυνοριακών εταιρικών οικονομικών σχέσεων. Αυτές οι τέσσερις χώρες, μαζί με την Ισπανία, εμφανίζουν ισχυρή συχνότητα δανειακών υποχρεώσεων στις NIIP τους, όπως υποδηλώνεται από την πολύ αρνητική NIIP εξαιρουμένων των μέσων με μηδενική πιθανότητα αθέτησης (NENDI). Στην Ελλάδα, το μεγάλο εξωτερικό δημόσιο χρέος, σε πολλές περιπτώσεις με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους, αντιστοιχεί στο μεγαλύτερο μέρος της NIIP[27]. Μεγάλο μερίδιο της NIIP της Κύπρου συνδέεται με τις θέσεις του ισολογισμού μη χρηματοοικονομικών, πλοιοκτητριών εταιρειών ειδικού σκοπού.

- Σε χώρες με **περισσότερο μετρίως αρνητικές NIIP**, ωστόσο χειρότερες από το -35 % του ΑΕΠ, οι NIIP τείνουν επίσης να βρίσκονται κάτω από επίπεδα που αναμένονται με βάση τα ειδικά ανά χώρα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Πρόκειται για την περίπτωση της Βουλγαρίας, της Κροατίας, της Ουγγαρίας, της Λετονίας, της Πολωνίας, της Ρουμανίας και της Σλοβακίας. Σε μερικές περιπτώσεις, οι NIIP είναι επίσης χειρότερες από τα προληπτικά όρια. Ωστόσο, καθώς πολλές από αυτές τις χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης και τις χώρες της Βαλτικής είναι μεγάλες αποδέκτριες ΑΞΕ, η NIIP βελτιώνεται σημαντικά αν υπολογιστεί εξαιρουμένων των μέσων με μηδενική πιθανότητα αθέτησης (NENDI)[28]. Άλλες χώρες της ΕΕ καταγράφουν αρνητικές NIIP άνω του -35 % του ΑΕΠ, αλλά κάτω από τους αντίστοιχους κανόνες (Τσεχία, Εσθονία, Λιθουανία και Σλοβενία), αντικατοπτρίζοντας επίσης σε μεγάλο βαθμό αποθέματα εισερχόμενων ΑΞΕ. Εντός αυτής της ομάδας, η Γαλλία ξεχωρίζει για τη μεγάλη σημασία των μέσων με μηδενική πιθανότητα αθέτησης για την αρνητική NIIP της.

- Οι περισσότερες από τις **μεγάλες θετικές NIIP** αυξήθηκαν περαιτέρω το 2018. Η Γερμανία, το Λουξεμβούργο, η Μάλτα και οι Κάτω Χώρες καταγράφουν θετικές NIIP στο 60 % του ΑΕΠ ή πάνω από αυτό, και η Δανία σχεδόν στο 50 % του ΑΕΠ[29]. Η κατάσταση αυτή αντικατοπτρίζει τα συνεχιζόμενα μεγάλα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επί σειρά ετών, γεγονός που οδήγησε στη συσσώρευση μεγάλης καθαρής θέσης έναντι του υπόλοιπου κόσμου. Αντίθετα, το Βέλγιο κατέγραψε πτώση της πολύ θετικής NIIP του, λόγω δυσμενών αποτελεσμάτων αποτίμησης. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις, οι αναγνώσεις των NIIP βρίσκονται εμφανώς πάνω από τους αντίστοιχους κανόνες, δηλαδή πολύ πέραν των επιπέδων που θα ήταν δυνατό να δικαιολογηθούν ή να αναμένονται με βάση τα ειδικά ανά χώρα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη.

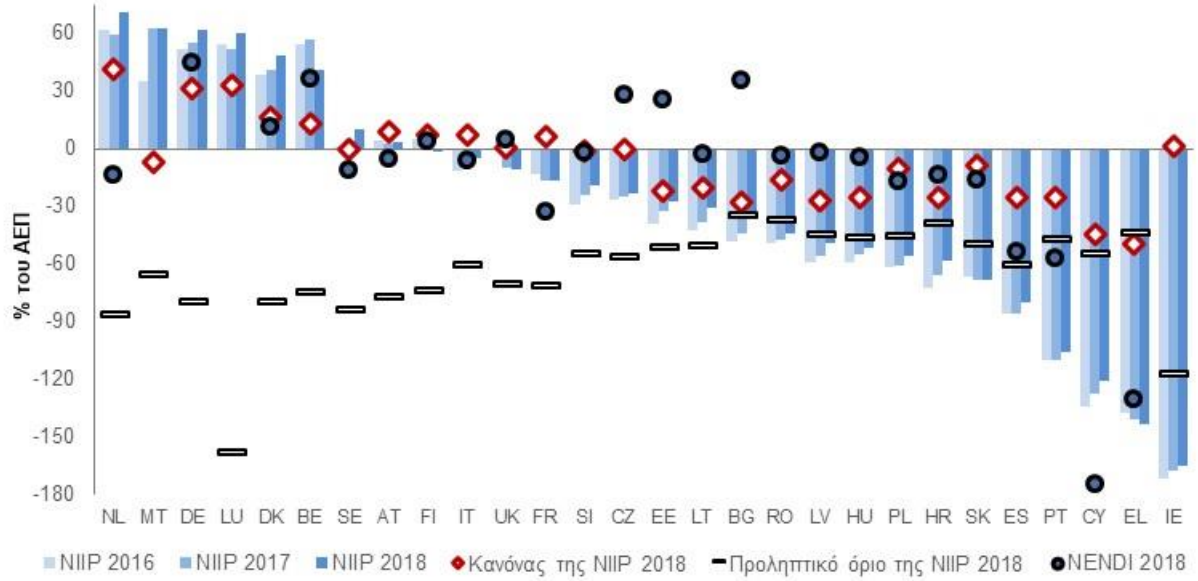
σημείωση· https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

[27] Από την εξέταση των στοιχείων ανά θεσμικό τομέα προκύπτει ότι η δημόσια NIIP αντιστοιχεί στο σύνολο της πολύ αρνητικής NIIP στην Ελλάδα —διότι το δημόσιο χρέος ανήκει σε μεγάλο βαθμό σε αλλοδαπούς, καθοριστικά συμπεριλαμβανομένων των επίσημων δανειστών— ενώ η υπόλοιπη οικονομία, δηλαδή τα νοικοκυριά, οι μη χρηματοοικονομικές και οι χρηματοοικονομικές εταιρείες, συμπεριλαμβανομένων των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καταγράφει θετική NIIP. Στην Κύπρο, την Πορτογαλία και την Ισπανία, η δημόσια NIIP αντιστοιχεί σε μεγάλο μερίδιο της NIIP της οικονομίας, αλλά η υπόλοιπη οικονομία εξακολουθεί να εμφανίζει σαφώς αρνητική NIIP.

[28] Οι εξελίξεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών συνάδουν με τη σταθερότητα της εξωτερικής θέσης για αυτές τις χώρες, εκτός από τη Ρουμανία, όπου η αναμενόμενη περαιτέρω επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ενδέχεται να οδηγήσει επίσης σε επιδείνωση της NIIP.

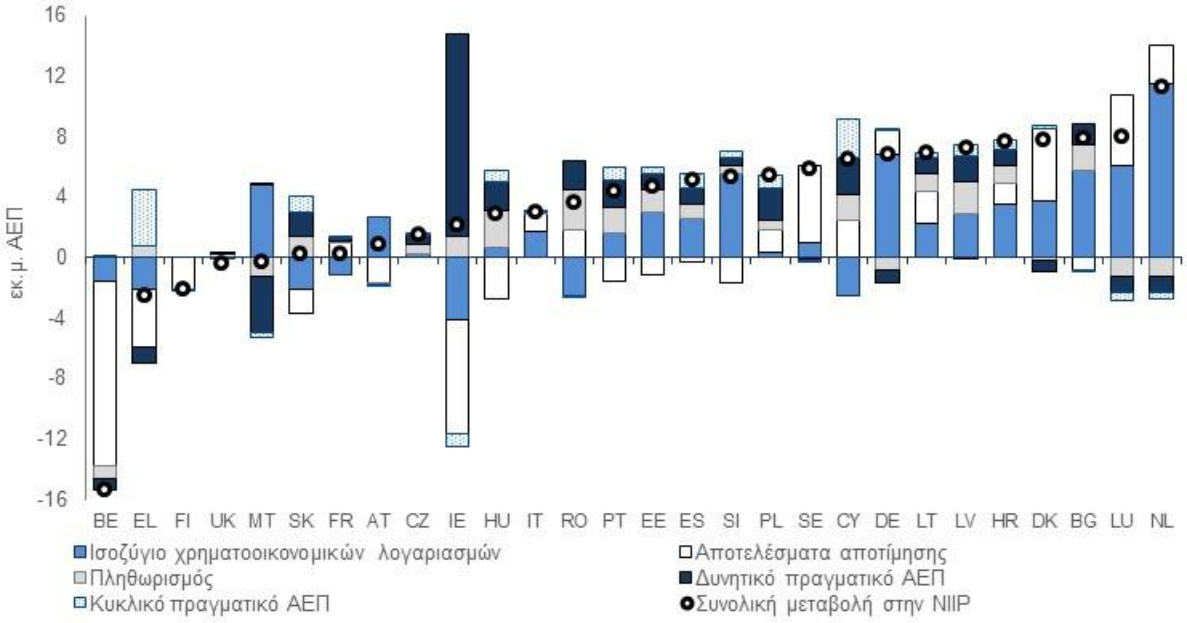
[29] Η σημασία της NENDI ποικίλλει σημαντικά σε όλη αυτήν την ομάδα χωρών, γεγονός που αντικατοπτρίζει επίσης τη σημασία των χρηματοπιστωτικών τους κέντρων, όπως στο Λουξεμβούργο και τη Μάλτα, ή τις εξωτερικές δανειακές υποχρεώσεις των εδρών τραπεζών και πολυεθνικών εταιρειών, όπως στις Κάτω Χώρες.

Διάγραμμα 10: Καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις (NIIP) και δείκτες αναφοράς το 2018



Πηγή: Eurostat (BPM6, ΕΣΛ10), υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: οι τιμές της NENDI για την Ιρλανδία, το Λουξεμβούργο και τη Μάλτα είναι εκτός κλίμακας. Οι χώρες παρατίθενται κατά φθίνουσα σειρά του δείκτη NIIP ως προς το ΑΕΠ το 2018. Η NENDI είναι η NIIP εξαιρουμένων των μέσων με μηδενική πιθανότητα αθέτησης. Σχετικά με τις έννοιες του κανόνα της NIIP και του προληπτικού ορίου της NIIP, βλ. υποσημείωση 26.

Διάγραμμα 11: Δυναμική των καθαρών διεθνών επενδυτικών θέσεων (NIIP) το 2018



Πηγή: Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά αύξουσα σειρά της μεταβολής του δείκτη NIIP ως προς το ΑΕΠ το 2018. Το γράφημα απεικονίζει την ανάλυση της ετήσιας εξέλιξης του δείκτη NIIP ως προς το ΑΕΠ σε πέντε συνιστώσες: Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών λογαριασμών, το οποίο θα πρέπει να ισούται με το άθροισμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και του ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίων· τη δυνητική και κυκλική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ· τον πληθωρισμό· και τις μεταβολές αποτίμησης. Η κυκλική συνιστώσα της αύξησης του ΑΕΠ υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ της πραγματικής και της δυνητικής ανάπτυξης.

Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (ΚΕΑΜΠ) αυξάνεται με επιταχυνόμενο ρυθμό σε ορισμένα κράτη μέλη της ΕΕ. Το 2018, ο πίνακας αποτελεσμάτων δείχνει αύξηση του ΚΕΑΜΠ πάνω από το όριο σε 8 χώρες, διπλάσιες σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη. Η επιτάχυνση του ΚΕΑΜΠ ξεκίνησε γύρω στο 2013, αρχικά στις οικονομίες της Βαλτικής, λίγο αργότερα σε ορισμένες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, με κάποιες ενδείξεις επιτάχυνσης να γίνονται ορατές και σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Τα στοιχεία προβλέψεων για το 2019 υποδεικνύουν κάποια συγκράτηση της αύξησης του ΚΕΑΜΠ σε χώρες όπου ήταν σημαντικότερες οι απώλειες ανταγωνιστικότητας κόστους τα τελευταία έτη, αλλά υπάρχουν και περιπτώσεις όπου η αύξηση του ΚΕΑΜΠ φαίνεται να επιταχύνεται περαιτέρω (διάγραμμα 12).

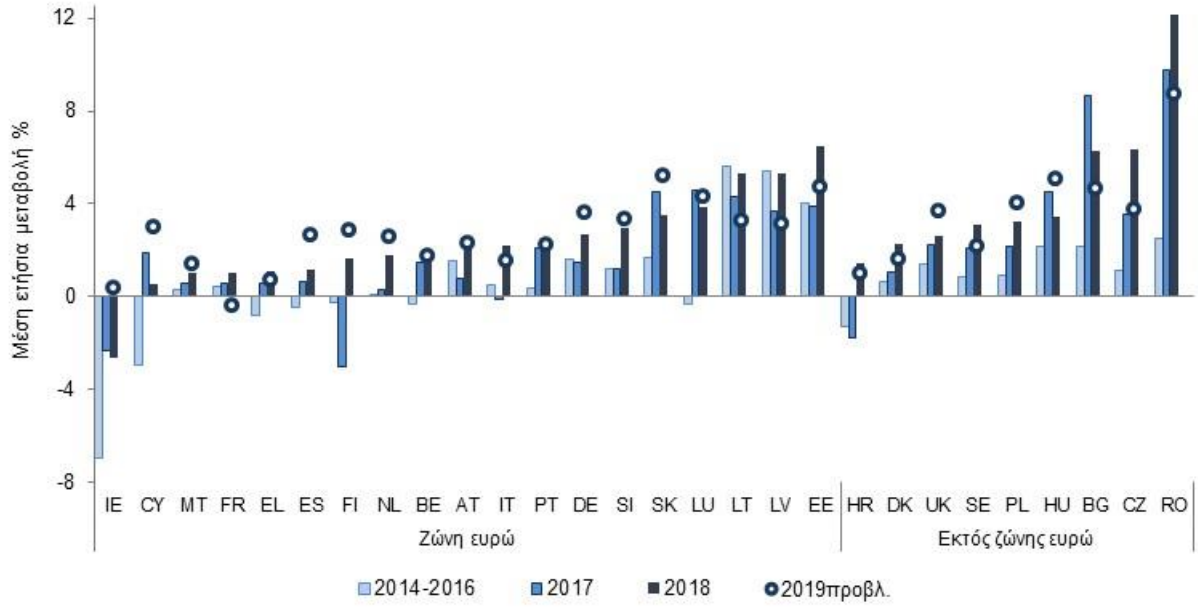
- **Επιταχύνσεις του ΚΕΑΜΠ παρατηρήθηκαν σε περισσότερα κράτη μέλη.** Η αύξηση του ΚΕΑΜΠ ήταν ιδιαίτερα έντονη σε ορισμένες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης και τις χώρες της Βαλτικής, ιδίως τη Ρουμανία, καθώς και τη Βουλγαρία, την Τσεχία, την Εσθονία, την Ουγγαρία, τη Λετονία, τη Λιθουανία και τη Σλοβακία. Σε όλες αυτές τις χώρες, ο πίνακας αποτελεσμάτων δείχνει αύξηση του ΚΕΑΜΠ πάνω από το όριο. Ενώ για τις περισσότερες από αυτές αναμένεται κάποια επιβράδυνση του ΚΕΑΜΠ το 2019, το ΚΕΑΜΠ αναμένεται φέτος να επιταχυνθεί περαιτέρω στην Ουγγαρία και τη Σλοβακία. Η αύξηση του ΚΕΑΜΠ παρέμεινε σχετικά μέτρια, αν και υψηλότερη σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, σε καθαρές οφειλέτριες χώρες της ζώνης του ευρώ, ιδίως στην Κύπρο, την Ελλάδα και την Ισπανία. Η Πορτογαλία κατέγραψε αύξηση του ΚΕΑΜΠ πάνω από τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Εν τέλει, το ΚΕΑΜΠ αυξήθηκε ελαφρώς και στις μεγάλες καθαρές πιστώτριες χώρες. Η Γερμανία κατέγραψε τη μεγαλύτερη επιτάχυνση του ΚΕΑΜΠ ανάμεσα στις μεγάλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ.
- **Η έντονη αύξηση του ΚΕΑΜΠ οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην εκ νέου αύξηση των μισθών εν μέσω στενότητας της αγοράς εργασίας**. Το 2018, η αύξηση των ονομαστικών μισθών είναι ο σημαντικότερος παράγοντας που εξηγεί την αύξηση του ΚΕΑΜΠ (διάγραμμα 13). Μετά την οικονομική ανάκαμψη, την αύξηση της απασχόλησης και τη μείωση των ποσοστών ανεργίας ακολούθησε επιταχυνόμενη αύξηση των μισθών, γεγονός που αντικατοπτρίζει τη δυναμική της καμπύλης Phillips. Ωστόσο, από την ανάκαμψη και μετά, η αύξηση των πραγματικών μισθών ήταν χαμηλότερη από την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας έως το 2017, ενώ η αντιστροφή ξεκίνησε μόλις το 2018. Γενικά, η αύξηση του ΚΕΑΜΠ τείνει να είναι ισχυρότερη στις χώρες με χαμηλότερη ανεργία, με ελλείψεις δεξιοτήτων, με ελλείψεις στην προσφορά εργατικού δυναμικού, ενώ η δυναμική κάλυψης της υστέρησης διαδραματίζει επίσης ρόλο ιδίως στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη[30]. Τα χρονοδιαγράμματα των επιταχύνσεων του ΚΕΑΜΠ αντικατοπτρίζουν επίσης τα χρονοδιαγράμματα των βελτιώσεων στην αγορά εργασίας, καθώς οι χώρες που εμφάνισαν νωρίτερα επιταχύνσεις του ΚΕΑΜΠ ήταν εκείνες που επηρεάστηκαν λιγότερο από την ύφεση λόγω της κρίσης χρέους της ζώνης του ευρώ το 2011 και στις οποίες η ανεργία άρχισε να μειώνεται νωρίτερα.
- **Η υποτονική παραγωγικότητα της εργασίας διαδραματίζει αυξανόμενο ρόλο στις επιταχύνσεις του ΚΕΑΜΠ**. Στην πτωτική πορεία της αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας οφείλεται σε μεγάλο βαθμό η επιτάχυνση του ΚΕΑΜΠ μεταξύ 2017 και 2018. Η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας ξανάρχισε στις περισσότερες χώρες της ΕΕ με την οικονομική ανάκαμψη, ύστερα από την αισθητή της επιβράδυνση τα έτη της βαθιάς οικονομικής κρίσης

[30] Βλ. G. Brunello και P. Wruuck, «Skill mismatch in Europe: A survey of the literature», IZA Discussion Paper Series 12346, 2019· A. Kiss και A. Vandeplas, «Measuring skills mismatch. DG EMPL Analytical webnote 7/2015», Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2015; Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2018), «Labour market and wage developments in Europe· Ετήσιες επισκοπήσεις του 2018 και του 2019».

(Γράφημα 14). Η ανάκαμψη της παραγωγικότητας της εργασίας συνδέθηκε κυρίως με την αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής (ΣΠΣΠ), ενώ η κεφαλαιακή ένταση συνέβαλε λιγότερο στην αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας σε σύγκριση με την περίοδο προ κρίσης. Η κεφαλαιακή ένταση δείχνει το μέσο κεφάλαιο ανά εργαζόμενο να αυξάνεται με χαμηλό ρυθμό ή να μειώνεται λόγω της ισχυρής αύξησης της απασχόλησης, καθώς και των χαμηλών επενδύσεων. Τα τελευταία χρόνια, η παραγωγικότητα της εργασίας αυξήθηκε με ρυθμούς χαμηλότερους από εκείνους που καταγράφηκαν την περίοδο προ κρίσης, τόσο λόγω της πιο μέτριας αύξησης της ΣΠΣΠ όσο και της ασθενέστερης κεφαλαιακής έντασης.

- **Η τάση αύξησης του ΚΕΑΜΠ αποσυνδέεται όλο και περισσότερο από τις ανάγκες επανεξισορρόπησης.** Το 2018, το ΚΕΑΜΠ αυξήθηκε σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ, με μικρή μόνο διαφοροποίηση ανάμεσα στις καθαρές πιστώτριες και τις καθαρές οφειλέτριες χώρες. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα έτη μετά την κρίση, όταν το ΚΕΑΜΠ παρουσίαζε πιο έντονη επιτάχυνση στις καθαρές πιστώτριες χώρες. Καθώς οι αγορές εργασίας άρχισαν σταδιακά να στενεύουν και σε χώρες που υπέστησαν αναστροφή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το κόστος εργασίας άρχισε να αυξάνεται και σε αυτές τις χώρες, και το χάσμα έναντι των καθαρών πιστωτριών χωρών άρχισε να μειώνεται (βλ. επίσης τμήμα 2). Στο μέλλον, όπως συμβαίνει στις καθαρές οφειλέτριες χώρες, όπου το περιθώριο για περαιτέρω στενότητα της αγοράς εργασίας είναι μεγαλύτερο, η δυναμική της ανταγωνιστικότητας θα μπορούσε να καταστεί όλο και λιγότερο ευνοϊκή για την επανεξισορρόπηση, λόγω τόσο της σχετικά ισχυρότερης αύξησης των μισθών όσο και της πιο συγκρατημένης αύξησης της παραγωγικότητας εξαιτίας της μειωμένης συμβολής της ενίσχυσης της κεφαλαιακής έντασης.

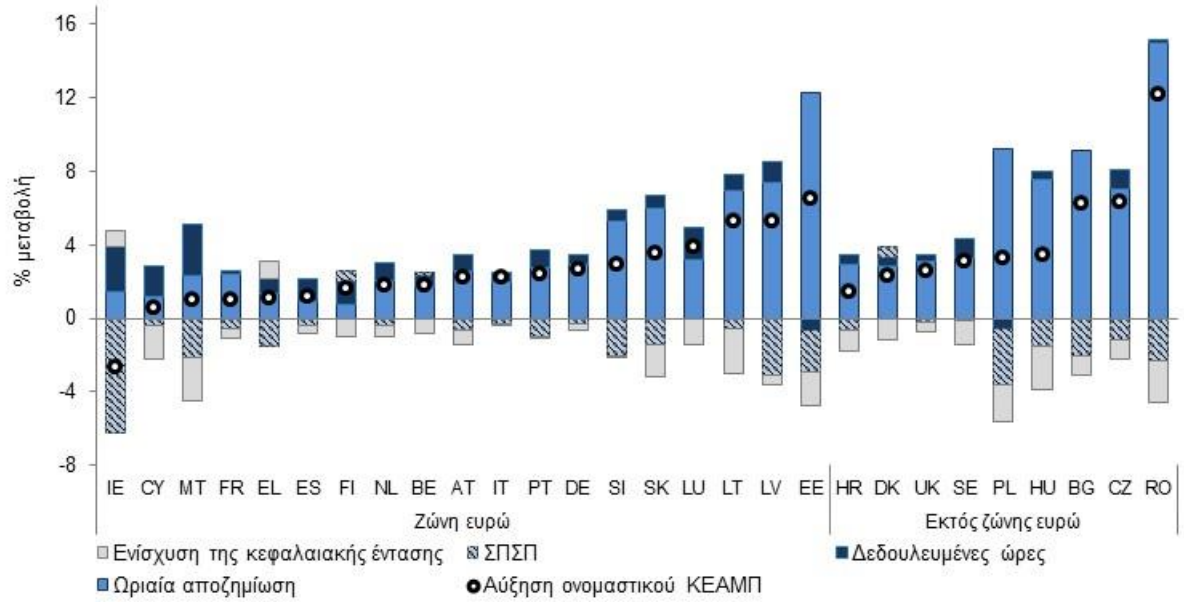
Διάγραμμα 12: Αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος τα τελευταία έτη



Πηγή: AMECO· Τα στοιχεία για το 2019 προέρχονται από τις φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2019.

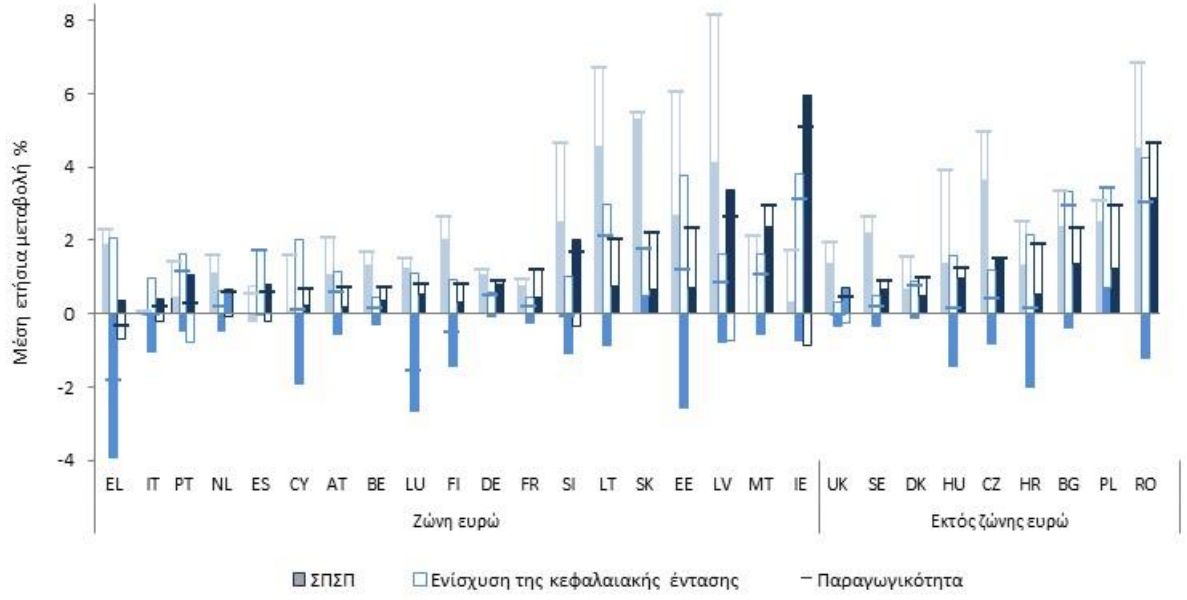
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά αύξουσα σειρά της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2018.

Διάγραμμα 13: Ανάλυση της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, 2018



Πηγή: AMECO και υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά αύξουσα σειρά με βάση την αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2018. Η ανάλυση βασίζεται στην τυποποιημένη ανάλυση της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε ονομαστική ωριαία αποζημίωση και παραγωγικότητα της εργασίας, ενώ η τελευταία αναλύεται περαιτέρω στη συμβολή των δεδουλευμένων ωρών, στη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής και στη συσσώρευση κεφαλαίων με τη χρήση τυποποιημένου πλαισίου υπολογισμού της αύξησης.

Διάγραμμα 14: Ανάλυση της αύξησης της παραγωγικότητας, 2002-2018



Πηγή: AMECO
Σημείωση: Η παραγωγικότητα της εργασίας υπολογίζεται με βάση το ΑΕΠ ανά απασχολούμενο. Τα δεδομένα για την παραγωγικότητα και τις υποσυνιστώσες της [συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής (ΣΠΣΠ) και ενίσχυση της κεφαλαιακής έντασης] αναφέρονται σε τρεις περιόδους όπως παρουσιάζονται από τα αριστερά προς τα δεξιά: 2002-2007 (γαλάζιες ράβδοι και δείκτες), 2007-2012 (μπλε) και 2012-2018 (σκούρο μπλε).

Οι απώλειες ανταγωνιστικότητας κόστους άρχισαν να αποτυπώνονται επίσης στις μετρήσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΠΣΣΙ), οι οποίες αντικατοπτρίζουν εν μέρει τις ανατιμήσεις σε ονομαστικούς όρους. Μέχρι πρόσφατα, η αύξηση του ΚΕΑΜΠ αποτυπωνόταν οριακά μόνο στην αύξηση των ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ, κυρίως λόγω της σχετικά ισχυρής αύξησης του κόστους και των τιμών σε χώρες εταίρους εκτός ΕΕ και της υποτίμησης που υπέστη το ευρώ στις αρχές της δεκαετίας και το 2015. Πιο πρόσφατα, οι ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ άρχισαν να παρουσιάζουν επιδείνωση, που αποτυπώνεται εν μέρει στις μετρήσεις ΠΣΣΙ που προέκυψαν από διάφορους αποπληθωριστές (ΑΕΠ ή κατανάλωση), λόγω της σταθερής αύξησης του ΚΕΑΜΠ και της ανατίμησης του ευρώ μεταξύ 2016 και 2018. Το γεγονός αυτό οδήγησε το 2018 σε αύξηση των κρατών μελών των οποίων ο πίνακας αποτελεσμάτων δείχνει αύξηση της ΠΣΣΙ πάνω από το όριο. Επί του παρόντος, μόνο ένα κράτος μέλος βρίσκεται κάτω από το κατώτερο όριο λόγω υποτίμησης (το Ηνωμένο Βασίλειο), ενώ 5 άλλα υπερέβησαν το όριο για ανατιμήσεις (Βέλγιο, Τσεχία, Εσθονία, Γερμανία και Λιθουανία).

- **Οι ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ αυξάνονται στα περισσότερα κράτη μέλη και επιταχύνονται σε σύγκριση με τα πρόσφατα έτη**. Ορισμένες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης εμφανίζουν τη μεγαλύτερη ανάπτυξη από το 2016, ιδίως οι χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, αλλά παρατηρείται σημαντική αύξηση σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, ιδίως στις χώρες της Βαλτικής, αλλά και στη Γερμανία, το Λουξεμβούργο, την Πορτογαλία και τη Σλοβακία (διάγραμμα 15).

- **Οι πραγματικές ανατιμήσεις που σημειώθηκαν μεταξύ 2016 και 2018 οφείλονται εν μέρει στις ονομαστικές ανατιμήσεις.** Ωστόσο, η τάση αυτή σταμάτησε και αντιστράφηκε ελαφρά το 2019. Εκτός της ζώνης του ευρώ, η Βουλγαρία και η Τσεχία παρουσίασαν τις μεγαλύτερες αυξήσεις της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (NEER) μεταξύ 2016 και 2018, ενώ στη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο σημειώθηκαν υποτιμήσεις.

- **Τα περιθώρια τιμών-κόστους ενδέχεται να έχουν υποστεί συμπίεση**, καθώς η ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ αυξήθηκε γενικά περισσότερο από τις ΠΣΣΙ βάσει του ΑΕΠ του αποπληθωριστή ΕνΔΤΚ. Παρατηρήθηκαν σημαντικά κενά μεταξύ των ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ και των αποπληθωριστών ΑΕΠ, ιδίως στη Βουλγαρία, την Τσεχία, τη Λετονία, τη Λιθουανία, τη Ρουμανία και τη Σλοβακία[31]. Παρά την υποτονική δυναμική του πληθωρισμού, λόγω των ονομαστικών ανατιμήσεων, **οι περισσότερες χώρες της ΕΕ κατέγραψαν απώλειες ανταγωνιστικότητας, όπως μετρώνται από την ΠΣΣΙ βάσει του ΕνΔΤΚ**.

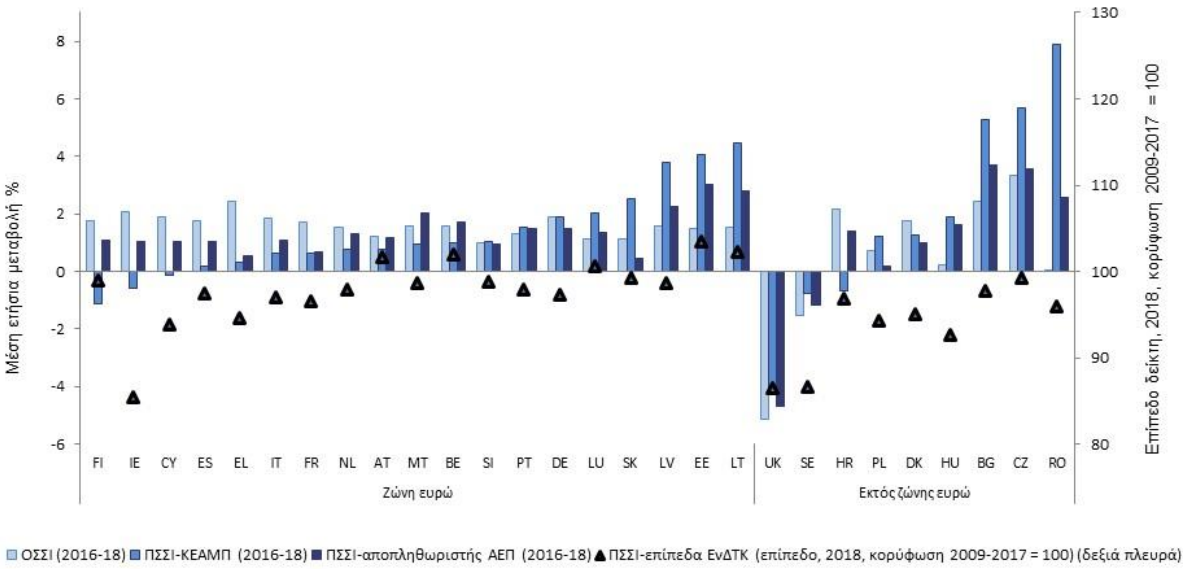
- Παρά τις πρόσφατες αυτές απώλειες, **στις περισσότερες χώρες, η τρέχουσα θέση ανταγωνιστικότητας παραμένει πιο ευνοϊκή απ' ό,τι πριν από την κρίση**, δεδομένου ότι το επίπεδο της ΠΣΣΙ βάσει του ΕνΔΤΚ βρίσκεται συχνά κάτω από τα ανώτατα επίπεδα που καταγράφηκαν πρόσφατα. Ωστόσο, σε ορισμένες χώρες, κυρίως στην Αυστρία, το Βέλγιο, την Εσθονία και τη Λιθουανία, τα τρέχοντα αριθμητικά στοιχεία για την ΠΣΣΙ βάσει του ΕνΔΤΚ βρίσκονται πάνω από τα πρόσφατα ανώτατα επίπεδα, αντικατοπτρίζοντας παρατεταμένες ανατιμήσεις.

- Οι πραγματικές υποτιμήσεις τείνουν να συμπίπτουν, στις περισσότερες περιπτώσεις, με μείωση της σχετικής τιμής των μη εμπορεύσιμων αγαθών και **αύξηση του μεριδίου των εμπορεύσιμων αγαθών στην οικονομία**, με αποτέλεσμα να βελτιωθεί η δυναμική της ανάπτυξης που βασίζεται στις εξαγωγές. Τα στοιχεία συχνά επιβεβαιώνουν αυτή την τάση, η οποία φαίνεται, ωστόσο, να

[31] Παρότι η συμπίεση των περιθωρίων δεν επιτρέπει στην ανταγωνιστικότητα κόστους να επηρεάσει τους όρους εμπορίου, περιορίζοντας έτσι τις επιπτώσεις στις εμπορικές ροές σε κλάδους που χαρακτηρίζονται από διαφοροποίηση προϊόντων και τιμολόγηση με βάση την αγορά, η σταθερά μειωμένη κερδοφορία συνεπάγεται, με την πάροδο του χρόνου, συρρίκνωση του τομέα των εμπορεύσιμων αγαθών.

επιβραδύνεται ή ακόμη και να αντιστρέφεται σε ορισμένες χώρες της ΕΕ, ιδίως της Βαλτικής (διάγραμμα 16).

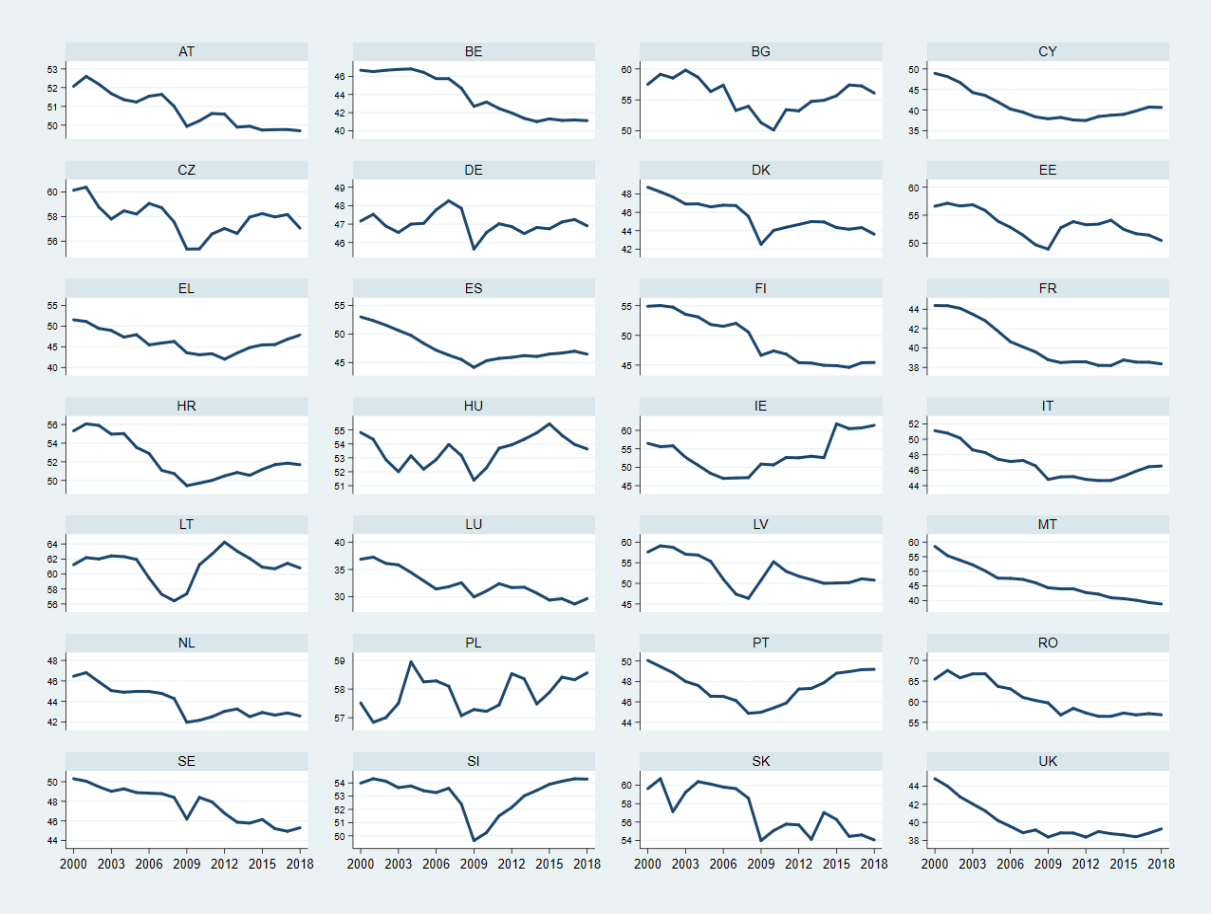
Διάγραμμα 15: Δυναμική της ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΟΣΣΙ και ΠΣΣΙ)



Πηγή: AMECO

Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά αύξουσα σειρά της μέσης ετήσιας μεταβολής της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΠΣΣΙ) με βάση την αύξηση του ΚΕΑΜΠ από το 2016 έως το 2018. Οι ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ και του αποπληθωριστή ΑΕΠ και η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΟΣΣΙ) υπολογίζονται έναντι 37 εμπορικών εταίρων, ενώ η ΠΣΣΙ βάσει του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) υπολογίζεται έναντι 42 εμπορικών εταίρων.

Διάγραμμα 16: Το μερίδιο των εμπορεύσιμων αγαθών στην οικονομία



Πηγή: AMECO

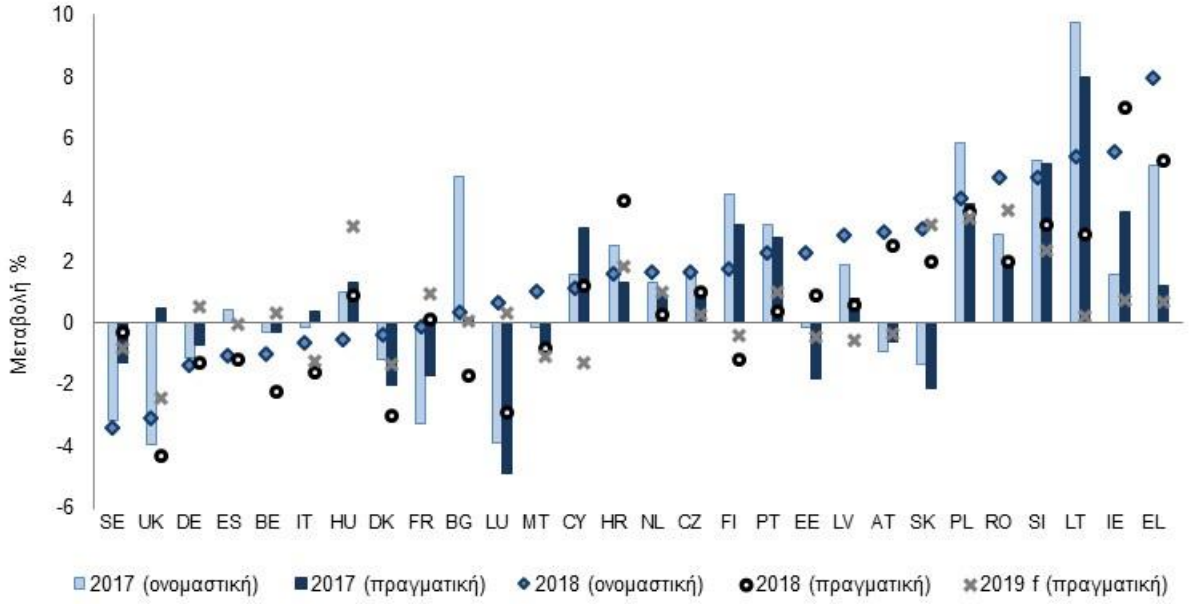
Σημείωση: το μερίδιο των εμπορεύσιμων αγαθών στην οικονομία (γεωργία, μεταποίηση και εμπόριο, υπηρεσίες μεταφορών και επικοινωνιών) υπολογίζεται ως το μερίδιο της προστιθέμενης αξίας των εμπορεύσιμων αγαθών στη συνολική προστιθέμενη αξία της οικονομίας (%).

Το μερίδιο εξαγωγικών αγορών αυξήθηκε στα περισσότερα κράτη μέλη το 2018. Οι σωρευμένες πενταετείς μεταβολές των μεριδίων εξαγωγικών αγορών στον πίνακα αποτελεσμάτων δείχνουν θετικές τιμές στις περισσότερες χώρες της ΕΕ. Μόνο σε ένα κράτος μέλος (Σουηδία) καταγράφηκαν απώλειες που υπερβαίνουν το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Τα πρόσφατα στοιχεία σε ετήσια βάση καταδεικνύουν, σε γενικές γραμμές, θετικούς ρυθμούς αύξησης των μεριδίων εξαγωγικών αγορών (διάγραμμα 17).

- Η πρόσφατη αύξηση του μεριδίου αγορών για τα κράτη μέλη της ΕΕ εξακολουθεί να συνδέεται εν μέρει με τη σχετικά έντονη εξαγωγική ζήτηση από περιοχές με στενούς εμπορικούς δεσμούς με χώρες της ΕΕ. Οι πρόσφατες μειώσεις της ΠΣΣΙ ενδέχεται να διαδραμάτισαν επίσης ρόλο. Τα μερίδια αγορών για τις χώρες της ΕΕ μειώθηκαν κατά την περίοδο μετά την κρίση και άρχισαν να βελτιώνονται με την ανάκαμψη της εξαγωγικής ζήτησης εντός της ΕΕ. Πιο πρόσφατα, η **επιβράδυνση του εμπορίου σε ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες** σε σύγκριση με το εμπόριο εντός της ΕΕ είναι πιθανό να εξηγεί την αύξηση του μεριδίου εξαγωγικών αγορών στις χώρες της ΕΕ κατά τα τελευταία έτη. Αυτό επιβεβαιώνεται από τις πιο περιορισμένες αυξήσεις του μεριδίου εξαγωγικών αγορών που μετρήθηκαν έναντι των χωρών του ΟΟΣΑ (πίνακας 2.1 στο παράρτημα). Λόγω της ανοδικής πορείας των ΠΣΣΙ, η αύξηση του μεριδίου εξαγωγικών αγορών φαίνεται πιο μέτρια όταν υπολογίζεται σε πραγματικούς όρους.

- **Το 2018, τα κράτη μέλη της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης κατέγραψαν τις μεγαλύτερες αυξήσεις του μεριδίου εξαγωγικών αγορών, συχνά όμως με σημαντικές επιβραδύνσεις**. Ορισμένες καθαρές πιστώτριες χώρες, μεταξύ των οποίων και η Γερμανία, βρίσκονται μεταξύ των χωρών που καταγράφουν απώλειες. Ανάμεσα στις καθαρές οφειλέτριες χώρες, τα μερίδια εξαγωγικών αγορών έχουν μειωθεί στην Ισπανία και τη Βουλγαρία, βρίσκονται σε επιβράδυνση στην Πορτογαλία, ενώ βελτιώσεις καταγράφονται στην Ελλάδα (με τη μεγαλύτερη αύξηση να καταγράφεται το 2018), τη Ρουμανία και την Κύπρο.

Διάγραμμα 17: Μεταβολές των μεριδίων εξαγωγικών αγορών



Πηγή: Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά αύξουσα σειρά της ετήσιας μεταβολής των ονομαστικών μεριδίων εξαγωγικών αγορών το 2018. Τα ονομαστικά μερίδια εξαγωγικών αγορών υπολογίζονται διαιρώντας τις εξαγωγές μιας χώρας σε τρέχουσες τιμές με τις παγκόσμιες εξαγωγές επίσης σε τρέχουσες τιμές. Η αύξηση των πραγματικών μεριδίων εξαγωγικών αγορών υπολογίζεται αφαιρώντας τον ρυθμό αύξησης των παγκόσμιων εξαγωγών σε όγκο από τον ρυθμό μεγέθυνσης της χώρας σε όγκο.

Οι δείκτες χρέους του ιδιωτικού τομέα παραμένουν υψηλοί σε ορισμένα κράτη μέλη σύμφωνα με τους διαθέσιμους δείκτες αναφοράς.

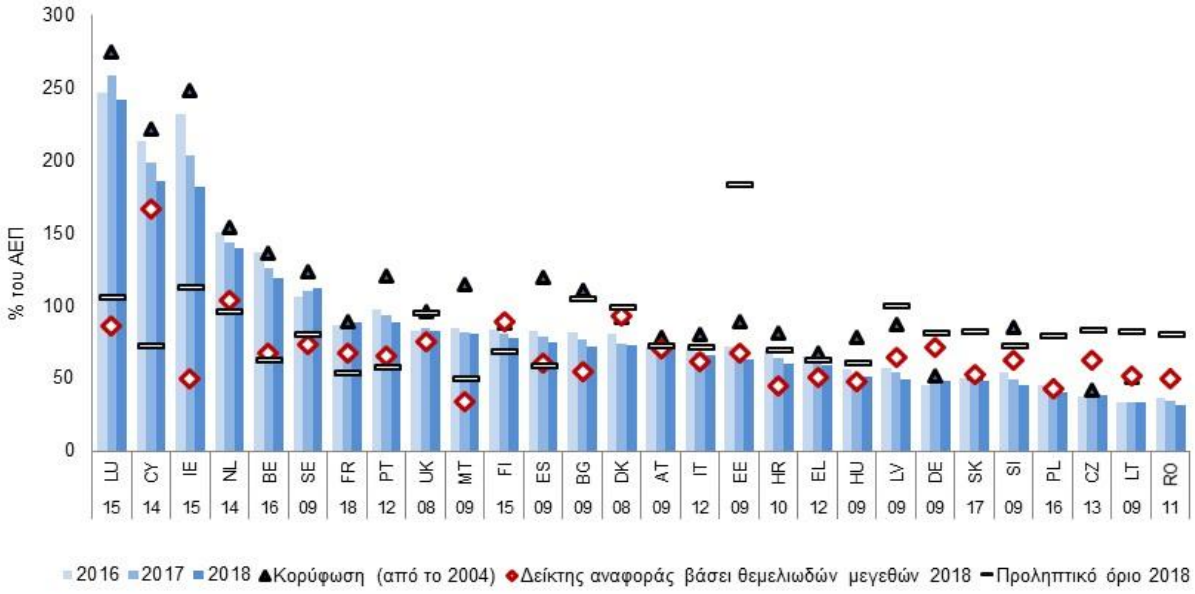
- **Δώδεκα κράτη μέλη υπερέβησαν το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων για το ιδιωτικό χρέος το 2018, όσα το 2016 και το 2017.** Οι δείκτες ιδιωτικού χρέους υπερβαίνουν το 200 % του ΑΕΠ στο Λουξεμβούργο, την Κύπρο, τις Κάτω Χώρες και την Ιρλανδία. Τα στοιχεία για το χρέος στις εν λόγω χώρες επηρεάζονται από τις ενδοεταιρικές διασυνοριακές συναλλαγές, που συνδέονται ιδίως με τη δραστηριότητα πολυεθνικών εταιρειών και φορέων ειδικού σκοπού. Οι δείκτες ιδιωτικού χρέους ως προς το ΑΕΠ στη Δανία και τη Σουηδία ανέρχονται ή προσεγγίζουν το 200 % του ΑΕΠ· στο Βέλγιο, τη Γαλλία, την Πορτογαλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, προσεγγίζουν ή υπερβαίνουν το 150 % του ΑΕΠ.

- Στην Κύπρο, τη Γαλλία, τις Κάτω Χώρες, την Πορτογαλία, την Ισπανία και τη Σουηδία, **τόσο τα νοικοκυριά όσο και οι μη χρηματοοικονομικές εταιρείες (ΜΧΕ)** συμβάλλουν στους μεγάλους δείκτες χρέους του ιδιωτικού τομέα (διαγράμματα 18 και 19). Στην Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο, τα μεγάλα αποθέματα ιδιωτικού χρέους οφείλονται στον υψηλό δανεισμό των

επιχειρήσεων· στη Δανία, τη Φινλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο οφείλονται στο χρέος των **νοικοκυριών.**

- **Οι διαφορές μεταξύ των χωρών όσον αφορά τα επίπεδα ιδιωτικού χρέους** πηγάζουν σε μεγάλο βαθμό από τις διαφορές βασικών παραγόντων που δικαιολογούν τη συσσώρευση χρέους, συμπεριλαμβανομένων των αναπτυξιακών και επενδυτικών προοπτικών, καθώς και της οικονομικής ανάπτυξης. Μια αξιολόγηση των επιπέδων χρέους θα πρέπει συνεπώς να λαμβάνει υπόψη τους παράγοντες αυτούς, καθώς και άλλα στοιχεία που επηρεάζουν τους κινδύνους που απορρέουν από το υψηλό χρέος με μακρόπνοη προοπτική[32]. Με βάση τα στοιχεία του 2018, όλες οι χώρες με ιδιωτικό χρέος άνω του ορίου του πίνακα αποτελεσμάτων υπερβαίνουν επίσης τους ειδικούς για κάθε χώρα προληπτικούς δείκτες αναφοράς και τους δείκτες αναφοράς βάσει θεμελιωδών μεγεθών.

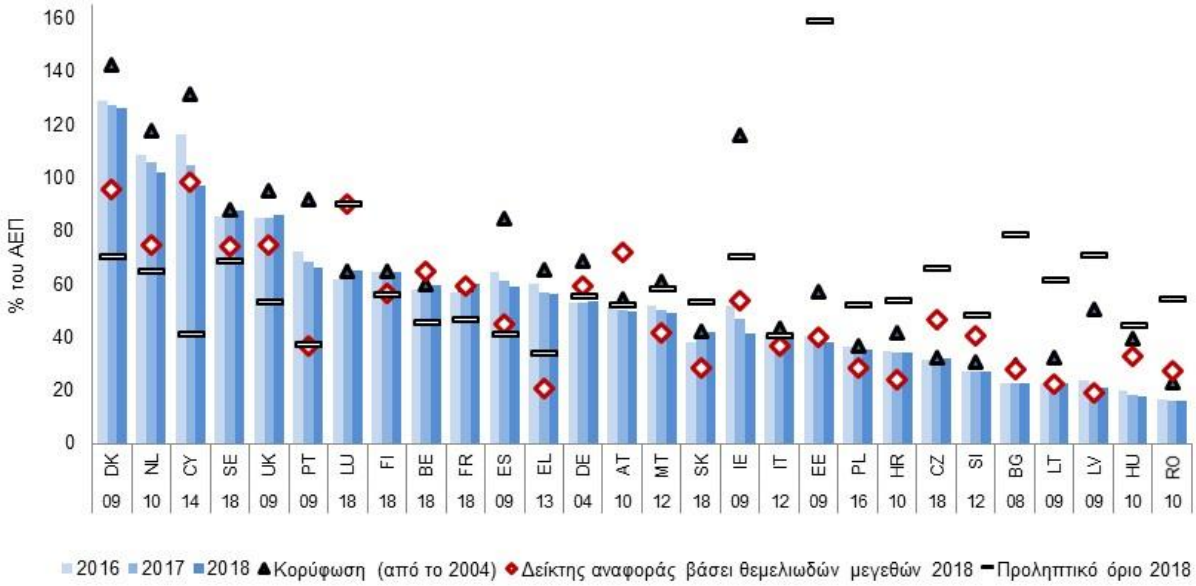
Διάγραμμα 18: Χρέος μη χρηματοοικονομικών εταιρειών



Πηγές: Μη ενοποιημένοι τριμηνιαίοι τομεακοί λογαριασμοί Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημειώσεις: Οι χώρες παρατίθενται κατά φθίνουσα σειρά του δείκτη χρέους των ΜΧΕ ως προς το ΑΕΠ το 2018. Οι αριθμοί κάτω από τους κωδικούς χώρας αναφέρουν το έτος κορύφωσης του δείκτη χρέους.

[32] Οι παράγοντες αυτοί λαμβάνονται υπόψη στους ειδικούς για κάθε χώρα δείκτες αναφοράς που προσδιόρισε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με την ομάδα εργασίας LIME της Επιτροπής Οικονομικής Πολιτικής (ΕΟΠ) [Ευρωπαϊκή Επιτροπή, «Οι δείκτες αναφοράς για την αξιολόγηση του ιδιωτικού χρέους», Σημείωμα προς την Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής, ARES (2017) 4970814] και τις επακόλουθες επικαιροποιήσεις. *Οι δείκτες αναφοράς βάσει θεμελιωδών μεγεθών* επιτρέπουν την αξιολόγηση του ιδιωτικού χρέους έναντι αξιών που μπορούν να εξηγηθούν με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη και προκύπτουν από παλινδρομήσεις που λαμβάνουν υπόψη, αφενός, τους βασικούς συντελεστές της αύξησης του δανεισμού και, αφετέρου, ένα δεδομένο αρχικό επίπεδο χρέους. Τα προληπτικά κατώτατα όρια αντιπροσωπεύουν τα επίπεδα χρέους πέραν των οποίων η πιθανότητα τραπεζικής κρίσης είναι σχετικά υψηλή· τα εν λόγω επίπεδα βασίζονται στη μεγιστοποίηση της ισχύος των ενδείξεων για την πρόβλεψη κρίσεων στον τραπεζικό τομέα ελαχιστοποιώντας την πιθανότητα μη αναγνωρισμένης κρίσης και εσφαλμένων συναγερμών και ενσωματώνοντας ειδικές ανά χώρα πληροφορίες σχετικά με την κεφαλαιοποίηση των τραπεζών, το δημόσιο χρέος, το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης.

Διάγραμμα 19: Χρέος νοικοκυριών



Πηγές: Μη ενοποιημένοι τριμηνιαίοι τομεακοί λογαριασμοί Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημειώσεις: Οι χώρες παρατίθενται κατά φθίνουσα σειρά του δείκτη χρέους των νοικοκυριών ως προς το ΑΕΠ το 2018. Οι αριθμοί κάτω από τους κωδικούς χώρας αναφέρουν το έτος κορύφωσης του δείκτη χρέους.

Η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα πραγματοποιείται κυρίως χάρη στην αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, με βραδύτερο ρυθμό, και σε ορισμένες περιπτώσεις το υψηλό χρέος αυξάνεται και πάλι αντί να μειώνεται. Τα τελευταία χρόνια, το χρέος των ΜΧΕ και των νοικοκυριών σε χώρες με υψηλό χρέος όπως η Κύπρος, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Ισπανία μειώθηκε κατά τουλάχιστον 25 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ σε σχέση με τις υψηλότερες τιμές του (διαγράμματα 18 και 19). Η Εσθονία, η Ουγγαρία, η Λετονία και η Σλοβενία κατέγραψαν επίσης σημαντική υποχώρηση, ιδίως όσον αφορά τους δείκτες χρέους των επιχειρήσεων. Τα τελευταία έτη, ο ρυθμός μείωσης των δεικτών χρέους έχει υποχωρήσει. Αυτό είναι εμφανέστερο στην περίπτωση του χρέους των νοικοκυριών. Ενώ στις περισσότερες οικονομίες της ΕΕ εξακολουθεί να σημειώνεται πτώση των δεικτών χρέους, έχει πραγματοποιηθεί επίσης κάποια επαναμόχλευση, ιδίως από τα νοικοκυριά.

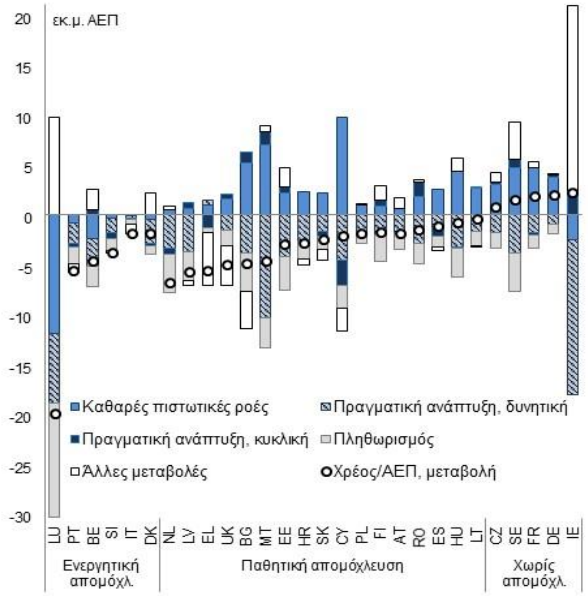
- **Η απομόχλευση στηρίζεται ολοένα και περισσότερο στην αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ.** Οι ιδιωτικές πιστωτικές ροές παραμένουν σε μέτρια επίπεδα, ενώ κανένα κράτος μέλος δεν υπερέβη το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων γι' αυτή τη μεταβλητή το 2018. Η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ κατά τα τελευταία έτη έδωσε τη δυνατότητα σε ορισμένες χώρες να εισέλθουν σε κατάσταση «παθητικής απομόχλευσης», δηλαδή μείωσης των δεικτών χρέους ως προς το ΑΕΠ παρά τις θετικές πιστωτικές ροές. Η συνεχιζόμενη αύξηση του ΑΕΠ έχει χαλαρώσει την πίεση για «ενεργητική» απομόχλευση, δηλαδή χάρη σε μειώσεις των επιπέδων του ονομαστικού χρέους. Πράγματι, λιγότερες χώρες εμφανίζουν αρνητικές πιστωτικές ροές είτε προς εταιρείες είτε προς νοικοκυριά σε σύγκριση με το 2017 (διαγράμματα 20 και 21). Ωστόσο, καθώς ο οικονομικός κύκλος έχει κορυφωθεί, η συμβολή της κυκλικής ανάκαμψης του ΑΕΠ περιορίζεται ή ακόμη και αντιστρέφεται, γεγονός που συνεπάγεται ότι η συνέχιση των προοπτικών για περαιτέρω παθητική απομόχλευση θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από τη δυνητική αύξηση του ΑΕΠ.

- Όσον αφορά το **εταιρικό χρέος**, η απομόχλευση συνεχίστηκε στις περισσότερες χώρες της ΕΕ, βασιζόμενη όλο και περισσότερο στην αύξηση του ΑΕΠ. Μεταξύ του πρώτου τριμήνου του 2018 και του πρώτου τριμήνου του 2019, ενεργητική απομόχλευση των ΜΧΕ πραγματοποιήθηκε μόνο στο Βέλγιο, τη Δανία, την Ιταλία, το Λουξεμβούργο, την Πορτογαλία και τη Σλοβενία (διάγραμμα 20, βασιζόμενο σε μη ενοποιημένα στοιχεία). Στην Κύπρο, τη Μάλτα και τη Βουλγαρία, οι καθαρές πιστωτικές ροές προς τον εταιρικό τομέα υπερέβησαν το 5 % του ΑΕΠ, παρά το ήδη υψηλό χρέος των ΜΧΕ. Η αύξηση του χρέους των ΜΧΕ στη Γαλλία, τη Γερμανία και τη Σουηδία βασίστηκε στις κάπως δυναμικές πιστωτικές ροές. Πράγματι, στη Γαλλία και τη Σουηδία πραγματοποιήθηκε περαιτέρω μόχλευση, παρότι το χρέος των ΜΧΕ ξεπέρασε τους δείκτες αναφοράς[33].

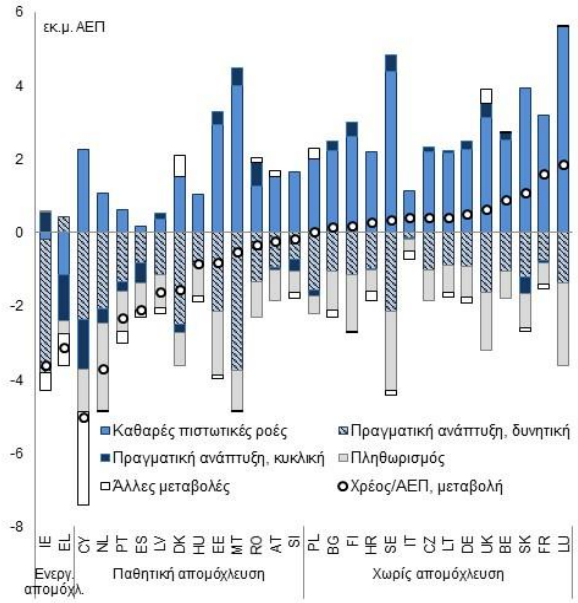
- Όσον αφορά το **χρέος των νοικοκυριών**, η απομόχλευση επιβραδύνθηκε περισσότερο. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, τη Σουηδία, το Βέλγιο και τη Γαλλία, το χρέος των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε το 2018, παρά το γεγονός ότι βρίσκεται σε σχετικά υψηλά επίπεδα (κοντά ή πάνω από τους δείκτες αναφοράς). Σε λίγα μόνο κράτη μέλη (Ελλάδα και Ιρλανδία) παρατηρείται ενεργητική απομόχλευση (διάγραμμα 21). Όπου υπήρξε απομόχλευση, αυτή πραγματοποιήθηκε με μειωμένο ρυθμό, ιδίως στην Κύπρο, την Πορτογαλία και την Ισπανία.

[33] Στην Ιρλανδία, αν και οι καθαρές πιστωτικές ροές ήταν αρνητικές και η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ ήταν ευνοϊκή, οι θετικές μεταβολές αποτίμησης υπερκάλυψαν αυτά τα αποτελέσματα, οδηγώντας στην αποτυχία της απομόχλευσης (σε μη ενοποιημένους όρους) κατά την περίοδο μεταξύ του πρώτου τριμήνου του 2018 και του πρώτου τριμήνου του 2019, γεγονός που ενδεχομένως αντικατοπτρίζει τη δραστηριότητα των πολυεθνικών επιχειρήσεων.

Διάγραμμα 20: Ανάλυση της μεταβολής στον δείκτη χρέους προς το ΑΕΠ των ΜΧΕ (1ο τρίμηνο 2018-1ο τρίμηνο 2019)



Διάγραμμα 21: Ανάλυση της μεταβολής στον δείκτη χρέους προς το ΑΕΠ των νοικοκυριών (1ο τρίμηνο 2018-1ο τρίμηνο 2019)



Πηγές: Μη ενοποιημένοι τριμηνιαίοι τομεακοί λογαριασμοί Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημειώσεις: τα διαγράμματα απεικονίζουν την ανάλυση της ετήσιας εξέλιξης των μη ενοποιημένων δεικτών του χρέους ως προς το ΑΕΠ σε πέντε συνιστώσες: πιστωτικές ροές, δυνητική και κυκλική πραγματική αύξηση του ΑΕΠ, πληθωρισμός και άλλες μεταβολές. Η κυκλική συνιστώσα της αύξησης του ΑΕΠ υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ της πραγματικής και της δυνητικής ανάπτυξης. Η «ενεργητική απομόχλευση» περιλαμβάνει την καθαρή αποπληρωμή του χρέους (αρνητικές καθαρές πιστωτικές ροές), που οδηγεί συνήθως σε ονομαστική συρρίκνωση του ισολογισμού του οικείου τομέα. Απεναντίας, η «παθητική απομόχλευση» συνίσταται στην υπερκάλυψη των θετικών καθαρών πιστωτικών ροών από την υψηλότερη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, γεγονός που οδηγεί σε μείωση του δείκτη χρέους ως προς το ΑΕΠ.

Οι συνθήκες στον τραπεζικό τομέα της ΕΕ βελτιώθηκαν σημαντικά τα τελευταία χρόνια και σε γενικές γραμμές έχουν σταθεροποιηθεί. Ο τραπεζικός τομέας της εξακολουθεί να αντιμετωπίζει προκλήσεις ιδίως λόγω της χαμηλής κερδοφορίας και της μεγάλης συσσώρευσης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) σε ορισμένες χώρες. Οι δείκτες κεφαλαίου κατηγορίας 1 σταμάτησαν να αυξάνονται αφού έφτασαν σε επίπεδα άνω των κανονιστικών απαιτήσεων σε όλα τα κράτη μέλη, με σημαντικές διακυμάνσεις μεταξύ των χωρών. Οι αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων για τον τραπεζικό τομέα ανέκαμψαν σημαντικά τα προηγούμενα έτη, αλλά πρόσφατα οι βελτιώσεις έχουν εξασθενήσει. Ορισμένες χώρες, ιδίως η Ελλάδα, η Ιταλία και η Πορτογαλία (διαγράμματα 22 και 23), αντιμετωπίζουν δυσκολίες λόγω ενός συνδυασμού σχετικά χαμηλών ποσοστών κερδοφορίας, δεικτών κεφαλαιοποίησης κάτω του μέσου όρου και σχετικά υψηλών δεικτών ΜΕΔ.

- **Η αύξηση των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα παραμένει περιορισμένη, πολύ κάτω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων**, εκτός από τη Φινλανδία. Στα περισσότερα κράτη μέλη, η αύξηση των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα επιβραδύνθηκε ελαφρώς το 2018 σε σύγκριση με το 2017.[34] Ωστόσο, οι ροές τραπεζικών πιστώσεων αυξήθηκαν με ελαφρώς υψηλότερο ρυθμό το 2018 σε σύγκριση με το 2017, ιδίως για πιστώσεις προς τα νοικοκυριά, και

[34]Η αύξηση αυτή στη Φινλανδία το 2018 συνέπεσε με τη μεταφορά της έδρας μιας τράπεζας από τη Σουηδία στη Φινλανδία.

σταθεροποιήθηκαν κατά τους πρώτους μήνες του 2019, εν μέσω της διαφαινόμενης αυστηροποίησης των όρων δανεισμού[35].

- **Οι δείκτες κεφαλαιοποίησης σταθεροποιήθηκαν στα περισσότερα κράτη μέλη, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις οι αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων επιδεινώθηκαν κάπως το 2018.** Οι αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων παρέμειναν αρνητικές στην Ελλάδα και την Πορτογαλία το 2018, ενώ έγιναν θετικές στην Κύπρο. Οι αποτιμήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών αυξήθηκαν το 2017, ενώ κατά το 2018 και το μεγαλύτερο μέρος του 2019 οι αποτιμήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών μειώθηκαν, παρά τη συνολικά θετική απόδοση των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών δεικτών, αντικατοπτρίζοντας, μεταξύ άλλων παραγόντων, τις αναθεωρημένες απόψεις της αγοράς σχετικά με τις προοπτικές κερδοφορίας του τομέα.

- **Ορισμένα κράτη μέλη της ΕΕ ξεχωρίζουν συνδυάζοντας σχετικά χαμηλούς δείκτες κερδοφορίας και κεφαλαιοποίησης, καθώς και υψηλά ποσοστά ΜΕΔ**[36]. Στην Ελλάδα, το ποσοστό των ΜΕΔ εξακολουθεί να υπερβαίνει το 40 %. Η Κύπρος κατέγραψε σημαντικές βελτιώσεις στο ποσοστό των ΜΕΔ, κυρίως ως αποτέλεσμα των πωλήσεων δανείων και της εκκαθάρισης μιας μεγάλης τράπεζας το 2018, και η κερδοφορία μετατράπηκε σε θετική. Στην Πορτογαλία και την Ιταλία, το ποσοστό των ΜΕΔ μειώθηκε σημαντικά από το 2016 και τα τελευταία στοιχεία δείχνουν περαιτέρω μείωση, αν και πιο μέτρια, το 2018. Το ποσοστό των ΜΕΔ έπεσε κάτω από το 10 % και στις δύο χώρες. Η Βουλγαρία, η Κροατία, η Ουγγαρία, η Ιρλανδία, η Ρουμανία και η Σλοβενία κατέγραψαν το 2018 μείωση των ποσοστών ΜΕΔ, τα οποία βρίσκονταν πάνω από τον μέσο όρο της ΕΕ.

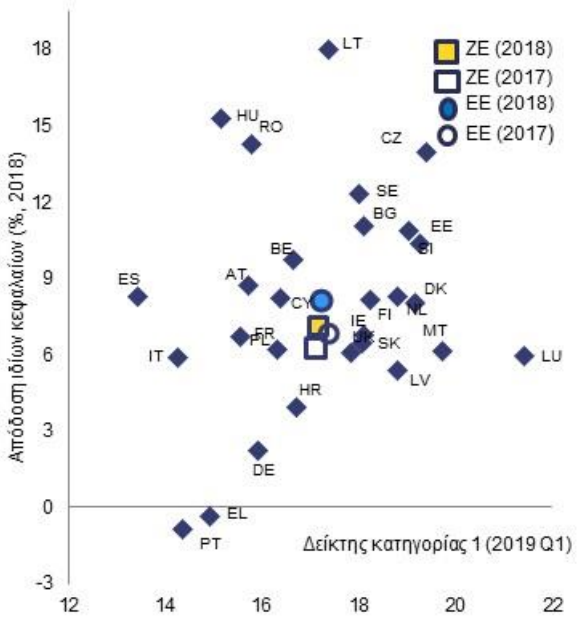
- **Περαιτέρω προκλήσεις προκύπτουν για τις τρέχουσες οικονομικές προοπτικές, που χαρακτηρίζονται από επί μακρόν χαμηλά επιτόκια**. Η μείωση των επιτοκίων γίνεται αισθητή κυρίως στις μεγαλύτερες ληκτότητες, γεγονός που οδηγεί σε μείωση της κλίσης των καμπυλών απόδοσης και περαιτέρω συμπίεση των περιθωρίων των επιτοκίων. Η μείωση της κλίσης των καμπυλών απόδοσης εμποδίζει τη μετατροπή της ληκτότητας εκ μέρους των τραπεζών, που ενδεχομένως επιβαρύνει την κερδοφορία τους. Δεδομένου ότι το περιβάλλον χαμηλής απόδοσης αφορά ειδικά τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία χαμηλού κινδύνου, θα μπορούσε να ασκήσει πίεση ιδίως στην κερδοφορία και τον ισολογισμό των μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με χαρτοφυλάκια επενδεδυμένα σε μεγάλο βαθμό σε περιουσιακά στοιχεία χαμηλού κινδύνου, όπως οι ασφαλιστικές εταιρείες, ιδίως ο υποτομέας της ασφάλισης ζωής, και τα συνταξιοδοτικά ταμεία[37].

[35] Όπως αναφέρεται στην έρευνα για τον τραπεζικό δανεισμό στη ζώνη του ευρώ, βλ. ΕΚΤ, Οικονομικό Δελτίο, Αύγουστος 2019.

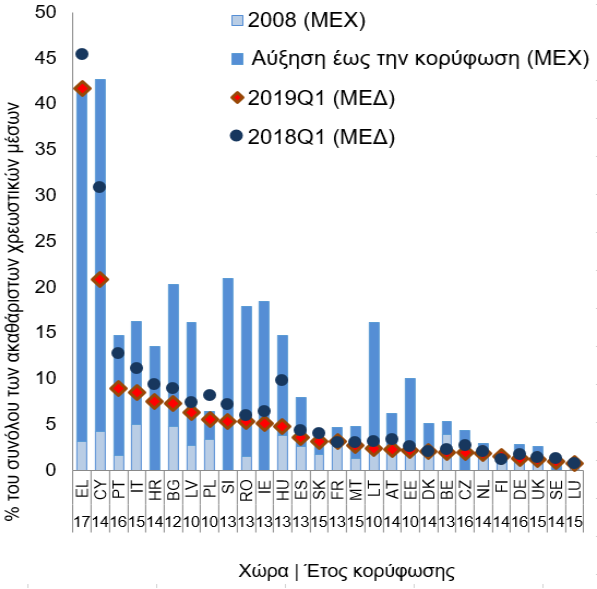
[36] Τα ΜΕΔ στην ομάδα βοηθητικών δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων ορίζονται ως το σύνολο των ακαθάριστων ΜΕΔ και προκαταβολών ως ποσοστό των συνολικών ακαθάριστων δανείων και προκαταβολών (ακαθάριστη λογιστική αξία), για τον τομέα υποβολής στοιχείων «εγχώριοι τραπεζικοί όμιλοι και ανεξάρτητες τράπεζες, θυγατρικές που ελέγχονται από το εξωτερικό και υποκαταστήματα ελεγχόμενα από το εξωτερικό, όλα τα ιδρύματα». Οι τιμές αναφέρονται στον πίνακα 2.1 του παραρτήματος. Τα εναρμονισμένα στοιχεία για τα ποσοστά ΜΕΔ είναι διαθέσιμα μόνο από το 2014. Συνεπώς, για τα στοιχεία που αφορούν το 2008 και την «αύξηση έως την κορύφωση», το διάγραμμα 23 παρουσιάζει στοιχεία για την αναλογία των ακαθάριστων μη εξυπηρετούμενων χρεωστικών μέσων (ΜΕΧ) επί του συνόλου των ακαθάριστων χρεωστικών μέσων, που είναι διαθέσιμη σε μεγαλύτερες χρονολογικές σειρές, και αναφέρεται, εκτός από τα δάνεια, και σε άλλα χρεωστικά μέσα που κατέχει ο τραπεζικός τομέας. Τα τελευταία είναι κατά κανόνα ελαφρώς κατώτερα των ποσοστών των ΜΕΔ, κυρίως επειδή ο παρονομαστής είναι μεγαλύτερος, δηλαδή τα συνολικά ακαθάριστα χρεωστικά μέσα είναι μεγαλύτερα από το σύνολο των δανείων. Η μέγιστη διαφορά μεταξύ των δύο ποσοστών ανέρχεται σήμερα σε 4 εκατοστιαίες μονάδες (για την Ελλάδα), ενώ για τα περισσότερα κράτη μέλη είναι χαμηλότερη από 1 εκατοστιαία μονάδα.

[37] ΕΚΤ, Έκθεση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, Μάιος 2019.

Διάγραμμα 22: Κερδοφορία και κεφάλαια του τραπεζικού τομέα



Διάγραμμα 23: Μη εξυπηρετούμενα δάνεια



Πηγή: Τα στοιχεία για τα ακαθάριστα μη εξυπηρετούμενα χρεωστικά μέσα (MEX) για το 2008 δεν είναι διαθέσιμα για την Κροατία, την Τσεχία, την Ιρλανδία, τη Σλοβενία και τη Σουηδία.
Σημείωση: Στο διάγραμμα 23, τα στοιχεία που αφορούν το 2008 και την «αύξηση έως την κορύφωση» αναφέρονται στην αναλογία των ακαθάριστων μη εξυπηρετούμενων χρεωστικών μέσων (MEX) επί του συνόλου των ακαθάριστων χρεωστικών μέσων· Τα ποσοστά ΜΕΔ αναφέρονται για το πρώτο τρίμηνο του 2018 και του 2019· οι αριθμοί κάτω από τους κωδικούς χώρας αναφέρουν το έτος κορύφωσης των MEX.

Οι τιμές των κατοικιών εξακολούθησαν να αυξάνονται με ταχύ ρυθμό το 2018, αλλά η δυναμική των τιμών επιβραδύνθηκε όπου οι ενδείξεις υπερτίμησης είναι ισχυρότερες. Η επιτάχυνση της αύξησης των τιμών των κατοικιών επαναφέρει όλο και περισσότερες αγορές στεγαστικών ακινήτων κοντά στα επίπεδά προ κρίσης ή και πάνω από αυτά (διάγραμμα 26). Το 2018, 7 κράτη μέλη εμφάνισαν αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών πάνω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων (Τσεχία, Ουγγαρία, Ιρλανδία, Λετονία, Κάτω Χώρες, Πορτογαλία και Σλοβενία), ένα παραπάνω από το 2017. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών ήταν ιδιαίτερα έντονη στις χώρες της ΕΕ στις οποίες μέχρι τώρα υπήρχαν μόνο περιορισμένες ή μηδενικές ενδείξεις για υπερβολικές τιμές των κατοικιών, ενώ επιβράδυνση παρατηρείται σε χώρες που χαρακτηρίζονταν από ισχυρότερες ενδείξεις υπερτίμησης. Τα στοιχεία έως το δεύτερο τρίμηνο του 2019 υποδεικνύουν ότι η Κροατία, η Τσεχία, η Ουγγαρία, η Πολωνία και η Πορτογαλία μπορεί να υπερβούν φέτος το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων, εάν οι τάσεις αυτές συνεχιστούν και το δεύτερο εξάμηνο. Το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους, και σε σύγκριση με το 2018, οι επιταχύνσεις της αύξησης των τιμών των κατοικιών ξεχώρισαν στην Κροατία, την Κύπρο και τη Σουηδία, ενώ επιβραδύνσεις καταγράφηκαν στη Δανία, την Ιρλανδία, τη Λετονία, τη Ρουμανία και τη Σλοβενία.

- **Μέρος της επιτάχυνσης των τιμών των κατοικιών συνδέεται με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη**. Η εκ νέου αύξηση των τιμών των κατοικιών ξεκίνησε χάρη στην οικονομική ανάκαμψη από το 2013 και μετά, καθώς και τη μείωση των επιτοκίων. Από αυτή την άποψη, μπορεί να

εξηγηθεί από θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη[38]. Παρά την επιτάχυνση, η αύξηση των νέων ενυπόθηκων δανείων, απεναντίας, δεν είχε μέχρι τώρα σημαντικό αυτόνομο ρόλο στη διαμόρφωση των τιμών, σε αντίθεση με την περίοδο πριν από την κρίση. Ωστόσο, θα μπορούσε να συμβάλει στη διατήρηση των υφιστάμενων επιταχύνσεων των τιμών των κατοικιών.

- **Η ισχυρή αύξηση των τιμών των κατοικιών έχει επιπτώσεις στα επίπεδα αποτίμησης.** Στην Ουγγαρία, την Ιρλανδία, τη Λετονία, τις Κάτω Χώρες, την Πορτογαλία και τη Σλοβενία, η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών ήταν ήδη υψηλή το 2017 και επιταχύνθηκε περαιτέρω το 2018 (διάγραμμα 24 και διάγραμμα 25, άνω δεξιό τεταρτημόριο). Η παρατεταμένη υψηλή αύξηση σε ορισμένες χώρες επιτείνει σταδιακά τους κινδύνους υπερτίμησης: ο αριθμός των χωρών της ΕΕ που εκτιμάται ότι χαρακτηρίζονται από υπερτιμημένες τιμές κατοικιών έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια. Οι ενδείξεις υπερτίμησης (όπως υπολογίζεται από το αυξανόμενο κενό αποτίμησης) έχουν γίνει εντονότερες πρόσφατα σε χώρες όπως η Γερμανία ή η Πορτογαλία. Σε ορισμένες χώρες, οι τιμές των κατοικιών βρίσκονται στα ανώτατα επίπεδα από τα μέσα της δεκαετίας του 2000 ή τα έχουν ξεπεράσει (Αυστρία, Βέλγιο, Τσεχία, Γερμανία, Λουξεμβούργο, Μάλτα, Πορτογαλία· διάγραμμα 26) Τα επίπεδα των τιμών των κατοικιών σε ορισμένες χώρες πλήττονται από περιορισμούς οικονομικής προσιτότητας, όπως προκύπτει από την αναλογία μεταξύ των επιπέδων των τιμών των κατοικιών και του διαθέσιμου κατά κεφαλήν εισοδήματος. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις, περίπου στις μισές χώρες της ΕΕ απαιτούνται πάνω από 10 έτη εισοδήματος για την αγορά κατοικίας 100 τετραγωνικών μέτρων[39]. Παρομοίως, ένας στους δέκα Ευρωπαίους ζει σε νοικοκυριό που δαπάνησε για στέγαση το 40 % ή και παραπάνω του εισοδήματός του το 2017[40].
- **Οι τιμές των κατοικιών επιβραδύνθηκαν κάπως σε ορισμένες χώρες με ενδείξεις υπερτίμησης και υψηλού χρέους των νοικοκυριών, και στη σουηδική στεγαστική αγορά έχει ξεκινήσει μια διόρθωση προς τα κάτω.** Οι πρόσφατοι ρυθμοί αύξησης των τιμών των κατοικιών τείνουν να είναι χαμηλότεροι όσο υψηλότερη είναι η έκταση της υπερτίμησης. Αυτή η τάση, η οποία δεν ήταν ορατή τα προηγούμενα έτη, είναι ευδιάκριτη το 2018 για τις χώρες των οποίων οι τιμές κατοικιών εκτιμάται ότι υπερτιμήθηκαν. Το 2018, η Αυστρία, το Βέλγιο, η Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο ξεχώρισαν συνδυάζοντας διάφορους βαθμούς υπερβολικών τιμών κατοικιών, υψηλό χρέος νοικοκυριών, αλλά και μικρότερη αύξηση των τιμών κατοικιών το 2018 σε σχέση με το 2017 (διάγραμμα 25). Οι εν λόγω επιβραδύνσεις ενδέχεται να αντανακλούν τους περιορισμούς οικονομικής προσιτότητας, την ανάκαμψη της προσφοράς κατοικιών και τις πολιτικές που εφαρμόζονται σε επίπεδο χώρας, μεταξύ άλλων στον μακροπροληπτικό τομέα[41]. Επιπλέον, στη

[38]Οι δείκτες αναφοράς των τιμών κατοικιών επιτρέπουν να υπολογιστεί η έκταση της υπερεκτίμησης ή υποεκτίμησης των τιμών των κατοικιών με βάση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε χώρας. Τα συνθετικά κενά αποτίμησης βασίζονται στο κενό που προκύπτει από διαφορετικούς δείκτες αναφοράς: i) απόκλιση του λόγου τιμής/εισοδήματος από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του λόγου αυτού· ii) απόκλιση του λόγου τιμής/ενοικίου από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του λόγου αυτού· iii) απόκλιση από τους δείκτες αναφοράς βάσει παλινδρομήσεων, λαμβάνοντας υπόψη τα θεμελιώδη μεγέθη της προσφοράς και της ζήτησης (βλ. N. Philiponnet και A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», Έγγραφο συζήτησης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής 048, Μάιος 2017). Κατά τον υπολογισμό των δεικτών αναφοράς βάσει παλινδρομήσεων, στις κυκλικές επεξηγηματικές μεταβλητές εφαρμόστηκε φίλτρο «Hodrick-Prescott» (HP) ώστε να εμπεριέχεται η αστάθειά τους.

[39] Οι εκτιμήσεις του επιπέδου τιμών προκύπτουν με βάση τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών και τα δεδομένα απογραφής ή, όταν δεν είναι διαθέσιμα, βάσει των πληροφοριών που δημοσιεύονται σε κτηματομεσιτικούς ιστότοπους. Βλ. J. C. Bricongne et al. (2019), «Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates», Έγγραφο συζήτησης για την Ευρωπαϊκή Οικονομία, αριθ. 101, Ιούλιος 2019

[40] Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2019), «Εξελίξεις στον τομέα της απασχόλησης και κοινωνικές εξελίξεις», ετήσια επισκόπηση 2019, κεφάλαιο 4.

[41] Οι επενδύσεις στον τομέα των κατασκευών αυξάνονται με ταχύτερους ρυθμούς από το 2015 σε όλη την ΕΕ, με τα υψηλότερα ποσοστά αύξησης να παρατηρούνται όπου η αύξηση των τιμών των κατοικιών είναι ισχυρότερη. Οι οικοδομικές άδειες έχουν επίσης αυξηθεί στις περισσότερες χώρες της ΕΕ. Μια σειρά μακροπροληπτικών

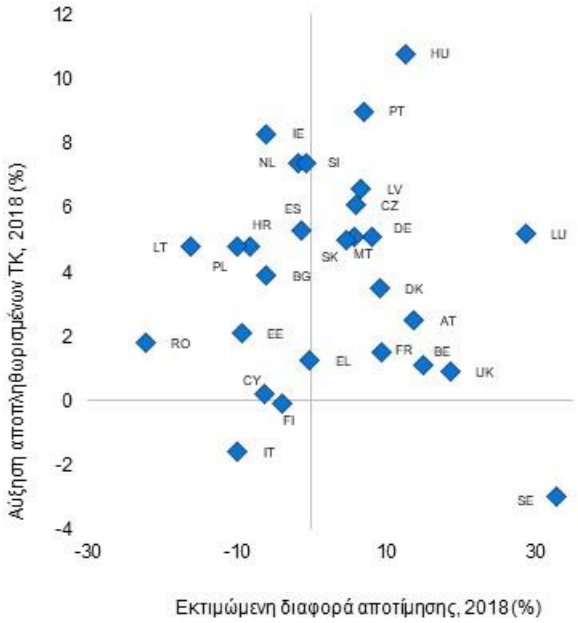
Σουηδία, οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν το 2018 σε ετήσια βάση τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους, αλλά τα στοιχεία για τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2019 δείχνουν κάποια σταθεροποίηση. Αντίθετα, δεν πραγματοποιήθηκε προσαρμογή στο Λουξεμβούργο, όπου οι ευπάθειες και οι κίνδυνοι υπερτίμησης συνέχισαν να αυξάνονται.

- **Σε ορισμένα κράτη μέλη, οι υπερβολικές τιμές των κατοικιών συνυπάρχουν με τα υψηλά επίπεδα χρέους των νοικοκυριών.** Αυτό ισχύει ιδίως στη Δανία, το Λουξεμβούργο, τη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Οι Κάτω Χώρες χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλά επίπεδα χρέους των νοικοκυριών και υψηλά επίπεδα τιμών όσον αφορά το εισόδημα. Η αύξηση των ενυπόθηκων δανείων το 2018 ήταν ιδιαίτερα ταχεία στη Βουλγαρία, τη Ρουμανία και τη Σλοβακία (πάνω από 10 % κατά το προηγούμενο έτος) και στην Αυστρία, το Βέλγιο, την Τσεχία, την Εσθονία, τη Γαλλία, την Ουγγαρία, τη Λιθουανία, το Λουξεμβούργο και τη Μάλτα (πάνω από 5 % το προηγούμενο έτος). Σε ορισμένες περιπτώσεις, σημειώθηκε έντονη αύξηση ξεκινώντας από σχετικά υψηλά επίπεδα, όπως στο Βέλγιο ή στη Γαλλία. Η εικόνα αλλάζει κατά κάποιον τρόπο όταν εξετάζεται η μεταβολή του χρέους που συνδέεται μόνο με νέα ενυπόθηκα δάνεια, δηλαδή εξαιρουμένου του αντίκτυπου των αποπληρωμών (διάγραμμα 27). Η σχέση μεταξύ των χωρών ανάμεσα στις τιμές των κατοικιών και τις ροές νέων ενυπόθηκων δανείων φαίνεται αδύναμη, χωρίς σαφή ένδειξη ότι οι τιμές αυξάνονται ταχύτερα όπου είναι πιο άφθονες οι νέες υποθήκες. Αυτό σημαίνει ότι μέχρι στιγμής η πίστωση δεν έχει διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην ώθηση της επιτάχυνσης των τιμών των κατοικιών[42]. Ωστόσο, σε ορισμένες χώρες, η μεγάλη αύξηση των τιμών των κατοικιών έχει συνδεθεί με έντονη αύξηση των ενυπόθηκων δανείων, ιδίως στη Σλοβακία, το Λουξεμβούργο, τη Γερμανία και τις Κάτω Χώρες.

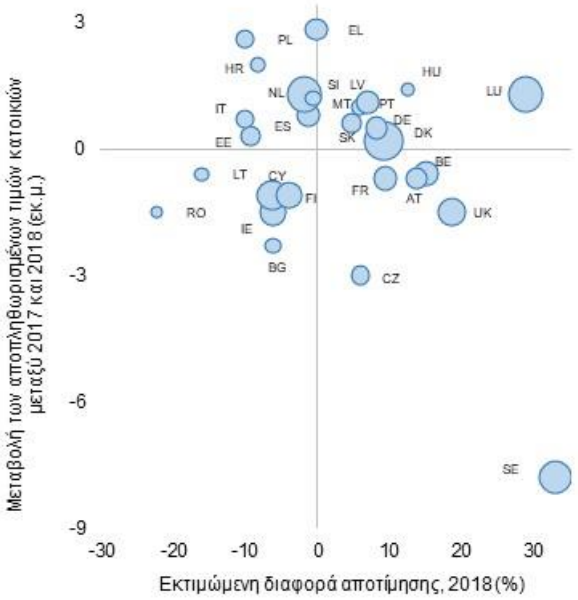
πολιτικών που εφαρμόστηκαν πρόσφατα σε ολόκληρη την ΕΕ μπορεί να έχουν επηρεάσει την ταχύτητα με την οποία αυξάνονται οι τιμές των κατοικιών. Αυτό ισχύει ιδίως για τα ανώτατα όρια των δεικτών δανείου-αξίας και εξυπηρέτησης του χρέους-εισοδήματος. Η φορολογία των κατοικιών έχει μεταρρυθμιστεί τα τελευταία χρόνια σε ορισμένα κράτη μέλη της ΕΕ, ιδίως με σκοπό να περιοριστεί η έκταση της φορολογικής ελάφρυνσης για τα ενυπόθηκα δάνεια.

[42] Στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ, οι επιταχύνσεις των τιμών των κατοικιών που σημειώθηκαν μετά την κρίση προηγήθηκαν της επιτάχυνσης της αύξησης των ενυπόθηκων δανείων. Βλ., π.χ., Ευρωπαϊκή Επιτροπή, «Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses», σημείωμα προς την Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής — Ζώνη του ευρώ, Ares (2019) 922432, Φεβρουάριος 2019· και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, «Euro-area housing markets: Ongoing trends, challenges, and policy responses», τεχνικό σημείωμα προς την Ευρωομάδα, Φεβρουάριος 2019:
https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Διάγραμμα 24: Μεταβολές των τιμών κατοικιών και κενά αποτίμησης το 2018



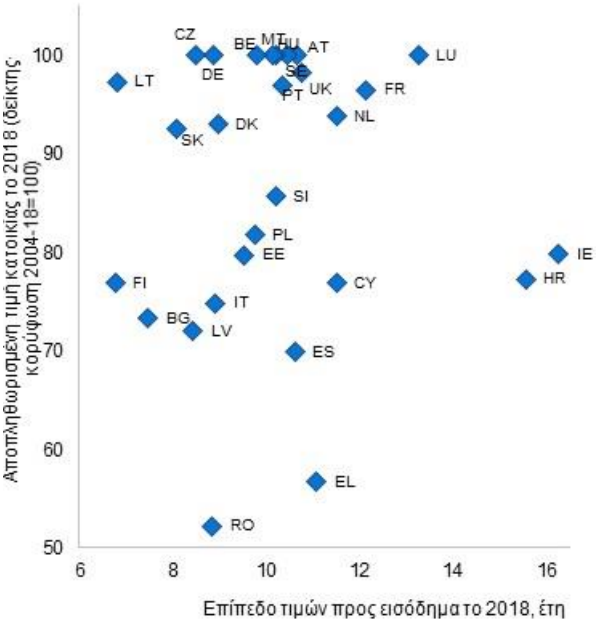
Διάγραμμα 25: Κενά αποτίμησης, μεταβολές της αύξησης των τιμών μεταξύ 2017 και 2018, και χρέος νοικοκυριών (% των εισοδημάτων των νοικοκυριών)



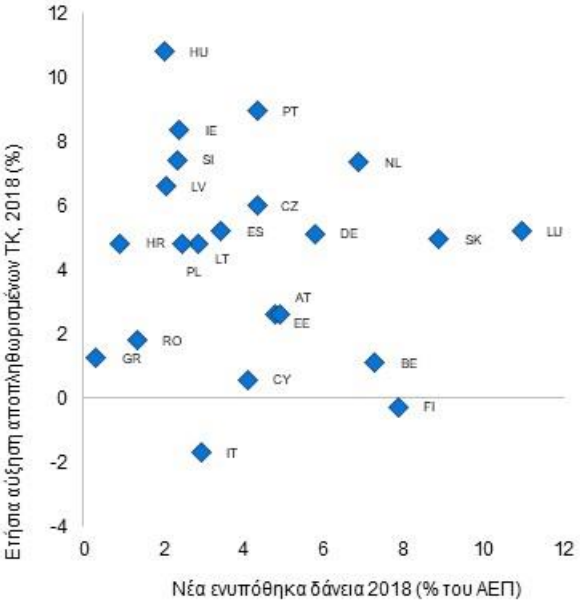
Πηγή: Eurostat και υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: το κενό υπερτίμησης υπολογίζεται ως μέσος όρος τριών παραμέτρων μέτρησης: των αποκλίσεων του λόγου τιμής/εισοδήματος και του λόγου τιμής/ενοικίου από τον μακροχρόνιο μέσο όρο τους, και των αποτελεσμάτων των κενών αποτίμησης του θεμελιώδους μοντέλου· βλ. υποσημείωση 39. Το μέγεθος των φυσαλίδων στο διάγραμμα 25 αντιστοιχεί στον δείκτη του χρέους των νοικοκυριών ως προς το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα (ΑΔΕ) των νοικοκυριών. Στην Κροατία, δεν διατίθενται στοιχεία για το ΑΔΕ των νοικοκυριών μετά το 2012 και εκτιμήθηκαν με αναγωγή βάσει της αύξησης του ΑΔΕ της οικονομίας· στη Μάλτα δεν υπάρχουν στοιχεία για το ΑΔΕ των νοικοκυριών και υπολογίζονται με προσέγγιση από το 56 % του ακαθάριστου εθνικού εισοδήματος.

Διάγραμμα 26: Επίπεδα τιμών κατοικιών σε σύγκριση με τα εισοδήματα και δείκτες πραγματικών τιμών κατοικιών σε σύγκριση με τα ανώτατα επίπεδα το 2018



Διάγραμμα 27: Αύξηση των τιμών των κατοικιών και νέα ενυπόθηκα δάνεια το 2018



Πηγή: Eurostat και υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Όσον αφορά τα νέα ενυπόθηκα δάνεια, δεν υπάρχουν στοιχεία για έξι χώρες (Βουλγαρία, Δανία, Γαλλία, Μάλτα, Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο). Τα επίπεδα τιμών ως προς τα επίπεδα εισοδήματος υπολογίζονται ως ο λόγος μεταξύ της τιμής μιας κατοικίας 100 τετραγωνικών μέτρων και του μέσου διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Στην Κροατία, δεν διατίθενται στοιχεία για το κατά κεφαλήν ΑΔΕ των νοικοκυριών μετά το 2012 και εκτιμήθηκαν με παρέκταση βάσει της αύξησης του ΑΔΕ της οικονομίας· στη Μάλτα δεν υπάρχουν στοιχεία για το ΑΔΕ των νοικοκυριών και υπολογίζονται με προσέγγιση από το 56 % του ακαθάριστου εθνικού εισοδήματος.

Οι δείκτες δημόσιου χρέους έχουν μειωθεί περαιτέρω στο μεγαλύτερο μέρος της ΕΕ, εκτός όμως από λίγα κράτη μέλη που έχουν τους υψηλότερους δείκτες. Οι δείκτες χρέους υπερέβησαν το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων σε 14 κράτη μέλη το 2018, έναντι 15 το 2017. Το Βέλγιο, η Κύπρος, η Ελλάδα, η Ιταλία και η Πορτογαλία εμφανίζουν χρέος ίσο ή μεγαλύτερο του 100 % του ΑΕΠ, ενώ η Γαλλία και η Ισπανία βρίσκονται λίγο κάτω από αυτό το ποσοστό. Σε επτά περιπτώσεις (Βέλγιο, Κύπρος, Γαλλία, Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο) το δημόσιο χρέος που υπερβαίνει το 60 % του ΑΕΠ συνδυάζεται με χρέος του ιδιωτικού τομέα πάνω από τα αντίστοιχα όρια του πίνακα αποτελεσμάτων. Το 2018, οι δείκτες του δημόσιου χρέους μειώθηκαν περαιτέρω, αν και συχνά κάπως λιγότερο από ό,τι το προηγούμενο έτος, γεγονός που αντικατοπτρίζει κάποια χαλάρωση των δημοσιονομικών θέσεων και ήδη κάποια υποχώρηση της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Ωστόσο, ορισμένοι από τους υψηλότερους δείκτες δημόσιου χρέους δεν βελτιώθηκαν ή ακόμα και αυξήθηκαν περαιτέρω το 2018: το δημόσιο χρέος παρέμεινε αμετάβλητο στη Γαλλία, ενώ αυξήθηκε στην Κύπρο, την Ελλάδα και την Ιταλία. Αν και, σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτό οφείλεται σε εξαιρετικά μεγάλες, αυξητικές για το χρέος προσαρμογές αποθεμάτων-ροών, σε άλλες περιπτώσεις αντικατοπτρίζει την έλλειψη δημοσιονομικής εξυγίανσης. Ωστόσο, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων μειώθηκαν και συμπιέστηκαν περαιτέρω κατά τη διάρκεια του 2019, ακόμη και για τις πλέον χρεωμένες δανειολήπτριες χώρες, και συνέχισαν να ξεπερνούν τα κατώτατα επίπεδα. Στο μέλλον, οι δείκτες χρέους προβλέπεται να αυξηθούν από το 2019 έως το 2021, ιδίως στη Ρουμανία, αλλά και στην Ιταλία και, σε μικρότερο βαθμό, στη Φινλανδία και τη Γαλλία και να υποχωρήσουν κάπως λιγότερο από ό,τι πρόσφατα στις περισσότερες άλλες χώρες της ΕΕ.

Πλαίσιο 1: Απασχόληση και κοινωνικές εξελίξεις

Το 2018 οι αγορές εργασίας της ΕΕ συνέχισαν να βελτιώνονται παρά την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Η απασχόληση αυξήθηκε περαιτέρω στην ΕΕ σημειώνοντας νέο ρεκόρ στον αριθμό απασχολούμενων. Η ανεργία μειώθηκε σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ, ιδίως σε όσα ήταν υψηλή, και, ως εκ τούτου, περιορίστηκαν οι ανισότητες μεταξύ των χωρών, αν και σε ορισμένες εξ αυτών ο αριθμός των ατόμων χωρίς εργασία παραμένει υψηλός. Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2019, επιβραδύνθηκε ο ρυθμός των βελτιώσεων, γεγονός που ίσως οφείλεται σε μικρότερα εναπομένοντα αποθέματα εργατικού δυναμικού. Η ανάκαμψη συνέβαλε επίσης στη βελτίωση των περισσότερων δεικτών φτώχειας, αλλά η κοινωνική κατάσταση παραμένει ανησυχητική σε ορισμένα κράτη μέλη. Από το 2008, στο μεγαλύτερο μέρος της ΕΕ έχουν υποχωρήσει ο κίνδυνος της φτώχειας και του κοινωνικού αποκλεισμού (7 εκατομμύρια άνθρωποι λιγότεροι σε σύγκριση με το 2008, και περίπου 13 εκατομμύρια σε σύγκριση με το 2012), καθώς και ο κίνδυνος σοβαρής υλικής στέρησης, ιδίως σε χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης που εμφάνιζαν υψηλό αρχικό επίπεδο. Ωστόσο, σε πολλά κράτη μέλη ο κίνδυνος σχετικής φτώχειας εξακολουθεί να υπερβαίνει τα επίπεδα προ κρίσης. Σε γενικές γραμμές, η εξάλειψη των σοβαρών μακροοικονομικών αδυναμιών επέδρασε στην απασχόληση και στην κοινωνική κατάσταση των αντίστοιχων χωρών. Ειδικότερα, κράτη μέλη με υπερβολικές ανισορροπίες εξακολούθησαν να εμφανίζουν χαμηλότερη απασχόληση και ασθενέστερες κοινωνικές εξελίξεις. Η κατάσταση των χωρών με ανισορροπίες ποικίλλει λίγο περισσότερο και αντικατοπτρίζει σε μεγάλο βαθμό τον διαφορετικό χαρακτήρα των ανισορροπιών και τη διαφορετική σοβαρότητά τους.

Το 2018 το *ποσοστό ανεργίας* μειώθηκε περαιτέρω σε όλα τα κράτη μέλη, παραμένει όμως υψηλό σε ορισμένα εξ αυτών. Η βελτίωση υπήρξε εντονότερη σε χώρες που εμφανίζουν υψηλά επίπεδα ανεργίας (μειώσεις άνω των 2 εκατοστιαίων μονάδων στην Κροατία, στην Κύπρο και στην Ελλάδα). Εντούτοις, το 2018 πέντε κράτη μέλη (Ελλάδα, Ισπανία, Κροατία, Κύπρος και Ιταλία) υπερέβησαν και πάλι το ενδεικτικό όριο του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ του 10 % κατά μέσο όρο τα τελευταία 3 έτη. Το 2018 τα ποσοστά ανεργίας ήταν σημαντικά χαμηλότερα από τα αντίστοιχα ανώτατα ποσοστά του 2013 κατά 4 εκατοστιαίες μονάδες περίπου, αλλά ήταν και πάλι υψηλότερα από τις τιμές του 2008 στα μισά περίπου από τα κράτη μέλη. Τα ποσοστά ανεργίας εξακολούθησαν να μειώνονται κατά το πρώτο εξάμηνο του 2019, σε 6,3 % και 7,5 % το 3ο εξάμηνο του 2019 στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ, αντιστοίχως.

Τα *ποσοστά ανεργίας βελτιώθηκαν* περαιτέρω σε όλα τα κράτη μέλη. Το ποσοστό απασχόλησης στην ΕΕ (ατόμων ηλικίας 20-64 ετών) σημείωσε το υψηλότερο ποσοστό του το 2018 στο 73,2 % (72,0 % στη ζώνη του ευρώ) και συνέχισε την ανοδική του πορεία κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2019, φθάνοντας στο ποσοστό ρεκόρ του 73,9 % και υπερβαίνοντας σημαντικά τα προ της κρίσης επίπεδα του 70,2 % που καταγράφηκαν το 2008. Η μεγαλύτερη αύξηση της απασχόλησης σε όρους αριθμού εργαζομένων σε σύγκριση με το 2017 σημειώθηκε στη Μάλτα (5,4 %) και, στη συνέχεια, στην Κύπρο (4,1 %), στο Λουξεμβούργο (3,7 %) και στην Ιρλανδία (3,2 %), ενώ οι μικρότερες αυξήσεις παρατηρήθηκαν στην Πολωνία (0,3 %), στη Ρουμανία (0,2 %) και στην Ιταλία (0,9 %).

Τα *ποσοστά ενεργού πληθυσμού* συνέχισαν να αυξάνονται σχεδόν παντού στην ΕΕ. Μόνο σε δύο χώρες σημειώθηκε μείωση του ποσοστού ενεργού πληθυσμού (στις ηλικίες 15-64 ετών) κατά τη διάρκεια των τελευταίων τριών ετών, και συγκεκριμένα στην Κροατία και στην Ισπανία. Σε αμφότερες τις περιπτώσεις, το ποσοστό αυτό (-0,6 εκατοστιαίες μονάδες) ήταν πάνω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων του -0,2. Συνολικά το 2018 τα ποσοστά ενεργού πληθυσμού της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ έφθασαν σε πρωτοφανή υψηλά επίπεδα στο 73,7 % και στο 73,4 % αντιστοίχως, δηλαδή περίπου 3,5 και 2,5 εκατοστιαίες μονάδες πάνω από τα προ κρίσης επίπεδα, κυρίως λόγω της

αυξανόμενης συμμετοχής εργαζόμενων μεγαλύτερης ηλικίας και γυναικών στην αγορά εργασίας.

Η *μακροχρόνια ανεργία* και η *ανεργία των νέων* παρουσίασαν εντονότερη βελτίωση από ό,τι η υπόλοιπη αγορά εργασίας, παραμένουν όμως σε υψηλά επίπεδα σε διάφορες χώρες της ΕΕ. Η *μακροχρόνια ανεργία* μειώθηκε σε όλα τα κράτη μέλη το 2018 και όλες οι χώρες κατέγραψαν ποσοστά χαμηλότερα από ό,τι πριν από τρία έτη. Τα υψηλότερα ποσοστά μακροχρόνιας ανεργίας παρατηρήθηκαν στην Ελλάδα (13,6 %), στην Ισπανία (6,4 %), στην Ιταλία (6,2 %) και στη Σλοβακία (4 %). Ωστόσο, όλες οι εν λόγω χώρες πλην της Ιταλίας πέτυχαν σημαντική υποχώρηση σε σύγκριση με το 2015 (περίπου 5 εκατοστιαίες μονάδες η Ισπανία, 4,6 εκατοστιαίες μονάδες η Ελλάδα και 3,6 εκατοστιαίες μονάδες η Σλοβακία). Το *ποσοστό ανεργίας των νέων* υποχώρησε σε όλες τις χώρες της ΕΕ κατά την τριετία έως το 2018. Μειώσεις κατά 10 εκατοστιαίες μονάδες ή περισσότερο καταγράφηκαν την ίδια περίοδο στην Κροατία, στην Κύπρο, στην Πορτογαλία, στη Σλοβακία και στην Ισπανία. Παρόλα αυτά, το ποσοστό ανεργίας των νέων εξακολουθεί να υπερβαίνει το 30 % στην Ελλάδα, στην Ιταλία και στην Ισπανία. Ταυτόχρονα, το 2018 το 9,6 % των νέων (ηλικίας 15-24 ετών) στην ΕΕ βρίσκονταν εκτός απασχόλησης, εκπαίδευσης ή κατάρτισης. Ορισμένα δε κράτη μέλη (Βουλγαρία, Κροατία, Κύπρος, Ελλάδα, Ιταλία, Ρουμανία και Ισπανία) κατέγραψαν πρωτοφανή ποσοστά άνω του 12 %.

Η φτώχεια και ο κοινωνικός αποκλεισμός περιορίστηκαν περαιτέρω, παραμένουν όμως σε υψηλά επίπεδα σε ορισμένα κράτη μέλη. Το ποσοστό των ατόμων που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού (AROPE) μειώθηκε περαιτέρω στην ΕΕ στο 21,9 % το 2018. Πρόκειται για μείωση κατά 3 εκατοστιαίες μονάδες περίπου σε σύγκριση με τα υψηλότερα ποσοστά που σημειώθηκαν το 2012[43]. Παρότι οι περισσότερες χώρες κατέγραψαν πτώση των ποσοστών τους κατά την τριετία έως το 2018, η Εσθονία, το Λουξεμβούργο, το Ηνωμένο Βασίλειο και οι Κάτω Χώρες κατέγραψαν αύξηση των ποσοστών τους, αν και σε ορισμένες περιπτώσεις (Κάτω Χώρες και Λουξεμβούργο) από συγκριτικά χαμηλά επίπεδα. Παρά τη σημαντική πτώση στο ποσοστό AROPE από σχεδόν 39 % σε 32,8 %, η Βουλγαρία εξακολουθεί να καταγράφει το υψηλότερο ποσοστό στην ΕΕ, ακολουθούμενη από τη Ρουμανία και την Ελλάδα, αμφότερες με ποσοστό άνω του 30 %, και τη Λετονία και τη Λιθουανία λίγο μόλις κάτω από αυτό το ποσοστό. Τα χαμηλότερα ποσοστά AROPE σημειώθηκαν στην Τσεχία (12,2 %), στη Σλοβενία (16,2 %), στη Σλοβακία (16,3 %), στη Φινλανδία (16,5 %) και στις Κάτω Χώρες (16,8 %). Παρά τις προαναφερόμενες εν γένει θετικές εξελίξεις στους τομείς της φτώχειας και του κοινωνικού αποκλεισμού, ορισμένα συστατικά στοιχεία τους παρουσιάζουν διαφορετική εξέλιξη, γεγονός που προκαλεί ανησυχία σε ορισμένες χώρες της ΕΕ. Πιο συγκεκριμένα:

- Το ποσοστό των ατόμων που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας (AROP) αυξήθηκε στο ένα τρίτο των κρατών μελών κατά τα τελευταία έτη: οι μεγαλύτερες αυξήσεις κατά τη διάρκεια τριετούς περιόδου καταγράφηκαν στο Λουξεμβούργο (3 εκατοστιαίες μονάδες), στο Ηνωμένο Βασίλειο (2,3 εκατοστιαίες μονάδες), στις Κάτω Χώρες (1,7 εκατοστιαίες μονάδες) και στο Βέλγιο (1,5

[43] Ο δείκτης *κινδύνου φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού (AROPE)* αντιστοιχεί στο ποσοστό των ατόμων που είναι ευάλωτα σύμφωνα με τουλάχιστον έναν από τρεις κοινωνικούς δείκτες: 1) *Κίνδυνος φτώχειας (AROP)*, δείκτης ο οποίος μετρά τη νομισματική φτώχεια σε σχέση με την κατανομή του εθνικού εισοδήματος και υπολογίζεται ως το ποσοστό των ατόμων με διαθέσιμο εισόδημα (προσαρμοσμένο για τη σύνθεση των νοικοκυριών) κάτω του 60 % του εθνικού διάμεσου εισοδήματος· 2) *Σοβαρή υλική στέρηση (ΣΥΣ)*, η οποία καλύπτει τους δείκτες που αφορούν την έλλειψη πόρων, ήτοι το ποσοστό των ατόμων που αντιμετωπίζουν τουλάχιστον 4 από 9 στοιχεία στέρησης, με βάση την αδυναμία πραγματοποίησης ορισμένων συγκεκριμένων τύπων δαπανών· 3) *Άτομα που ζουν σε νοικοκυριά με πολύ χαμηλή ένταση εργασίας* είναι άτομα ηλικίας 0-59 ετών που ζουν σε νοικοκυριά στα οποία οι ενήλικοι (ηλικίας 18-59 ετών) αξιοποίησαν λιγότερο από το 20 % των συνολικών δυνατοτήτων τους για εργασία κατά τη διάρκεια του προηγούμενου έτους. Η περίοδος αναφοράς του εισοδήματος για τα δεδομένα στα οποία στηρίζονται οι εν λόγω μετρήσεις είναι μια σταθερή περίοδος 12 μηνών, όπως το προηγούμενο ημερολογιακό ή φορολογικό έτος στο οποίο αναφέρονται τα δεδομένα για όλες τις χώρες, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο, για το οποίο η περίοδος αναφοράς του εισοδήματος είναι το τρέχον έτος, και την Ιρλανδία, για την οποία η έρευνα είναι συνεχής και τα δεδομένα για το εισόδημα συλλέγονται για τους τελευταίους δώδεκα μήνες.

εκατοστιαίες μονάδες), ενώ σημαντική μείωση καταγράφηκε στην Ελλάδα, στην Ουγγαρία, στην Πολωνία και στην Πορτογαλία, σε όλες τις περιπτώσεις μεταξύ 2 και 3 εκατοστιαίων μονάδων.

- Αντιθέτως, το ποσοστό της σοβαρής υλικής στέρησης μειώθηκε κατά τη διάρκεια τριετούς περιόδου (επίσης το 2018) στα περισσότερα κράτη μέλη της ΕΕ: στη Βουλγαρία κατά τη διάρκεια τριετούς περιόδου υποχώρησε κατά περισσότερες από 13 εκατοστιαίες μονάδες, ενώ η Κροατία, η Κύπρος, η Ελλάδα, η Ουγγαρία, η Λετονία, η Μάλτα και η Ρουμανία κατέγραψαν πτώσεις 5 ή περισσότερων εκατοστιαίων μονάδων.
- Τέλος, η ανάκαμψη είχε ως αποτέλεσμα μια μείωση του ποσοστού ατόμων (ηλικίας κάτω των 60 ετών) που ζουν σε νοικοκυριά με πολύ χαμηλή ένταση εργασίας σχεδόν σε όλες τις χώρες της ΕΕ, με εξαίρεση το Λουξεμβούργο και τη Σουηδία όπου το ποσοστό αυτό αυξήθηκε, και τη Φινλανδία όπου το ποσοστό αυτό παρέμεινε σταθερό κατά τα τρία έτη έως το 2018. Παράλληλα, η φτώχεια των εργαζομένων σημείωσε ελάχιστη αύξηση στο 9,5 % το 2018 για το σύνολο της ΕΕ, παραμένοντας κοντά στο ανώτατο ποσοστό του 9,6 % που καταγράφηκε το 2016.

4. ΣΥΝΟΨΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΩΝ ΠΡΟΚΛΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΟΣΟΝ ΑΦΟΡΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ

Η επανεξισορρόπηση εντός της ζώνης του ευρώ παραμένει ατελής, ενώ η επανεξισορρόπηση τόσο των ελλειμμάτων όσο και των πλεονασμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποτελεί επιτακτική ανάγκη στην τρέχουσα οικονομική συγκυρία και θα ωφελήσει όλα τα κράτη μέλη. Τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχουν μεν διορθωθεί, αλλά σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ εξακολουθούν να υφίστανται μεγάλα πλεονάσματα. Η θέση της ζώνης του ευρώ μετέβη σταδιακά σε πλεόνασμα το οποίο έχει πλέον αρχίσει να υποχωρεί ελαφρά, κυρίως λόγω της μειωμένης ζήτησης εξαγωγών προς τρίτες χώρες. Οι ανισορροπίες αποθεμάτων έχουν αρχίσει να προσαρμόζονται. Ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ εξακολουθούν να έχουν σημαντικά αρνητικές NIIP, ενώ άλλες καταγράφουν σημαντικά θετικές και αυξανόμενες NIIP. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξάνεται με ταχύτερους ρυθμούς σε καθαρές πιστώτριες χώρες σε σύγκριση με καθαρές οφειλέτριες χώρες, ανατρέποντας, ως εκ τούτου, την επικρατούσα τάση πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση. Η τάση αυτή συνεχίζεται αλλά είναι εξασθενισμένη σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη μετά την κρίση, καθώς εντεινόμενη στενότητα της αγοράς εργασίας στις καθαρές οφειλέτριες χώρες οδήγησε σε μεγαλύτερη αύξηση των μισθών, ενώ η παραγωγικότητα ήταν υποτονική. Παράλληλα, η ανάκαμψη των μισθών ήταν περιορισμένη στις καθαρές πιστώτριες χώρες ακόμα και μετά τα έτη χαμηλής ανεργίας. Η συμμετρική επανεξισορρόπηση των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών θα μπορούσε, αφενός, να συμβάλει στην αντιμετώπιση του σημερινού περιβάλλοντος χαμηλού πληθωρισμού και χαμηλών επιτοκίων και, αφετέρου, να στηρίξει την ονομαστική ανάπτυξη και, ως εκ τούτου, να βοηθήσει στην απομόχλευση και την επανεξισορρόπηση των θέσεων των καθαρών οφειλετριών χωρών.

Σε γενικές γραμμές, ορισμένα κράτη μέλη αντιμετωπίζουν προκλήσεις για διαφορετικούς λόγους και σε διαφορετικό βαθμό. Ο βαθμός της σοβαρότητας των προκλήσεων για τη μακροοικονομική σταθερότητα ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των κρατών μελών, ανάλογα με τη φύση και την έκταση των παραγόντων ευπάθειας και των μη βιώσιμων τάσεων, και τον τρόπο με τον οποίο αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. Οι κύριες πηγές πιθανών ανισορροπιών συνδυάζονται σύμφωνα με διάφορες τυπολογίες που συνοψίζονται ως εξής:

- Ορισμένα κράτη μέλη εξακολουθούν να πλήττονται κυρίως από *πολλαπλούς και αλληλένδετους παράγοντες ευπάθειας σχετικούς με τα αποθέματα χρέους*. Αυτό συμβαίνει συνήθως με όσες χώρες επλήγησαν από πιστωτικούς κύκλους ακραίων διακυμάνσεων («boom-bust») σε συνδυασμό με αναστροφές του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που είχαν επίσης επιπτώσεις στον τραπεζικό τομέα και το δημόσιο χρέος.

    - Στην περίπτωση της Κύπρου και της Ελλάδας, υψηλά αποθέματα χρέους και μεγάλες αρνητικές καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις συνδυάζονται με τις εναπομένουσες προκλήσεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα, αν και στην Κύπρο παρατηρούνται βελτιώσεις στον τομέα των ΜΕΔ και κερδοφορία, ενώ στην Ελλάδα έχει επιταχυνθεί η μείωση των ΜΕΔ από το 2018, ωστόσο, τα επίπεδά τους παραμένουν ιδιαιτέρως υψηλά. Στην περίπτωση της Ελλάδας, η αύξηση του δυνητικού προϊόντος είναι μικρή σε ένα περιβάλλον υψηλής (αν και μειούμενης) ανεργίας.

    - Στην Κροατία, την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ισπανία, οι παράγοντες ευπάθειας που απορρέουν από τα αποθέματα του χρέους που συσσωρεύτηκε από το παρελθόν είναι επίσης σημαντικοί, πολλαπλοί και αλληλένδετοι. Στη Βουλγαρία, ο εταιρικός δανεισμός συνδυάζεται με ιστορικό χρόνιων προβλημάτων στον χρηματοπιστωτικό τομέα που αντιμετωπίζονται με τη λήψη μέτρων πολιτικής. Στις χώρες αυτές, οι ανισορροπίες αποθεμάτων υποχωρούν χάρη στην ανάκαμψη της ονομαστικής ανάπτυξης, η οποία συνδέεται σε ορισμένες περιπτώσεις με την

επανεμφάνιση έντονης αύξησης των τιμών των κατοικιών (στην Ιρλανδία και πιο πρόσφατα στην Πορτογαλία), στην εκ νέου αύξηση του ΚΕΑΜΠ και στη στασιμότητα των οφελών της ανταγωνιστικότητας στην Πορτογαλία και την Ισπανία, καθώς και σε έντονες αυξήσεις του ΚΕΑΜΠ στη Βουλγαρία.

- Σε ορισμένα κράτη μέλη, οι παράγοντες ευπάθειας οφείλονται κυρίως στα *υψηλά αποθέματα του χρέους της γενικής κυβέρνησης* και σε ανησυχίες σχετικά με την *αύξηση του δυνητικού προϊόντος* και την *ανταγωνιστικότητα*. Αυτό ισχύει κυρίως στην περίπτωση της Ιταλίας, όπου οι παράγοντες ευπάθειας συνδέονται επίσης με τον τραπεζικό τομέα, και με το μεγάλο, αν και ταχέως μειούμενο, απόθεμα των ΜΕΔ, σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιδόσεων της αγοράς εργασίας. Το Βέλγιο και η Γαλλία αντιμετωπίζουν κυρίως προβλήματα υψηλού χρέους γενικής κυβέρνησης και αναπτυξιακού δυναμικού, εν μέσω επίσης συμπιεσμένης ανταγωνιστικότητας. Στη Γαλλία αυξάνεται το ιδιωτικό χρέος, το οποίο είναι ήδη σχετικά υψηλό. Στο Βέλγιο το σχετικά υψηλό και αυξανόμενο απόθεμα χρέους των νοικοκυριών συνδυάζεται με ενδεχομένως υπερβολικές τιμές των κατοικιών. Η εξωτερική θέση παραμένει σταθερή, πρόσφατα όμως αποδυναμώθηκε ελαφρώς.

- Ορισμένα κράτη μέλη χαρακτηρίζονται από *μεγάλα και επίμονα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών* τα οποία αντανακλούν επίσης, σε διαφορετικό βαθμό, υποτονική ιδιωτική κατανάλωση και επενδύσεις σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι θα δικαιολογούσαν τα βασικά οικονομικά μεγέθη. Πρόκειται ιδίως για τη Γερμανία και τις Κάτω Χώρες. Στις Κάτω Χώρες, το μεγάλο πλεόνασμα συνδυάζεται με υψηλό απόθεμα χρέους των νοικοκυριών και ισχυρή αύξηση των τιμών των κατοικιών. Πρόσφατα παρατηρήθηκαν πιέσεις στις τιμές των κατοικιών επίσης στη Γερμανία, αλλά τα αντίστοιχα επίπεδα του χρέους είναι συγκριτικά χαμηλά. Τα μεγάλα και επίμονα πλεονάσματα ενδέχεται να συνεπάγονται απώλεια ευκαιριών ανάπτυξης και εγχώριων επενδύσεων, γεγονός που έχει συνέπειες για την υπόλοιπη ζώνη του ευρώ σε συνθήκες πληθωρισμού που βρίσκεται επί μακρόν κάτω του στόχου και υποτονικής εξωτερικής ζήτησης.

- Σε ορισμένα κράτη μέλη, *οι εξελίξεις των μεταβλητών τιμής ή κόστους αποτελούν πιθανές ενδείξεις υπερθέρμανσης, ιδίως όσον αφορά την αγορά στεγαστικών ακινήτων ή την αγορά εργασίας*.

  - Στη Σουηδία, και σε μικρότερο βαθμό στην Αυστρία, τη Δανία, το Λουξεμβούργο και το Ηνωμένο Βασίλειο, τα τελευταία έτη παρατηρείται σταθερή αύξηση των τιμών των κατοικιών σε συνθήκες πιθανών κενών υπερτίμησης και σημαντικών επιπέδων χρέους των νοικοκυριών. Από πρόσφατα στοιχεία προκύπτει κάποια προσαρμογή των τιμών και των υπερτιμήσεων προς τα κάτω στη Σουηδία και επιβραδύνσεις της αύξησης των τιμών των κατοικιών σε άλλες περιπτώσεις (πλην του Λουξεμβούργου). Στην Τσεχία, την Ουγγαρία, τη Λετονία, τη Σλοβακία και τη Σλοβενία παρατηρούνται εντονότερη αλλά πιο πρόσφατη αύξηση των τιμών των κατοικιών και λιγότερες ενδείξεις υπερτίμησης. Στη δε περίπτωση της Τσεχίας και της Σλοβακίας οι τάσεις αυτές παρατηρούνται σε συνδυασμό με τη συνέχιση του ενυπόθηκου δανεισμού και τα αυξανόμενα χρέη των νοικοκυριών. Η Φινλανδία δεν φαίνεται να επηρεάζεται από έντονη αύξηση των τιμών των κατοικιών ή πιθανή υπερτίμηση αλλά από υψηλό και αυξανόμενο χρέος των νοικοκυριών.

  - Στην Τσεχία, την Εσθονία, την Ουγγαρία, τη Λετονία, τη Λιθουανία, τη Σλοβακία και τη Ρουμανία, το κόστος εργασίας συνεχίζει να αυξάνεται με σχετικά ταχύ ρυθμό, ενώ συρρικνώνεται η ανταγωνιστικότητα των τιμών. Τα τελευταία έτη η έντονη αύξηση του ΚΕΑΜΠ συνδυάζεται, αφενός, με αξιοσημείωτη συρρίκνωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην Ουγγαρία και, αφετέρου, με περιορισμένο αλλά επίμονο έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη Σλοβακία. Στην περίπτωση της Ρουμανίας, καταγράφεται παρατεταμένη και ιδιαιτέρως έντονη αύξηση του ΚΕΑΜΠ σε συνθήκες

περαιτέρω επιδείνωσης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και επεκτατικών δημοσιονομικών πολιτικών.

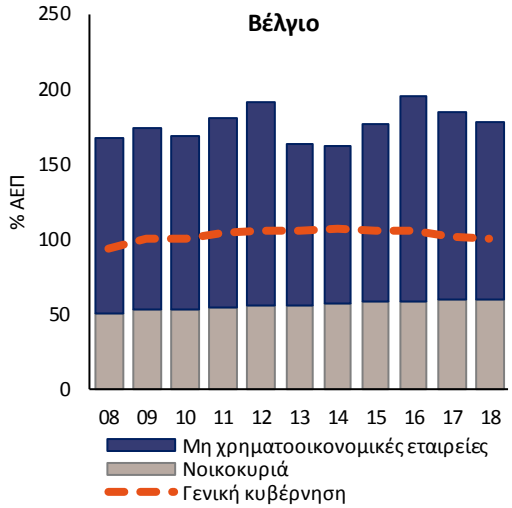
Συνολικά, είναι σκόπιμη η διενέργεια εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων για 13 κράτη μέλη: τη Βουλγαρία, την Κροατία, την Κύπρο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ιταλία, τις Κάτω Χώρες, την Πορτογαλία, τη Ρουμανία, την Ισπανία και **τη Σουηδία.** Όλα τα προαναφερόμενα κράτη μέλη υποβλήθηκαν σε εμπεριστατωμένη επισκόπηση στο πλαίσιο του προηγούμενου ετήσιου κύκλου εποπτείας βάσει της ΔΜΑ και θεωρήθηκε ότι αντιμετώπιζαν ανισορροπίες ή υπερβολικές ανισορροπίες. Οι νέες εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις θα συμβάλουν στην περαιτέρω εμβάθυνση της ανάλυσης αυτών των προκλήσεων και στην εκτίμηση των αναγκών πολιτικής. Ειδικότερα, θα εκπονηθούν προσεχώς εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις για να εκτιμηθεί εάν οι ανισορροπίες που εντοπίστηκαν επιδεινώνονται ή διορθώνονται, με σκοπό την επικαιροποίηση των υφιστάμενων εκτιμήσεων. Η παρούσα έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης (ΕΜΕ) εφιστά επίσης την προσοχή στην πιθανή συσσώρευση κινδύνων σε ορισμένα κράτη μέλη για τα οποία, με βάση τα σημερινά στοιχεία, δεν φαίνεται απαραίτητη η διεξαγωγή εμπεριστατωμένης επισκόπησης στον παρόν στάδιο, αν και φαίνεται δικαιολογημένη η στενή παρακολούθησή τους ιδίως στις επικείμενες εκθέσεις ανά χώρα. Οι εν λόγω κίνδυνοι αφορούν κυρίως εξελίξεις που συνδέονται με την ανταγωνιστικότητα (Τσεχία, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Λιθουανία και Σλοβακία), τις τιμές των κατοικιών, τις αγορές στεγαστικών ακινήτων, καθώς και εξελίξεις όσον αφορά το χρέος των νοικοκυριών (Αυστρία, Βέλγιο, Τσεχία, Δανία, Φινλανδία, Ουγγαρία, Λουξεμβούργο, Σλοβακία, Σλοβενία και Ηνωμένο Βασίλειο).

5. ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ, ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ: ΕΙΔΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ ΑΝΑ ΚΡΑΤΟΣ ΜΕΛΟΣ

Βέλγιο: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά το Βέλγιο. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η μεταβολή της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, το ιδιωτικό χρέος και το δημόσιο χρέος.

Το 2018 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραψε περιορισμένο έλλειμμα, ενώ η θετική καθαρή διεθνής επενδυτική θέση βελτιώθηκε. Παρά τη χαμηλή αύξηση της παραγωγικότητας, η άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παρέμεινε περιορισμένη, καθώς οι αυξήσεις των μισθών ήταν μέτριες. Η τριετής μεταβολή της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας αυξήθηκε περαιτέρω και υπερέβη το όριο, παρόλο που βάσει της ετήσιας μεταβολής προκύπτει απλώς μέτρια επιτάχυνση. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών παραμένουν σε γενικές γραμμές σταθερά. Ο υψηλός δείκτης εταιρικού χρέους ως προς το ΑΕΠ υποχωρεί, αν και τα αριθμητικά στοιχεία είναι διογκωμένα από τον εκτεταμένο διασυνοριακό ενδοομιλικό δανεισμό. Το χρέος των νοικοκυριών, το οποίο αφορά κυρίως υποθήκες, είναι σχετικά υψηλό και βρίσκεται σε αύξηση, ενώ τα τελευταία έτη η ανοδική τάση των πραγματικών τιμών των κατοικιών συνεχίστηκε σε μέτριους ρυθμούς και παρατηρούνται ενδείξεις πιθανής υπερτίμησης. Το δημόσιο χρέος είναι υψηλό και μειώνεται μόνο με αργούς ρυθμούς. Η δημιουργία θέσεων εργασίας παρέμεινε θετική και το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο χαμηλότερο έως τώρα επίπεδο. Το ποσοστό αεργίας είναι υψηλό.

Διάγραμμα Α1: ***Χρέος στους διάφορους τομείς της οικονομίας***



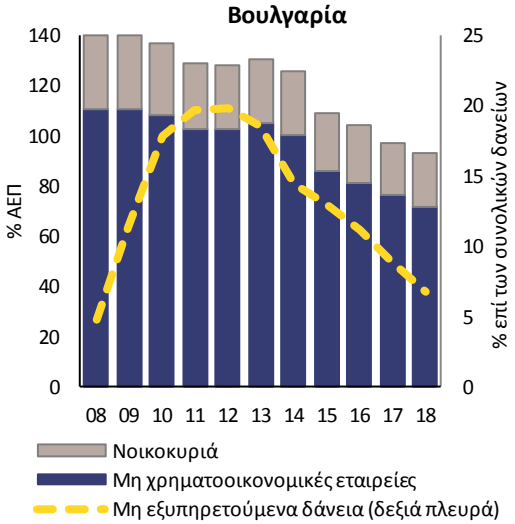
Πηγή: Eurostat

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το δημόσιο αλλά και με το ιδιωτικό χρέος, ωστόσο φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Συνεπώς, στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Βουλγαρία: Τον Φεβρουάριο του 2019 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Βουλγαρία αντιμετώπιζε *ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά ευπάθειες του χρηματοπιστωτικού τομέα, σε συνδυασμό με υψηλά επίπεδα χρέους και μη εξυπηρετούμενων δανείων στον τομέα των επιχειρήσεων. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP) και η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Η εξωτερική θέση της οικονομίας ενισχύθηκε περαιτέρω με διευρυνόμενο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και ταχέως βελτιούμενη αρνητική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση η οποία προσεγγίζει το όριο. Παρόλο που σημειώθηκαν συσσωρευμένες αυξήσεις των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές, η στενότητα της αγοράς εργασίας και οι ελλείψεις δεξιοτήτων συνέβαλαν στην αύξηση των μισθών. Κατά συνέπεια, η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος υπερβαίνει κατά πολύ το όριο, γεγονός που χρήζει προσοχής. Στο πλαίσιο ευνοϊκών οικονομικών και χρηματοδοτικών συνθηκών, οι δείκτες κεφαλαίων και ρευστότητας του τραπεζικού τομέα ενισχύθηκαν συνολικά. Η πιστωτική επέκταση είναι ισχυρή και χρηματοδοτείται πλήρως από τη διεύρυνση της βάσης καταθέσεων. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια εξακολουθούν να μειώνονται, παραμένουν όμως σε συγκριτικά υψηλά επίπεδα όσον αφορά μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις και τράπεζες εγχώριας ιδιοκτησίας. Έχουν θεσπιστεί και θεσπίζονται επί του παρόντος διάφορα μέτρα με στόχο να ενισχυθεί η τραπεζική και μη τραπεζική εποπτεία. Ωστόσο, εξακολουθούν να υφίστανται ορισμένες προκλήσεις και ευπάθειες που σχετίζονται με κεφαλαιακές ελλείψεις σε ορισμένα τραπεζικά ιδρύματα και εκκρεμούσες ανησυχίες στον ασφαλιστικό τομέα. Το εταιρικό χρέος εξακολουθεί να είναι σχετικά υψηλό, αν και έχει μειωθεί σημαντικά. Το δημόσιο χρέος είναι χαμηλό και υποχωρεί. Οι τιμές των κατοικιών συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, αν και με χαμηλότερους ρυθμούς και σύμφωνα με τα θεμελιώδη μεγέθη. Η ενυπόθηκη πίστη και οι οικοδομικές άδειες κατέγραψαν σημαντική αύξηση και χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις. Η ανεργία υποχώρησε σε ιδιαιτέρως χαμηλά επίπεδα και το ποσοστό ενεργού πληθυσμού, αν και σχετικά χαμηλό, εξακολουθεί να αυξάνεται.

Διάγραμμα A2: ***Χρέος ιδιωτικού τομέα και μη εξυπηρετούμενα δάνεια***



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

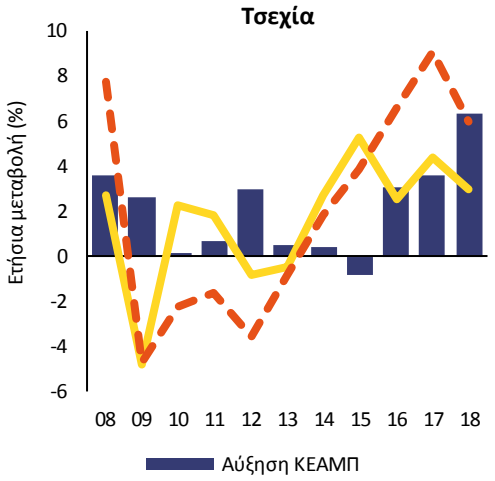
Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με εναπομένουσες ευπάθειες στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Τσεχία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά την Τσεχία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καταγράφει μικρό αλλά μειούμενο πλεόνασμα, ενώ η αρνητική καθαρή διεθνής επενδυτική θέση συνέχισε να συρρικνώνεται. Η λήξη της δέσμευσης όσον αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία τον Απρίλιο του 2017 είχε ως αποτέλεσμα την ανατίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, ιδίως το 2018. Το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε σημαντικά χάρη σε ισχυρές αυξήσεις των μισθών και σοβαρές ελλείψεις στην αγορά εργασίας, αν και στο μέλλον αναμένεται επιβράδυνση. Έως τώρα έχουν καταγραφεί αυξήσεις

των μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Ταυτόχρονα, η χώρα είναι εκτεθειμένη σε κινδύνους που σχετίζονται με το περιβάλλον εμπορικής πολιτικής και την πιθανή διαταραχή των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας. Η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών παρέμεινε υψηλή, επιβραδύνθηκε όμως το 2018 σε σύγκριση με το 2017. Επιπλέον, το χρέος του ιδιωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένου του χρέους των νοικοκυριών, είναι συγκριτικά χαμηλό. Ο τραπεζικός τομέας είναι ιδιαιτέρως ισχυρός με πολύ χαμηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων. Το δημόσιο χρέος εξακολουθεί να μειώνεται, καθώς ο κρατικός προϋπολογισμός είναι πλεονασματικός από το 2016. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω, καθώς η αγορά εργασίας συνεχίζει να παρουσιάζει μεγάλη στενότητα.

Διάγραμμα Α3: ***ΑΕΠ, ΚΕΑΜΠ και τιμές κατοικιών***



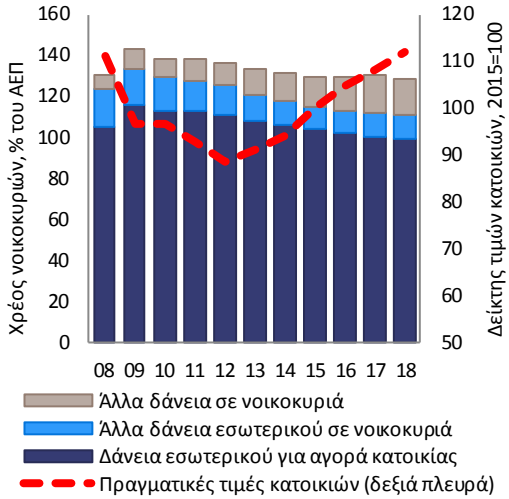
Πηγή: Eurostat

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα και με τις πιέσεις στην αγορά στεγαστικών ακινήτων, αν και φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι σε μεγάλο βαθμό περιορισμένοι. Ως εκ τούτου, στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Δανία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά τη Δανία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες, και συγκεκριμένα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και το ιδιωτικό χρέος, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να εμφανίζει μεγάλα πλην συρρικνούμενα πλεονάσματα. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συρρικνώθηκε πρόσφατα, επειδή οι εταιρείες αποταμίευσαν λιγότερο και πραγματοποίησαν και περισσότερες εγχώριες επενδύσεις. Τα αλλεπάλληλα πλεονάσματα οδήγησαν σε ισχυρή θετική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση και παρήγαγαν θετικό καθαρό πρωτογενές έσοδο που με τη σειρά του ενισχύει το θετικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η αύξηση της παραγωγικότητας ήταν υποτονική και επιβάρυνε τους δείκτες ανταγωνιστικότητας κόστους, ενώ σημειώθηκαν ορισμένες περιορισμένης έκτασης απώλειες μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν αντικατοπτρίζοντας τις ανάγκες απομόχλευσης και τα μέτρα πολιτικής μακροπροληπτικού χαρακτήρα για τον περιορισμό της παρακινδυνευμένης δανειοληψίας. Ταυτόχρονα, οι χαμηλές δαπάνες χρηματοδότησης και η ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση εξακολουθούν να συμβάλλουν στη συσσώρευση χρέους. Το χρέος των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένει το υψηλότερο στην ΕΕ, παρά ορισμένες ασθενείς τάσεις απομόχλευσης. Από την άλλη, το εταιρικό χρέος είναι συγκρατημένο. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών αυξάνονται με συνεχή αλλά συγκρατημένο ρυθμό, ενώ οι δείκτες αποτίμησης υποδεικνύουν την ύπαρξη ορισμένης υπερτίμησης. Η αγορά εργασίας εξακολουθεί να βελτιώνεται και η αύξηση της απασχόλησης παραμένει σταθερή. Οι ελλείψεις εργατικού δυναμικού είναι εκτεταμένες αλλά πρόσφατα περιορίστηκαν, μετριάζοντας την ανοδική πίεση στους μισθούς.

Διάγραμμα Α4: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



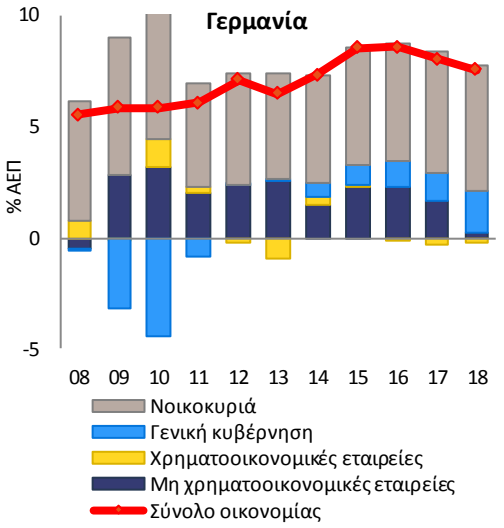
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το εξωτερικό πλεόνασμα και το υψηλό χρέος των νοικοκυριών, συμπεριλαμβανομένου του στεγαστικού τομέα, μολονότι οι κίνδυνοι φαίνεται ότι είναι περιορισμένοι. Ως εκ τούτου, στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Γερμανία: Τον Φεβρουάριο του 2019 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Γερμανία αντιμετώπιζε *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά το μεγάλο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της, το οποίο αντανακλά υποτονικές επενδύσεις σε σχέση με την αποταμίευση τόσο στον ιδιωτικό όσο και στον δημόσιο τομέα. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία και το δημόσιο χρέος.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να εμφανίζει πολύ μεγάλο πλεόνασμα, παρόλο που το 2018 μειώθηκε ελαφρά. Λόγω της εξασθένισης του εξωτερικού εμπορίου, σημειώνεται μετατόπιση προς την ανάπτυξη με βάση την εγχώρια ζήτηση. Αντίστοιχα, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται ότι θα συνεχίσει να συρρικνώνεται, παραμένοντας όμως σε υψηλά επίπεδα και οδηγώντας σε περαιτέρω αύξηση της ήδη μεγάλης καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης. Η ασθενής αύξηση της παραγωγικότητας συνέβαλε στην αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ενώ συνεχίστηκε η ανατίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η ονομαστική αύξηση των αποδοχών επιταχύνθηκε, μεταξύ άλλων, χάρη στα αποτελέσματα έκτακτων μέτρων πολιτικής σε μια αγορά εργασίας που χαρακτηρίζεται από στενότητα, αναμένεται δε να μετριαστεί στο εγγύς μέλλον. Το 2018 παρατηρήθηκαν αξιοσημείωτη επιβράδυνση της αύξησης των εξαγωγών και περιορισμένες απώλειες μεριδίων εξαγωγικών αγορών σε ετήσια βάση. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών και το κόστος κατασκευής σημείωσαν άνοδο και χρήζουν προσοχής, μεταξύ άλλων, όσον αφορά τις περιφερειακές ανισότητες στις τιμές και στη διαθεσιμότητα στέγασης. Οι επενδύσεις σε στεγαστικά ακίνητα συνεχίζουν να αυξάνονται, αλλά εξακολουθούν να υπολείπονται των αναγκών στέγασης στις μητροπολιτικές περιοχές. Η πιστωτική επέκταση ενισχύεται σταδιακά. Το δημόσιο χρέος συνέχισε να μειώνεται και αναμένεται να πέσει κάτω από το όριο του 60 % του ΑΕΠ έως το 2019. Ταυτόχρονα, συνεχίζεται η σημαντική υστέρηση στις δημόσιες επενδύσεις, παρότι οι επενδύσεις αυξήθηκαν για ορισμένα έτη. Η συνολική ανεργία, καθώς και η ανεργία των νέων και η μακροχρόνια ανεργία βρίσκονται σε πρωτοφανή χαμηλά επίπεδα, παρόλο που ανακόπηκε περαιτέρω βελτίωση της κατάστασης στην αγορά εργασίας.

Διάγραμμα Α5: ***Καθαρή δανειοληψία/δανειοδότηση ανά τομέα***



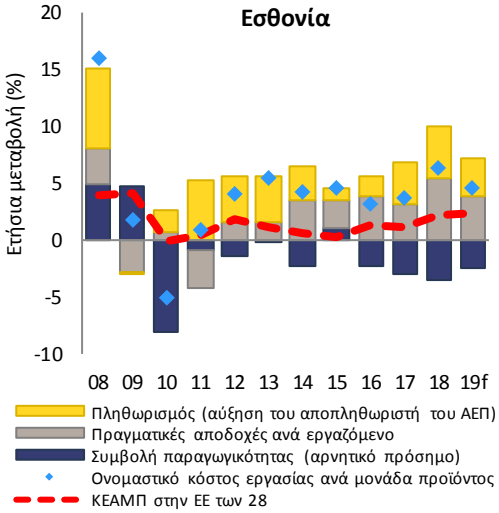
Πηγή: Eurostat

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το επίμονο πλεόνασμα αποταμίευσης έναντι των επενδύσεων, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό αλλά σταδιακά μειούμενο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, γεγονός που υποδηλώνει την ανάγκη συνεχούς επανεξισορρόπησης. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Εσθονία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά την Εσθονία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν τα ενδεικτικά όρια, και συγκεκριμένα, η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία και η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καταγράφει σταθερό πλεόνασμα, ενώ η αρνητική καθαρή διεθνής επενδυτική θέση βελτιώθηκε. Η άνοδος της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας επιταχύνθηκε το 2018, μετατοπίζοντας τον δείκτη πέραν του ορίου. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιταχύνθηκε περαιτέρω, λόγω πιέσεων στις εγχώριες τιμές και στους μισθούς, ιδίως στον δημόσιο τομέα, γεγονός που συνδέεται με τη στενότητα στην αγορά εργασίας. Σημειώθηκαν μικρές συσσωρευμένες αυξήσεις των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές. Η δανειοληψία καθώς και τα επίπεδα χρέους του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα είναι σχετικά χαμηλά. Επιπλέον, το χρέος του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να μειώνεται, γεγονός που αντικατοπτρίζει την εναπομένουσα δυναμική απομόχλευσης. Η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών επιβραδύνθηκε και διαμορφώθηκε σε μέτρια επίπεδα. Η στενότητα που επικρατεί στην αγορά εργασίας καθίσταται εμφανής στο σχετικά χαμηλό επίπεδο ανεργίας και στο ιδιαιτέρως υψηλό ποσοστό ενεργού πληθυσμού για τα δεδομένα της ΕΕ.

Διάγραμμα Α6: ***Ανάλυση κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος***

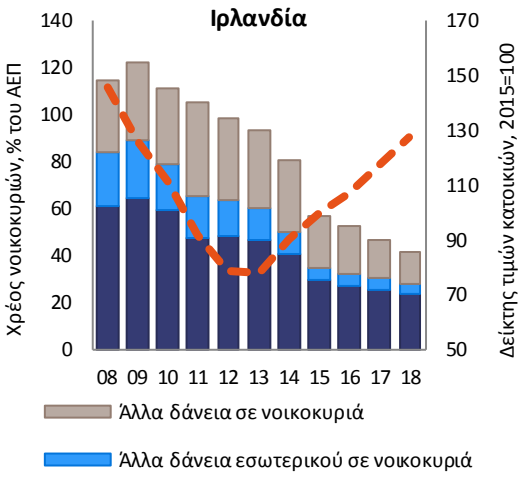


Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, αλλά φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Συνεπώς, στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Ιρλανδία: Τον Φεβρουάριο του 2019, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ιρλανδία *αντιμετώπιζε μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά ευπάθειες οφειλόμενες σε υψηλά αποθέματα δημόσιου και ιδιωτικού χρέους και καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), το ιδιωτικό χρέος, το δημόσιο χρέος και η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών.

Διάγραμμα Α7: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

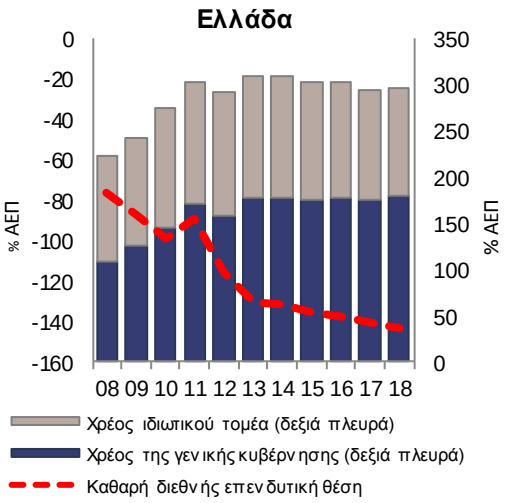
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μετέβη από μια, σε γενικές γραμμές, ισοσκελισμένη θέση το 2017 σε ένα μεγάλο πλεόνασμα το 2018. Αυτή η σημαντική μεταβολή αποτελεί κυρίως απόρροια των δραστηριοτήτων πολυεθνικών εταιρειών. Από μια τροποποιημένη μέτρηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η οποία αντικατοπτρίζει καλύτερα την εγχώρια οικονομική δραστηριότητα, προκύπτει μικρότερο πλεόνασμα το 2018. Η NIIP παραμένει σε υψηλό βαθμό αρνητική, κυρίως λόγω των δραστηριοτήτων πολυεθνικών εταιρειών και ενός μεγάλου υπεράκτιου χρηματοοικονομικού κέντρου που έχουν περιορισμένες συνδέσεις με την εγχώρια οικονομία. Χάρη στην ισχυρή οικονομική ανάπτυξη, ο δείκτης δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ μειώνεται, αλλά το επίπεδο του χρέους παραμένει υψηλό. Το ιδιωτικό χρέος παραμένει πολύ υψηλό, αν και συνεχίζει να μειώνεται. Συνεχίστηκε η μείωση του χρέους των νοικοκυριών και οι ιρλανδικές τράπεζες μείωσαν τα ανοίγματά τους σε εγχώριες επιχειρήσεις, γεγονός που υποδηλώνει συνεχιζόμενη εταιρική απομόχλευση. Η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών συνεχίστηκε το 2018, επιβραδύνθηκε όμως σημαντικά κατά τη διάρκεια του έτους. Ωστόσο, ανησυχητικό παράγοντα συνεχίζει να αποτελεί η οικονομική προσιτότητα της στέγασης. Το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων μειώνεται σταθερά τα τελευταία έτη και οι τράπεζες είναι επαρκώς κεφαλαιοποιημένες, αν και τα διαθέσιμά τους είναι σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Η κερδοφορία των τραπεζών, αν και παραμένει ακόμη χαμηλή, σταδιακά βελτιώνεται. Η ανεργία εξακολουθεί να υποχωρεί και προσεγγίζει τα προ κρίσης επίπεδα.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τη μεταβλητότητα της εξωτερικής θέσης, το απόθεμα του ιδιωτικού και δημόσιου χρέους, καθώς και την αγορά στεγαστικών ακινήτων. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Ελλάδα: Τον Φεβρουάριο του 2019, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ελλάδα αντιμετώπιζε *υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες*, και συγκεκριμένα υψηλό δημόσιο χρέος, αρνητική εξωτερική θέση και υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων σε συνθήκες υψηλής, αν και μειούμενης, ανεργίας και χαμηλής δυνητικής ανάπτυξης. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), το ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης και το ποσοστό ανεργίας, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Η έντονα αρνητική εξωτερική θέση της Ελλάδας συνίσταται ως επί το πλείστον σε καθαρές δανειακές υποχρεώσεις, ιδίως εξωτερικό δημόσιο χρέος, το οποίο διακρατείται κυρίως από πιστωτές του δημόσιου τομέα με εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους. Η μέτρια αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ και το αρνητικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το οποίο επιδεινώθηκε το 2018 δεν επιτρέπουν την ταχύτερη προσαρμογή του υψηλού αποθέματος καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παρουσίασε αύξηση το 2018 σε συνθήκες άτονης αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας. Οι αυξήσεις των μισθών είχαν σαν αποτέλεσμα περαιτέρω αύξηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενώ το 2018 καταγράφηκαν αυξήσεις των μεριδίων εξαγωγικών αγορών για δεύτερο συνεχόμενο έτος. Το δημόσιο χρέος είναι πολύ υψηλό, προβλέπεται όμως ότι θα μειωθεί σταδιακά εντός των επόμενων ετών και η βιωσιμότητά του υποστηρίζεται από τα μέτρα ελάφρυνσης του χρέους τα οποία συμφωνήθηκαν από τους Ευρωπαίους εταίρους τον 2018. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών άρχισαν να ανακάμπτουν το 2018 έπειτα από μια δεκαετία πτώσεων των τιμών. Η πιστωτική επέκταση του ιδιωτικού τομέα είναι αρνητική, καθώς συνεχίζεται η απομόχλευση, ενώ το υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων εξομαλύνεται με αργό ρυθμό. Η ανεργία μειώνεται αλλά παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα, ιδίως όσον αφορά τη μακροχρόνια ανεργία και την ανεργία των νέων.

Διάγραμμα Α8: ***ΝΙΙΡ, χρέος ιδιωτικού τομέα και δημόσιο χρέος***



Πηγή: Eurostat

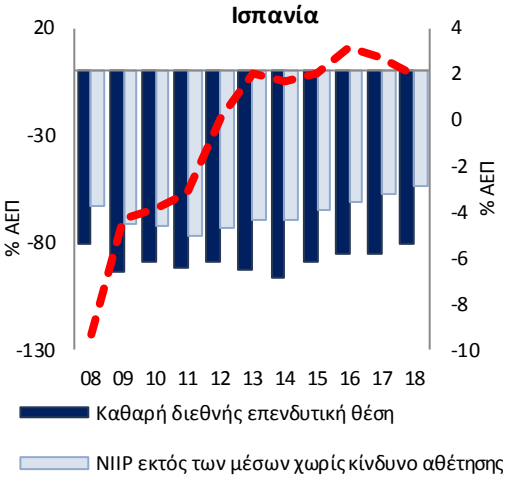
Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό δημόσιο χρέος, την αρνητική διεθνή επενδυτική θέση και το υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, και όλα αυτά σε συνθήκες υψηλής ανεργίας, χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας και υποτονικής επενδυτικής δραστηριότητας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθεί την πρόοδο όσον αφορά την εξάλειψη των ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικών ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Ισπανία: Τον Φεβρουάριο του 2019, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ισπανία αντιμετώπιζε *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, που σχετίζονται με τα υψηλά επίπεδα εξωτερικού και εσωτερικού χρέους, τόσο ιδιωτικού όσο και δημόσιου, σε συνθήκες υψηλής ανεργίας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), οι δείκτες ιδιωτικού και δημόσιου χρέους, το ποσοστό ανεργίας, καθώς και η μείωση του ενεργού πληθυσμού.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι διαρκώς πλεονασματικό, παρόλο που συρρικνώθηκε το 2018. Η αρνητική NIIP εξακολούθησε να βελτιώνεται, παραμένει όμως ιδιαίτερα υψηλή. Το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε οριακά σε συνθήκες σχεδόν μηδενικής αύξησης της παραγωγικότητας. Οι σχετικές βελτιώσεις της ανταγωνιστικότητας κόστους αποτελούν την κύρια πηγή βελτιώσεων ανταγωνιστικότητας από την περίοδο της κρίσης. Οι εξαγωγές σημείωσαν μέτρια αύξηση, αν και εξασθένισαν ελαφρά το 2018, εν μέρει λόγω μεταβατικών παραγόντων, τα δε

μερίδια εξαγωγικών αγορών παρέμειναν σε γενικές γραμμές σταθερά. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να μειώνεται καθ' όλο το 2018, ωστόσο εξακολουθούν να υφίστανται ανάγκες απομόχλευσης. Συνεχίστηκε η υποχώρηση του δείκτη εταιρικού χρέους ως προς το ΑΕΠ, αλλά επιβραδύνθηκε εξαιτίας ελαφράς αύξησης των νέων πιστώσεων. Όσον αφορά τα νοικοκυριά, ο δείκτης χρέους ως προς το ΑΕΠ συνέχισε να υποχωρεί, αν και το 2018 σημειώθηκε θετική πιστωτική επέκταση. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών εξακολούθησαν να αυξάνονται και η υποεκτίμηση φαίνεται ότι πλησιάζει στο τέλος της. Τα τελευταία έτη η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη υπήρξε η βασική κινητήρια δύναμη για τη μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης, αλλά τα επίμονα ελλείμματα συνεπάγονται ότι ο δείκτης του δημόσιου χρέους, που παραμένει υψηλός, μειώνεται με αργούς μόνο ρυθμούς. Η ανεργία υποχωρεί με ταχείς ρυθμούς, είναι όμως σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα και υπερβαίνει τα επίπεδα πριν από την κρίση, ιδίως στις κατηγορίες των νέων και των ανειδίκευτων εργαζομένων.

Διάγραμμα Α9: ***ΝΙΙΡ και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών***

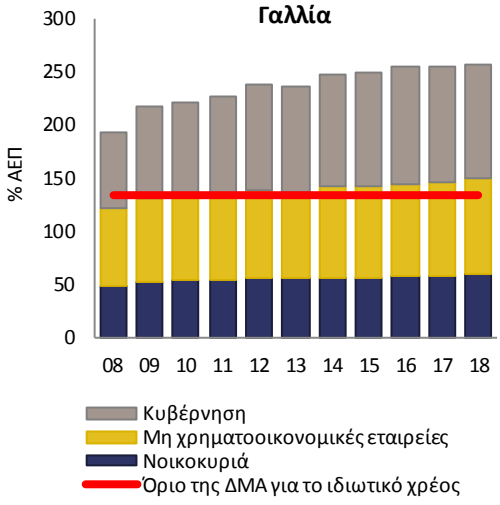


Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα του εξωτερικού χρέους, το ιδιωτικό και το δημόσιο χρέος σε συνθήκες υψηλής ανεργίας και ασθενούς αύξησης της παραγωγικότητας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Γαλλία: Τον Φεβρουάριο του 2019 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Γαλλία αντιμετώπιζε *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά το υψηλό δημόσιο χρέος και τη χαμηλή δυναμική ανταγωνιστικότητας σε συνθήκες χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες, και συγκεκριμένα το χρέος της γενικής κυβέρνησης και το ιδιωτικό χρέος, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα Α10: ***Χρέος στους διάφορους τομείς της οικονομίας***



Πηγή: Eurostat

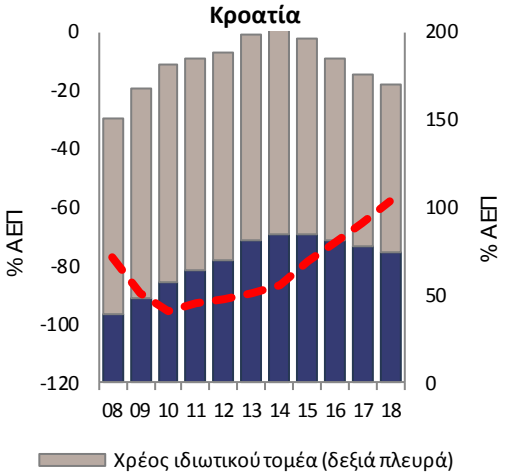
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καταγράφει περιορισμένο και σταθερό έλλειμμα, ενώ η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση είναι ελαφρώς αρνητική. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών παρέμειναν σταθερά το 2018 τόσο σε ετήσια βάση όσο και βάσει του πενταετούς δείκτη. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ήταν περιορισμένη και κάτω του μέσου όρου της ζώνης του ευρώ, αν και η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας είναι χαμηλή. Το δημόσιο χρέος σταθεροποιήθηκε σε πρωτοφανές υψηλό επίπεδο το 2018,

επιβεβαιώνοντας τα περιορισμένα δημοσιονομικά περιθώρια για την αντιμετώπιση μελλοντικών κλυδωνισμών. Οι ιδιωτικές πιστωτικές ροές διατήρησαν τη σχετική δυναμική τους, με αποτέλεσμα να αυξηθεί ελαφρά ο υψηλός δείκτης χρέους του ιδιωτικού τομέα ως προς το ΑΕΠ. Το χρέος των μη χρηματοοικονομικών εταιρειών υπερέβη το συνιστώμενο επίπεδο σύμφωνα με τα θεμελιώδη μεγέθη, ενώ το χρέος των νοικοκυριών ήταν πιο περιορισμένο. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν με μέτριο πλην σταθερό ρυθμό τα τελευταία έτη και εξακολουθούν να παρατηρούνται ενδείξεις πιθανής υπερτίμησης. Ο τραπεζικός τομέας φαίνεται ανθεκτικός, αλλά ο συνδυασμός υψηλών δεικτών δημόσιου και ιδιωτικού χρέους ενδέχεται να δημιουργήσει κινδύνους. Επιπλέον, τα χαμηλά επιτόκια που επικρατούν ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά την κερδοφορία των τραπεζών. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω και πλέον βρίσκεται κάτω από το όριο. Η μακροχρόνια ανεργία και η ανεργία των νέων συνέχισαν να βελτιώνονται.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό χρέος και τη χαμηλή πλην σταθεροποιημένη ανταγωνιστικότητα σε συνθήκες χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Κροατία: Τον Φεβρουάριο του 2019 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Κροατία αντιμετώπιζε *μακροοικονομικές ανισορροπίες* που συνδέονται με τα υψηλά επίπεδα δημόσιου, ιδιωτικού και εξωτερικού χρέους σε συνθήκες ασθενούς δυνητικής ανάπτυξης. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), το δημόσιο χρέος, το ποσοστό ανεργίας και η μείωση του ποσοστού ενεργού πληθυσμού, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα A11: ***NIIP, χρέος ιδιωτικού τομέα και δημόσιο χρέος***



Πηγή: Eurostat

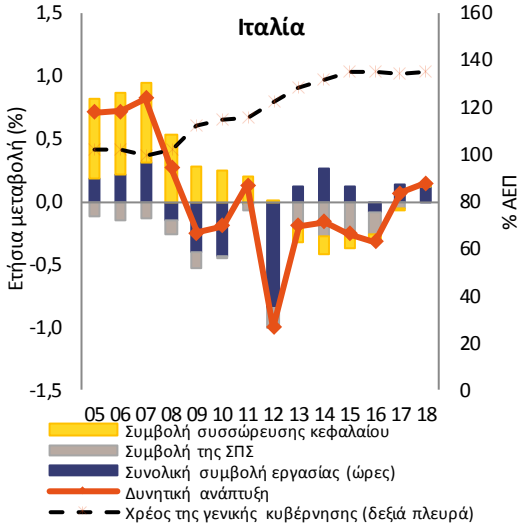
Η αρνητική NIIP συρρικνώθηκε σημαντικά σε συμφωνία με τα συνεχή πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, παραμένει όμως μεγάλη. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος απέκτησε θετικό πρόσημο το 2018, καθώς η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας ήταν ιδιαίτερα χαμηλή. Έχουν σημειωθεί συνεχείς αυξήσεις των μεριδίων εξαγωγικών αγορών από το 2013, επί του παρόντος όμως μειώνονται. Το δημόσιο χρέος είναι υψηλό αλλά σε καθοδική τάση, χάρη σε μικρά δημοσιονομικά πλεονάσματα. Το χρέος των νοικοκυριών και το εταιρικό χρέος συνεχίζουν να υποχωρούν αλλά παραμένουν σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Γενικά, σημαντικό ποσοστό του χρέους εκφράζεται σε ξένο νόμισμα, γεγονός που συνεπάγεται συναλλαγματικούς κινδύνους. Ενώ η ασθενής πιστωτική επέκταση συμβάλλει στη μείωση των επιπέδων ιδιωτικού χρέους, η αυξημένη χρήση δανείων σε μετρητά για γενική χρήση από τα νοικοκυριά εγείρει ανησυχίες. Ταυτόχρονα, ο χρηματοπιστωτικός τομέας επιβαρύνεται από υψηλά, αν και μειούμενα, επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων και μερικά ανοίγματα σε ξένο νόμισμα. Το ποσοστό ανεργίας μειώνεται με ταχύ ρυθμό, μολονότι εξακολουθεί να είναι σχετικά υψηλό. Το ποσοστό ενεργού πληθυσμού είναι επίμονα χαμηλό, ενώ συρρικνώνεται ο πληθυσμός σε ηλικία εργασίας. Αυτό, σε συνδυασμό με τη χαμηλή αύξηση της παραγωγικότητας, εμποδίζει τη δυνητική ανάπτυξη, ιδίως σε μια οικονομία που καταβάλλει προσπάθειες για να καλύψει την υστέρηση.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το απόθεμα εξωτερικών υποχρεώσεων, το δημόσιο και το ιδιωτικό χρέος, και το υψηλό ποσοστό ΜΕΔ σε συνθήκες σταθερά υψηλής ανεργίας και χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Ιταλία: Τον Φεβρουάριο του 2019 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ιταλία αντιμετώπιζε *υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά κινδύνους που απορρέουν από τα πολύ υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους και την παρατεταμένη ασθενή αύξηση της παραγωγικότητας σε συνθήκες σταθερά υψηλών επιπέδων μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) και υψηλής ανεργίας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, το δημόσιο χρέος και το ποσοστό ανεργίας εξακολουθούν να υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Η εξωτερική θέση είναι σταθερή, καθώς η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση είναι σχεδόν ισοσκελισμένη και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι πλεονασματικό. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνδέεται εν μέρει με την υποτονική εγχώρια ζήτηση και τη χαμηλή αύξηση των μισθών. Η στάσιμη αύξηση της παραγωγικότητας επηρεάζει αρνητικά την ανταγωνιστικότητα που δεν συνδέεται με το κόστος και τη δυνητική αύξηση του ΑΕΠ, γεγονός που με τη σειρά του εμποδίζει την απομόχλευση του δημόσιου χρέους. Η χαμηλή αύξηση της παραγωγικότητας οφείλεται στα χαμηλά επίπεδα επενδύσεων και καινοτομίας, στο μη υποστηρικτικό επιχειρηματικό περιβάλλον, σε χρηματοδοτικούς περιορισμούς, στην έλλειψη ατόμων με υψηλά προσόντα και σε τομεακές μεταβολές. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι περιορισμένη και τα μερίδια εξαγωγικών αγορών είναι σε γενικές γραμμές σταθερά. Το 2018 ο δείκτης του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ αυξήθηκε και υπάρχει κίνδυνος να αυξηθεί περαιτέρω το 2019, λόγω των δυσμενών οικονομικών προοπτικών και της επιδείνωσης του πρωτογενούς ισοζυγίου. Στα θετικά σημεία, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων έχουν υποχωρήσει αισθητά. Έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος στην εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών, καθώς έχει περιοριστεί το απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, ωστόσο η δανειοδότηση μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων παραμένει υποτονική. Εξακολουθούν να υφίστανται ευπάθειες στον χρηματοπιστωτικό τομέα, ιδίως όσον αφορά τις μικρές και μεσαίες τράπεζες, οι οποίες συνεχίζουν να κατέχουν υψηλό κληροδοτημένο απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, και είναι πιο εκτεθειμένες στον κίνδυνο χώρας από ό,τι οι μεγαλύτερες τράπεζες. Τα επίπεδα ανεργίας και απασχόλησης εξελίχθηκαν θετικά. Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας, ιδίως των νέων και των μακροχρόνια ανέργων, παραμένει υψηλό, ενώ η συμμετοχή, ιδίως των γυναικών, στην αγορά εργασίας παραμένει χαμηλή, γεγονός που συνεπάγεται κινδύνους για τη μελλοντική απασχολησιμότητα και την ανάπτυξη.

Διάγραμμα Α.12: ***Δυνητική ανάπτυξη και δημόσιο χρέος***



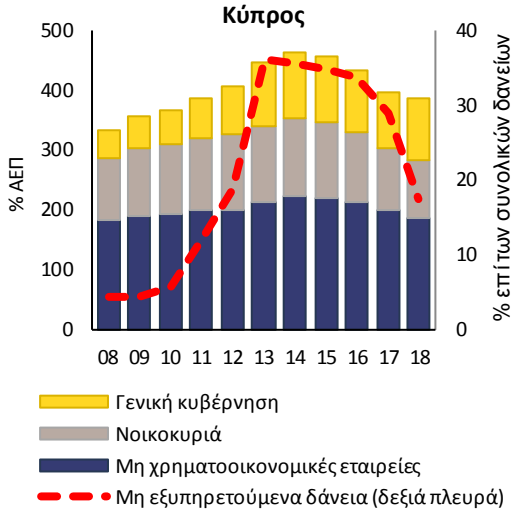
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό επίπεδο δημόσιου χρέους, την ασθενή αύξηση της παραγωγικότητας, τις χαμηλές επιδόσεις της αγοράς εργασίας και ευπάθειες του τραπεζικού τομέα, τα οποία συμβάλλουν στη χαμηλή δυνητική ανάπτυξη η οποία με τη σειρά της εμποδίζει την απομόχλευση του δημόσιου χρέους. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθεί την πρόοδο όσον αφορά την εξάλειψη των υπερβολικών ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικών ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Κύπρος: Τον Φεβρουάριο του 2019, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Κύπρος αντιμετώπιζε *υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες*, και συγκεκριμένα πολύ υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων, υψηλά αποθέματα ιδιωτικού, δημόσιου και εξωτερικού χρέους σε συνθήκες σχετικά υψηλής ανεργίας και ασθενούς δυνητικής ανάπτυξης. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες, και συγκεκριμένα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), το χρέος του ιδιωτικού τομέα, το δημόσιο χρέος και το ποσοστό ανεργίας, εξακολουθούν να υπερβαίνουν τα ενδεικτικά όρια.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε σημαντικά αρνητικό το 2018, σε συνάρτηση με την ισχυρή εγχώρια ζήτηση και την αρνητική αποταμίευση των νοικοκυριών. Η δυναμική του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δεν συμβάλλει στην εξασφάλιση μιας συνετής καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης, ακόμη και αν ληφθεί υπόψη η ύπαρξη οντοτήτων ειδικού σκοπού. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ήταν περιορισμένη, ενώ τα μερίδια εξαγωγικών αγορών είναι σταθερά το 2018. Το ιδιωτικό χρέος συγκαταλέγεται μεταξύ των υψηλότερων στην ΕΕ τόσο για τα νοικοκυριά όσο και για τις εταιρείες, οι δε πιστωτικές ροές παραμένουν θετικές. Το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων στον τραπεζικό τομέα μειώθηκε σημαντικά το 2018, αλλά παραμένει πολύ υψηλό. Η κρατική στήριξη στην πώληση της Συνεργατικής Κυπριακής Τράπεζας είχε ως αποτέλεσμα την εφάπαξ αύξηση του δημόσιου χρέους το 2018. Στο μέλλον το δημόσιο χρέος αναμένεται να συνεχίσει την πτωτική του πορεία, χάρη σε συνεχείς υποστηρικτικές δημοσιονομικές επιδόσεις. Η ανεργία μειώνεται συνεχώς και αναμένεται να εξακολουθήσει να συρρικνώνεται στο πλαίσιο της ισχυρής οικονομικής μεγέθυνσης.

Διάγραμμα A13: ***Χρέος και μη εξυπηρετούμενα δάνεια***



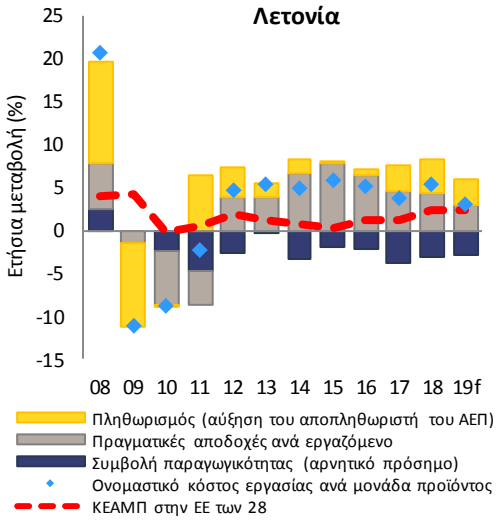
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα του εξωτερικού χρέους, το ιδιωτικό και το δημόσιο χρέος και τις ευπάθειες του χρηματοπιστωτικού τομέα. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθεί την πρόοδο όσον αφορά την εξάλειψη των υπερβολικών ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικών ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Λετονία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, δεν διαπιστώθηκαν *μακροοικονομικές ανισορροπίες* στη Λετονία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών διολίσθησε σε μικρό έλλειμμα το 2018, ωστόσο η αρνητική NIIP, η οποία συνίσταται σε μεγάλο βαθμό σε δημόσιο χρέος και ΑΞΕ, συνέχισε να παρουσιάζει βελτίωση με σχετικά ταχείς ρυθμούς. Οι

Διάγραμμα A14: ***Ανάλυση κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος***



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

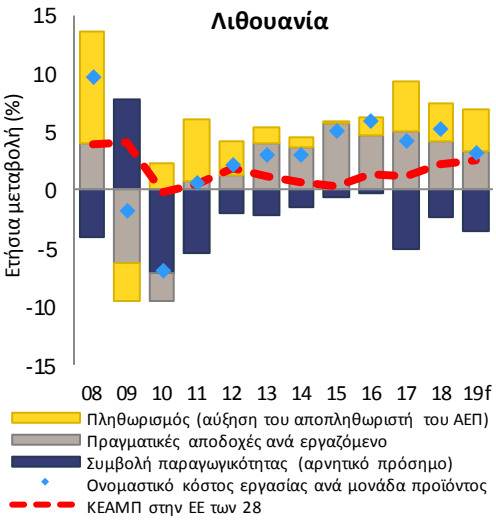
δείκτες ανταγωνιστικότητας κόστους φαίνεται να εξασθενίζουν, δεδομένου ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμήθηκε και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος συνέχισε να αυξάνεται με σχετικά έντονους ρυθμούς λόγω της σταθερής αύξησης των μισθών. Η πίεση στους μισθούς αναμένεται να συνεχιστεί εξαιτίας της συρρίκνωσης του εργατικού δυναμικού. Ταυτόχρονα, η αύξηση του μεριδίου εξαγωγικών αγορών επιβραδύνθηκε αλλά το σωρευτικό αποτέλεσμα παραμένει θετικό. Η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών είναι δυναμική και παρουσίασε ελαφρά επιτάχυνση το 2018, γεγονός που απαιτεί προσοχή όσον αφορά τις πιέσεις στην αγορά στεγαστικών ακινήτων, ακόμη και αν δεν υφίστανται σαφείς ενδείξεις υπερτίμησης της αγοράς στεγαστικών ακινήτων. Η απομόχλευση του ιδιωτικού χρέους συνεχίζεται, καθώς η πιστωτική επέκταση παραμένει υποτονική, ενώ το δημόσιο χρέος είναι σε χαμηλά επίπεδα και υποχωρεί ελαφρά. Όσον αφορά την αγορά εργασίας, η ανεργία συνεχίζει την πτωτική της πορεία και το ποσοστό ενεργού πληθυσμού αυξάνεται συνεχώς.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με τις πιέσεις από την προσφορά εργασίας και την ανταγωνιστικότητα κόστους, αλλά οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Λιθουανία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, δεν διαπιστώθηκαν *μακροοικονομικές ανισορροπίες* στη Λιθουανία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν τα ενδεικτικά όρια, και συγκεκριμένα, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι σε γενικές γραμμές ισοσκελισμένο, ενώ η NIIP, η οποία συνίσταται σε μεγάλο βαθμό σε δημόσιο χρέος και ΑΞΕ, έχει βελτιωθεί και πλέον βρίσκεται εντός του ορίου. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εξακολούθησε να αυξάνεται με σχετικά υψηλούς ρυθμούς, λόγω της μεγάλης αύξησης των μισθών, γεγονός που αντανακλά τη στενότητα στην αγορά εργασίας και ορισμένες κανονιστικές αλλαγές, όπως, μεταξύ άλλων, η σχετικά ταχεία αύξηση των κατώτατων μισθών από το 2016. Επιπλέον, το 2018 σημειώθηκε μια σχετικά ισχυρή ανατίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, με αποτέλεσμα την μετατόπισή της πέραν του ορίου. Ωστόσο, στη συνέχεια φαίνεται ότι οι κίνδυνοι περιορίζονται, καθώς η αύξηση των ονομαστικών μισθών μετριάζεται και η αύξηση της παραγωγικότητας παραμένει υγιής. Οι αυξήσεις των μεριδίων εξαγωγικών αγορών συνεχίζονται με σταθερό ρυθμό. Τα επίπεδα δημόσιου και ιδιωτικού χρέους εξακολουθούν να είναι σχετικά χαμηλά και σταθερά με θετική πιστωτική επέκταση. Οι αυξήσεις των πραγματικών τιμών των στεγαστικών ακινήτων ήταν αξιοσημείωτες αλλά παραμένουν εντός του ορίου του πίνακα αποτελεσμάτων. Η ανεργία παραμένει σε χαμηλά επίπεδα.

Διάγραμμα Α15: ***Ανάλυση κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος***



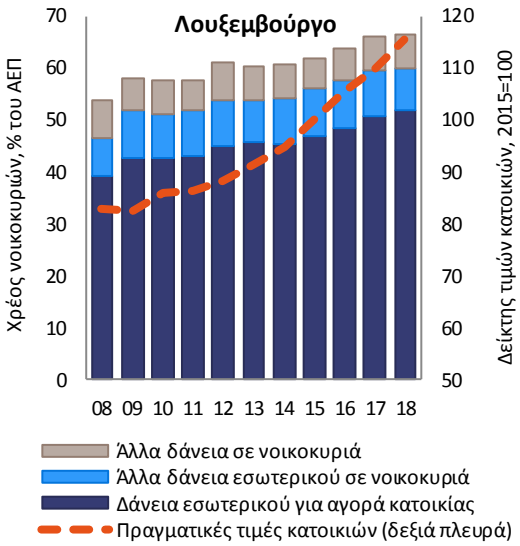
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα κόστους, αλλά στο παρόν στάδιο οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Λουξεμβούργο: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά το Λουξεμβούργο. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, το χρέος του ιδιωτικού τομέα υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο.

Η εξωτερική θέση χαρακτηρίζεται από σταθερά, σε γενικές γραμμές, πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και από θετική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση. Η συσσωρευμένη αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών έχει περιοριστεί, ενώ η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ήταν σχετικά έντονη. Επί πολλά συνεχή έτη οι πραγματικές τιμές των κατοικιών εξακολούθησαν να αυξάνονται με σχετικά ταχείς ρυθμούς, πράγμα που απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών στηρίζεται στη δυναμική αγορά εργασίας, σε συνδυασμό με τις σημαντικές καθαρές μεταναστευτικές ροές και τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, ενώ η προσφορά παραμένει σχετικά περιορισμένη. Το υψηλό εταιρικό χρέος αφορά κυρίως διασυνοριακά ενδοεταιρικά δάνεια. Το χρέος των νοικοκυριών, το οποίο είναι ως επί το πλείστον ενυπόθηκο χρέος, ανέρχεται σε σχετικά υψηλά επίπεδα, γεγονός που αντικατοπτρίζει την αύξηση των τιμών των κατοικιών. Η ευρωστία του τραπεζικού τομέα μετριάζει τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Επιπλέον, η αγορά εργασίας είναι εύρωστη, με έντονη δημιουργία θέσεων εργασίας, και η ανεργία σταθεροποιείται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Το δημόσιο χρέος παραμένει πολύ χαμηλό.

Διάγραμμα Α16: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



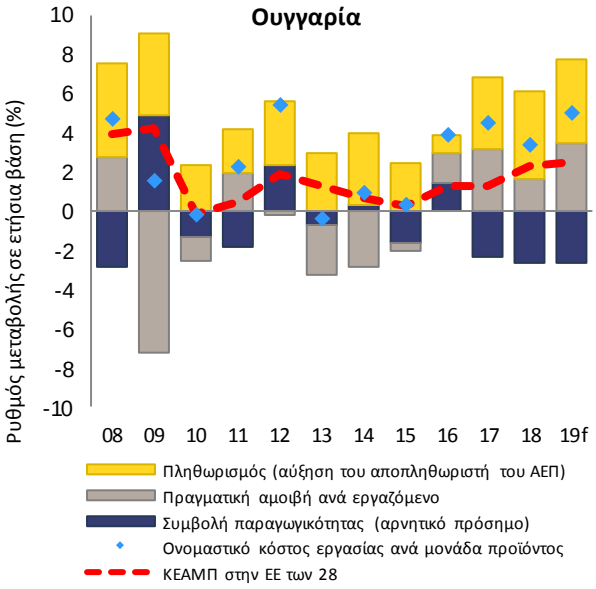
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται κυρίως ζητήματα που σχετίζονται με την αύξηση των τιμών των κατοικιών και του χρέους των νοικοκυριών, αν και στο παρόν στάδιο φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Συνεπώς, στο παρόν στάδιο, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Ουγγαρία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά την Ουγγαρία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών και το δημόσιο χρέος.

Η αρνητική NIIP δείχνει σταθερή βελτίωση, αλλά το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διαβρώνεται λόγω της έντονης αύξησης των εισαγωγών. Οι κίνδυνοι από τις πιέσεις της εγχώριας ζήτησης χρήζουν προσοχής. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σημειώνει δυναμική αύξηση, καθώς η αύξηση της παραγωγικότητας υστερεί σε σχέση με τις σημαντικές αυξήσεις των μισθών, πράγμα που οφείλεται στη στενότητα της αγοράς εργασίας και σε διοικητικά μέτρα. Η ανοδική πορεία της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας έχει μετριαστεί μέχρι σήμερα με τη σταδιακή ονομαστική υποτίμηση του νομίσματος. Ωστόσο, οι προσωρινές διαταραχές στην αυτοκινητοβιομηχανία και στην αξιακή αλυσίδα της παρεμπόδισαν την αύξηση του μεριδίου εξαγωγικών αγορών κατά τα τελευταία έτη, ενώ ο σημαντικός ρόλος του εν λόγω τομέα μπορεί να ενέχει κίνδυνο μακροπρόθεσμα. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών συνέχισαν να αυξάνονται με ταχείς ρυθμούς. Ο όγκος νέου δανεισμού αυξάνεται, αλλά το ιδιωτικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ εξακολουθεί να μειώνεται λόγω της σταδιακής αποπληρωμής των δανείων που είχαν συσσωρευτεί στο παρελθόν. Το δημόσιο χρέος μειώνεται με αργούς ρυθμούς λόγω του φιλοκυκλικού δημοσιονομικού προσανατολισμού κατά τα τελευταία έτη. Η ανεργία μειώθηκε περαιτέρω το 2018 λόγω της συνεχιζόμενης στενότητας της αγοράς εργασίας.

Διάγραμμα A17: ***Ανάλυση κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος***



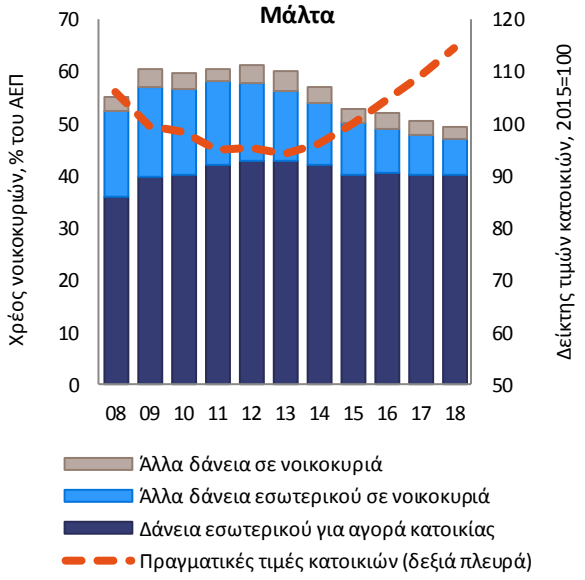
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, την αγορά στεγαστικών ακινήτων και τους πιθανούς κινδύνους από την έκθεση στην αυτοκινητοβιομηχανία. Ωστόσο, φαίνεται ότι οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Συνεπώς, η Επιτροπή θα συνεχίσει να παρακολουθεί την κατάσταση, αλλά, στο παρόν στάδιο, δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Μάλτα: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά τη Μάλτα. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε πολύ υψηλό το 2018, παρόμοιο με το επίπεδο του 2017. Η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση μειώθηκε οριακά, αλλά παραμένει ιδιαίτερα θετική, αποτυπώνοντας την παρουσία χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων με διεθνή προσανατολισμό και δραστηριοτήτων διαδικτυακών τυχερών παιχνιδιών. Οι συγκρατημένες μισθολογικές εξελίξεις αποτελούν τον κύριο παράγοντα της συνεχιζόμενης χαμηλής αύξησης του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία αυξήθηκε ελαφρώς. Το 2018, το χρέος του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να μειώνεται, κυρίως χάρη στην ισχυρή αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Ενώ οι πιστωτικές ροές προς τον μη χρηματοπιστωτικό τομέα επεκτείνονται, οι πιστώσεις προς τα νοικοκυριά παρέμειναν, σε γενικές γραμμές, σταθερές έως το 2018. Ο δείκτης του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ εξακολουθεί να μειώνεται. Οι σταθερές αυξήσεις των τιμών των κατοικιών επιταχύνθηκαν ελαφρώς το 2018, ενώ δεν υπάρχουν ακόμη σαφείς ενδείξεις υπερτίμησης. Οι υποχρεώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα μειώθηκαν το 2018 και δεν υπάρχουν εμφανείς ενδείξεις αδυναμίας στον τραπεζικό τομέα, δεδομένων των υφιστάμενων κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας. Η αγορά εργασίας συνεχίζει να καταγράφει ικανοποιητικές επιδόσεις, με μείωση της ανεργίας, συμπεριλαμβανομένης της μακροχρόνιας ανεργίας, και αύξηση των ποσοστών του οικονομικά ενεργού πληθυσμού.

Διάγραμμα A18: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***

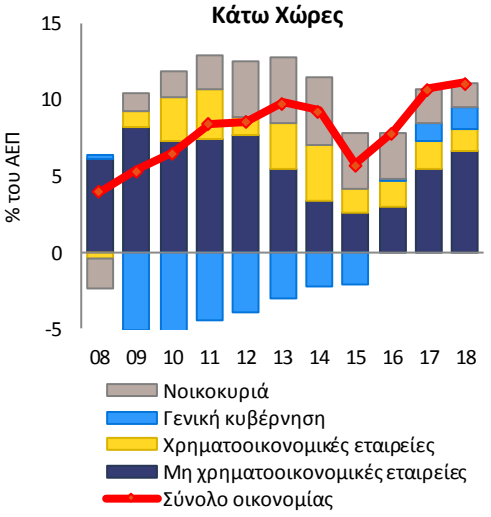


Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση προκύπτει πολύ υψηλό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και σχετικά δυναμική αύξηση των τιμών των κατοικιών, ενώ στο παρόν στάδιο φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Συνολικά, στο παρόν στάδιο, η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Κάτω Χώρες: Τον Φεβρουάριο του 2019, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι Κάτω Χώρες αντιμετωπίζουν *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά το υψηλό απόθεμα ιδιωτικού χρέους και το μεγάλο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το χρέος του ιδιωτικού τομέα και η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών.

Διάγραμμα A19: ***Καθαρή δανειοληψία/δανειοδότηση ανά τομέα***



Πηγή: Eurostat

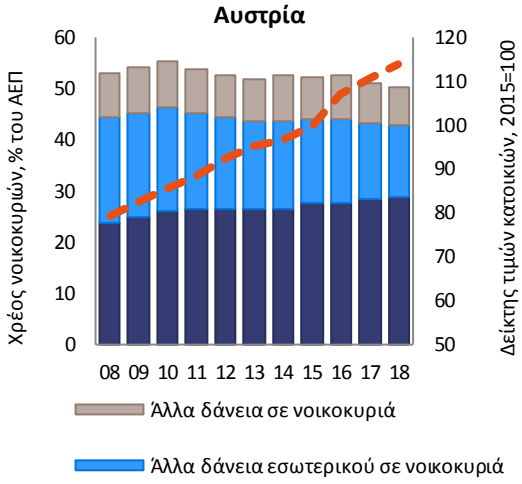
Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι πολύ υψηλό και εξακολουθεί να βρίσκεται πολύ πάνω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Όλοι οι οικονομικοί τομείς —νοικοκυριά, Δημόσιο και επιχειρήσεις— συμβάλλουν στο πλεόνασμα. Η αύξηση κατά τα τελευταία έτη οφειλόταν κυρίως στις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες, με πλεόνασμα αποταμιεύσεων που συνδέεται με σχετικά υψηλή εταιρική κερδοφορία και συγκριτικά χαμηλό ποσοστό εγχώριων επενδύσεων. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έχει συγκρατηθεί, καθώς η αύξηση των μισθών παραμένει μέτρια, ενώ παράλληλα η αύξηση της παραγωγικότητας παρουσιάζει στασιμότητα. Το ιδιωτικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ εξακολουθεί να μειώνεται σταδιακά, αλλά παραμένει αρκετά πάνω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Το υψηλό επίπεδο του εταιρικού χρέους οφείλεται κυρίως στο ενδοομιλικό χρέος των πολυεθνικών. Ειδικότερα, το χρέος των νοικοκυριών είναι πολύ υψηλό και συνδέεται κυρίως με τη γενναιόδωρη φορολογική μεταχείριση των ενυπόθηκων δανείων σε περίπτωση ιδιοκατοίκησης, καθώς και με τη μη βέλτιστη λειτουργία της αγοράς ενοικίασης ακινήτων. Μολονότι το χρέος των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ παρουσιάζει πτωτική τάση, το ονομαστικό χρέος συνέχισε να αυξάνεται το 2018, καθώς η ισχυρή ανάκαμψη της αγοράς στεγαστικών ακινήτων επιταχύνθηκε περαιτέρω. Ως εκ τούτου, η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών το 2018 έφθασε σε επίπεδο που υπερβαίνει το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Ο δείκτης του δημόσιου χρέους είναι σχετικά χαμηλός και παρουσιάζει πτωτική τάση. Η ανεργία έχει επίσης μειωθεί, δεδομένης της έντονης αύξησης της απασχόλησης.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό χρέος των νοικοκυριών, το οποίο με τη σειρά του συνδέεται με την αγορά στεγαστικών ακινήτων, και με το μεγάλο πλεόνασμα των εγχώριων αποταμιεύσεων. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την άμβλυνσή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Αυστρία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά την Αυστρία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ο δείκτης δημόσιου χρέους υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε συγκρατημένο και, σε γενικές γραμμές, σταθερό το 2018 και η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση παρέμεινε οριακά θετική. Σημειώθηκε αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε, καθώς οι μισθοί αυξήθηκαν περισσότερο απ' ό,τι η παραγωγικότητα της εργασίας, αλλά παρέμεινε συνολικά σχετικά συγκρατημένο. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, αλλά η αύξηση επιβραδύνθηκε περαιτέρω. Μολονότι οι εξελίξεις αυτές χρήζουν παρακολούθησης, απ' ό,τι φαίνεται, η αύξηση των τιμών δεν οφείλεται στον δανεισμό. Στο μεταξύ, οι δείκτες χρέους τόσο των εταιρειών όσο και των νοικοκυριών εξακολουθούν να υποχωρούν. Το δημόσιο χρέος συνέχισε επίσης την καθοδική του πορεία χάρη στην ισχυρή οικονομική ανάπτυξη και τη συνεχιζόμενη εκκαθάριση στοιχείων ενεργητικού από εθνικοποιημένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η κατάσταση του τραπεζικού τομέα σημείωσε περαιτέρω βελτίωση η οποία συνδέεται και με την ανάκαμψη σε γειτονικές χώρες. Σε αυτές τις ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες και εν μέσω ισχυρής αύξησης της απασχόλησης, το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σημαντικά.

Διάγραμμα A20: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



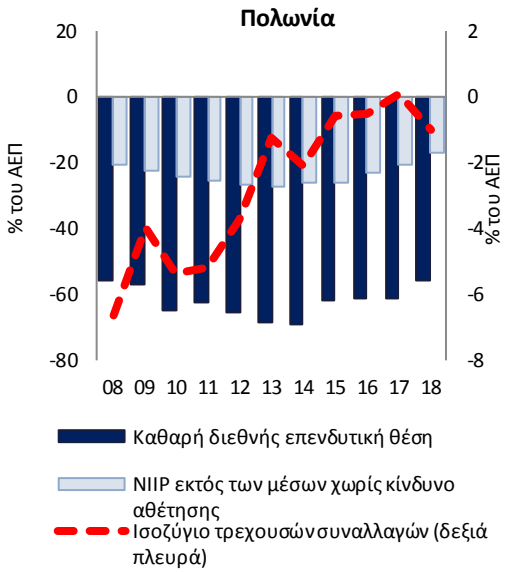
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τον στεγαστικό τομέα, αλλά φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Συνεπώς, στο παρόν στάδιο, η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Πολωνία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά την Πολωνία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP) υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφάνισε μικρό έλλειμμα το 2018, από μικρό πλεόνασμα το 2017, ενώ η αρνητική NIIP συρρικνώθηκε εμφανώς, αλλά εξακολουθεί να υπερβαίνει το όριο. Οι εξωτερικές ευπάθειες παραμένουν περιορισμένες, δεδομένου ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις αντιπροσωπεύουν μεγάλο μέρος των εξωτερικών υποχρεώσεων. Το 2018 καταγράφηκε περαιτέρω αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε με μέτριο ρυθμό, καθώς οι σημαντικές αυξήσεις των μισθών αντισταθμίστηκαν από την έντονη αύξηση της

Διάγραμμα A21: ***NIIP και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών***



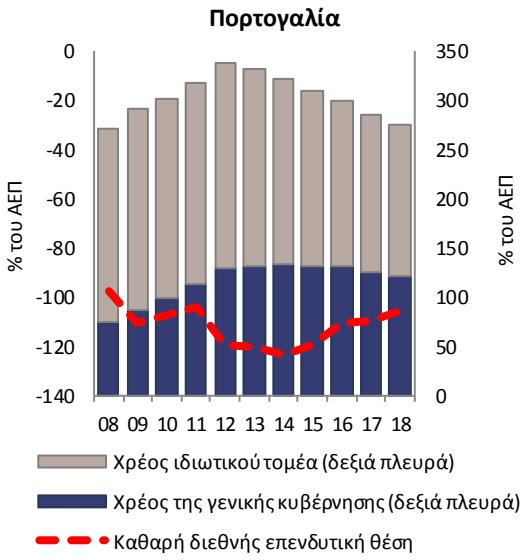
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

παραγωγικότητας. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών ενισχύθηκε το 2018, παραμένοντας κάτω από το όριο, αλλά κοντά σε αυτό. Ο δείκτης χρέους του ιδιωτικού τομέα ως προς το ΑΕΠ είναι, σε γενικές γραμμές, σταθερός το 2018. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης, υπολογιζόμενο ως ποσοστό του ΑΕΠ, μειώθηκε περαιτέρω από τα σχετικά χαμηλά επίπεδα στα οποία ήδη βρισκόταν, χάρη στην ταχεία αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ και το χαμηλό ονομαστικό έλλειμμα. Ο τραπεζικός τομέας παρουσιάζει σχετικά καλή κεφαλαιοποίηση, ρευστότητα και κερδοφορία, μολονότι το μειούμενο αλλά σημαντικό ακόμη απόθεμα δανείων σε ξένο νόμισμα εξακολουθεί να συνιστά ευπάθεια. Η ευνοϊκή κατάσταση της αγοράς εργασίας συνεχίστηκε, με αποτέλεσμα το ποσοστό ανεργίας να υποχωρήσει περαιτέρω σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με την καθαρή διεθνή επενδυτική θέση, αλλά οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Συνεπώς, στο παρόν στάδιο, η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Πορτογαλία: Τον Φεβρουάριο του 2019 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Πορτογαλία αντιμετωπίζει *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά τα μεγάλα αποθέματα καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων, ιδιωτικού και δημόσιου χρέους και το υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων σε συνθήκες χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), το δημόσιο χρέος, το ιδιωτικό χρέος και η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών.

Διάγραμμα A22: ***NIIP, ιδιωτικό χρέος και δημόσιο χρέος***



Πηγή: Eurostat

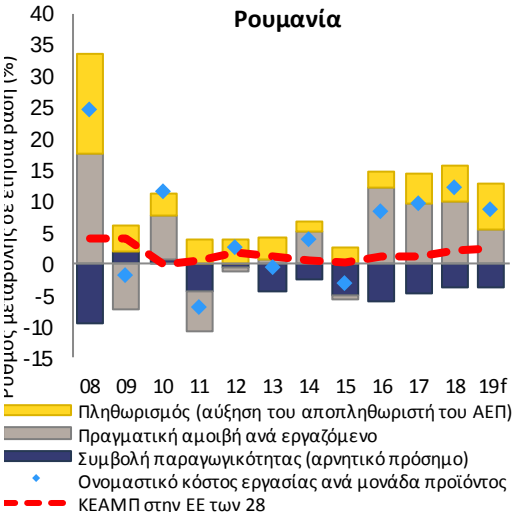
Η εξωτερική θέση είναι ευάλωτη, καθώς η NIIP είναι εξαιρετικά αρνητική και ο ρυθμός προσαρμογής είναι πολύ αργός, ενώ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έχει επιδεινωθεί. Η ανταγωνιστικότητα των τιμών έχει επιδεινωθεί ελαφρά τα τελευταία χρόνια λόγω της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ενώ οι εξαγωγείς εξακολουθούν να κερδίζουν μερίδια αγοράς, αν και με επιβραδυνόμενους ρυθμούς. Η παραγωγικότητα της εργασίας παραμένει χαμηλή και προβλέπεται να βελτιωθεί μόνο οριακά τα επόμενα έτη, εμποδίζοντας την κάλυψη της υστέρησης με τις πιο προηγμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Η απομόχλευση του χρέους του ιδιωτικού τομέα συνεχίζεται, αν και τα επίπεδα του χρέους είναι σχετικά υψηλά, τόσο για τις εταιρείες όσο και για τα νοικοκυριά. Το δημόσιο χρέος, παρότι εξακολουθεί να είναι πολύ υψηλό, προβλέπεται να διατηρήσει τη σταδιακή καθοδική πορεία του. Ο τραπεζικός τομέας καθίσταται ολοένα και πιο ανθεκτικός, αν και το απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων εξακολουθεί να προκαλεί ανησυχία, παρά τη σημαντική μείωσή του το 2017 και το 2018. Οι τιμές των κατοικιών εξακολουθούν να σημειώνουν έντονη αύξηση, η οποία έχει επιταχυνθεί, ιδίως σε τμήματα της αγοράς που επηρεάζονται από τουριστικές δραστηριότητες. Ωστόσο, το απόθεμα ενυπόθηκων δανείων είναι σε γενικές γραμμές σταθερό και οι κατασκευαστικές δραστηριότητες καλύπτουν σταδιακά τη ζήτηση. Η αγορά εργασίας εξακολουθεί να βελτιώνεται και το ποσοστό ανεργίας είναι πλέον εντός του ορίου.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με ανισορροπίες στις μεταβλητές αποθεμάτων, και ιδίως το εξωτερικό, το δημόσιο και το ιδιωτικό χρέος, τις ευπάθειες του τραπεζικού τομέα και την ασθενή αύξηση της παραγωγικότητας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την άμβλυνσή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Ρουμανία: Τον Φεβρουάριο του 2019, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ρουμανία αντιμετωπίζει *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά τον κίνδυνο απώλειας ανταγωνιστικότητας κόστους, τη συνεχιζόμενη επιδείνωση της εξωτερικής θέσης και τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, δύο δείκτες υπερβαίνουν το όριο, και συγκεκριμένα η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP) και η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Το μεγάλο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνέχισε να διευρύνεται το 2018 λόγω της υψηλής αύξησης των εισαγωγών και της επιβραδυνόμενης αύξησης των εξαγωγών. Η αρνητική NIIP, η οποία κατά βάση συνίσταται σε ΑΞΕ, σημείωσε βελτίωση το 2018 χάρη στην έντονη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Το 2018, συνεχίστηκαν οι καλές επιδόσεις των εξαγωγών, με περαιτέρω αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Το 2018, η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιταχύνθηκε απότομα λόγω της έντονης αύξησης των μισθών, ιδίως στον δημόσιο τομέα. Από στοιχεία του παρελθόντος προκύπτει ότι η αύξηση των μισθών στον δημόσιο τομέα ενδέχεται να συμπαρασύρει και τον ιδιωτικό τομέα, εξέλιξη που θα μπορούσε να οδηγήσει σε απώλειες ανταγωνιστικότητας κόστους. Το ιδιωτικό χρέος είναι χαμηλό και συνέχισε να μειώνεται, ενώ η πιστωτική επέκταση στον ιδιωτικό τομέα είναι υποτονική. Το επιχειρηματικό περιβάλλον επηρεάζεται από συχνές και απρόβλεπτες νομοθετικές αλλαγές που συχνά θεσπίζονται χωρίς εκτίμηση επιπτώσεων ή διαβούλευση με τα ενδιαφερόμενα μέρη. Το δημόσιο χρέος, ως ποσοστό του ΑΕΠ, είναι σχετικά χαμηλό, αλλά δεν μειώνεται πλέον. Στην αγορά στεγαστικών ακινήτων, η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών συνέχισε να επιβραδύνεται το 2018 και παραμένει μέτρια. Οι τράπεζες εμφανίζουν καλά επίπεδα κεφαλαιοποίησης και ρευστότητας. Οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα που απορρέουν από προηγούμενη νομοθεσία φαίνεται να έχουν υποχωρήσει, αν και η πολιτική και νομοθετική αστάθεια εξακολουθεί να προκαλεί ανησυχία. Το μειούμενο ποσοστό ανεργίας το 2018 αντικατοπτρίζει τη συνεχιζόμενη στενότητα της αγοράς εργασίας, ενώ το ποσοστό του οικονομικά ενεργού πληθυσμού συνέχισε να βελτιώνεται, αν και βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Διάγραμμα Α23: ***Ανάλυση κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος***



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

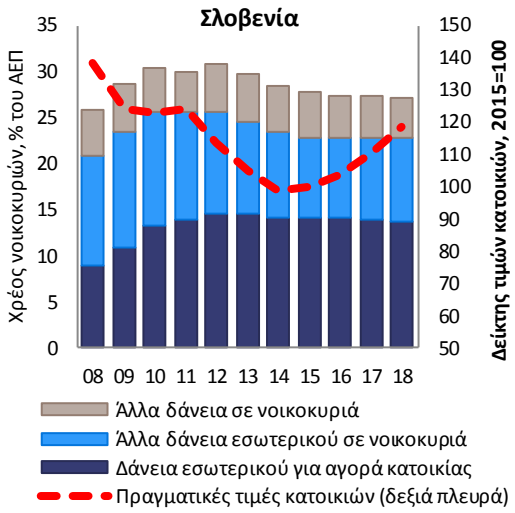
Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το έντονα αυξανόμενο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και την επιδεινούμενη εξωτερική θέση. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την άμβλυνσή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Σλοβενία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά τη Σλοβενία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα το χρέος του δημόσιου τομέα και η αύξηση των τιμών των κατοικιών.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να εμφανίζει σημαντικό πλεόνασμα που συμβάλλει στην περαιτέρω βελτίωση της αρνητικής καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης. Οι αυξήσεις των μισθών ήταν σχετικά χαμηλές και η παραγωγικότητα της εργασίας βελτιώθηκε, με αποτέλεσμα τη συγκράτηση της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ενώ συνεχίστηκε η αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα είναι σχετικά χαμηλό και παρουσιάζει πτωτική τάση. Η πιστωτική επέκταση του ιδιωτικού τομέα έγινε θετική το 2017, αλλά παραμένει χαμηλή. Οι επενδύσεις είναι κάτω από τον μέσο όρο της ΕΕ, ιδίως όσον αφορά την κατασκευή κατοικιών. Η

αύξηση των τιμών των κατοικιών παραμένει σε υψηλά επίπεδα εν μέσω ανεπαρκούς προσφοράς, γεγονός που χρήζει προσοχής. Αν και ο δείκτης του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ είναι υψηλός, ακολουθεί σαφώς καθοδική τάση. Ωστόσο, οι προβλεπόμενες δαπάνες λόγω της γήρανσης του πληθυσμού ασκούν πιέσεις στη μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη δημοσιονομική βιωσιμότητα. Ο τραπεζικός τομέας είναι σταθερός και το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων συνεχίζει την καθοδική του πορεία. Όσον αφορά την αγορά εργασίας, η ανεργία εξακολουθεί να μειώνεται, ενώ το ποσοστό του οικονομικά ενεργού πληθυσμού ανέρχεται σε πρωτοφανή υψηλά επίπεδα.

Διάγραμμα Α24: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



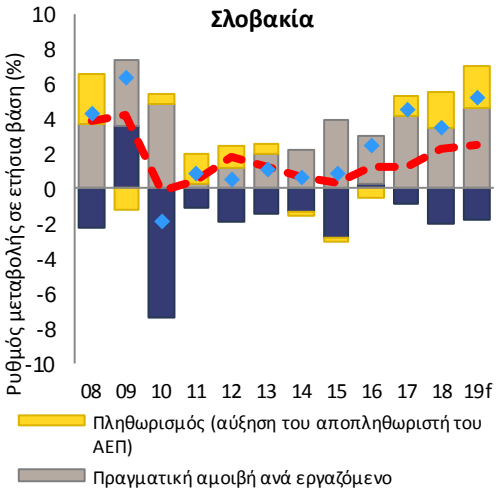
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται κυρίως με τη δημοσιονομική βιωσιμότητα και την αύξηση των τιμών των κατοικιών, αν και στο παρόν στάδιο φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Συνεπώς, στο παρόν στάδιο, η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Σλοβακία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά τη Σλοβακία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP) και η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε κάπως το 2018, αλλά παραμένει μέτριο. Η NIIP είναι έντονα αρνητική αλλά σταθερή, ενώ οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι λαμβανομένων υπόψη των μεγάλων αποθεμάτων εισερχόμενων ΑΞΕ που προέρχονται από την αναπτυσσόμενη αυτοκινητοβιομηχανία και τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Ωστόσο, οι προσωρινές διαταραχές στην αυτοκινητοβιομηχανία και ο σημαντικός ρόλος του εν λόγω τομέα μπορεί να ενέχουν κίνδυνο μακροπρόθεσμα. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών σημείωσαν κάποια αύξηση και η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία αυξήθηκε ελαφρώς μετά από έτη συγκράτησης. Η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιταχύνθηκε αισθητά, λόγω της έντονης αύξησης των μισθών εν μέσω μεγάλης στενότητας της αγοράς εργασίας και σημαντικών ελλείψεων εργατικού δυναμικού, και υπερβαίνει πλέον το όριο. Οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν αισθητά το 2018, αν και δεν είναι ακόμη εμφανή κάποια υπερτίμηση. Η δυναμική αγορά στεγαστικών ακινήτων συνέβαλε στη συνεχιζόμενη αύξηση του χρέους των νοικοκυριών, αν και από σχετικά χαμηλά επίπεδα. Ο τραπεζικός τομέας, σε μεγάλο βαθμό αλλοδαπής ιδιοκτησίας, είναι επαρκώς κεφαλαιοποιημένος. Οι περαιτέρω μειώσεις στα ποσοστά της συνολικής και της μακροχρόνιας ανεργίας συνοδεύτηκαν από αυξήσεις του ποσοστού συμμετοχής.

Διάγραμμα Α25: ***Ανάλυση κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος***



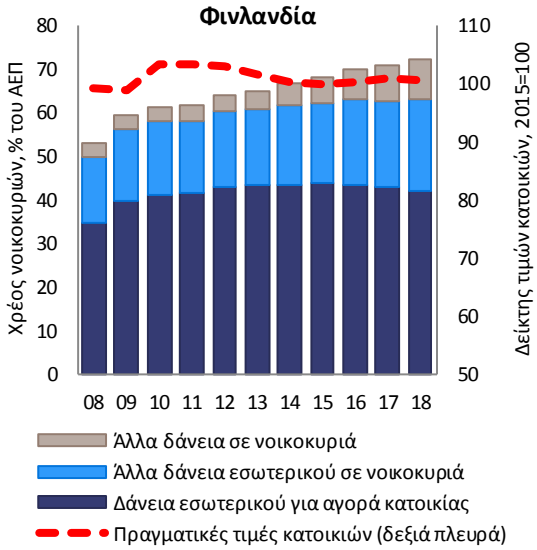
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ενδεχόμενα ζητήματα που σχετίζονται με την εξωτερική βιωσιμότητα, τις εγχώριες μισθολογικές πιέσεις και τους πιθανούς κινδύνους από την έκθεση στην αυτοκινητοβιομηχανία. Ωστόσο, φαίνεται ότι οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Συνεπώς, στο παρόν στάδιο, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Φινλανδία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά τη Φινλανδία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα το χρέος του ιδιωτικού τομέα και η μεταβολή των συνολικών υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε το 2018, καθώς το εμπορικό ισοζύγιο επέστρεψε σε αρνητικές τιμές, ενώ η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση είναι ισορροπημένη. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών ανέκαμψαν για τρίτο κατά σειρά έτος, περιορίζοντας τις συσσωρευμένες ζημίες. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σημείωσε αύξηση το 2018 και η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία αυξήθηκε ελαφρώς, αλλά οι εξελίξεις είναι συνολικά συγκρατημένες. Το δημόσιο χρέος μειώθηκε περαιτέρω, καθώς η αύξηση του ΑΕΠ υπερέβη την αύξηση του χρέους, και βρίσκεται πλέον εντός του ορίου. Το ιδιωτικό χρέος παραμένει σε υψηλά επίπεδα, αλλά μειώνεται με βραδείς ρυθμούς. Οι ευνοϊκές πιστωτικές συνθήκες και τα χαμηλά επιτόκια εξακολουθούν να στηρίζουν την ιδιωτική πιστωτική επέκταση, αν και η πιστωτική επέκταση μειώθηκε το 2018. Το χρέος των νοικοκυριών ως προς το ΑΕΠ είναι σχετικά υψηλό και παραμένει σε ήπια ανοδική τροχιά. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών ήταν σταθερές το 2018. Η χαμηλή αύξηση των ενυπόθηκων δανείων και ο μειούμενος αριθμός νέων οικοδομικών αδειών μειώνουν τους κινδύνους για τη βιωσιμότητα του χρέους του τομέα των νοικοκυριών. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας βρίσκεται σε καλά επίπεδα κεφαλαιοποίησης, γεγονός που περιορίζει τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η μεγάλη αύξηση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων του τραπεζικού τομέα στα τέλη του 2018 αντικατοπτρίζει τη μεταφορά έδρας μίας τράπεζας από τη Σουηδία στη Φινλανδία. Μολονότι τόσο η απασχόληση όσο και η ανεργία βελτιώθηκαν σημαντικά το 2018, τυχόν περαιτέρω βελτίωση θα είναι μάλλον βραδύτερη. Τα ποσοστά της μακροχρόνιας ανεργίας και της ανεργίας των νέων μειώθηκαν το 2018.

Διάγραμμα Α26: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

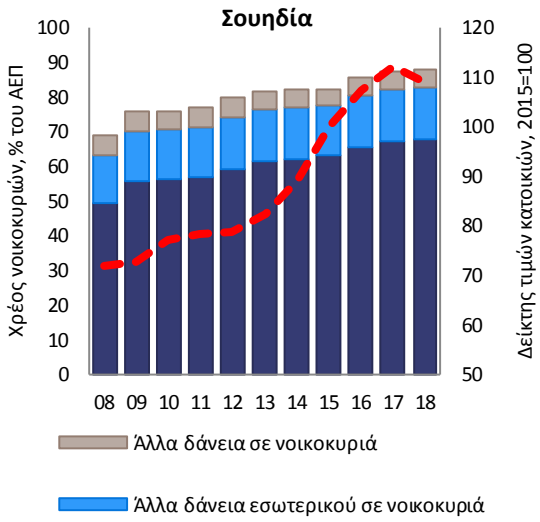
Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται μόνιμα προβλήματα που σχετίζονται με το χρέος του ιδιωτικού τομέα, αλλά οι κίνδυνοι παραμένουν περιορισμένοι. Συνολικά, στο παρόν στάδιο, η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Σουηδία: Τον Φεβρουάριο του 2019, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Σουηδία αντιμετωπίζει *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως σε σχέση με τα υπερτιμημένα επίπεδα των τιμών των κατοικιών, σε συνδυασμό με τη συνεχιζόμενη αύξηση του χρέους των νοικοκυριών. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα το χρέος του ιδιωτικού τομέα και τα μερίδια εξαγωγικών αγορών.

Η τάση μείωσης του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνεχίστηκε το 2018, ενώ η NIIP αυξήθηκε και βρίσκεται πλέον σαφώς σε θετικό έδαφος. Οι απώλειες μεριδίων εξαγωγικών αγορών αυξήθηκαν το 2018 και ο δείκτης υπερβαίνει πλέον το όριο. Η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έχει επιταχυνθεί, ενώ η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία έχει υποχωρήσει λόγω υποτίμησης της σουηδικής κορόνας. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα είναι υψηλό, με το χρέος των νοικοκυριών να συνδέεται κυρίως με τα ενυπόθηκα δάνεια. Το 2018, το χρέος των νοικοκυριών σημείωσε περαιτέρω ελαφρά αύξηση. Οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν στα τέλη του 2017, αλλά παρέμειναν σταθερές κατά τη διάρκεια του 2018,

γεγονός που υποδηλώνει συνολικά αρνητική αύξηση το 2018 σε ετήσια βάση, και είναι συνολικά πολύ υψηλές με ενδείξεις υπερτίμησης. Οι τιμές των κατοικιών και το χρέος των νοικοκυριών συνεπάγονται κινδύνους για τη μακροοικονομική σταθερότητα και ωθούνται προς τα πάνω από την ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση της ιδιοκατοίκησης, τα πολύ χαμηλά επιτόκια ενυπόθηκων δανείων και τα ειδικά χαρακτηριστικά της αγοράς ενυπόθηκων δανείων, καθώς και από τους περιορισμούς στην πλευρά της προσφοράς, πράγμα που συνεπάγεται κινδύνους για τη μακροοικονομική σταθερότητα. Οι κίνδυνοι στο τραπεζικό σύστημα φαίνεται να είναι περιορισμένοι, καθώς η ποιότητα και η κερδοφορία των περιουσιακών στοιχείων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα και τα νοικοκυριά διαθέτουν σε γενικές γραμμές οικονομική ευρωστία, ενώ η μακροπροληπτική πολιτική κατέστη πιο αυστηρή. Το 2018, η αγορά εργασίας βελτιώθηκε περαιτέρω και η ανεργία μειώθηκε, αλλά οι πρόσφατες εξελίξεις δείχνουν εξασθένηση.

Διάγραμμα A27: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***

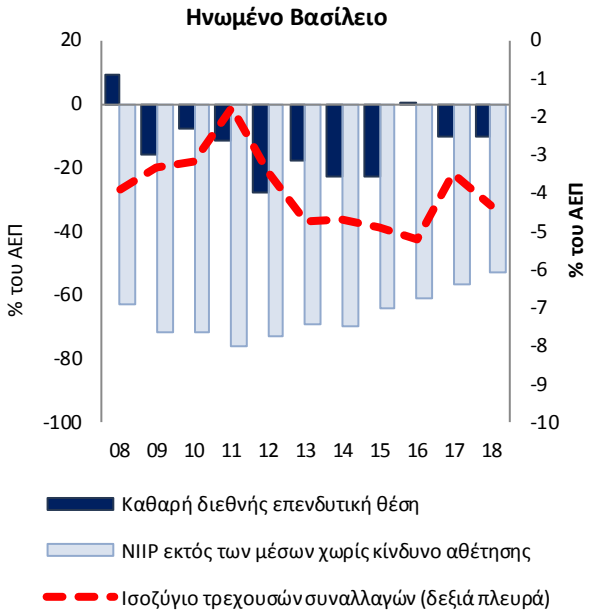


Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό ιδιωτικό χρέος και τον στεγαστικό τομέα. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την άμβλυνσή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Ηνωμένο Βασίλειο: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά το Ηνωμένο Βασίλειο. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, το χρέος του ιδιωτικού τομέα και το δημόσιο χρέος.

Διάγραμμα Α28: ***ΝΙΙΡ και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών***



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Το ήδη υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε το 2018, γεγονός που δημιουργεί εκτεταμένες ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης. Το μεγάλο έλλειμμα των εμπορευματικών συναλλαγών και τα μικρότερα ελλείμματα όσον αφορά τις μεταβιβάσεις και τα έσοδα από επενδύσεις αντισταθμίστηκαν μόνο εν μέρει από το πλεόνασμα των συναλλαγών στον τομέα των υπηρεσιών. Παρά τα διαρκή εξωτερικά ελλείμματα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση είναι σχεδόν ισορροπημένη, χάρη και στην υποτίμηση της στερλίνας το 2016. Ωστόσο, η επίδραση που είχε η μείωση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς και η συνδεόμενη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των τιμών, στις καθαρές εμπορικές συναλλαγές ήταν απογοητευτική και υπήρξαν πρόσφατα απώλειες μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Ο δείκτης χρέους του ιδιωτικού τομέα ως προς το ΑΕΠ έχει φτάσει στο κατώτατο επίπεδό του, που όμως είναι πολύ υψηλό, κατόπιν περιόδου μέτριας απομόχλευσης μετά την κρίση. Ειδικότερα, το χρέος των νοικοκυριών εξακολουθεί να παραμένει υψηλό και να χρήζει στενής παρακολούθησης. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών παρέμειναν στάσιμες, αλλά σε υψηλά επίπεδα. Το δημόσιο χρέος είναι υψηλό και σε γενικές γραμμές σταθερό. Η ισχυρή αύξηση της απασχόλησης εξακολούθησε να συνοδεύεται από χαμηλή ανεργία, αλλά οι επενδύσεις και η παραγωγικότητα της εργασίας είναι χαμηλές.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση αναδεικνύονται ορισμένα ζητήματα που σχετίζονται με τον εξωτερικό τομέα της οικονομίας και το ιδιωτικό χρέος. Τα ζητήματα αυτά φαίνεται να ενέχουν περιορισμένους κινδύνους για τη σταθερότητα βραχυπρόθεσμα. Συνολικά, στο παρόν στάδιο, η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Πίνακας 1.1: Πίνακας αποτελεσμάτων της ΔΜΑ 2018

	Εξωτερικές ανισορροπίες και ανταγωνιστικότητα					Εσωτερικές ανισορροπίες						Δείκτες απασχόλησης[1]		
Έτος 2018	**Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών - % του ΑΕΠ** (μέσος όρος 3 ετών)	**Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση** (% του ΑΕΠ)	**Πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία - 42 εμπορικοί εταίροι, αποπληθωριστής ΕνΔΤΚ** (% μεταβολή 3ετίας)	**Μερίδιο εξαγωγικών αγορών - % των παγκόσμιων εξαγωγών** (% μεταβολή 5ετίας)	**Δείκτης ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (2010=100)** (% μεταβολή 3ετίας)	**Δείκτης τιμών κατοικιών (2015=100), αποπληθωρισμένος** (% μεταβολή 1 έτους)	**Πιστωτικές ροές ιδιωτικού τομέα, ενοποιημένες** (% του ΑΕΠ)	**Χρέος του ιδιωτικού τομέα, ενοποιημένο** (% του ΑΕΠ)	**Ακαθάριστο χρέος της ενικής κυβέρνησης** (% του ΑΕΠ)	**Ποσοστό ανεργίας** (μέσος όρος 3 ετών)	**Συνολικές υποχρεώσεις χρηματοπιστωτικού τομέα, μη ενοποιημένες** (% μεταβολή 1 έτους)	**Ποσοστό ενεργού πληθυσμού - % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-64 ετών** (μεταβολή 3ετίας σε ε.μ.)	**Ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-74** (μεταβολή 3ετίας σε ε.μ.)	**Ποσοστό ανεργίας των νέων - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-24** (μεταβολή 3ετίας σε ε.μ.)
Όρια	-4/6 %	-35 %	±5 % (ΖΕ) ±11 % (εκτός ΖΕ)	-6 %	9 % (ΖΕ) 12 % (εκτός ΖΕ)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 ε.μ.	0,5 ε.μ.	2 ε.μ.
BE	0,3	41,3	6,9	-1,5	3,7	1,0	0,8	178,5	100,0	7,0b	-2,9	1,0	-1,5	-6,3
BG	4,0	-35,2	3,9	13,4	18,3p	4,5	3,9	95,0	22,3	6,3	6,8	2,2	-2,6	-8,9
CZ	1,2	-23,5	11,0	11,9	13,5	6,1p	5,3	70,7	32,6	3,0	7,4	2,6	-1,7	-5,9
DK	7,5	48,5	2,6	-1,5	4,0	3,5	2,4	199,4	34,2	5,6	-4,7	0,9	-0,6	-1,6
DE	8,0	62,0	5,3	3,1	5,6	5,1	6,6	102,4	61,9	3,8	2,0	1,0	-0,6	-1,0
EE	2,1	-27,7	7,7	0,8	14,3	2,1	3,7	101,5	8,4	6,0	6,9	2,4	-1,1	-1,2
IE	2,3	-165,0	2,3	77,4	-2,8	8,3	-7,8	223,2	63,6	7,0	5,1	0,8	-3,2	-6,4
EL	-2,2	-143,3	3,6	6,9	1,4p	1,3e	-1,1p	115,3p	181,2	21,5	-5,0	0,4	-4,6	-9,9
ES	2,6	-80,4	4,1	4,6	0,7p	5,3	0,4p	133,5p	97,6	17,4	-2,2	-0,6	-5,0	-14,0
FR	-0,6	-16,4	4,5	-0,2	2,4p	1,5	7,9p	148,9p	98,4	9,5	1,6	0,6	-0,8	-4,0
HR	2,4	-57,9	4,2	22,9	-2,4d	4,6	2,3p	94,0p	74,8	10,9	4,6	-0,6	-6,8	-18,9
IT	2,6	-4,7	3,3	0,3	2,7	-1,6	1,6	107,0	134,8	11,2	-0,1	1,6	-0,7	-8,1
CY	-4,6	-120,8	1,8	16,6	-0,4p	0,2	8,4p	282,6p	100,6	10,8	0,3	1,1	-4,1	-12,6
LV	0,6	-49,0	4,9	8,6	14,7	6,6	-0,2	70,3	36,4	8,6	-3,0	2,0	-1,4	-4,1
LT	-0,1	-31,0	6,4	3,5	16,5	4,6	4,3	56,4	34,1	7,1	8,2	3,2	-1,9	-5,2
LU	4,9	59,8	3,3	10,7	7,9	4,9	-0,5	306,5	21,0	5,8	-2,0	0,2b	-0,5	-2,5
HU	2,1	-52,0	2,0	8,4	12,4	10,9	4,3	69,3	70,2	4,3	-9,2	3,3	-1,7	-7,1
MT	8,9	62,7	4,9	24,0	3,2	5,1p	7,5	129,8	45,8	4,1	2,3	5,9	-1,3	-2,5
NL	9,9	70,7	3,2	1,7	3,0p	7,4	4,5p	241,6p	52,4	4,9	-3,3p	0,7	-1,6	-4,1
AT	2,2	3,7	4,8	3,9	4,7	2,5	3,9	121,0	74,0	5,5	1,7	1,3	-0,3	-1,2
PL	-0,5	-55,8	0,1	25,8	8,1p	4,9	3,4	76,1	48,9	5,0	3,0	2,0	-2,0	-9,1
PT	0,9	-105,6	3,1	9,4	5,3p	8,9	-0,1p	154,3p	122,2	9,1	0,7	1,7	-4,1	-11,7
RO	-3,3	-44,1	-0,7	23,7	33,6p	1,8	1,9p	47,8p	35,0	5,0	3,3	1,7	-1,2	-5,5
SI	5,5	-18,9	2,0	20,4	6,1	7,4	1,3	72,8	70,4	6,6	4,1	3,2	-2,5	-7,5
SK	-2,4	-68,1	2,5	3,2	10,9	5,0	2,0	90,9	49,4	8,1	8,9e	1,5	-3,6	-11,6
FI	-1,4	-2,0	3,0	-3,0	-2,6	-0,2	1,6	142,1	59,0	8,3	19,9	2,1	-0,7	-5,4
SE	2,8	10,3	-4,0	-6,3	7,4	-3,0	9,0	200,0	38,8	6,6	-2,9	1,2	-0,3	-3,6
UK	-4,3	-10,5	-13,0	-3,8	7,8	0,7	5,3	169,1	85,9	4,4	-0,6	1,0	-0,5	-3,3

Έχουν επισημανθεί τα αριθμητικά στοιχεία που βρίσκονται στο όριο ή το υπερβαίνουν. Επεξήγηση συμβόλων: b: διακοπή στη σειρά. d: διαφορετικός ορισμός. e: εκτίμηση. p: προσωρινά στοιχεία.

1) Για τους δείκτες απασχόλησης, βλ. σελίδα 2 της AMR 2016. 2) Δείκτης τιμών κατοικιών e = εκτίμηση της ΕθνΚΤ για την EL. 3) Ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για την HR, d: τα στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στην εθνική έννοια αντί για την εγχώρια έννοια. 4) Ποσοστό ανεργίας για το BE: αναθεώρηση της μεθοδολογίας έρευνας. 5) Στις συνολικές υποχρεώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα για τη SK, τα παράγωγα προϊόντα υπολογίζονται κατ' εκτίμηση.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat και Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Υποθέσεων (για την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία) και στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, Παγκόσμιες Οικονομικές Προοπτικές (World Economic Outlook - WEO) (για τον παγκόσμιο όγκο εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών)

Πίνακας 2.1: Βοηθητικοί δείκτες, 2018

Έτος 2018	Πραγματικό ΑΕΠ (% μεταβολή 1 έτους)	Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου (% του ΑΕΠ)	Ακαθάριστες εγχώριες δαπάνες για E&A (% του ΑΕΠ)	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών συν ισοζύγιο κεφαλαίου (καθαρή δανειοδότηση-δανειοδότηση)	Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση εκτός των μέσων χωρίς κίνδυνο αθέτησης (% του ΑΕΠ)	Άμεσες ξένες επενδύσεις στην οικονομία που υποβάλλει τα στοιχεία - ροές	Άμεσες ξένες επενδύσεις στην οικονομία που υποβάλλει τα στοιχεία - αποθέματα	Καθαρό εμπορικό ισοζύγιο ενεργειακών προϊόντων (% του ΑΕΠ)	Πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία - εμπορικοί εταίροι της ζώνης του ευρώ	Εξαγωγικές επιδόσεις έναντι προηγμένων οικονομιών (% μεταβολή 5ετίας)	Όροι εμπορίου (% μεταβολή 5ετίας)	Όγκος μεριδίου εξαγωγικών αγορών (% μεταβολή 1 έτους)	Παραγωγικότητα της εργασίας (% μεταβολή 1 έτους)	Ακαθάριστα μη εξυπηρετούμενα δάνεια εγχώριων και ξένων οντοτήτων (% των	Επιδόσεις κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε σχέση με τη ΖΕ	Δείκτης τιμών κατοικιών (2015=100) - ονομαστικός (% μεταβολή 3ετίας)	Κατασκευή κατοικιών (% του ΑΕΠ)	Χρέος νοικοκυριών, ενοποιημένο (συμπ. ΜΚΙΕΝ, % του ΑΕΠ)	Ενοποιημένη τραπεζική μόχλευση, εγχώριες και ξένες οντότητες (σύνολο περιουσιακών στοιχείων/σύνολο ιδίων κεφαλαίων)
BE	1,5	23,8	μ.δ.	-1,0	36,6	-11,8	170,1	-3,5	2,8	-3,4	0,3	-2,2	0,1	2,3p	0,7	9,4p	5,8	60,9	13,1p
BG	3,1	18,8	0,8p	6,4	35,4	1,9	82,3	-3,4	-1,1	11,1	7,5	-1,7	3,2p	7,7p	43,3	24,0	2,7	23,4	7,5p
CZ	3,0	25,5	1,9p	0,6	28,3	3,5	77,5	-2,9	7,6	9,7	1,9	1,0	1,6	2,1p	5,0	30,0p	4,0	32,3	12,5p
DK	1,5	22,4	3,1p	7,1	11,0	0,3	55,5	-0,2	-1,8	-3,5	1,6	-3,0	-0,3	2,3p	-2,2	14,8	4,8	126,4	16,4p
DE	1,5	21,2	3,1e	7,4	44,7	2,7	44,7	-2,0	0,4	1,1	3,5	-1,3	0,2	1,4p	11,4	21,7	6,3	53,6	13,9p
EE	4,8	23,9	1,4p	3,4	25,7	3,8	92,7	-1,0	4,1	-1,3	4,3	0,9	3,5	1,3p	16,2	17,1	4,6	38,9	6,9p
IE	8,2	23,4	1,2	-5,8	-251,7	16,8	466,2	-1,4	-3,0	73,8	-0,5	7,0	4,8	5,5p	-42,0	31,4	2,4	41,7	6,7p
EL	1,9p	11,1p	1,2p	-2,6	-130,6	1,8	18,5	-2,4p	-1,5	4,7	3,6p	5,3p	0,2p	41,6p	-15,1	-1,9e	0,7p	56,5	11,5p
ES	2,4p	19,4p	μ.δ.	2,4	-53,6	3,4	65,4	-2,1p	-0,2	2,5	-2,3p	-1,2p	0,1p	3,7p	-14,5	18,6	5,3p	59,0	13,6p
FR	1,7p	22,9p	μ.δ.	-0,6	-33,0	2,2	45,8	-1,9p	-0,1	-2,2	2,8p	0,1p	0,7p	2,7p	-0,3	7,2	6,4p	60,0	15,3p
HR	2,6p	20,1p	μ.δ.	3,3	-13,7	1,9	48,1	-3,2p	1,2	20,5	1,8p	4,0p	0,8d	7,3p	-15,5	11,1	μ.δ.	34,2	7,5p
IT	0,8	17,7	μ.δ.	2,6	-6,2	1,9	27,3	-2,3	-1,3	-1,7	6,0	-1,6	-0,1	8,4p	-1,2	-1,4	4,2	41,0	13,1p
CY	4,1p	19,1p	μ.δ.	-3,8	-175,0	22,2	1890,1	-4,2p	-3,2	14,2	1,4p	1,2p	0,0p	20,2p	-9,7	4,4	5,8p	97,0	14,1p
LV	4,6	22,5	0,6p	1,1	-2,4	1,3	55,5	-3,4	1,3	6,5	5,0	0,6	3,0	5,3p	-4,4	29,3	2,2	20,8	7,8p
LT	3,6	20,5	0,9p	1,8	-2,7	2,7	43,4	-4,0	3,0	1,4	4,5	2,9	2,2	2,6p	7,9	23,2	2,7	22,9	10,4p
LU	3,1	16,8	μ.δ.	6,1	-3523,8	-722,2	7466,2	-3,3	0,4	8,5	-0,2	-2,9	-0,6	0,8p	13,4	19,9	3,8	66,3	14,6p
HU	5,1	25,2	1,5	2,1	-4,2	-43,8	163,1	-3,8	-1,0	6,3	0,3	0,9	2,7	5,3p	9,1	45,5	3,0	18,0	9,4p
MT	6,8	19,0	0,6	12,3	248,0	32,2	1568,6	-8,5	0,3	21,5	2,0	-0,8	1,3	3,1p	4,5	17,5p	5,2	49,4	12,1p
NL	2,6p	20,3p	μ.δ.	10,8	-14,0	-27,3	581,8	-1,5p	-0,8	-0,4	1,1p	0,3p	0,1p	1,9p	-1,8	23,6	4,8p	102,4p	16,1p
AT	2,4	23,9	3,2p	2,3	-5,0	0,9	67,4	-2,5	1,7	1,8	1,5	2,5	0,7	2,6p	4,7	19,6	4,5	49,6	11,4p
PL	5,1	18,2	1,2p	1,1	-16,9	2,8	47,8	-2,8	-3,0	23,2	3,8	3,6	4,8p	6,2p	-0,1	12,7	2,0	35,1	9,3p
PT	2,4p	17,6p	1,4p	1,4	-57,1	2,7	79,0	-2,5p	-0,3	7,2	4,8p	0,4p	0,1p	9,4p	-6,6	29,0	3,0p	66,9	11,0p
RO	4,0p	21,2p	μ.δ.	-3,4	-3,9	3,1	44,0	-1,6p	-4,1	21,2	5,3p	2,0p	3,7p	5,3p	25,9	18,6	3,5p	16,0	9,3p
SI	4,1	19,2	2,0p	5,2	-1,9	2,8	39,1	-2,9	-0,4	18,0	2,6	3,2	0,9	6,0p	-0,3	22,5	2,1	27,0	8,2p
SK	4,0	21,2	0,8	-1,3	-16,5	2,4	69,2	-4,1	-0,4	1,1	-1,7	2,0	2,0	3,2p	3,9	21,3	3,4	42,1	9,5p
FI	1,7	23,7	2,8	-1,3	3,9	-1,9	48,9	-2,0	-1,4	-5,0	3,4	-1,2	-0,9	1,5p	1,9	2,9	7,3	65,4	16,1p
SE	2,3	25,9	3,3	1,7	-11,4	1,6	81,1	-1,3	-7,6	-8,2	-1,1	-0,3	0,4	1,0p	6,2	14,4	5,4	87,9	18,8p
UK	1,4	17,0	μ.δ.	-4,5	4,9	1,3	83,9	-0,7	-16,2	-5,7	3,3	-4,3	0,2	1,2p	7,8	15,4	3,8	87,2	15,3p

Επεξήγηση συμβόλων: d: διαφορετικός ορισμός. e: εκτίμηση. p: προσωρινά στοιχεία.

1) Η επίσημη προθεσμία διαβίβασης των στοιχείων του 2018 σχετικά με τις ακαθάριστες εγχώριες δαπάνες για E&A είναι η 31η Οκτωβρίου 2019, ενώ τα στοιχεία εξήχθησαν στις 25 Οκτωβρίου 2019. 2) Δείκτης τιμών κατοικιών e = εκτίμηση της ΕθνΚΤ για την EL. 3) Παραγωγικότητα της εργασίας για την HR d: τα στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στην εθνική έννοια αντί για την εγχώρια έννοια.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat και Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Υποθέσεων (για την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία), Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (για την ενοποιημένη τραπεζική μόχλευση και τα ακαθάριστα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, εγχώριες και ξένες οντότητες) και στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, Παγκόσμιες Οικονομικές Προοπτικές (World Economic Outlook - WEO) (για τον παγκόσμιο όγκο εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών)

Πίνακας 2.1 (συνέχεια) Βοηθητικοί δείκτες, 2018

Έτος 2018	Ποσοστό απασχόλησης (μέσος όρος 1 έτους)	Ποσοστό ενεργού πληθυσμού - % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-64 ετών (%)	Ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-74 ετών (%)	Ποσοστό ανεργίας των νέων - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-24 ετών (%)	Νέοι εκτός εκπαίδευσης, απασχόλησης ή κατάρτισης - % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-24 ετών		Άτομα που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού - % του συνολικού		Άτομα που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας μετά τις κοινωνικές μεταβιβάσεις -		Άτομα με σοβαρές υλικές στερήσεις - % του συνολικού πληθυσμού		Άτομα που ζουν σε νοικοκυριά με πολύ χαμηλή ένταση εργασίας - % του συνολικού	
					%	μεταβολή Σετίας σε ε.μ.	%	μεταβολή Σετίας σε ε.μ.	%	μεταβολή Σετίας σε ε.μ.	%	μεταβολή Σετίας σε ε.μ.	%	μεταβολή Σετίας σε ε.μ.
BE	1,4	68,6	2,9	15,8	9,2	-3,0	19,8	-1,3	16,4	1,5	4,9	-0,9	12,1	-2,8
BG	-0,1p	71,5	3,0	12,7	15,0	-4,3	32,8	-8,5	22,0	0,0	20,9	-13,3	9,0	-2,6
CZ	1,3	76,6	0,7	6,7	5,6	-1,9	12,2	-1,8	9,6	-0,1	2,8	-2,8	4,5	-2,3
DK	1,8	79,4	1,1	10,5	6,8	0,6	17,4	-0,3	12,7	0,5	3,4	-0,3	11,1	-0,5
DE	1,4	78,6	1,4	6,2	5,9	-0,3	18,7	-1,3	16,0	-0,7	3,1	-1,3	8,1	-1,7
EE	1,2	79,1	1,3	11,9	9,8	-1,0	24,4	0,2	21,9	0,3	3,8	-0,7	5,2	-1,4
IE	3,2	72,9	2,1	13,8	10,1	-4,2	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.
EL	1,7p	68,2	13,6	39,9	14,1	-3,1	31,8	-3,9	18,5	-2,9	16,7	-5,5	14,6	-2,2
ES	2,2p	73,7	6,4	34,3	12,4	-3,2	26,1	-2,5	21,5	-0,6	5,4	-1,0	10,7	-4,7
FR	1,0p	71,9	3,8	20,7	11,1	-0,9	17,4	-0,3	13,4	-0,2	4,7	0,2	8,0	-0,6
HR	1,8d	66,3	3,4	23,4	13,6	-4,5	24,8	-4,3	19,3	-0,7	8,6	-5,1	11,2	-3,2
IT	0,9	65,6	6,2	32,2	19,2	-2,2	27,3	-1,4	20,3	0,4	8,5	-3,0	11,3	-0,4
CY	4,1p	75,0	2,7	20,2	13,2	-2,1	23,9	-5,0	15,4	-0,8	10,2	-5,2	8,6	-2,3
LV	1,6	77,7	3,1	12,2	7,8	-2,7	28,4	-2,5	23,3	0,8	9,5	-6,9	7,6	-0,2
LT	1,4	77,3	2,0	11,1	8,0	-1,2	28,3	-1,0	22,9	0,7	11,1	-2,8	9,0	-0,2
LU	3,7	71,1	1,4	14,1	5,3	-0,9b	21,9	3,4	18,3	3,0	1,3	-0,7	8,3	2,6
HU	2,4	71,9	1,4	10,2	10,7	-0,9b	19,6	-8,6	12,8	-2,1	10,1	-9,3	5,7	-3,7
MT	5,4	74,7	1,1	9,1	7,3	-3,2	19,0	-4,0	16,8	0,2	3,0	-5,5	5,5	-3,7
NL	2,5p	80,3	1,4	7,2	4,2	-0,5	16,7	0,3	13,3	1,7	2,4	-0,2	8,6	-1,6
AT	1,7	76,8	1,4	9,4	6,8	-0,7	17,5	-0,8	14,3	0,4	2,8	-0,8	7,3	-0,9
PL	0,3p	70,1	1,0	11,7	8,7b	-2,3b	18,9	-4,5	14,8	-2,8	4,7	-3,4	5,6	-1,3
PT	2,3p	75,1	3,1	20,3	8,4	-2,9	21,6	-5,0	17,3	-2,2	6,0	-3,6	7,2	-3,7
RO	0,2p	67,8	1,8	16,2	14,5	-3,6	32,5	-4,9	23,5	-1,9	16,8	-5,9	7,4	-0,5
SI	3,2	75,0	2,2	8,8	6,6	-2,9	16,2	-3,0	13,3	-1,0	3,7	-2,1	5,4	-2,0
SK	2,0	72,4	4,0	14,9	10,2	-3,5	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.
FI	2,6	77,9	1,6	17,0	8,5	-2,1	16,5	-0,3	12,0	-0,4	2,8	0,6	10,8	0,0
SE	1,9	82,9	1,2	16,8	6,1	-0,6	18,0	-0,6	16,4	0,1	1,6	0,5	9,1	0,4
UK	1,2	77,9	1,1	11,3	10,4	-0,7	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	4,6p	-1,5p	μ.δ.	μ.δ.

Επεξήγηση συμβόλων: b: διακοπή στη σειρά. d: διαφορετικός ορισμός. p: προσωρινά στοιχεία.

1) Ποσοστό απασχόλησης για την HR, d: τα στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στην εθνική έννοια αντί για την εγχώρια έννοια. 2) Νέοι εκτός εκπαίδευσης, απασχόλησης ή κατάρτισης για την PL: μεταβολές στη διαδικασία στάθμισης. 3) Η επίσημη προθεσμία διαβίβασης των στοιχείων του 2018 σχετικά με τους δείκτες για το εισόδημα και τις συνθήκες διαβίωσης (EU-SILC) είναι η 30ή Νοεμβρίου 2019, ενώ τα στοιχεία εξήχθησαν στις 25 Οκτωβρίου 2019.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat