ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 21.11.2018
COM(2018) 758 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(2018) 466 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 ομαλή λειτουργία των οικονομιών των κρατών μελών ή της οικονομίας της ΕΕ και ενδέχεται να θέσουν σε κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Η AMR χρησιμοποιεί πίνακα αποτελεσμάτων που περιλαμβάνει επιλεγμένους δείκτες και πρόσθετες σχετικές πληροφορίες, καθώς και ευρύτερη σειρά βοηθητικών δεικτών, προκειμένου να ελέγξει τα κράτη μέλη για ενδεχόμενες οικονομικές ανισορροπίες που απαιτούν τη λήψη μέτρων πολιτικής. Η AMR επισημαίνει τα κράτη μέλη για τα οποία χρειάζεται ανάλυση σε εμπεριστατωμένη επισκόπηση 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 που διεξάγονται για την AMR με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, και εντός του Συμβουλίου και της Ευρωομάδας, η Επιτροπή θα εκπονήσει εν συνεχεία 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. Τα πορίσματα των εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων θα τροφοδοτήσουν τις ειδικές ανά χώρα συστάσεις (CSR) στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου για τον συντονισμό της οικονομικής πολιτικής. Οι εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις αναμένεται να δημοσιευθούν τον Φεβρουάριο του 2019, πριν από τη δέσμη των CSR του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου.

1. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ

Η παρούσα έκθεση αποτελεί την εκκίνηση του όγδοου ετήσιου γύρου της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών (ΔΜΑ)[1]**.** Η διαδικασία αποσκοπεί στον εντοπισμό ανισορροπιών που εμποδίζουν την ομαλή λειτουργία των οικονομιών των κρατών μελών 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 επισκόπηση της ανάπτυξης (ΕΕΑ), η οποία εκδίδεται ταυτόχρονα με την παρούσα έκθεση, καταγράφει την οικονομική και κοινωνική κατάσταση στην Ευρώπη και καθορίζει ευρείες προτεραιότητες πολιτικής για την ΕΕ στο σύνολό της για το προσεχές έτος.

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[2]**.** Η έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης (AMR) αποτελεί μέσο ελέγχου για οικονομικές ανισορροπίες, που δημοσιεύεται στην αρχή κάθε ετήσιου κύκλου συντονισμού των οικονομικών πολιτικών. Πιο συγκεκριμένα, βασίζεται στην οικονομική ανάγνωση πίνακα αποτελεσμάτων με δείκτες με ενδεικτικά κατώτατα όρια μαζί με σειρά βοηθητικών δεικτών. Η AMR περιέχει επίσης ανάλυση των επιπτώσεων που έχουν οι ανισορροπίες των κρατών μελών σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ και εξετάζει τον βαθμό στον οποίο απαιτείται συντονισμένη προσέγγιση ως προς τις απαντήσεις πολιτικής, δεδομένων των αλληλεξαρτήσεων εντός

[1] Η παρούσα έκθεση συνοδεύεται από *στατιστικό παράρτημα* που περιέχει πληθώρα στατιστικών στοιχείων βάσει των οποίων καταρτίστηκε η παρούσα έκθεση.
[2] Βλ. άρθρο 5 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011.

της ζώνης του ευρώ[3]. Εν προκειμένω, η ανάλυση την οποία περιέχει η παρούσα έκθεση συμπληρώνει 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 αξιολόγηση που πραγματοποιείται στην AMR εντάσσεται στο πλαίσιο οικονομικής ανάπτυξης που παραμένει ευρεία παρά τη σχετική επιβράδυνση. Στις φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2018 εκτιμάται ότι η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ θα ανέλθει στο 2,1 % το 2018 και στο 1,9 % το 2019 τόσο για την ΕΕ όσο και για τη ζώνη του ευρώ, σημειώνοντας ελαφρά επιβράδυνση σε σύγκριση με την αύξηση κατά 2,4 % που καταγράφηκε το 2017. Αναμένεται θετική ανάπτυξη σε όλα τα κράτη μέλη. Οι συνθήκες απασχόλησης αναμένεται να βελτιωθούν περαιτέρω και να μεταφραστούν σταδιακά σε πιο σταθερή αύξηση των μισθών, η οποία θα στηρίξει την κατανάλωση και, με την πάροδο του χρόνου, τη δυναμική του δομικού πληθωρισμού που θα προσεγγίσει τον στόχο των νομισματικών αρχών για τον πληθωρισμό· η αύξηση των επενδύσεων αναμένεται να παραμείνει ισχυρή παρά την ελαφρά επιβράδυνση. Αντιθέτως, υπάρχουν ενδείξεις μείωσης της συμβολής των καθαρών εξαγωγών στην ανάπτυξη, εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας για το περιβάλλον της εμπορικής πολιτικής και λόγω της πρόσφατης ανατίμησης του ευρώ. Συνολικά, οι προοπτικές ανάπτυξης εξακολουθούν να βασίζονται σε υγιή θεμελιώδη μεγέθη, όπως, μεταξύ άλλων, γενικά ισχυρές αγορές εργασίας, ευνοϊκές πιστωτικές συνθήκες, βελτίωση των ισολογισμών και των κερδών των τραπεζών και των μη χρηματοοικονομικών εταιρειών, αλλά πρόκειται να επιβραδυνθούν καθώς ωριμάζει ο κύκλος σε σημαντικές περιοχές ανά τον κόσμο[4].

Η διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών στην ΕΕ σημειώνει πρόοδο χάρη στην ενίσχυση της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, αλλά ο μεσοπρόθεσμος ορίζοντας επισκιάζεται από την αυξημένη αβεβαιότητα. Η οικονομική επέκταση και τα ποσοστά πληθωρισμού που προσεγγίζουν σταδιακά τον στόχο συμβάλλουν στη μείωση των δεικτών χρέους ως προς το ΑΕΠ. Ωστόσο, τα αποθέματα ιδιωτικού και δημόσιου χρέους παραμένουν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, ενώ εξακολουθούν να υφίστανται θύλακες ευπαθειών στους ισολογισμούς στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Καθώς ο πληθωρισμός προσεγγίζει σταδιακά τον στόχο της ΕΚΤ, θα ενισχυθεί η θέση υπέρ της εξομάλυνσης της νομισματικής πολιτικής, με επιπτώσεις στο κόστος δανεισμού, στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και στους ισολογισμούς. Στο πλαίσιο αυτό, ορισμένοι παράγοντες ενεργοποίησης θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε αντιστροφή των στάσεων έναντι του κινδύνου, με επιπτώσεις στο κλίμα εμπιστοσύνης στα κράτη μέλη που παρουσιάζουν επιδείνωση των προοπτικών για τα δημόσια οικονομικά ή τον χρηματοπιστωτικό τομέα ή τα οποία υπόκεινται σε αρνητικούς παραγωγικούς κλυδωνισμούς (συμπεριλαμβανομένων εκείνων που συνδέονται με τις επιπτώσεις από την αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ). Ορισμένοι κίνδυνοι δυσμενών εξελίξεων προέρχονται από το εξωενωσιακό περιβάλλον, ιδίως όσον αφορά την υλοποίηση μέτρων εμπορικού προστατευτισμού, τις επιπτώσεις των γεωπολιτικών εντάσεων ιδίως για τις τιμές της ενέργειας, τη λήξη της δημοσιονομικής επέκτασης των ΗΠΑ στο πλαίσιο αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής,

[3] 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».

[4] Βλ., π.χ., ΕΚΤ, Οικονομικό Δελτίο, 5/2018.

καθώς και τις επιπτώσεις για τις ροές κεφαλαίων και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες που προκύπτουν από την ασύγχρονη εξομάλυνση της νομισματικής πολιτικής σε διάφορες περιοχές της παγκόσμιας οικονομίας[5]. Η αλληλεπίδραση μεταξύ αυτών των πηγών κινδύνων γέρνει την πλάστιγγα των κινδύνων προς τα κάτω και καθιστά τις προοπτικές όλο και περισσότερο αβέβαιες, σε ένα πλαίσιο όπου η δυνατότητα απορρόφησης των κραδασμών μέσω ιδιωτικών και δημόσιων αποταμιεύσεων είναι περιορισμένη σε ορισμένα κράτη μέλη.

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

- **Η επανεξισορρόπηση των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών πρέπει να συνεχιστεί.** Τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχουν διορθωθεί στα περισσότερα κράτη μέλη, αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις απαιτούνται πιο συνετές εξωτερικές θέσεις προκειμένου να διατηρηθεί κατάλληλος ρυθμός μείωσης του αποθέματος καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων. Η μείωση ορισμένων από τα μεγαλύτερα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατέστη εμφανής μόλις πρόσφατα και παραμένει σε χαμηλά επίπεδα. Σε ορισμένα κράτη μέλη, τα στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επηρεάζονται όλο και περισσότερο από τις 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.

- **Οι εξωτερικές θέσεις αποθεμάτων εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από έλλειψη ισορροπίας και η προσαρμογή πραγματοποιείται σταδιακά.** Οι μεγάλες αρνητικές καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις (NIIP) που καταγράφονται σε κράτη μέλη με ιστορικό μεγάλων ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τελούν υπό διόρθωση χάρη στις σχεδόν ισοσκελισμένες ή στις πλεονασματικές εξωτερικές θέσεις ροών και στην εκ νέου αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, που πρέπει να συνεχιστούν για να επιτευχθεί η μείωση των υποχρεώσεων σε πιο συνετά επίπεδα. Οι NIIP σε χώρες με μεγάλα πλεονάσματα συνεχίζουν να αυξάνονται.

- **Οι συνθήκες ανταγωνιστικότητας κόστους καθίστανται λιγότερο ευνοϊκές για ορισμένα κράτη μέλη και, συνολικά, λιγότερο ευνοϊκές για μια πιο συμμετρική επανεξισορρόπηση.** Από το 2016, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξάνεται με ταχύτερο ρυθμό στην πλειονότητα των κρατών μελών, ενώ σημειώνονται μεγάλες επιταχύνσεις ιδίως σε ορισμένες χώρες της ΕΕ στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, εν μέρει λόγω έλλειψης προσφοράς. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους μετά την κρίση ήταν ταχύτερη στις χώρες της ζώνης του ευρώ που είναι καθαροί οφειλέτες απ' ό,τι στις χώρες που είναι καθαροί πιστωτές. Ωστόσο, πιο πρόσφατα, το πλεονέκτημα των χωρών που είναι καθαροί οφειλέτες όσον αφορά τη δυναμική της ανταγωνιστικότητας κόστους επιβραδύνθηκε σε συγκριτικούς όρους λόγω της στενότητας των αγορών εργασίας και της μείωσης του ρυθμού βελτίωσης της παραγωγικότητας, ενώ η στενότητα των αγορών εργασίας στις χώρες που είναι καθαροί πιστωτές δεν έχει μεταφραστεί μέχρι στιγμής σε σημαντικές επιταχύνσεις των μισθολογικών αυξήσεων. Αυτές οι πρόσφατες εξελίξεις της ανταγωνιστικότητας κόστους δεν αντανακλώνται πλήρως σε αντίστοιχη επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας των τιμών, πιθανόν λόγω του αντισταθμιστικού αποτελέσματος των χαμηλότερων περιθωρίων τιμών-κόστους. Αυτός θα μπορούσε να είναι ένας από τους λόγους για τους οποίους δεν υπάρχουν εκ πρώτης όψεως στοιχεία που να υποδηλώνουν ότι οι απώλειες ανταγωνιστικότητας κόστους

[5] Βλ. επίσης Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, World Economic Outlook (Παγκόσμιες οικονομικές προοπτικές), Οκτώβριος 2018.

έχουν ήδη ανακόψει την αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών, αλλά τα αποτελέσματα θα μπορούσαν να καταστούν ορατά εάν συνεχιστούν οι εν λόγω τάσεις.

- **Η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα είναι σε εξέλιξη, ολοένα και περισσότερο χάρη στην ανάκαμψη της ονομαστικής ανάπτυξης.** Οι δείκτες ιδιωτικού χρέους ως προς το ΑΕΠ μειώνονται σε μεγαλύτερο αριθμό κρατών μελών σε σύγκριση με πριν από ένα έτος. Αυτό οφείλεται στην υψηλότερη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, δεδομένου ότι η ενεργητική απομόχλευση, δηλαδή η απομόχλευση χάρη στα συρρικνούμενα επίπεδα χρέους σε ονομαστικούς όρους, πραγματοποιείται σε λίγες μόνο χώρες και με υποτονικό ρυθμό. Η ενεργητική απομόχλευση περιορίζεται ως επί το πλείστον στον εταιρικό τομέα, δεδομένου ότι ο δανεισμός των νοικοκυριών έχει ανακτήσει μεγαλύτερη δυναμική. Ο ρυθμός απομόχλευσης εξακολουθεί να είναι ταχύτερος στον εταιρικό τομέα απ' ό,τι στον τομέα των νοικοκυριών, λόγω και του ότι τα αποθέματα χρέους είναι υψηλότερα στον εταιρικό τομέα και, ως εκ τούτου, ο αντίκτυπος της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ στον δείκτη χρέους είναι ισχυρότερος.

- **Σε χώρες με υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους, η απομόχλευση από τις κυβερνήσεις ξεκίνησε μόλις πρόσφατα και προχωρεί με αργούς ρυθμούς**. Παρά τη συνέχιση της ονομαστικής ανάπτυξης και τη μείωση των πληρωμών τόκων που έχουν συμβάλει στο να τεθούν σε πτωτική τροχιά οι δείκτες του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ στα περισσότερα κράτη μέλη, λαμβάνει χώρα φιλοκυκλική δημοσιονομική χαλάρωση σε αυξανόμενο αριθμό χωρών, με επιπτώσεις στο περιθώριο απορρόφησης κραδασμών σε δυσμενείς περιόδους.

- **Οι συνθήκες στον τραπεζικό τομέα της ΕΕ βελτιώνονται, αλλά εξακολουθούν να υφίστανται χαμηλά επίπεδα κερδοφορίας και μεγάλα αποθέματα μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPL) σε ορισμένα κράτη μέλη.** Η αποδοτικότητα βελτιώθηκε, ιδίως στις χώρες όπου ο τραπεζικός τομέας χαρακτηρίζεται από χαμηλή κερδοφορία. Τα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων μειώθηκαν περαιτέρω, κυρίως στα κράτη μέλη όπου το απόθεμά τους είναι υψηλότερο. Οι δείκτες κεφαλαιοποίησης έχουν βελτιωθεί περαιτέρω στις περισσότερες χώρες. Οι αποτιμήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών αυξήθηκαν έως τις αρχές του 2018 και, στη συνέχεια, έλαβε χώρα διόρθωση προς τα κάτω.

- **Η αύξηση των τιμών κατοικιών επιταχύνθηκε και έγινε θετική σε αυξανόμενο αριθμό κρατών μελών, ενώ περισσότερες χώρες παρουσιάζουν πιθανές ενδείξεις υπερτίμησης.** Ταυτόχρονα, η αύξηση των τιμών κατοικιών μετριάστηκε πρόσφατα στις χώρες όπου οι ενδείξεις υπερτίμησης είναι υψηλότερες. Αντιθέτως, παρατηρείται ισχυρή επιτάχυνση ιδίως σε χώρες που, επί του παρόντος, δεν παρουσιάζουν ενδείξεις υπερτίμησης ή παρουσιάζουν μέτριες ενδείξεις υπερτίμησης.

- **Συνεχίζεται η βελτίωση των αγορών εργασίας και αρχίζει σταδιακά εκ νέου η αύξηση των μισθών.** Τα ποσοστά ανεργίας μειώνονται περαιτέρω, μεταξύ άλλων για τους νέους και τους μακροχρόνια ανέργους, αλλά η ανεργία παραμένει σε υψηλά επίπεδα σε ορισμένα κράτη μέλη και η συμμετοχή στην αγορά εργασίας είναι χαμηλή, αν και συχνά αυξάνεται. Η κοινωνική δυσφορία υποχωρεί παρά τις συνέπειες της παρατεταμένης ανεργίας και των μειωμένων αποδοχών σε ορισμένες χώρες[6]. Η αύξηση των μισθών στο επίπεδο της ζώνης του ευρώ παραμένει χαμηλότερη από τις προσδοκίες στα τρέχοντα επίπεδα ανεργίας βάσει

[6] Βλ. πλαίσιο 3 για επισκόπηση των κυριότερων πρόσφατων εργασιακών και κοινωνικών εξελίξεων στην ΕΕ.

ιστορικών δεδομένων. Ωστόσο, οι μισθοί στις χώρες της ΕΕ αρχίζουν σταδιακά να αυξάνονται εκ νέου με διαφορετικές ταχύτητες που αντικατοπτρίζουν σε γενικές γραμμές την έκταση της στενότητας των αγορών εργασίας και τις ελλείψεις στην προσφορά εργατικού δυναμικού σε ορισμένες χώρες.

Η επανεξισορρόπηση στη ζώνη του ευρώ εξακολουθεί να χρήζει ιδιαίτερης προσοχής. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ σταθεροποιήθηκε το 2016 και, στη συνέχεια, παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό. Το επίπεδό του είναι το υψηλότερο παγκοσμίως και βρίσκεται πάνω από τα επίπεδα που συνάδουν με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Υπό το πρίσμα της διασυνδεσιμότητας και των δευτερογενών επιπτώσεων εντός της ζώνης του ευρώ, είναι αναγκαίος ένας κατάλληλος συνδυασμός πολιτικών σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ για να εξασφαλιστεί ότι η συνέχιση της ανάπτυξης θα είναι βιώσιμη και συμβατή με τη μακροοικονομική σταθερότητα. Στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες, η μείωση των μεγάλων αποθεμάτων εξωτερικού και εσωτερικού χρέους απαιτεί τη διατήρηση συνετών ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και τη διασφάλιση κατάλληλου ρυθμού μείωσης του χρέους, χωρίς να υπονομεύεται ο στόχος της αύξησης του αναπτυξιακού δυναμικού και με σκοπό να προληφθεί ο κίνδυνος φιλοκυκλικής στενότητας σε δυσμενείς περιόδους. Στις χώρες που είναι καθαροί πιστωτές, η αντιμετώπιση των συνεχών μεγάλων πλεονασμάτων μέσω πολιτικών για την τόνωση των επενδύσεων και την υπέρβαση της μισθολογικής αδράνειας θα συμβάλει στη στήριξη του αναπτυξιακού δυναμικού και θα καταστήσει τις προοπτικές ανάπτυξης λιγότερο εξαρτώμενες από την εξωτερική ζήτηση. Στο πλαίσιο 2 εξετάζεται εκτενέστερα η σχετική με τη ζώνη του ευρώ διάσταση των ανισορροπιών.

Συνολικά, οι κίνδυνοι που σχετίζονται με τις υφιστάμενες ανισορροπίες συνεχίζουν να υποχωρούν χάρη στην οικονομική επέκταση, αλλά εξακολουθούν να υπάρχουν ευπάθειες που συνδέονται με τις ανισορροπίες αποθεμάτων, ενώ είναι ορατές ενδείξεις πιθανών μη βιώσιμων τάσεων. Οι πιθανές πηγές κινδύνου είναι, σε γενικές γραμμές, οι ίδιες με αυτές που προσδιορίζονται στην AMR 2018. Εξακολουθούν να υφίστανται μεγάλα πλεονάσματα, ενώ οι εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα έχουν καταστεί λιγότερο ευνοϊκές για την επανεξισορρόπηση. Η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα έχει ωφεληθεί από την οικονομική επέκταση, αλλά παραμένει άνιση, καθώς μεγάλα αποθέματα χρέους δεν διορθώνονται με επαρκή ρυθμό. Ειδικότερα, η μείωση της ενεργητικής απομόχλευσης από τον ιδιωτικό και κυρίως τον δημόσιο τομέα εγείρει το ερώτημα κατά πόσον η απομόχλευση θα μπορούσε να βασίζεται όλο και περισσότερο στην αύξηση του δυνητικού ΑΕΠ στο μέλλον. Η πρόκληση αυτή υπογραμμίζει την ανάγκη να συνεχιστεί η μεταρρυθμιστική διαδικασία που άρχισε σε ορισμένες χώρες της ΕΕ τα προηγούμενα έτη και να διατηρηθούν υψηλά στην ημερήσια διάταξη οι πολιτικές και οι μεταρρυθμίσεις που στοχεύουν στην αύξηση του αναπτυξιακού δυναμικού[7]. Υπό το πρίσμα των όλο και πιο αβέβαιων μεσοπρόθεσμων προοπτικών, οι προσπάθειες απομόχλευσης από τον ιδιωτικό και τον δημόσιο τομέα κατά την τρέχουσα περίοδο συνεχιζόμενης οικονομικής επέκτασης είναι επίσης καίριας σημασίας προκειμένου να δημιουργηθούν περιθώρια για τον μετριασμό των αρνητικών παραγωγικών κλυδωνισμών μόλις καταστούν λιγότερο ευνοϊκές οι οικονομικές συνθήκες και προκύψουν κίνδυνοι. Ταυτόχρονα, σε ορισμένες χώρες υπάρχουν ενδείξεις πιθανής υπερθέρμανσης, η οποία συνδέεται κυρίως με την ταχεία αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος που συνεπάγεται μειωμένη ανταγωνιστικότητα κόστους, καθώς και με τη δυναμική αύξηση των τιμών κατοικιών από ήδη σχετικά υψηλά επίπεδα. Λαμβάνοντας υπόψη τη διόρθωση των περισσότερων ανισορροπιών ροών, τη σταδιακή μείωση της βαρύτητας των ανισορροπιών αποθεμάτων και τις πιθανές ενδείξεις υπερθέρμανσης που υφίστανται σε ορισμένες χώρες, ο προσανατολισμός της εποπτείας βάσει της ΔΜΑ δίνει σταδιακά μεγαλύτερη

[7] Βλ. επίσης Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ετήσια επισκόπηση της ανάπτυξης 2019.

προσοχή στην παρακολούθηση των δυνητικά μη βιώσιμων τάσεων και στην πρόληψη των συνδυασμών κινδύνων που θα μπορούσαν να αποκρυσταλλωθούν σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο.

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, στις οποίες εκτίθεται η ανάλυση των υπηρεσιών της Επιτροπής σχετικά με τις οικονομικές και κοινωνικές προκλήσεις στα κράτη μέλη της ΕΕ. 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) που έχουν εκδοθεί για τα κράτη μέλη[8]. 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 11 κράτη μέλη στα οποία διαπιστώθηκαν ανισορροπίες με βάση τα πορίσματα των εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων του 2018[9]. Τα σχετικά κράτη μέλη είναι **η Βουλγαρία, η Κροατία, η Κύπρος, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ιρλανδία, η Ιταλία, οι Κάτω Χώρες, η Πορτογαλία, η Ισπανία** και **η Σουηδία**.

Εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις θα καταρτιστούν επίσης για την Ελλάδα, η οποία υπόκειται για πρώτη φορά σε εποπτεία βάσει της ΔΜΑ, καθώς και για τη Ρουμανία. Με βάση την ανάλυση της έκθεσης του μηχανισμού επαγρύπνησης, θα εκδοθεί εμπεριστατωμένη επισκόπηση για την **Ελλάδα**, η οποία είχε προηγουμένως εξαιρεθεί από την εποπτεία βάσει της ΔΜΑ, δεδομένου ότι υπόκειτο σε πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής στο πλαίσιο χρηματοδοτικής συνδρομής έως τον Αύγουστο του 2018[10]. Η αξιολόγηση που πραγματοποιείται στην AMR δεν καταδεικνύει σημαντικούς πρόσθετους κινδύνους σε σύγκριση με εκείνους που είχαν εντοπιστεί στις τελευταίες διαθέσιμες εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις για ορισμένα κράτη μέλη που εξήλθαν από την εποπτεία βάσει της ΔΜΑ τα τελευταία έτη, δηλαδή τη Σλοβενία (για την οποία δεν εντοπίστηκαν ανισορροπίες το 2018), τη Φινλανδία (που εξήλθε το 2017), το Βέλγιο και την Ουγγαρία (που εξήλθαν το 2016). Επίσης, δεν

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

[9] Βλ. «Ευρωπαϊκό Εξάμηνο 2018: Αξιολόγηση της προόδου σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, την πρόληψη και τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, και αποτελέσματα των εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων βάσει του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011» - COM(2018) 120 final της 7.3.2018.

[10] Τα κράτη μέλη που υπόκεινται σε προγράμματα μακροοικονομικής προσαρμογής τα οποία συνδέονται με χρηματοδοτική συνδρομή εξαιρούνται από την εποπτεία βάσει της ΔΜΑ (άρθρο 11 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 472/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Μαΐου 2013, για την ενίσχυση της οικονομικής και δημοσιονομικής εποπτείας των κρατών μελών στη ζώνη του ευρώ τα οποία αντιμετωπίζουν ή απειλούνται με σοβαρές δυσκολίες αναφορικά με τη χρηματοοικονομική τους σταθερότητα).

έχουν μεταβληθεί σημαντικά οι συνθήκες στην Αυστρία κατόπιν της αξιολόγησης που περιέχεται στην εμπεριστατωμένη επισκόπηση του 2016 στην οποία δεν εντοπίστηκαν ανισορροπίες. Η περίπτωση της Εσθονίας εξετάστηκε επίσης σε εμπεριστατωμένη επισκόπηση το 2016, η οποία κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν υφίσταντο ανισορροπίες. Παρά την ισχυρή έκτοτε αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, δεν υπήρξαν σημαντικές επιπτώσεις για το εξωτερικό ισοζύγιο, γεγονός που δεν καθιστά επιτακτική την εκπόνηση νέας εμπεριστατωμένης επισκόπησης για την Εσθονία, αν και απαιτείται στενή παρακολούθηση στην επικείμενη έκθεση για τη χώρα. Αντιθέτως, φαίνεται δικαιολογημένη η έκδοση εμπεριστατωμένης επισκόπησης για την εξέταση της κατάστασης στη **Ρουμανία** προκειμένου να αξιολογηθεί η εξέλιξη και η πιθανή επανεμφάνιση των επικίνδυνων φαινομένων που είχαν ήδη εντοπιστεί σε προηγούμενες εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις (το 2015 και το 2016), ιδίως σε σχέση με την ανταγωνιστικότητα και το εξωτερικό ισοζύγιο. Η προσεκτική ανάλυση στις ανά χώρα εκθέσεις φαίνεται δικαιολογημένη λόγω των κινδύνων που συνδέονται με τις εξελίξεις στην αγορά κατοικίας σε ορισμένα κράτη μέλη (Αυστρία, Βέλγιο, Τσεχία, Δανία, Ουγγαρία, Λουξεμβούργο και Ηνωμένο Βασίλειο), καθώς και σε σχέση με τις εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα (Τσεχία, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία και Λιθουανία)[11]. Συνολικά, η AMR ζητεί, ως εκ τούτου, την εκπόνηση εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων για 13 κράτη μέλη έναντι 12 κρατών μελών στον προηγούμενο κύκλο.

Πλαίσιο 1: **Αναθεωρήσεις των βοηθητικών δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ**

Ο πίνακας αποτελεσμάτων της ΔΜΑ συμπληρώνεται από ένα σύνολο βοηθητικών δεικτών. Όπως ορίζεται στον κανονισμό ΔΜΑ (κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1176/2011), για την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αποτελεσμάτων χρησιμοποιούνται όχι μόνο οι πρωταρχικοί δείκτες του πίνακα αποτελεσμάτων, αλλά και πρόσθετοι σχετικοί δείκτες και συναφείς πληροφορίες. Από την έναρξη της εποπτείας βάσει της ΔΜΑ, ένα σύνολο βοηθητικών δεικτών συμπληρώνει την οικονομική ανάγνωση των πρωταρχικών δεικτών. Σε αντίθεση με τους πρωταρχικούς δείκτες, δεν υπάρχουν κατώτατα όρια για τους βοηθητικούς δείκτες (βλ. πίνακα 2.1).

Ο κανονισμός ΔΜΑ επιβάλλει στην Επιτροπή την υποχρέωση να προβαίνει σε τακτική επανεξέταση και αναθεώρηση του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ, όταν είναι αναγκαίο. Ο πίνακας αποτελεσμάτων έχει υποστεί σειρά αναθεωρήσεων από την έναρξη της ΔΜΑ. Το 2012, προστέθηκε ένας πρωταρχικός δείκτης για τον χρηματοπιστωτικό τομέα (συνολικές υποχρεώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα). Το 2013, αναθεωρήθηκε ο ορισμός μιας σειράς πρωταρχικών μεταβλητών του πίνακα αποτελεσμάτων (πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, χρέος του ιδιωτικού τομέα και πιστωτικές ροές) και προστέθηκαν ορισμένοι βοηθητικοί δείκτες (συμπεριλαμβανομένου ενός συνόλου κοινωνικών δεικτών και δεικτών απασχόλησης). Το 2015, προστέθηκαν πρωταρχικοί δείκτες απασχόλησης. Συνολικά, οι αλλαγές έγιναν στοχοθετημένα και με φειδώ.

Η παρούσα AMR προβαίνει σε ορισμένες αναθεωρήσεις των βοηθητικών δεικτών προκειμένου να υπάρξουν οφέλη από τις βελτιώσεις των διαθέσιμων στατιστικών και να διασφαλιστεί η συνάφεια των δεικτών. Οι τελευταίες αυτές αναθεωρήσεις του συνόλου των βοηθητικών δεικτών έχουν ως στόχο την εξασφάλιση οφέλους από τη βελτίωση των στατιστικών σχετικά με τα δεδομένα που αφορούν το ισοζύγιο πληρωμών και τον τραπεζικό τομέα (κυρίως μη εξυπηρετούμενα δάνεια) και συμβάλλουν στο να αντικατοπτρίζονται στον πίνακα αποτελεσμάτων δείκτες οι οποίοι χρησιμοποιούνται ήδη ευρέως στην ανάλυση της έκθεσης του μηχανισμού επαγρύπνησης και της

[11] Τον Νοέμβριο του 2016, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) εξέδωσε ειδικές ανά χώρα προειδοποιήσεις σχετικά με μεσοπρόθεσμες αδυναμίες του τομέα οικιστικών ακινήτων σε οκτώ κράτη μέλη της ΕΕ: Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Φινλανδία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες, Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο.

εμπεριστατωμένης επισκόπησης. Όπως και στις προηγούμενες αναθεωρήσεις του πίνακα αποτελεσμάτων, πραγματοποιήθηκε η δέουσα διαβούλευση με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο (συμπεριλαμβανομένων των επιτροπών εμπειρογνωμόνων) και ενημερώθηκε το ΕΣΣΚ. Οι αναθεωρήσεις αυτές συνοψίζονται ως εξής[12]:

- Το *καθαρό εξωτερικό χρέος (ΚΕΧ)* αντικαθίσταται από την *ΝΙΙΡ εκτός των μέσων με αρνητική πιθανότητα αθέτησης* (NENDI) προκειμένου να επιτευχθεί ευρύτερη αποτύπωση των εξωτερικών αποθεμάτων (περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων) που ενέχουν κινδύνους αθέτησης. Ο νέος δείκτης ωφελείται από την αναθεωρημένη μεθοδολογία για τις στατιστικές σχετικά με το ισοζύγιο πληρωμών (από το BPM5 στο BPM6), η οποία καθιστά δυνατή τη λεπτομερέστερη ανάλυση των εξωτερικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων. Σε σύγκριση με το ΚΕΧ, η NENDI: i) εξαιρεί το καθαρό ενδοεταιρικό χρέος άμεσων ξένων επενδύσεων (ΑΞΕ), το οποίο, σε ορισμένες περιπτώσεις, αντιπροσωπεύει μεγάλο μερίδιο του διασυνοριακού χρέους χωρίς να αποτελεί πρόβλημα φερεγγυότητας· ii) περιλαμβάνει μετοχές αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίες μερικές φορές αποτελούν πολύ μεγάλο στοιχείο και, ως επί το πλείστον, εξασφαλίζονται με ομόλογα· και iii) περιλαμβάνει καθαρά χρηματοοικονομικά παράγωγα. Από διαφορετική οπτική γωνία, η NENDI αποτελεί υποσύνολο της NIIP από το οποίο εξαιρούνται τα μετοχικά στοιχεία, δηλαδή μετοχές ΑΞΕ και μετοχικό κεφάλαιο, και το ενδοεταιρικό διασυνοριακό χρέος ΑΞΕ.
- Ο *μη ενοποιημένος* δείκτης *μόχλευσης του χρηματοπιστωτικού τομέα* από τους εθνικούς λογαριασμούς αντικαθίσταται από τον δείκτη *ενοποιημένη τραπεζική μόχλευση, εγχώριες και ξένες οντότητες* από τα ενοποιημένα τραπεζικά δεδομένα της ΕΚΤ, ο οποίος παρέχει σαφέστερη οικονομική ερμηνεία, είναι συγκρίσιμος μεταξύ των χωρών και βασίζεται σταθερά σε λογιστικές αξίες, ακόμη και αν καλύπτει μόνο τον τραπεζικό τομέα.
- Προστίθενται δύο δείκτες που χρησιμοποιούνται τακτικά στο πλαίσιο της ανάλυσης της ΔΜΑ: πρώτον, ο δείκτης *χρέος νοικοκυριών (ενοποιημένο)* που συμπληρώνει τον πρωταρχικό δείκτη για το χρέος του ιδιωτικού τομέα· και, δεύτερον, ο δείκτης *ακαθάριστα μη εξυπηρετούμενα δάνεια*, ο οποίος παρέχει συμπληρωματικές πληροφορίες για την αξιολόγηση του χρέους του ιδιωτικού τομέα. Η προσθήκη του δεύτερου δείκτη κατέστη δυνατή χάρη στη διαθεσιμότητα συγκρίσιμων δεδομένων μεταξύ των χωρών στις ενοποιημένες τραπεζικές στατιστικές της ΕΚΤ από το 2015.
- Για να διατηρηθεί η συνάφεια και η συνοπτικότητα του πίνακα αποτελεσμάτων, ο συνολικός αριθμός δεικτών παραμένει αμετάβλητος στους 28. Αφαιρούνται δύο βοηθητικοί δείκτες που περιλαμβάνονταν προηγουμένως: i) η δεκαετής μεταβολή του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (δεδομένου ότι αλληλεπικαλύπτεται με τα δεδομένα που αφορούν την τριετή μεταβολή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μεταξύ των πρωταρχικών δεικτών, καθώς και τη δεκαετή μεταβολή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ στους βοηθητικούς δείκτες)· ii) το μη ενοποιημένο χρέος του ιδιωτικού τομέα (που αντικαταστάθηκε από τον πρωταρχικό δείκτη για το ενοποιημένο χρέος του ιδιωτικού τομέα).

2. 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 τρωτά σημεία. Ο πίνακας αποτελεσμάτων περιλαμβάνει ένα φάσμα 14

[12] Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τους στατιστικούς ορισμούς των νέων δεικτών, βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, «Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard» («Προβλεπόμενη αναθεώρηση επιλεγμένων βοηθητικών δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ»), τεχνική 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.

δεικτών με ενδεικτικά κατώτατα όρια σχετικά με τομείς όπως οι εξωτερικές θέσεις, η ανταγωνιστικότητα, το ιδιωτικό χρέος, οι αγορές κατοικιών, ο τραπεζικός τομέας και η απασχόληση. Βασίζεται σε πραγματικά δεδομένα καλής στατιστικής ποιότητας για την εξασφάλιση τόσο της σταθερότητας των δεδομένων όσο και συνέπειας μεταξύ των διαφόρων χωρών. Ως εκ τούτου, ο πίνακας αποτελεσμάτων που χρησιμοποιήθηκε για την παρούσα έκθεση αντικατοπτρίζει δεδομένα μέχρι το 2017. 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[13]. Ένα σύνολο βοηθητικών δεικτών 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 των υπηρεσιών της Επιτροπής του 2018.

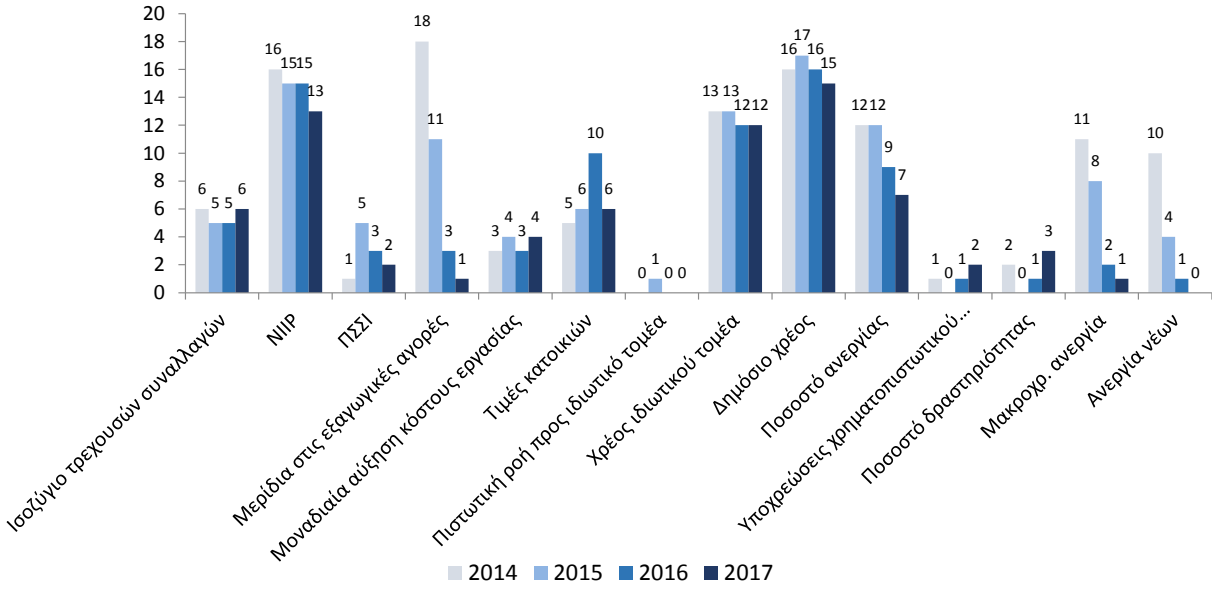
Οι μεταβλητές του πίνακα αποτελεσμάτων που αφορούν το έτος 2017 καταδεικνύουν τις μόνιμες ανισορροπίες αποθεμάτων, οι οποίες ωστόσο σταδιακά μειώνονται. Τιμές που υπερβαίνουν το κατώτατο όριο στον πίνακα αποτελεσμάτων της AMR εξακολουθούν να είναι συχνές στην περίπτωση του δημόσιου χρέους, των καθαρών διεθνών επενδυτικών θέσεων και του ιδιωτικού χρέους (διάγραμμα 1)[14]. Ο αριθμός των κρατών μελών με αποτελέσματα που υπερβαίνουν τα κατώτατα όρια για τους τρεις αυτούς δείκτες είναι οριακά χαμηλότερος από τη συχνότητα που καταγράφεται σε προηγούμενα έτη χρήσης του πίνακα αποτελεσμάτων και επιβεβαιώνει τον μακρόχρονο χαρακτήρα αυτών των ανισορροπιών αποθεμάτων και μια προσαρμογή που λαμβάνει χώρα μόνο σταδιακά. Η πλειονότητα των περιπτώσεων των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών που υπερβαίνουν το κατώτατο όριο συνδέεται κυρίως με τα συνεχή μεγάλα πλεονάσματα· η αύξηση της συχνότητας των τιμών πέραν του κατώτατου ορίου το 2017 οφείλεται στον υψηλότερο αριθμό μεγάλων ελλειμμάτων. Η τρέχουσα ανάκαμψη της απασχόλησης αντικατοπτρίζεται στην περαιτέρω μείωση του αριθμού των χωρών της ΕΕ με αποτελέσματα που υπερβαίνουν το κατώτατο όριο για το ποσοστό ανεργίας, ενώ ακόμη περισσότερες μειώσεις παρατηρούνται στους δείκτες για την ανεργία των νέων και τη μακροχρόνια ανεργία, δεδομένης της συνήθως μεγαλύτερης εξάρτησής τους από την κατάσταση της αγοράς εργασίας. Παρά την ευρεία και ισχυρή ανάκαμψη των τιμών κατοικιών σε ολόκληρη την Ευρώπη, ο πίνακας αποτελεσμάτων δείχνει ότι λιγότερα κράτη μέλη υπερβαίνουν το κατώτατο όριο για την αύξηση των τιμών κατοικιών, δεδομένου ότι ορισμένες χώρες με τιμές οριακά πάνω από το κατώτατο όριο έχουν στο μεταξύ υποχωρήσει κάτω από αυτό. Ο αριθμός των χωρών με άνω του ορίου αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερός, ενώ έχει μειωθεί ο αριθμός των χωρών που υπερβαίνουν τα κατώτατα όρια για την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, και μόνο στις περιπτώσεις που η πραγματική συναλλαγματική

[13] 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.

[14] 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 1, 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 AMR 2019 ήταν η 24η Οκτωβρίου 2018.

ισοτιμία βρίσκεται κάτω από το χαμηλότερο κατώτατο όριο. Έχει μειωθεί περαιτέρω ο αριθμός των κρατών μελών που εμφανίζουν απώλειες στα μερίδια εξαγωγικών αγορών πάνω από το όριο.

Διάγραμμα 1: Αριθμός χωρών που εμφανίζουν μεταβλητές στον πίνακα αποτελεσμάτων άνω του ορίου



Πηγή: Eurostat.
Σημείωση: ο αριθμός των χωρών που εμφανίζουν μεταβλητές στον πίνακα αποτελεσμάτων άνω του ορίου βασίζεται στο έτος χρήσης του πίνακα αποτελεσμάτων που δημοσιεύθηκε 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).

Οι περισσότερες χώρες της ΕΕ συνεχίζουν να καταγράφουν ισοσκελισμένα ή πλεονασματικά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και εξακολουθούν να επιτυγχάνονται υψηλά πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε ορισμένες χώρες, τα οποία στην καλύτερη περίπτωση μειώνονται οριακά. Συνολικά, οι πρόσφατες μεταβολές στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών ήταν σχετικά περιορισμένες (διάγραμμα 3). Τα περισσότερα από τα μεγάλα και μη βιώσιμα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είχαν ήδη προσαρμοστεί από τα πρώτα έτη της δεκαετίας και μετατράπηκαν σε πλεονάσματα ή σε ισοσκελισμένες θέσεις, που έχουν διατηρηθεί και συχνά οριακά αυξηθεί κατά τα πλέον πρόσφατα έτη. Τα μεγάλα πλεονάσματα στις χώρες που είναι καθαροί πιστωτές έχουν παραμείνει συνολικά σχεδόν αμετάβλητα ή έχουν αυξηθεί ακόμη περισσότερο. Τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών επηρεάζονται σε περιορισμένο μόνο βαθμό από κυκλικούς παράγοντες: η διαφορά μεταξύ των πραγματικών και των κυκλικά προσαρμοσμένων ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών είναι, γενικά, μικρή και φθίνουσα, στο πλαίσιο των μειούμενων κενών παραγωγής (διάγραμμα 2)[15]. Για τις περισσότερες χώρες της ΕΕ, τα πρόσφατα αποτελέσματα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών υπερβαίνουν τα προσδοκώμενα με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη

[15] 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.

(π.χ. γήρανση του πληθυσμού και κατά κεφαλήν εισόδημα)[16]. Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις, τα πρόσφατα αποτελέσματα μπορεί να εξακολουθούν να είναι ανεπαρκή για τη μείωση του αποθέματος των καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων με τον κατάλληλο ρυθμό. Τα γενικώς ισοσκελισμένα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών το 2017 οφείλονταν λιγότερο απ' ό,τι πριν στις κυκλικές συνθήκες, δεδομένου ότι τα αρνητικά κενά παραγωγής στα κράτη μέλη μειώνονται ή γίνονται θετικά. Λόγω των αυξανόμενων τιμών του πετρελαίου, οι εξελίξεις στο ενεργειακό ισοζύγιο υπονόμευσαν το συνολικό ισοζύγιο σχεδόν παντού αλλά, συνήθως, μόνο ελάχιστα (βλ. πίνακα 2.1 στο παράρτημα για δεδομένα σχετικά με το ενεργειακό ισοζύγιο).

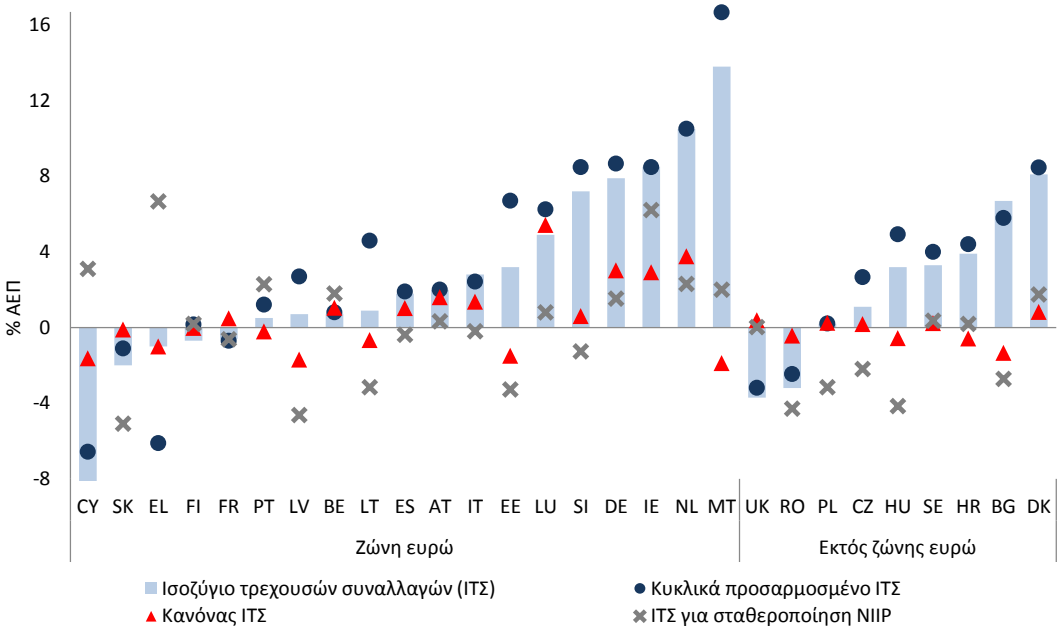
- **Η Κύπρος είναι το κράτος μέλος στο οποίο καταγράφεται το μεγαλύτερο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, πάνω από το όριο της ΔΜΑ** (με βάση τον μέσο όρο των 3 ετών έως το 2017). Η ανάγνωση των ετήσιων δεδομένων έχει επιδεινωθεί τα τελευταία έτη μόνο για την Κύπρο. Τα αποτελέσματα είναι **κατώτερα από τα αναμενόμενα με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη** και **από εκείνα που απαιτούνται για να βελτιωθεί η NIIP με κατάλληλο ρυθμό**, ενώ η επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2017 δεν μπορεί να εξηγηθεί από τις επιπτώσεις του οικονομικού κύκλου. Εκτός της ζώνης του ευρώ, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών του Ηνωμένου Βασιλείου είναι επίσης κάτω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ.
- Το 2017, μόλις **πέντε άλλα κράτη μέλη κατέγραψαν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών**: η Φινλανδία, η Γαλλία, η Ελλάδα, η Ρουμανία και η Σλοβακία, αλλά μόνο οι δύο τελευταίες κατέγραψαν τιμές χειρότερες από το 1 % του ΑΕΠ. **Στη Ρουμανία σημειώθηκε επιδείνωση** του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της που φαίνεται να είναι κατώτερο από τα αναμενόμενα με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη για το 2017. **Η Ελλάδα ξεχωρίζει για τη μεγάλη συμβολή του αρνητικού κενού παραγωγής** στο χαμηλό ονομαστικό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών· λαμβανομένου υπόψη του κύκλου, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών φαίνεται να βρίσκεται κάτω από το επίπεδο που απαιτείται για τη μείωση της NIIP με ταχείς ρυθμούς και κάτω από τον κανόνα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.
- **Χώρες με σαφώς αρνητικές NIIP**, όπως η Πορτογαλία και η Ισπανία, εμφάνισαν αποτελέσματα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών πάνω από τα αναμενόμενα με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη, αλλά όχι επαρκή ώστε να εξασφαλιστεί η βελτίωση της NIIP με κατάλληλο ρυθμό στην περίπτωση της Πορτογαλίας. Η Κροατία κατέγραψε πλεόνασμα που οδηγεί σε μείωση της NIIP με ικανοποιητικό ρυθμό. Η Ιρλανδία εμφάνισε μεγάλο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2017 μετά από έλλειμμα το 2016, έπειτα από τις πρόσφατες σημαντικές αναδρομικές αναθεωρήσεις προς τα κάτω. Στην περίπτωση της

[16] Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που συνάδει με τα θεμελιώδη μεγέθη (κανόνες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών) προκύπτει από παλινδρομήσεις ανηγμένης μορφής που λαμβάνουν υπόψη τους βασικούς συντελεστές του ισοζυγίου αποταμιεύσεων και επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων των θεμελιωδών συντελεστών, των παραγόντων πολιτικής και των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών συνθηκών. 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»). 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 με την περιγραφή της μεθοδολογίας για τον υπολογισμό του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών βάσει θεμελιωδών μεγεθών που χρησιμοποιείται στην παρούσα AMR.

Ιρλανδίας, τα στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επηρεάζονται σαφώς από τις διασυνοριακές συναλλαγές που συνδέονται με τις δραστηριότητες πολυεθνικών εταιρειών.

- **Τέσσερις χώρες της ΕΕ υπερβαίνουν σήμερα το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ λόγω πλεονασμάτων**. Παρατηρούνται τιμές που υπερβαίνουν το όριο στη Δανία, τη Γερμανία και τις Κάτω Χώρες εδώ και αρκετά έτη και πιο πρόσφατα στη Μάλτα. Το 2017, το γερμανικό πλεόνασμα μειώθηκε κατά 0,5 % του ΑΕΠ, ενώ το πλεόνασμα των Κάτω Χωρών αυξήθηκε κατά 2,5 % του ΑΕΠ. Και στις τέσσερις αυτές περιπτώσεις, τα εν λόγω αποτελέσματα των πλεονασμάτων είναι πολύ **υψηλότερα απ' ό,τι μπορεί να εξηγηθεί με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη**, πάντα κατά τουλάχιστον 5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Η δυναμική του πλεονάσματος στις Κάτω Χώρες και τη Μάλτα θεωρήθηκε ότι οφειλόταν 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. Ορισμένες άλλες χώρες καταγράφουν πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εδώ και μερικά έτη, αν και κάτω από το όριο, γεγονός που ισχύει και για μεγάλες χώρες της ζώνης του ευρώ, ιδίως την Ιταλία (βλ. επίσης πλαίσιο 2 για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ).

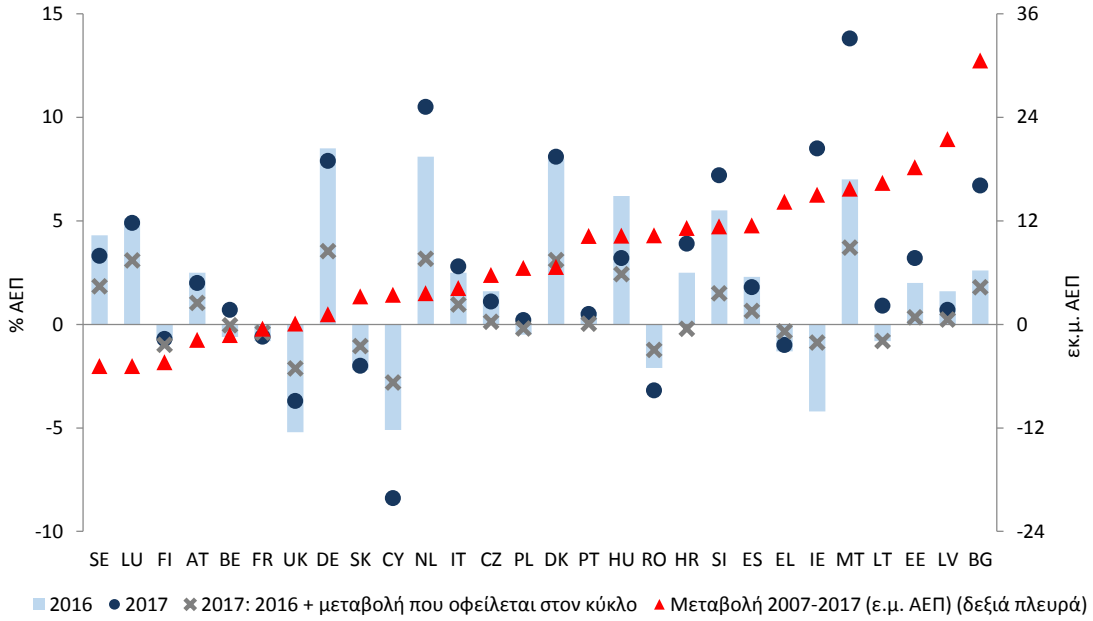
Διάγραμμα 2: Ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και δείκτες αναφοράς το 2017



Πηγή: Eurostat (δεδομένα BPM6) και υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Οι χώρες κατατάσσονται με βάση το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το 2017. *Κυκλικά προσαρμοσμένα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών*: βλ. υποσημείωση 15. *Κανόνες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών*: βλ. υποσημείωση 16. Ο δείκτης 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 προληπτικό όριο ανά χώρα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που απαιτείται για να επιτευχθεί το προληπτικό όριο της NIIP κατά τη διάρκεια των επόμενων 10 ετών[17].

[17] Σχετικά με τις μεθοδολογίες για τους δείκτες αναφοράς του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, βλ. L. Coutinho et al. (2018)· σχετικά με τα προληπτικά όρια της NIIP ανά χώρα, βλ. υποσημείωση **Error! Bookmark not defined.**.

Διάγραμμα 3: Εξέλιξη των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών



Πηγή: Eurostat και υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά αύξουσα σειρά της μεταβολής του δείκτη NIIP ως προς το ΑΕΠ μεταξύ 2007 και 2017. 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· βλ. υποσημείωση 15.

Οι καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις (NIIP) συνέχισαν να βελτιώνονται σε όλα σχεδόν τα κράτη μέλη, αλλά σε ορισμένα από αυτά εξακολουθούν να προκαλούν ανησυχία οι έντονα αρνητικές θέσεις. Τα αποθέματα NIIP εξακολουθούν να βρίσκονται σε μεγάλο βαθμό σε αρνητικά επίπεδα για πολλά κράτη μέλη της ΕΕ (διάγραμμα 4). Στην πλειονότητα των χωρών της ΕΕ που εμφανίζουν αρνητική NIIP, το απόθεμα εξωτερικών υποχρεώσεων υπερβαίνει την NIIP που θα μπορούσε να δικαιολογηθεί με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, ενώ μόνο σε λίγες περιπτώσεις φαίνεται να είναι κάτω από το προληπτικό όριο[18]. Σε ορισμένες χώρες, το απόθεμα εξωτερικών υποχρεώσεων είναι μεγάλο ακόμη και όταν υπολογίζεται αφαιρουμένων των χρηματοπιστωτικών μέσων χαμηλότερου κινδύνου (NENDI). Οι βελτιώσεις της NIIP συνεχίστηκαν το 2017 χάρη στα συχνά θετικά αποτελέσματα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και στην ανάκαμψη της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ (διάγραμμα 5). Οι βελτιώσεις ήταν κατά κανόνα ελαφρώς μικρότερες σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη, καθώς τα αποτελέσματα αποτίμησης συχνά συνέβαλλαν λιγότερο στη βελτίωση της NIIP ή ακόμη και υπονόμευαν οριακά την NIIP. Η κατεύθυνση και το εύρος των μεταβολών της NIIP δεν συνδέονται στενά με τα αρχικά επίπεδα της NIIP, αλλά οι χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες βελτίωσαν ή σταθεροποίησαν τις θέσεις τους το 2017 στις περισσότερες περιπτώσεις.

[18] Οι σύμφωνες με τα θεμελιώδη μεγέθη NIIP επιτυγχάνονται ως σώρευση με την πάροδο του χρόνου των κανόνων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (βλ. επίσης υποσημείωση **Error! Bookmark not defined.**). Τα προληπτικά όρια της NIIP 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 NIIP σύμφωνα με τα θεμελιώδη μεγέθη, βλ. A. Turrini και S. Zeugner, «Benchmarks for Net International Investment Positions» («Δείκτες αναφοράς για τις καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις»), European Economy, Discussion Paper (θα δημοσιευθεί προσεχώς).

- Το 2017, **σχεδόν για το ήμισυ των κρατών μελών καταγράφηκαν ΝΙΙΡ κάτω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων** του -35 % του ΑΕΠ. Ορισμένα συνέχισαν να υπερβαίνουν το -100 % του ΑΕΠ (Κύπρος, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία) και η Ισπανία το -80 % του ΑΕΠ· επίσης η Βουλγαρία, η Κροατία, η Ουγγαρία, η Λετονία, η Λιθουανία, η Πολωνία, η Ρουμανία και η Σλοβακία εξακολουθούσαν να βρίσκονται κάτω από το όριο του -35 % του ΑΕΠ.

- Σε χώρες με **σαφώς αρνητικές ΝΙΙΡ**, οι τιμές βρίσκονται γενικά **κάτω από τους δείκτες αναφοράς ανά χώρα**, τόσο τους κανόνες της ΝΙΙΡ όσο και τα προληπτικά όρια της ΝΙΙΡ. Αυτό ισχύει στην περίπτωση της Ιρλανδίας, της Ελλάδας, της Κύπρου, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας. Η Ελλάδα σημείωσε οριακή επιδείνωση της ΝΙΙΡ και η Πορτογαλία κατέγραψε αμετάβλητες τιμές, καθώς και στις δύο περιπτώσεις τα αποτελέσματα αποτίμησης επηρέασαν ελαφρώς αρνητικά την ΝΙΙΡ το 2017· όλες οι άλλες χώρες βελτίωσαν τα αποτελέσματά τους. Οι πλέον αρνητικές ΝΙΙΡ χαρακτηρίζονται από **μεγάλη συχνότητα εμφάνισης καθαρών χρεωστικών υποχρεώσεων**[19]. Τα αριθμητικά στοιχεία για την Κύπρο και την Ιρλανδία πρέπει να εξεταστούν επίσης υπό το πρίσμα της σημασίας που έχουν για τις εν λόγω χώρες οι δραστηριότητες των πολυεθνικών εταιρειών και των τομέων υπηρεσιών με διεθνή προσανατολισμό· και στην Ελλάδα υπό το πρίσμα του μεγάλου εξωτερικού δημόσιου χρέους με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους.

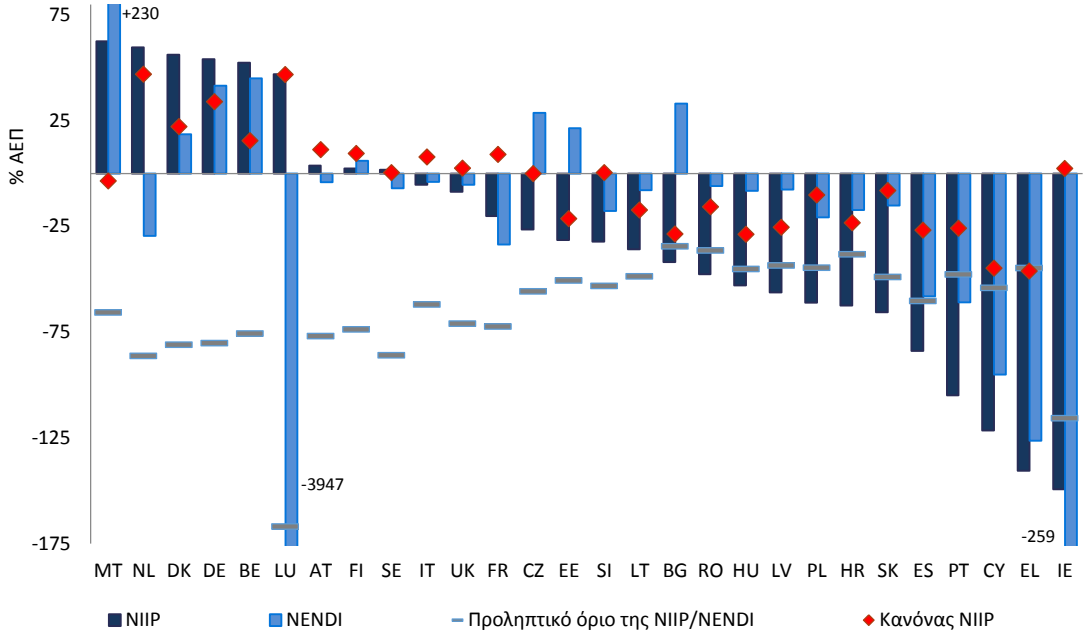
- Σε χώρες με **αρνητικές ΝΙΙΡ μεσαίου επιπέδου**, που εξακολουθούν όμως να βρίσκονται κάτω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων του -35 % του ΑΕΠ, οι ΝΙΙΡ φαίνεται συχνά να βρίσκονται κάτω από την τιμή του κανόνα και, σε ορισμένες περιπτώσεις, ελαφρώς κάτω από τα προληπτικά όρια. Στις χώρες αυτές, το μετοχικό κεφάλαιο έχει μεγάλη επίπτωση στην αρνητική ΝΙΙΡ, μεταξύ άλλων και υπό το πρίσμα των εισερχόμενων καθαρών αποθεμάτων ΑΞΕ. Σε χώρες με **μέτριες εξωτερικές θέσεις αποθεμάτων**, οι ΝΙΙΡ βρίσκονται συχνά πάνω από τις αντίστοιχες τιμές των κανόνων, με εξαίρεση τη Γαλλία και τη Σλοβενία, στις οποίες βρίσκονται κάτω από αυτές.

- Στις περισσότερες χώρες με **μεγάλα και θετικά αποθέματα ΝΙΙΡ**, οι ΝΙΙΡ υπερβαίνουν την τιμή του κανόνα και αυξήθηκαν το 2017, χάρη στα υψηλά πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Οι Κάτω Χώρες και η Δανία κατέγραψαν οριακές μειώσεις της ΝΙΙΡ λόγω των αρνητικών αποτελεσμάτων αποτίμησης. Η Μάλτα και οι Κάτω Χώρες έκλεισαν το 2017 με ΝΙΙΡ σε περίπου 60 % του ΑΕΠ, ενώ το Βέλγιο, η Δανία και η Γερμανία με ΝΙΙΡ άνω του 50 %[20].

[19] Όπως αποτυπώνεται από τη μεταβλητή NENDI, δηλαδή την NIIP εκτός των μέσων με αρνητική πιθανότητα αθέτησης. Από τη θετική πλευρά, οι βελτιώσεις των NIIP σε αυτές τις χώρες το 2017 οφείλονταν κυρίως στις βελτιώσεις της NENDI.

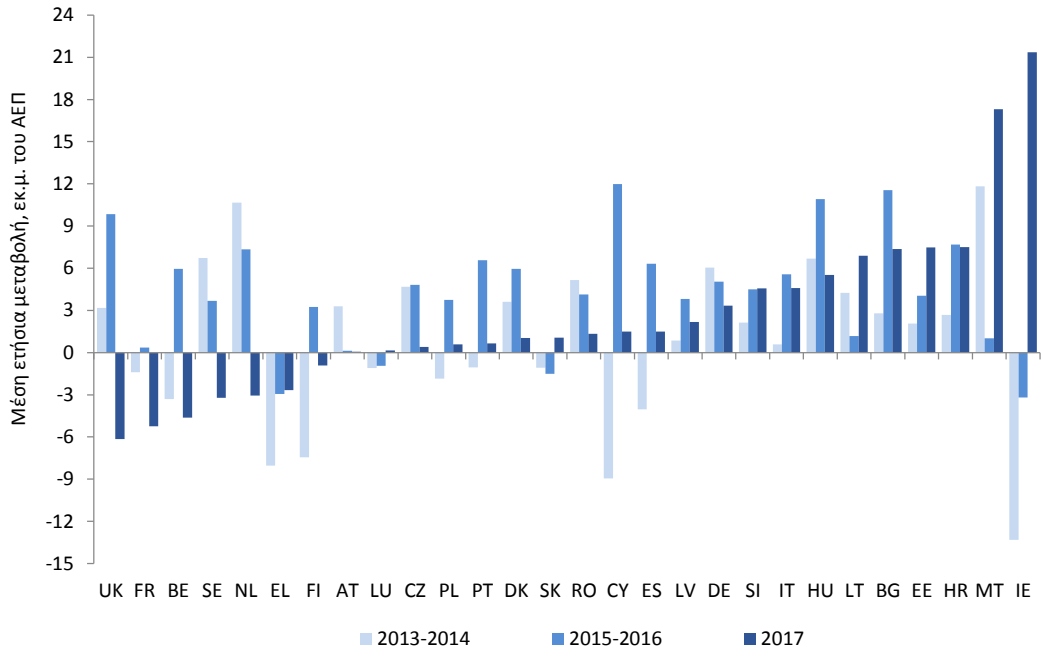
[20] Η σημασία της NENDI ποικίλλει σημαντικά σε όλη αυτήν την ομάδα χωρών, γεγονός που αντικατοπτρίζει επίσης τη σημασία των χρηματοπιστωτικών τους κέντρων, όπως στο Λουξεμβούργο και τη Μάλτα, ή τις εξωτερικές χρεωστικές υποχρεώσεις των εδρών τραπεζών και πολυεθνικών εταιρειών, όπως στις Κάτω Χώρες.

Διάγραμμα 4: Καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις (NIIP) και δείκτες αναφοράς το 2017



Πηγή: Eurostat (BPM6, ΕΣΛ10), υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά φθίνουσα σειρά του δείκτη NIIP ως προς το ΑΕΠ το 2017. Η NENDI είναι η NIIP εκτός των μέσων με αρνητική πιθανότητα αθέτησης, βλ. πλαίσιο 1 για περισσότερες πληροφορίες. Σχετικά με τις έννοιες του κανόνα της NIIP και του προληπτικού ορίου της NIIP, βλ. υποσημείωση 18.

Διάγραμμα 5: Δυναμική των καθαρών διεθνών επενδυτικών θέσεων (NIIP)



Πηγή: Eurostat
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά φθίνουσα σειρά της μεταβολής του δείκτη NIIP ως προς το ΑΕΠ το 2017.

Οι εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα κόστους έχουν καταστεί λιγότερο ευνοϊκές για την επανεξισορρόπηση. Οι τάσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (ΚΕΑΜΠ) μετά την

κρίση χαρακτηρίζονταν από σχετικά υποτονική δυναμική στις χώρες όπου σημειώθηκε συρρίκνωση της ζήτησης μετά την εξομάλυνση των μεγάλων ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η αύξηση του ΚΕΑΜΠ άρχισε εκ νέου με την οικονομική ανάκαμψη, παραμένοντας ωστόσο σχετικά υποτονική παρά τη στενότητα της αγοράς εργασίας. Σε ορισμένες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης καταγράφηκαν σημαντικές επιταχύνσεις του ΚΕΑΜΠ: από το 2012 στη Βουλγαρία και την Εσθονία, το 2013 στη Λετονία και τη Λιθουανία, το 2016 στην Τσεχία, την Ουγγαρία και τη Ρουμανία. Το ΚΕΑΜΠ επιταχύνθηκε περαιτέρω το 2017 στα περισσότερα κράτη μέλη χάρη στη σταθεροποίηση της οικονομικής επέκτασης, χωρίς ωστόσο σημαντική αύξηση του κόστους εργασίας στις μεγάλες χώρες που είναι καθαροί πιστωτές. Ως εκ τούτου, εξακολουθεί να επιβεβαιώνεται η τάση που ξεκίνησε το 2016 προς εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα κόστους οι οποίες φαίνονται λιγότερο ευνοϊκές για την επανεξισορρόπηση (βλ. επίσης πλαίσιο 2).

- **Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιταχύνεται στα περισσότερα κράτη μέλη**. Η αύξηση του ΚΕΑΜΠ τα τελευταία έτη ήταν ιδιαίτερα έντονη στη Βουλγαρία, την Εσθονία, τη Λετονία και τη Λιθουανία (διάγραμμα 6)· όλες αυτές οι χώρες υπερέβησαν το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Το 2017, οι επιταχύνσεις του ΚΕΑΜΠ από προηγούμενα έτη ξεχώριζαν σαφώς στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία και, σε μικρότερο βαθμό, επίσης στην Τσεχία, το Λουξεμβούργο και τη Σλοβακία. Οι εκτιμήσεις για το 2018 προβλέπουν σενάρια συνεχιζόμενης δυναμικής του ΚΕΑΜΠ σε πολλές από αυτές τις χώρες· η επιτάχυνση αναμένεται να είναι πιο έντονη στην Τσεχία, την Ουγγαρία, τη Λετονία, τη Λιθουανία και τη Ρουμανία, ενώ προβλέπεται επιβράδυνση, αλλά με ακόμα υψηλό ΚΕΑΜΠ, στη Βουλγαρία.

- **Η τάση αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μεταξύ των χωρών αντικατοπτρίζει σε γενικές γραμμές τις διαφορές όσον αφορά τη στενότητα της αγοράς εργασίας.** Οι χώρες στις οποίες το ΚΕΑΜΠ αυξάνεται ταχύτερα είναι κατά κανόνα εκείνες με τα χαμηλότερα ποσοστά ανεργίας (διάγραμμα 8). Οι χώρες που κατέγραψαν ταχείς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ τα τελευταία χρόνια, κυρίως οι χώρες της Βαλτικής και ορισμένες άλλες χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, εμφανίζουν χαμηλή ή μέτρια ανεργία και υψηλούς ρυθμούς αύξησης του ΚΕΑΜΠ, ενώ η δυναμική του κόστους εργασίας είναι γενικά πιο συγκρατημένη σε χώρες με υψηλότερη ανεργία. Η σχέση αυτή είναι αναμενόμενη με βάση τη λειτουργία της δυναμικής της καμπύλης Phillips, αλλά ισχύει μόνο κατά προσέγγιση, δεδομένου ότι ορισμένες χώρες εμφανίζουν ποσοστά αύξησης του ΚΕΑΜΠ που υπερβαίνουν κατά πολύ αυτά που υποδηλώνει η εν λόγω σχέση, ιδίως οι χώρες της Βαλτικής, η Βουλγαρία, η Τσεχία, η Ουγγαρία ή η Ρουμανία. Ταυτόχρονα, άλλες χώρες εμφανίζουν χαμηλότερη από την αναμενόμενη αύξηση του ΚΕΑΜΠ (π.χ. Κροατία, Φινλανδία και Ιρλανδία). Στην πρώτη ομάδα, η έντονη αύξηση των μισθών μπορεί επίσης να συνδέεται με τις ελλείψεις εργατικού δυναμικού λόγω εξωτερικής μετανάστευσης, ελλείψεων δεξιοτήτων και αναντιστοιχίας δεξιοτήτων[21].

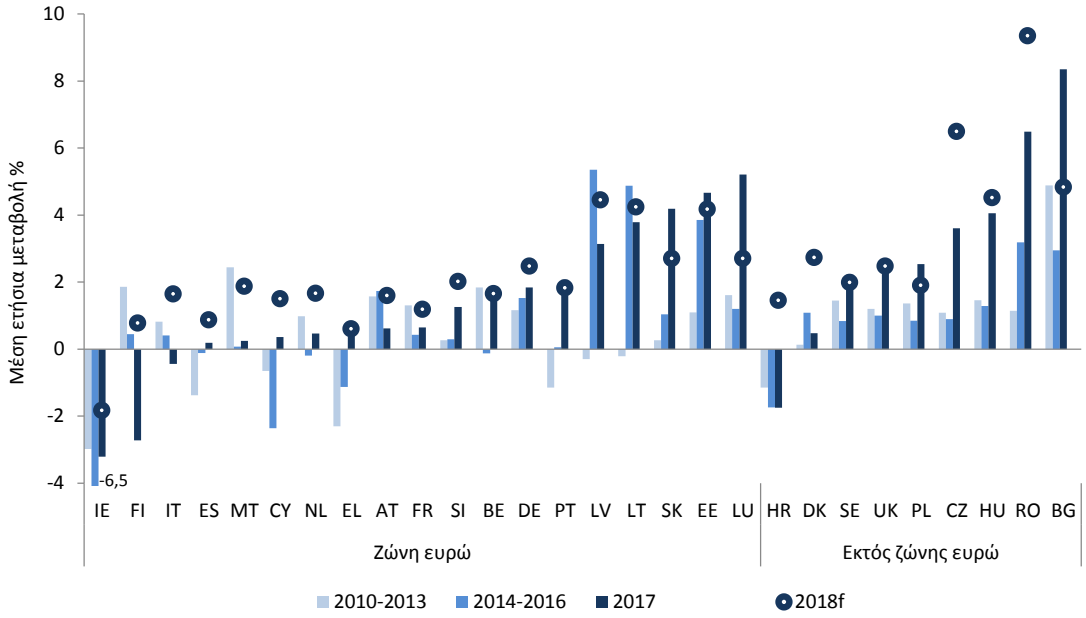
- **Η αύξηση των ονομαστικών μισθών είχε τη μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση του ΚΕΑΜΠ που παρατηρήθηκε το 2017**. Στα περισσότερα κράτη μέλη, η αύξηση των ονομαστικών μισθών είχε τη μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση του ΚΕΑΜΠ, ενώ η παραγωγικότητα της εργασίας διαδραμάτισε σχετικά λιγότερο σημαντικό ρόλο. Η παραγωγικότητα της εργασίας συνέβαλε γενικά στην επιβράδυνση της αύξησης του ΚΕΑΜΠ,

[21] Βλ., για παράδειγμα, Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2018), «Labour markets and wage developments in Europe» («Αγορές εργασίας και μισθολογικές εξελίξεις στην Ευρώπη»), ετήσια επισκόπηση 2018, και Z. Darvas και I. Gonçalves Raposo (2018), «The ever-rising labour shortages in Europe» («Οι ολοένα αυξανόμενες ελλείψεις εργατικού δυναμικού στην Ευρώπη»), Bruegel Blog Post, 25 Ιανουαρίου 2018.

λόγω τόσο της ενίσχυσης της κεφαλαιακής έντασης όσο και της αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής, ενώ η μείωση των δεδουλευμένων ωρών συχνά συνεπάγεται μειωμένη παραγωγικότητα (διάγραμμα 7).

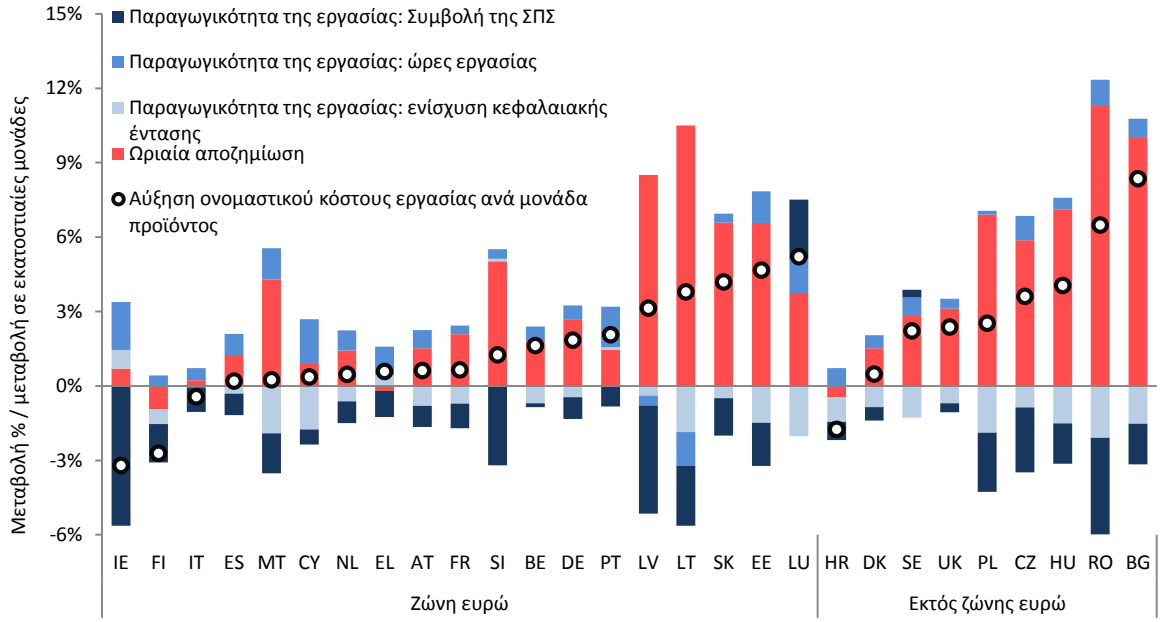
- **Οι τάσεις αύξησης του ΚΕΑΜΠ αποσυνδέονται όλο και περισσότερο από τις ανάγκες εξωτερικής επανεξισορρόπησης.** Ενώ κατά την περίοδο της κρίσης η ανεργία ήταν κατά κανόνα υψηλότερη στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες και οι οποίες υπόκειντο σε αναστροφή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στην επακόλουθη συρρίκνωση της ζήτησης, τα ποσοστά ανεργίας συγκλίνουν από τότε που άρχισε η οικονομική ανάκαμψη, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι τάσεις αύξησης του ΚΕΑΜΠ, που σε γενικές γραμμές αντικατοπτρίζει τον διαφορετικό βαθμό στενότητας των αγορών εργασίας, αποσυνδέονται όλο και περισσότερο από τις ανάγκες εξωτερικής επανεξισορρόπησης. Το 2017, και, κατά κάποιον τρόπο, επιβεβαιώνοντας την τάση που είχε ήδη διαφανεί το 2016, ορισμένες χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες εμφάνισαν εκ νέου αύξηση του ΚΕΑΜΠ μετά από αρκετά έτη μείωσης ή στασιμότητας· οι εν λόγω επιταχύνσεις ήταν πιο αισθητές στην Κύπρο, την Ελλάδα και την Πορτογαλία. Ταυτόχρονα, η μόνιμη στενότητα των αγορών εργασίας στις χώρες που είναι καθαροί πιστωτές δεν έχει μεταφραστεί μέχρι τώρα σε σημαντικές επιταχύνσεις των μισθολογικών αυξήσεων.

Διάγραμμα 6: Αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος τα τελευταία έτη



Πηγή: AMECO. Τα στοιχεία για το 2018 προέρχονται από τις φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2018.
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά αύξουσα σειρά της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2017.

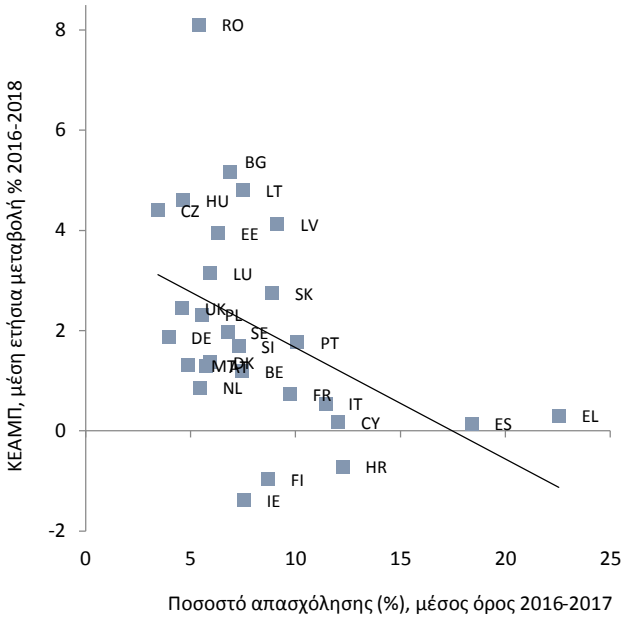
Διάγραμμα 7: Αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και οι συντελεστές της, 2017



Πηγή: AMECO και υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά αύξουσα σειρά της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2017. Η ανάλυση βασίζεται στην τυποποιημένη διάκριση της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε ονομαστική ωριαία αποζημίωση και παραγωγικότητα της εργασίας, ενώ η τελευταία διακρίνεται 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 8: Αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και ποσοστό ανεργίας



Πηγή: AMECO

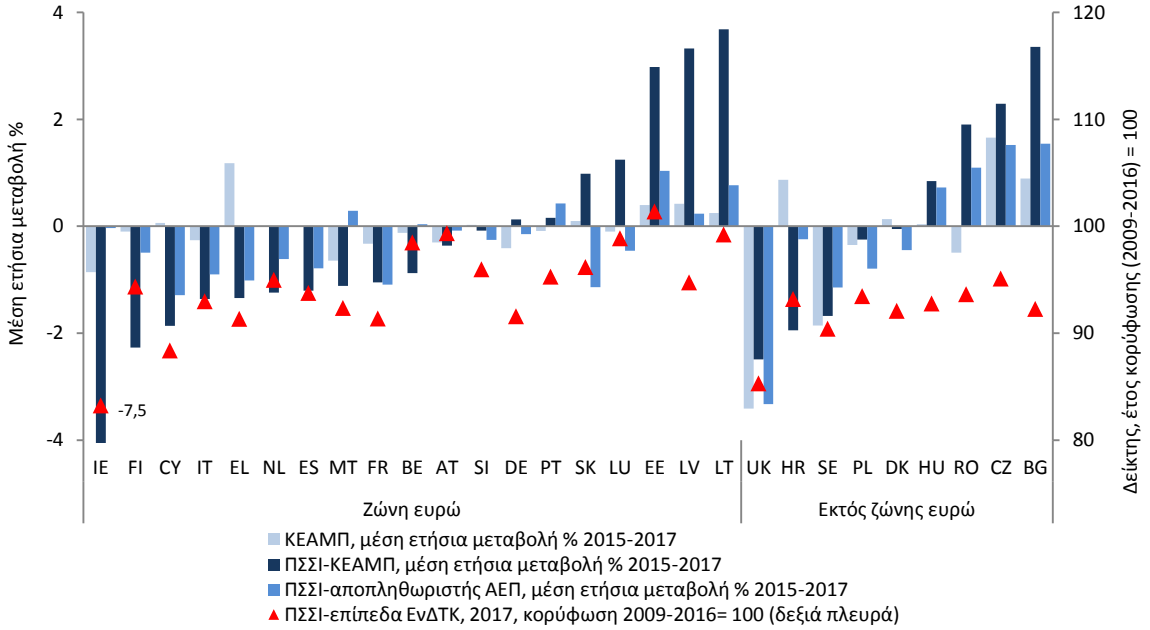
Οι εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα των τιμών που μετράται με τις πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες (ΠΣΣΙ) αντικατοπτρίζουν μόνο εν μέρει τις μεταβολές

στην ανταγωνιστικότητα κόστους βάσει του ΚΕΑΜΠ. Οι διαφορές στην αύξηση του ΚΕΑΜΠ έχουν μεταφραστεί σε βελτίωση και απώλεια της ανταγωνιστικότητας κόστους για τα κράτη μέλη της ΕΕ όταν αυτή μετράται με ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ, οι οποίες λαμβάνουν υπόψη τόσο τις μεταβολές στην αύξηση του ΚΕΑΜΠ σε σχέση με τους ανταγωνιστές στην εγχώρια αγορά και σε αγορές τρίτων χωρών όσο και τις εξελίξεις στις ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες (διάγραμμα 9).

- Κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, **στην πλειονότητα των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ καταγράφηκαν μειώσεις της ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ**, γεγονός που σημαίνει ότι οι συγκριτικές μειώσεις του κόστους εργασίας ήταν επαρκείς για να αντισταθμιστεί η ανατίμηση του ευρώ σε πραγματικούς όρους από το 2016. Ωστόσο, **σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ,** και **ιδίως στις χώρες της Βαλτικής, καταγράφηκαν αντιθέτως απώλειες ανταγωνιστικότητας κόστους** που μετρήθηκαν με την ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ. Μεταξύ των χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, οι μεταβολές στην ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ συνδέονταν ως επί το πλείστον με τις διακυμάνσεις των ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως μετρώνται με τις ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες (ΟΣΣΙ). Οι υποτιμήσεις είχαν ως αποτέλεσμα βελτίωση της ανταγωνιστικότητας στην Πολωνία, τη Ρουμανία, τη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο· οι ανατιμήσεις είχαν επιπτώσεις κυρίως για τη Βουλγαρία και την Τσεχία. Τα τελευταία έτη, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους που μετράται σύμφωνα με τις μεταβολές στην ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ ήταν γενικά μεγαλύτερου μεγέθους στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες. Τα στοιχεία συνάδουν με εκείνα που εξετάζονται ανωτέρω σχετικά με τη δυναμική του ΚΕΑΜΠ.
- Η **δυναμική της ανταγωνιστικότητας των τιμών**, η οποία μετράται με την ΠΣΣΙ βάσει του αποπληθωριστή ΑΕΠ, **ήταν πιο συγκρατημένη από τη δυναμική της ανταγωνιστικότητας κόστους**, που μετράται σύμφωνα με την ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ. Αυτό σημαίνει ότι μέρος της μεταβολής του ΚΕΑΜΠ επηρέασε τα περιθώρια τιμών-κόστους αντί να μεταφερθεί στις τιμές (διάγραμμα 9). Τα στοιχεία δείχνουν ότι η **συμπίεση των περιθωρίων** ήταν ιδιαίτερα έντονη στις χώρες που κατέγραψαν μεγάλες απώλειες ανταγωνιστικότητας κόστους, ιδίως στις χώρες της Βαλτικής, τη Βουλγαρία και τη Ρουμανία[22].
- Σε ορισμένες χώρες, τα πολύ μέτρια ή **αρνητικά ποσοστά πληθωρισμού των τιμών καταναλωτή** αποτυπώθηκαν στην ισχυρή **βελτίωση της ανταγωνιστικότητας**, όπως μετράται με την ΠΣΣΙ βάσει του ΕνΔΤΚ. Σε δύο χώρες, την Κύπρο και την Ιρλανδία, ήταν μάλιστα κάτω από το κατώτατο όριο του δείκτη αποτελεσμάτων το 2017. Στις περισσότερες χώρες, **η τρέχουσα θέση ανταγωνιστικότητας είναι πιο ευνοϊκή απ' ό,τι ήταν πριν από την κρίση, δεδομένου ότι το επίπεδο της ΠΣΣΙ βάσει του ΕνΔΤΚ** βρίσκεται κάτω από τα ανώτατα επίπεδα που είχαν καταγραφεί προηγουμένως. Η πραγματική υποτίμηση συνέπεσε, 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. Ωστόσο, σε ορισμένες χώρες, κυρίως στην Αυστρία, την Εσθονία και τη Λιθουανία, τα τρέχοντα αριθμητικά στοιχεία για την ΠΣΣΙ βάσει του ΕνΔΤΚ είναι κοντά ή πάνω από τα προηγούμενα ανώτατα επίπεδα.

[22] 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.

Διάγραμμα 9: Ονομαστική και πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (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 μεταξύ 2015 και 2017. Οι ΠΣΣΙ βάσει του ΚΕΑΜΠ και του αποπληθωριστή ΑΕΠ, καθώς και η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΟΣΣΙ), υπολογίζονται έναντι 37 εμπορικών εταίρων· η ΠΣΣΙ βάσει του ΕνΔΤΚ υπολογίζεται έναντι 42 εμπορικών εταίρων, όπως στον πίνακα αποτελεσμάτων της AMR.

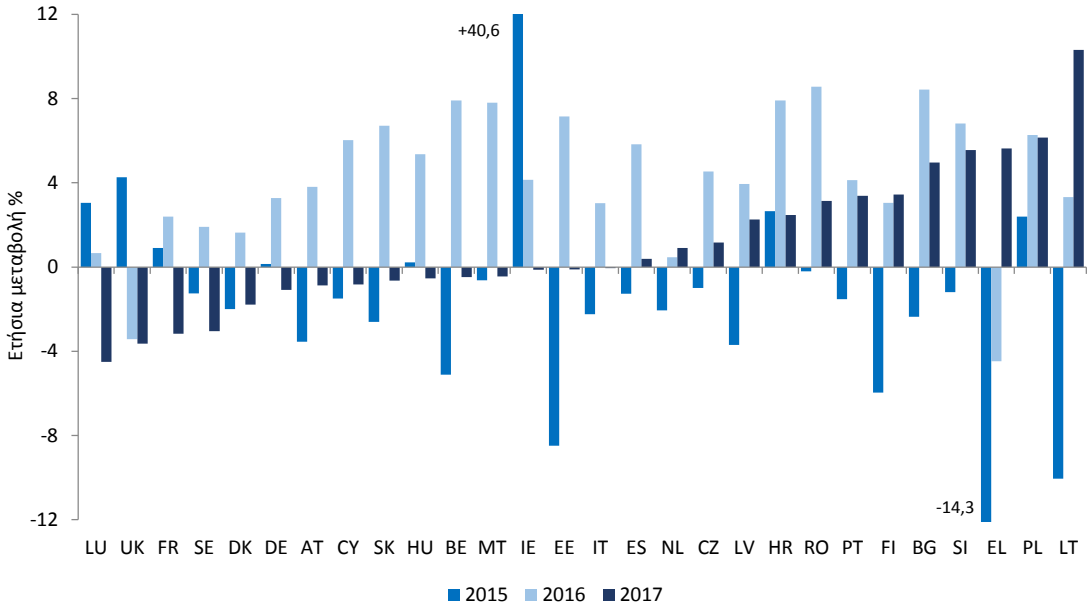
Στην πλειονότητα των χωρών της ΕΕ καταγράφονται αυξήσεις των μεριδίων εξαγωγικών αγορών, αλλά είναι όλο και μικρότερες σε μέγεθος. Η σωρευμένη πενταετής μεταβολή των μεριδίων εξαγωγικών αγορών η οποία καταγράφηκε το 2017 δείχνει θετικές τιμές στα περισσότερα κράτη μέλη της ΕΕ, ενώ σε μία μόνο χώρα (Ελλάδα) οι απώλειες μεριδίων εξαγωγικών αγορών υπερβαίνουν το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Τα πλέον πρόσφατα στοιχεία δείχνουν διαφοροποιημένη εικόνα, καθώς εξακολουθεί να υπάρχει βελτίωση αλλά είναι όλο και πιο συγκρατημένη το 2017 στο πλαίσιο της ανατίμησης του ευρώ και της μη ευνοϊκής δυναμικής των τιμών των βασικών προϊόντων. Ταυτόχρονα, παρότι η εξαγωγική δραστηριότητα των χωρών της ΕΕ συνέχισε να ανακάμπτει το 2017, η αύξηση των εξαγωγών άλλων οικονομιών προσέγγισε τις επιδόσεις της ΕΕ το 2017, σημειώνοντας επιτάχυνση σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη[23].

- Η προηγούμενη συνολική θετική τάση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών για την ΕΕ ευνοήθηκε από την ανάκαμψη της εξαγωγικής ζήτησης εντός της ΕΕ και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, όπως εξετάζεται ανωτέρω. **Η αύξηση των μεριδίων αγορών ήταν σε γενικές γραμμές κάπως εντονότερη στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες, στην Κεντρική Ευρώπη και σε ορισμένες χώρες της Ανατολικής Ευρώπης**, πράγμα που σημαίνει ότι η εντονότερη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας στις εν λόγω χώρες μεταφραζόταν επίσης κατά κανόνα σε πλεονέκτημα όσον αφορά την εξαγωγική διείσδυση.

[23] Βλ. φθινοπωρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2018· και ΔΝΤ (2018), World Economic Outlook (Παγκόσμιες οικονομικές προοπτικές), Οκτώβριος 2018. Βλ. επίσης πίνακα 2.1 στο παράρτημα για τις εξαγωγικές επιδόσεις έναντι προηγμένων οικονομιών.

- Τα πιο πρόσφατα στοιχεία σχετικά με τις ετήσιες μεταβολές των μεριδίων αγορών δείχνουν βελτίωση το 2016, που ακολουθήθηκε από γενικά πιο μέτρια αποτελέσματα το 2017 (διάγραμμα 10). **Η βελτίωση ήταν πιο συγκρατημένη σε όλα σχεδόν τα κράτη μέλη της ΕΕ το 2017**, ενώ η μεγαλύτερη βελτίωση σημειώθηκε στην Ελλάδα και τη Λιθουανία, γεγονός που αντικατοπτρίζει την αναστροφή των προγενέστερων μεγάλων απωλειών.

Διάγραμμα 10: Μεταβολή των μεριδίων εξαγωγικών αγορών, τελευταία έτη



Πηγή: Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά αύξουσα σειρά της ετήσιας μεταβολής των μεριδίων εξαγωγικών αγορών το 2017.

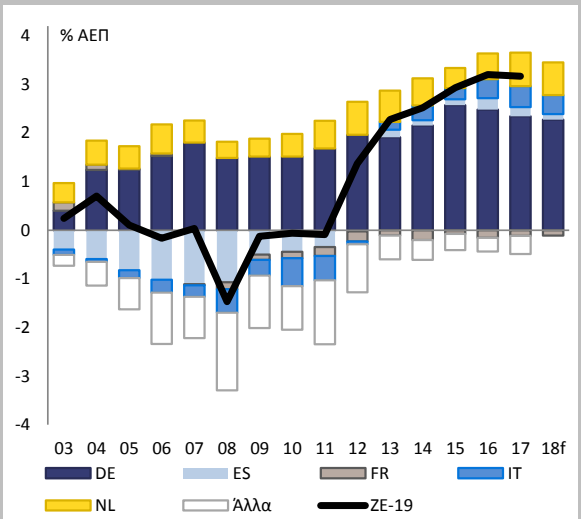
Πλαίσιο 2: Η σχετική με τη ζώνη του ευρώ διάσταση των μακροοικονομικών ανισορροπιών

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ έχει σταθεροποιηθεί σε πολύ υψηλά επίπεδα. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε αισθητά μετά την κρίση του 2008 και μέχρι το 2016. Έκτοτε, η αξία του έχει σταθεροποιηθεί σε περίπου 3,2 % του ΑΕΠ το 2016 και το 2017, με βάση τις στατιστικές σχετικά με το ισοζύγιο πληρωμών[24]. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ παραμένει το υψηλότερο σε παγκόσμιο επίπεδο και εκτιμάται ότι υπερβαίνει την αξία που θα αναμενόταν με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά

[24] Πρόσφατα, τα αριθμητικά στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ με βάση τα δεδομένα του ισοζυγίου πληρωμών αναθεωρήθηκαν ελαφρώς προς τα κάτω, και επί του παρόντος παρουσιάζουν πλεόνασμα χαμηλότερο κατά περίπου 0,3 και 0,1 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ για το 2015 και το 2016, αντιστοίχως, σε σύγκριση με τα αριθμητικά στοιχεία που ήταν διαθέσιμα πριν από ένα έτος. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για το σύνολο της ζώνης του ευρώ σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο ανήλθε σε 3,2 % του ΑΕΠ το 2016 και το 2017, σύμφωνα με τα αριθμητικά στοιχεία τόσο από το ισοζύγιο πληρωμών όσο και από τους εθνικούς λογαριασμούς. Εντούτοις το άθροισμα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ ανέρχεται στο 3,5 % και το 4 % του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ για το 2016 και το 2017 αντίστοιχα. Οι διαφορές μεταξύ του συγκεντρωτικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ και του αθροίσματος των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών των κρατών μελών οφείλονται σε προσαρμογές για ασυμμετρίες στα δεδομένα που ανέφεραν τα κράτη μέλη.

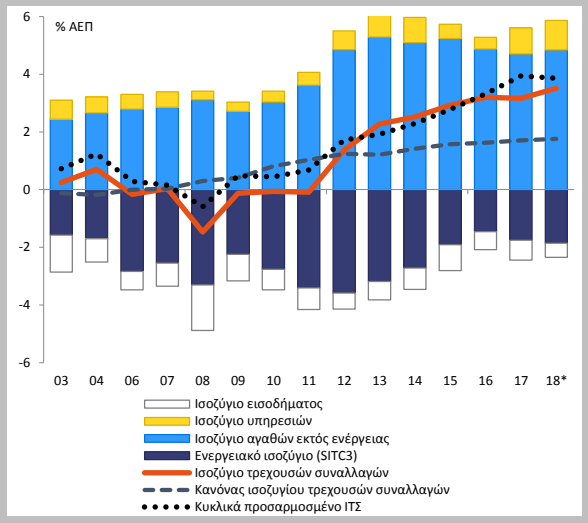
μεγέθη (περίπου το 1,5 % του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ)[25]. Με αμετάβλητες πολιτικές, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ αναμένεται να μειωθεί κατά τι έως το 2020, σύμφωνα με τις φθινοπωρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2018[26]. Στους παράγοντες που θα μπορούσαν να συμβάλουν στη μείωση του πλεονάσματος περιλαμβάνονται: μια σχετική εξασθένηση των κυκλικών συνθηκών σε άλλους τομείς της παγκόσμιας οικονομίας, η εξέλιξη των αποτελεσμάτων των περιοριστικών εμπορικών πολιτικών και της πρόσφατης πραγματικής ανατίμησης του ευρώ, ενδεχόμενη περαιτέρω ανατίμηση του ευρώ (η οποία συνδέεται, μεταξύ άλλων, με ανοδικές πιέσεις της αγοράς που απορρέουν από το επίμονα υψηλό εξωτερικό πλεόνασμα) ή η παράταση της υφιστάμενης τάσης προς αύξηση των τιμών του πετρελαίου.

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



Πηγή: AMECO, αριθμητικά στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών.

Διάγραμμα Β.2: Εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ: κατανομή ανά στοιχεία



Πηγή: Eurostat, αριθμητικά στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών.
Σημείωση: Το «18*» αφορά τον κινητό μέσο όρο των δεδομένων των τεσσάρων τριμήνων έως το δεύτερο τρίμηνο του 2018.

Η συσσώρευση του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ αποτυπώνει τη διόρθωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το οποίο ήταν προηγουμένως ελλειμματικό σε συνδυασμό με τη μη υποχώρηση των μεγάλων πλεονασμάτων. Η θέση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ ήταν σε γενικές γραμμές ισορροπημένη πριν από το 2008, εμφάνισε έλλειμμα το εν λόγω έτος λόγω της μεγάλης πτώσης της παγκόσμιας εξαγωγικής ζήτησης, και μεταβλήθηκε σε πλεονασματική μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, κυρίως λόγω της απότομης διόρθωσης μεγάλων ελλειμμάτων σε συνέχεια της αντιστροφής των ιδιωτικών διασυνοριακών χρηματοοικονομικών ροών (διάγραμμα Β.1). Το πλεόνασμα αυξήθηκε ακόμη περισσότερο μετά το

[25] Όσον αφορά τη μέθοδο υπολογισμού των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών σύμφωνα με τα θεμελιώδη μεγέθη (κανόνας του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών), βλ. υποσημείωση **Error! Bookmark not defined.** και τις εκεί παραπομπές. Η έκθεση του ΔΝΤ για τον εξωτερικό τομέα (External Sector Report 2018) υπολογίζει επίσης τον κανόνα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ σε περίπου 1,5 % του ΑΕΠ.

[26] Προβλέψεις με βάση τα αριθμητικά στοιχεία των εθνικών λογαριασμών.

2011 με την εξάπλωση της κρίσης χρέους στην Ισπανία και την Ιταλία και τη συνακόλουθη συμπίεση της εγχώριας ζήτησης, παράγοντες που συνέβαλαν στη μετατροπή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των χωρών αυτών σε πλεονασματικό. Από το 2011, υπήρξε επίσης σταδιακή αύξηση του μεγάλου πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας. Επί του παρόντος, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ είναι κυρίως αποτέλεσμα των μεγάλων πλεονασμάτων που καταγράφονται στη Γερμανία και τις Κάτω Χώρες, των οποίων οι συνδυασμένες εξωτερικές θέσεις αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ (διάγραμμα Β.1). Από το 2016, η σταδιακή μείωση του γερμανικού πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνδέεται με τη σταθεροποίηση του πλεονάσματος που εμφανίζει η ζώνη του ευρώ.

Η πρόσφατη εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ συνδεόταν κυρίως με τα ισοζύγια ενέργειας, εισοδημάτων και υπηρεσιών. Το ισοζύγιο αγαθών εκτός ενέργειας εμφάνισε βελτίωση μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, αντικατοπτρίζοντας τη σχετικά αδύναμη κυκλική θέση της ζώνης του ευρώ σε σύγκριση με άλλες περιοχές του κόσμου και αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέρος της βελτίωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (διάγραμμα Β.2). Κατά συνέπεια, κατά την ίδια περίοδο, το κυκλικά προσαρμοσμένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ εμφάνισε μια πιο ήπια βελτίωση. Αρχής γενομένης από το 2013, υπό το πρίσμα της ανάκαμψης της παραγωγής στη ζώνη του ευρώ, το πλεόνασμα του ισοζυγίου αγαθών σταθεροποιήθηκε και άρχισε να συρρικνώνεται με πολύ συγκρατημένους ρυθμούς, εν μέσω ισχυρών επιδόσεων των εξαγωγών σε αξία και όγκο σε σύγκριση με άλλες προηγμένες οικονομίες[27]. Η συμπεριφορά του ενεργειακού ισοζυγίου μετά την κρίση διαμορφώθηκε κυρίως από τις διακυμάνσεις των τιμών του πετρελαίου. Μετά από σημαντική μείωση που εμφάνισαν το 2008, οι τιμές του πετρελαίου ανέκαμψαν μεταξύ του 2009 και του 2011, και στη συνέχεια μειώθηκαν και πάλι μεταξύ του 2014 και του 2016, προκαλώντας διακυμάνσεις στην αντίθετη κατεύθυνση στο ενεργειακό ισοζύγιο της ζώνης του ευρώ. Η ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου που άρχισε στα μέσα του 2016 είναι η αιτία της επιδείνωσης που εμφάνισε έκτοτε το ενεργειακό ισοζύγιο[28]. Η αρνητική συμβολή του ενεργειακού ισοζυγίου στο πλεόνασμα της ζώνης του ευρώ από το 2016 αντισταθμίστηκε από βελτίωση στο ισοζύγιο υπηρεσιών. Το ισοζύγιο εισοδημάτων, παρά τη βελτίωση του ισοζυγίου εισοδημάτων εκ κεφαλαίων που συνδέεται με θετική και αυξανόμενη καθαρή διεθνή επενδυτική θέση (NIIP) σε συγκεντρωτικό επίπεδο της ζώνης του ευρώ, παραμένει σε αρνητικό έδαφος και επιδεινώθηκε το 2017 υπό το πρίσμα της δυναμικής που καταγράφηκε στα καθαρά εταιρικά εισοδήματα.

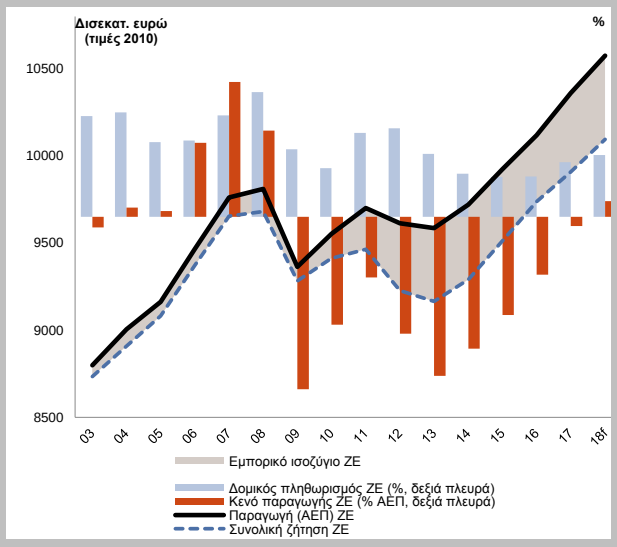
Η δυναμική του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ συνδέεται με την υστέρηση που παρουσιάζει η εσωτερική ζήτηση σε σχέση με τη δυναμική της οικονομικής δραστηριότητας και της ζήτησης, η οποία στηρίζεται στην ευνοϊκή παγκόσμια ζήτηση για ευρωπαϊκά αγαθά και υπηρεσίες και στη βελτιωμένη ανταγωνιστική θέση. Η διαφορά μεταξύ συνολικών εισοδημάτων και δαπανών, η οποία αντιστοιχεί στις καθαρές εξαγωγές, διευρύνθηκε από την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 έως το 2016 (βλ. διάγραμμα Β.3). Κατά την έναρξη της κρίσης, η υποτονική δυναμική της ζήτησης αντανακλούσε μια μεγάλης κλίμακας διαδικασία απομόχλευσης του ιδιωτικού τομέα, ιδίως στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες οι οποίες θίγονται από αιφνίδιες

[27] Βλ. επίσης ΕΚΤ, Οικονομικό Δελτίο, 05/2018, πλαίσιο 2.

[28] Κατά την εκτίμηση των προοπτικών του ενεργειακού ισοζυγίου θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη η προοδευτική διαρθρωτική βελτίωση στο ενεργειακό ισοζύγιο της ζώνης του ευρώ για ένα δεδομένο επίπεδο τιμών του πετρελαίου που συνδέεται με το μικρότερο βάρος των δραστηριοτήτων υψηλής έντασης ενέργειας και την αύξηση της ενεργειακής απόδοσης των διαδικασιών παραγωγής. Βλέπε, π.χ., IAE (2018), «Ενεργειακή απόδοση 2017», Διεθνής Οργανισμός Ενέργειας.

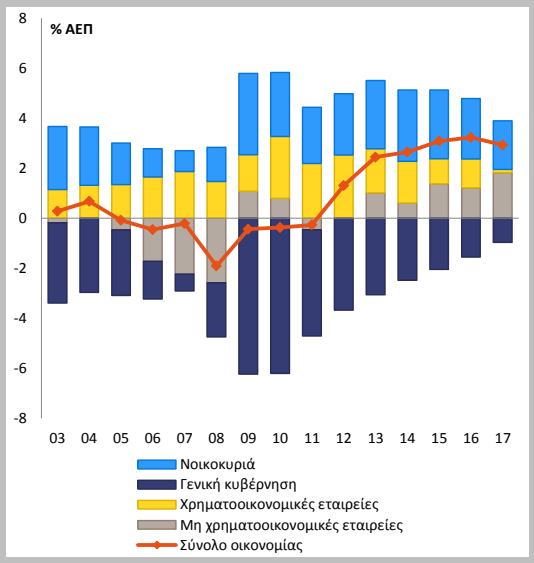
διακοπές του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ενώ η αύξηση του καθαρού δανεισμού από τον δημόσιο τομέα συνέβαλε στην άμβλυνση των επιπτώσεων της κρίσης στα εισοδήματα (διάγραμμα Β.4). Μετά την επιδείνωση της κρίσης χρέους της ευρωζώνης το 2011, η απομόχλευση ξεκίνησε επίσης στον δημόσιο τομέα, γεγονός που συνέβαλε στον μεγαλύτερο βαθμό στην αύξηση της συνολικής καθαρής δανειακής θέσης της ζώνης του ευρώ έκτοτε. Τα αριθμητικά στοιχεία για την καθαρή δανειοδότηση στον τομέα των νοικοκυριών είναι επί του παρόντος διπλάσια σε σύγκριση με την περίοδο πριν από την κρίση, και μη χρηματοοικονομικές εταιρείες που κατά κανόνα καταγράφουν καθαρές δανειοληπτικές ανάγκες υπό κανονικές συνθήκες, καταγράφουν καθαρή θετική δανειακή θέση από το 2013. Η καθαρή δανειοδότηση γενικής κυβέρνησης παραμένει σε αρνητικό έδαφος και μόλις πρόσφατα έφθασε σε επίπεδα που συνάδουν με τους μειούμενους δείκτες δημόσιου χρέους στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ. Παρά την ενεργό απομόχλευση, η παρατεταμένη στασιμότητα του ονομαστικού ΑΕΠ μετά την κρίση είχε ως συνέπεια να παραμείνουν οι δείκτες χρέους σε ιστορικά υψηλά επίπεδα για τα νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις και τις κυβερνήσεις σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ. Η απομόχλευση πραγματοποιείται σήμερα εν μέσω ευνοϊκών οικονομικών συνθηκών.

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



Πηγή: AMECO

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



Πηγή: Eurostat

Εξακολουθούν να υπάρχουν προκλήσεις οι οποίες συνδέονται με την εμμονή των ανισορροπιών αποθεμάτων, τη διάρκεια της τρέχουσας οικονομικής επέκτασης και το περιορισμένο περιθώριο για την απορρόφηση των αρνητικών κλυδωνισμών σε χώρες με υψηλό χρέος. Έπειτα από σχεδόν μία δεκαετία με υποτονική δυναμική, η εγχώρια ζήτηση στη ζώνη του ευρώ ανακάμπτει, το κενό παραγωγής κινείται προς θετικό έδαφος, και ο πληθωρισμός αναμένεται να προσεγγίσει σταδιακά τον στόχο των νομισματικών αρχών (διάγραμμα Β.3). Η συνεχιζόμενη επέκταση στηρίζει τη διόρθωση των ανισορροπιών αποθεμάτων, αλλά στον ορίζοντα διαγράφονται ορισμένες προκλήσεις. Πρώτον, επικρατεί αβεβαιότητα ως προς τη διάρκεια της τρέχουσας επέκτασης, καθώς δεν συντρέχουν πάντα οι προϋποθέσεις για την εξασφάλιση της ανάπτυξης σε βιώσιμη βάση, ιδίως λόγω των επίμονων επενδυτικών κενών, των συνθηκών πλαισίου που δεν αρκούν για να δώσουν ώθηση στην αύξηση της

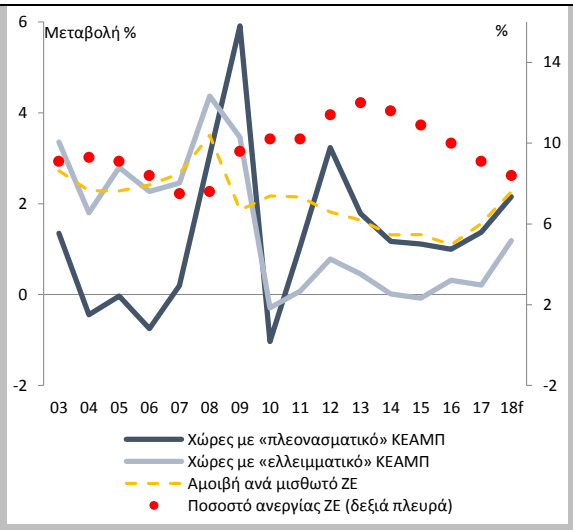
παραγωγικότητας, και του αχρησιμοποίητου δυναμικού σε ανθρώπινο κεφάλαιο[29]. Δεύτερον, η επανεξισορρόπηση εντός της ζώνης του ευρώ παραμένει ατελής. Οι χώρες που εμφάνισαν υψηλά ελλείμματα κατά το παρελθόν εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από μεγάλες αρνητικές καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις σε συνδυασμό με υψηλό ιδιωτικό ή δημόσιο χρέος, στοιχεία που συνιστούν παράγοντες ευπάθειας. Επιπλέον, οι ίδιες οι χώρες που βαρύνονται με υψηλό χρέος είναι γενικά εκείνες που διαθέτουν σχετικά μικρότερα περιθώρια να στηριχθούν στην αύξηση του δυνητικού προϊόντος για να μειώσουν τους δείκτες χρέους, πράγμα που σημαίνει ότι το περιθώριο για ιδιωτικές και δημόσιες αποταμιεύσεις για την απορρόφηση αρνητικών κλυδωνισμών στην παραγωγή είναι πιθανώς περιορισμένο (διάγραμμα Β.6).

Η συμμετρική επανεξισορρόπηση στη ζώνη του ευρώ θα συνέβαλλε στην αποκατάσταση της διατηρήσιμης ανάπτυξης, διασφαλίζοντας παράλληλα τη μακροοικονομική σταθερότητα στο μέλλον. Χρειάζεται ένας κατάλληλος συνδυασμός πολιτικών ώστε να εξασφαλιστεί ότι η ανάπτυξη θα είναι στο μέλλον διατηρήσιμη και συμβατή με τη μακροοικονομική σταθερότητα. Στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες, η μείωση των μεγάλων αποθεμάτων εξωτερικού και εσωτερικού χρέους απαιτεί τη διατήρηση συνετών ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και τη διασφάλιση κατάλληλου ρυθμού μείωσης του χρέους, διατηρώντας τον στόχο της αύξησης του αναπτυξιακού δυναμικού μέσω κατάλληλων επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων και προλαμβάνοντας τον κίνδυνο φιλοκυκλικής στενότητας σε δυσμενείς περιόδους. Η ενίσχυση των προοπτικών για την παραγωγικότητα είναι ιδιαίτερα αναγκαία στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες, τόσο για τη βιωσιμότητα των αποθεμάτων χρέους όσο και να καταστούν οι εξελίξεις της σχετικής ανταγωνιστικότητας πιο ευνοϊκές για την επανεξισορρόπηση, σε ένα πλαίσιο εντός του οποίου η βελτίωση της σχετικής ανταγωνιστικότητας των χωρών που είναι καθαροί οφειλέτες, η οποία άρχισε το 2012, έχει αρχίζει να περιορίζεται πρόσφατα (διάγραμμα Β.5). Αντιστρόφως, πολιτικές για την προώθηση των επενδύσεων και την υπέρβαση της μισθολογικής αδράνειας θα συνέβαλλαν στην αντιμετώπιση των επίμονα υψηλών πλεονασμάτων σε χώρες που είναι καθαροί πιστωτές, συμβάλλοντας παράλληλα στην ενίσχυση του αναπτυξιακού δυναμικού και καθιστώντας τις προοπτικές ανάπτυξης λιγότερο εξαρτώμενες από την εξωτερική ζήτηση.

Διάγραμμα Β.5: Επανεξισορρόπηση στη ζώνη του ευρώ (ανεργία, μισθοί και η αύξηση του ΚΕΑΜΠ)

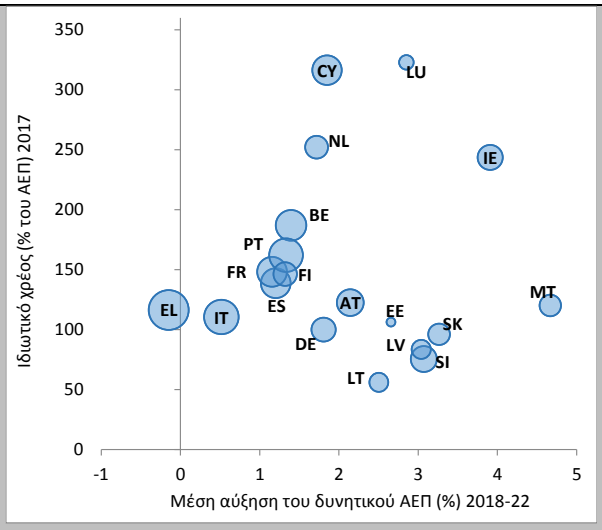
Διάγραμμα Β.6: Χρέος και προοπτικές δυνητικής ανάπτυξης στις χώρες της ζώνης του ευρώ

[29] Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ετήσια επισκόπηση της ανάπτυξης 2019, καθώς και B. Pierluigi και D. Sondermann (2018), «Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?» («Μακροοικονομικές ανισορροπίες στη ζώνη του ευρώ: Πού βρισκόμαστε;») ECB Occasional Paper 211/2018.



Πηγή: AMECO

Σημείωση: «πλεονασματικές» χώρες είναι η Αυστρία, το Βέλγιο, η Φινλανδία, η Γερμανία, το Λουξεμβούργο και οι Κάτω Χώρες· όλα τα υπόλοιπα υφιστάμενα μέλη της ζώνης του ευρώ θεωρούνται «ελλειμματικές» χώρες.



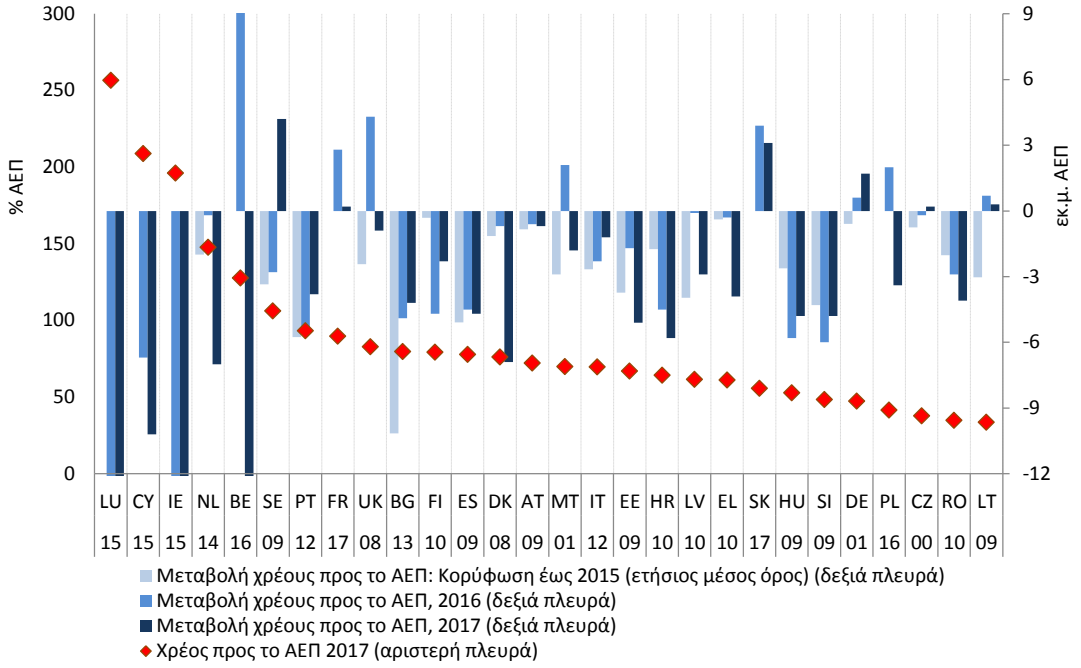
Πηγή: AMECO

Σημείωση: το μέγεθος της φούσκας αντιπροσωπεύει την αξία του δημόσιου χρέους (% του ΑΕΠ) το 2017.

Οι δείκτες χρέους του ιδιωτικού τομέα υποχωρούν σταδιακά, αλλά παραμένουν σε υψηλά επίπεδα σε ορισμένα κράτη μέλη. Δώδεκα κράτη μέλη υπερέβησαν το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων για το ιδιωτικό χρέος το 2017, το ίδιο σύνολο χωρών που αναφέρονται στην έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης του παρελθόντος έτους. Τα υψηλότερα ποσοστά ιδιωτικού χρέους παρατηρούνται στην Κύπρο, την Ιρλανδία, το Λουξεμβούργο και τις Κάτω Χώρες, αν και τα αριθμητικά στοιχεία επηρεάζονται από διασυνοριακές συναλλαγές που συνδέονται με τις δραστηριότητες πολυεθνικών εταιρειών. Ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα ιδιωτικού χρέους καταγράφονται επίσης στο Βέλγιο, τη Δανία, την Πορτογαλία, τη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο, με επίπεδα ιδιωτικού χρέους άνω του 160 % του ΑΕΠ. Το σχετικό μερίδιο των νοικοκυριών και των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων στα υψηλά επίπεδα ιδιωτικού χρέους διαφέρει μεταξύ των κρατών μελών. Στην περίπτωση του Βελγίου, της Ιρλανδίας και του Λουξεμβούργου, τα υψηλά συνολικά επίπεδα των δεικτών ιδιωτικού χρέους εξηγούνται κυρίως από τον δανεισμό των μη χρηματοοικονομικών εταιρειών (ΜΧΕ). Αντιθέτως, στη Δανία και το Ηνωμένο Βασίλειο, ο τομέας των νοικοκυριών είναι η κύρια αιτία των μεγάλων αποθεμάτων ιδιωτικού χρέους. Η Κύπρος, οι Κάτω Χώρες, η Σουηδία και η Πορτογαλία αντιμετωπίζουν συγκριτικά υψηλά επίπεδα χρέους, σε αμφότερους τους τομείς των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Οι διαφορές μεταξύ των χωρών όσον αφορά τα αποθέματα 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[30].

[30] 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

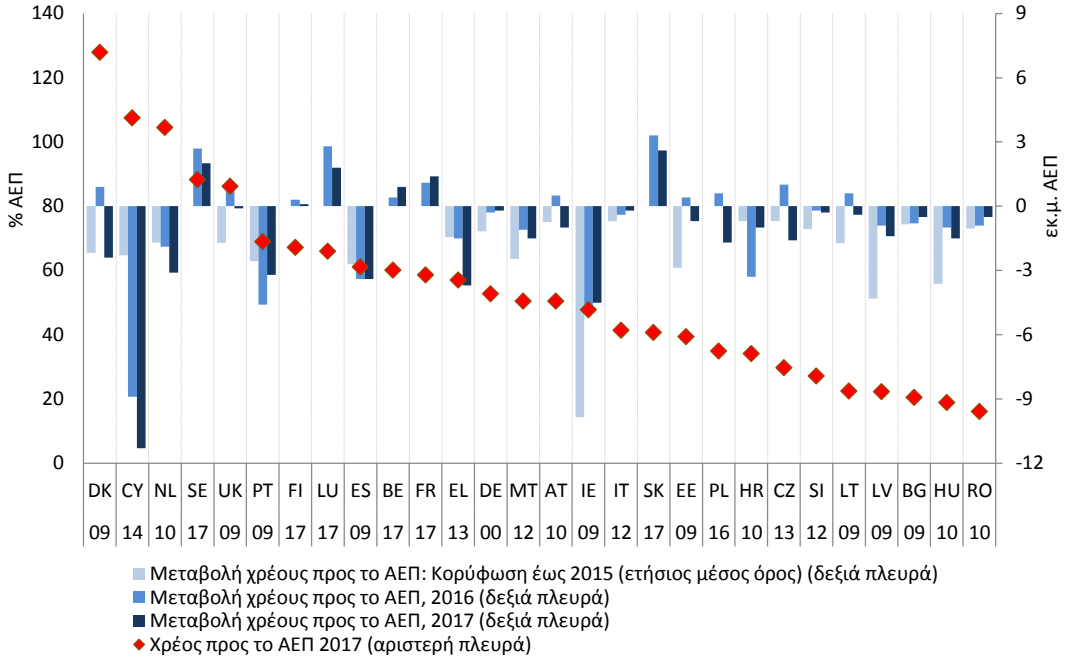
Διάγραμμα 11: Ρυθμός απομόχλευσης μη χρηματοοικονομικών εταιρειών



Πηγή: Ενοποιημένοι ετήσιοι τομεακοί λογαριασμοί Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά φθίνουσα σειρά του δείκτη χρέους ως προς το ΑΕΠ το 2017. Οι αριθμοί κάτω από τους κωδικούς των χωρών αναφέρουν το έτος κορύφωσης. Η αύξηση έως την κορύφωση υπολογίστηκε με βάση αρχικό έτος εκτός του 2000 στις περιπτώσεις της Κροατίας και της Ιρλανδίας (2001) και της Κύπρου (2006). Οι παρατηρήσεις για LU, IE, BE έχουν περικοπεί προκειμένου να χωρούν στην κλίμακα.

Οικονομικής Πολιτικής (ΕΟΠ) (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, «Οι δείκτες αναφοράς για την αξιολόγηση του ιδιωτικού χρέους», Σημείωμα προς την Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής, ARES (2017) 4970814). Ο πρώτος δείκτης αναφοράς επιτρέπει να εκτιμηθεί το ιδιωτικό χρέος έναντι τιμών που μπορούν να εξηγηθούν από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Ο δεύτερος δείκτης αναφοράς αποτελείται από προληπτικά όρια με βάση τη μεγιστοποίηση της ισχύος των ενδείξεων για την πρόβλεψη κρίσεων στον τραπεζικό τομέα και ενσωματώνει ειδικές ανά χώρα πληροφορίες σχετικά με την κεφαλαιοποίηση των τραπεζών, το δημόσιο χρέος, το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης. Στα περισσότερα κράτη μέλη της ΕΕ, οι δείκτες ιδιωτικού χρέους ως προς το ΑΕΠ που υπερβαίνουν το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων της έκθεσης του μηχανισμού επαγρύπνησης υπερβαίνουν επίσης τους ειδικούς για κάθε χώρα δείκτες αναφοράς.

Διάγραμμα 12: Ρυθμός απομόχλευσης νοικοκυριών

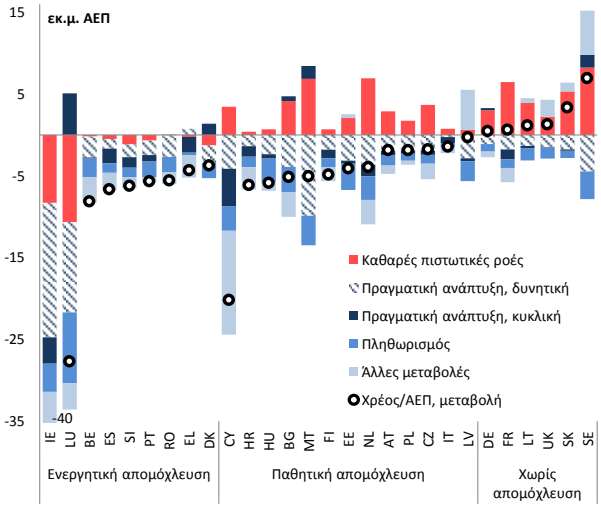


Πηγή: Ενοποιημένοι ετήσιοι τομεακοί λογαριασμοί Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημείωση: Οι χώρες παρατίθενται κατά φθίνουσα σειρά του δείκτη χρέους ως προς το ΑΕΠ το 2017. Οι αριθμοί κάτω από τους κωδικούς των χωρών αναφέρουν το έτος κορύφωσης. Η αύξηση έως την κορύφωση υπολογίστηκε με βάση αρχικό έτος εκτός του 2000 στις περιπτώσεις της Κροατίας και της Ιρλανδίας (2001).

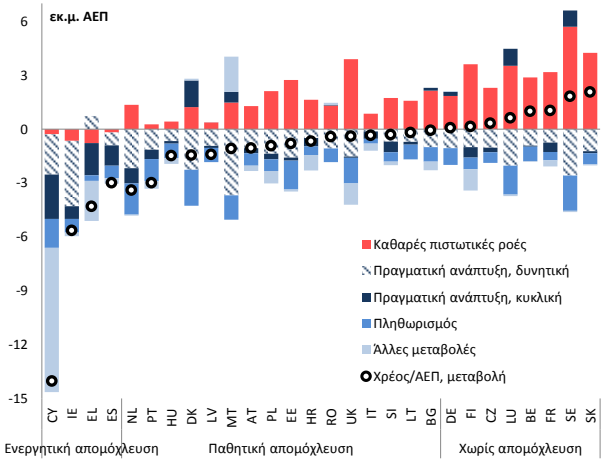
Οι δείκτες ιδιωτικού χρέους ως προς το ΑΕΠ υποχωρούν από το σημείο κορύφωσης στα περισσότερα κράτη μέλη, με ρυθμό που δεν ανταποκρίνεται πάντα στις ανάγκες απομόχλευσης. Η απομόχλευση άρχισε πρώτα στις ΜΧΕ, και υπήρξε ταχύτερη σε σύγκριση με εκείνη που καταγράφηκε στον τομέα των νοικοκυριών, τόσο λόγω των πιο αρνητικών καθαρών πιστωτικών ροών στον εταιρικό τομέα όσο και λόγω του ισχυρότερου αντίκτυπου της ονομαστικής ανάπτυξης στη μείωση των δεικτών χρέους ως προς το ΑΕΠ δεδομένου του μεγαλύτερου μεγέθους του εταιρικού χρέους σε σύγκριση με αυτό των νοικοκυριών.

- Σε ορισμένες χώρες (Κροατία, Δανία, Εσθονία, Ουγγαρία, Ιταλία, Λετονία, Λιθουανία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Σλοβενία, Ισπανία, Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο), οι **ΜΧΕ** έχουν καταφέρει να μειώσουν τουλάχιστον κατά το ήμισυ τους δείκτες χρέους ως προς το ΑΕΠ που συσσωρεύτηκαν από το 2000 έως το έτος κατά το οποίο το χρέος τους έφθασε στην κορύφωσή του. Ωστόσο, η ταχύτητα της απομόχλευσης δεν ανταποκρινόταν πάντα στις ανάγκες απομόχλευσης, δεδομένου ότι σε τέσσερις χώρες που εμφανίζουν τα υψηλότερα ποσοστά εταιρικού χρέους (το Λουξεμβούργο, την Ιρλανδία, την Κύπρο, τις Κάτω Χώρες και το Βέλγιο), η απομόχλευση υπήρξε περιορισμένη σε σχέση με τα αποθέματα χρέους, ενώ στη Γαλλία τα επίπεδα χρέους των ΜΧΕ συνέχισαν να αυξάνονται (γράφημα 11).
- Οι δείκτες μόχλευσης των **νοικοκυριών** μειώθηκαν κατά τα τελευταία δύο έτη στα τρία κράτη μέλη με τα πιο χρεωμένα νοικοκυριά (Κύπρος, Δανία και Κάτω Χώρες), καθώς και σε άλλες χώρες με υψηλό χρέος, όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ισπανία (διάγραμμα 12). Τα νοικοκυριά δεν πραγματοποιούν πλέον απομόχλευση στο Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ τα σχετικά υψηλά ποσοστά χρέους στη Φινλανδία και τη Σουηδία σημείωσαν περαιτέρω αύξηση.

Διάγραμμα 13: Ανάλυση της μεταβολής στη σχέση χρέους των ΜΧΕ προς το ΑΕΠ (1ο τρίμηνο 2018)



Διάγραμμα 14: Ανάλυση της μεταβολής στη σχέση χρέους των νοικοκυριών προς το ΑΕΠ (1ο τρίμηνο 2018)



Πηγές: Μη ενοποιημένοι τριμηνιαίοι τομεακοί λογαριασμοί Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημειώσεις: τα γραφήματα απεικονίζουν την υποδιαίρεση 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.

Η απομόχλευση στηρίζεται ολοένα και περισσότερο σε υψηλότερα ποσοστά αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Οι πιστωτικές ροές του ιδιωτικού τομέα ανακάμπτουν, πλην όμως παραμένουν σε μέτρια επίπεδα και σε κανένα κράτος μέλος δεν υπερέβησαν το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων το 2017. Η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ έχει χαλαρώσει την πίεση για ενεργητική απομόχλευση, γεγονός το οποίο είχε ως αποτέλεσμα να εμφανίζουν λιγότερες χώρες αρνητικές πιστωτικές ροές είτε προς εταιρείες είτε προς νοικοκυριά, και αρνητικές ροές κατά μέσο όρο χαμηλότερης απόλυτης τιμής (διαγράμματα 13 και 14). Επιπλέον, ορισμένες χώρες που δεν είχαν προηγουμένως απομόχλευση άρχισαν να πραγματοποιούν απομόχλευση «παθητικά», δηλαδή, μόνο διότι η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ μειώνει τους δείκτες χρέους ως προς το ΑΕΠ και δεδομένου ότι οι καθαρές πιστωτικές ροές αυξάνουν το χρέος. Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση της Ιταλίας, της Αυστρίας και της Τσεχίας όσον αφορά τις ΜΧΕ, και της Αυστρίας, της Εσθονίας και της Πολωνίας όσον αφορά τον τομέα των νοικοκυριών. Όπως φαίνεται στα γραφήματα 13 και 14, μεγάλο μέρος των πρόσφατων ονομαστικών ρυθμών ανάπτυξης εκτιμάται ότι έχει κυκλικό χαρακτήρα (π.χ. στην Κύπρο, την Ελλάδα, την Ισπανία, την Πορτογαλία και την Κροατία). Όσον αφορά το μέλλον, οι προοπτικές για περαιτέρω παθητική απομόχλευση θα εξαρτώνται όλο και περισσότερο από το αναπτυξιακό δυναμικό, δεδομένου ότι η κυκλική συνιστώσα ανάπτυξης θα αρχίσει να εξασθενεί καθώς τα κενά παραγωγής μετατρέπονται σε θετικά σε αυξανόμενο αριθμό χωρών.

Οι συνθήκες στον τραπεζικό τομέα της ΕΕ βελτιώνονται, αλλά εξακολουθούν να υφίστανται χαμηλά επίπεδα κερδοφορίας και μεγάλα αποθέματα μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPL) σε

ορισμένες χώρες. Αυτό συμβαίνει ιδίως στην Ελλάδα, την Κύπρο, την Ιταλία και την Πορτογαλία (διαγράμματα 15 και 16). Στα θετικά σημεία, το 2017 η ανάκαμψη της κερδοφορίας του τραπεζικού τομέα υπήρξε ιδιαίτερα έντονη στις χώρες αυτές, και συχνά οι μειώσεις των NPL υπήρξαν αρκετά σημαντικές.

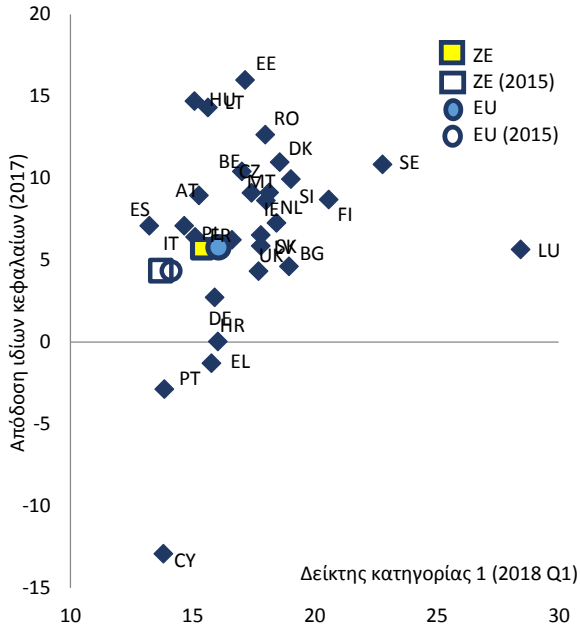
- **Η αύξηση των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα επιβραδύνθηκε το 2017** στις περισσότερες χώρες της ΕΕ και παραμένει εντός του ορίου του πίνακα αποτελεσμάτων σε όλα τα κράτη μέλη εκτός από δύο[31]. Οι ροές τραπεζικών πιστώσεων μετριάστηκαν το 2017 αφού προηγουμένως είχαν αυξηθεί, ενώ ο ρυθμός αύξησης των τραπεζικών πιστώσεων παρέμεινε εντονότερος για τον τομέα των νοικοκυριών από ό,τι για τις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες.
- **Τα περισσότερα κράτη μέλη εμφάνισαν περαιτέρω βελτιώσεις όσον αφορά την κερδοφορία των τραπεζών και τους κεφαλαιακούς δείκτες** κατά το παρελθόν έτος. Οι αποτιμήσεις μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών αυξήθηκαν έως τις αρχές του 2018 και στη συνέχεια έλαβε χώρα διόρθωση προς τα κάτω, η οποία εν μέρει αντιστάθμισε την προηγούμενη αύξηση που συνδέεται με μείωση της κλίσης των καμπυλών απόδοσης και τη σχετική συμπίεση των περιθωρίων των επιτοκίων. Σε ορισμένα κράτη μέλη μπορεί να διαπιστωθεί συνδυασμός χαμηλής κερδοφορίας, κεφαλαιακών δεικτών στη χαμηλή πλευρά της κατατομής μεταξύ χωρών και υψηλά επίπεδα NPL.
- **Τα αποθέματα των NPL παραμένουν σε υψηλά επίπεδα σε ορισμένα κράτη μέλη.** Το ποσοστό των NPL το 2017 είναι ιδιαίτερα υψηλό στην Ελλάδα και την Κύπρο, όπου τα NPL ανέρχονταν, αντιστοίχως, σε 45 % και 30 % του συνόλου των δανείων, καθώς και στην Ιταλία, την Πορτογαλία, τη Βουλγαρία, την Ιρλανδία, και την Κροατία, όπου τα NPL προσεγγίζουν το 10 % του συνόλου των δανείων[32]. Αφού αυξήθηκαν κατά την περίοδο μετά την κρίση, τα NPL άρχισαν να μειώνονται με διαφορετικό ρυθμό σε όλη την ΕΕ. **Τα τελευταία στοιχεία δείχνουν συνεχή πρόοδο όσον αφορά τη μείωση των NPL**, συμπεριλαμβανομένων των χωρών με υψηλά ποσοστά NPL (εκτός της Ελλάδας), κυρίως στην Πορτογαλία και την Ιταλία (διάγραμμα 16)[33].

[31] Η Τσεχία και η Σλοβακία. Στην πρώτη, η ταχεία αύξηση των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα το 2017 αποδίδεται, σε μεγάλο βαθμό, σε χρηματοοικονομικές συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν πριν από τη λήξη της δέσμευσης όσον αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία, και, ως εκ τούτου, δεν αποτυπώνουν την εγχώρια δανειοδοτική δραστηριότητα. Στη Σλοβακία, η αύξηση οφειλόταν κυρίως σε αύξηση των υποχρεώσεων της κεντρικής τράπεζας προς μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ. Τούτο συνδέεται ενδεχομένως με τις υπηρεσίες διαχείρισης συναλλαγματικών διαθεσίμων που παρέχονται από την Εθνική Τράπεζα της Σλοβακίας, οι οποίες δεν έχουν άμεσο αντίκτυπο στην εγχώρια οικονομία.

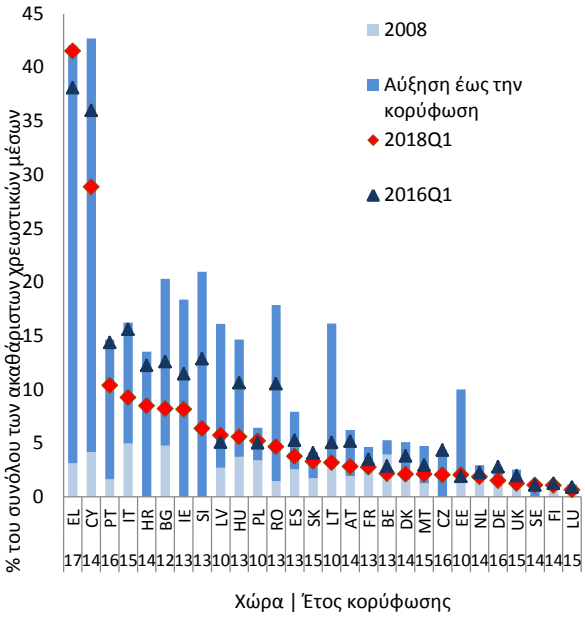
[32] Τα NPL στη δέσμη βοηθητικών δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων ορίζονται ως το σύνολο των ακαθάριστων NPL και προκαταβολών ως ποσοστό των συνολικών ακαθάριστων δανείων και προκαταβολών (ακαθάριστη λογιστική αξία), για τον τομέα παροχής στοιχείων «Εγχώριοι τραπεζικοί όμιλοι και ανεξάρτητες τράπεζες, θυγατρικές που ελέγχονται από το εξωτερικό και υποκαταστήματα ελεγχόμενα από το εξωτερικό, όλα τα ιδρύματα». Οι τιμές αναφέρονται στον πίνακα 2.1.

[33] Εναρμονισμένα ποσοστά NPL είναι διαθέσιμα μόνο από το 2014 και μετά στο διάγραμμα 17 απεικονίζεται η αναλογία των ακαθάριστων μη εξυπηρετούμενων χρεωστικών μέσων 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 αυτά είναι κατά κανόνα ελαφρώς κατώτερα των ποσοστών των NPL. Η μέγιστη

Διάγραμμα 15: Κερδοφορία των τραπεζών και κεφαλαιακοί δείκτες



Διάγραμμα 16: Μη εξυπηρετούμενα χρεωστικά μέσα



Πηγές: ΕΚΤ, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.
Σημειώσεις: Τα δεδομένα για τα ακαθάριστα μη εξυπηρετούμενα χρεωστικά μέσα για το 2008 δεν είναι διαθέσιμα για τις CZ, HR, SE και SI.

Οι τιμές των κατοικιών συνέχισαν να αυξάνονται σε όλες σχεδόν τις χώρες της ΕΕ το 2017, αλλά τα ποσοστά αύξησης των τιμών των κατοικιών φαίνεται να μετριάζονται όπου συντρέχουν οι ισχυρότερες ενδείξεις υπερτιμήσεων. Παρά τη συνεχή αύξηση των τιμών των κατοικιών σε ολόκληρη την ΕΕ, τα στοιχεία του 2017 εμφανίζουν λιγότερες χώρες στις οποίες η αύξηση των τιμών των κατοικιών βρίσκεται άνω του ορίου του πίνακα αποτελεσμάτων σε σύγκριση με το 2016. Το 2017, μόνο έξι χώρες (Βουλγαρία, Τσεχία, Ιρλανδία, Κάτω Χώρες, Πορτογαλία και Σλοβενία) εμφάνισαν τιμές που υπερβαίνουν το κατώτατο όριο, ενώ η έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης 2018 προσδιόρισε περιπτώσεις πάνω από το κατώτατο όριο σε δέκα χώρες με βάση τα δεδομένα του 2016. Οι μεταβολές αυτές αποτυπώνουν μέσες έως μέτριες επιβραδύνσεις από τιμές άνω του κατώτατου ορίου, και σε λίγες χώρες επιταχύνσεις. Αρνητικοί ρυθμοί αύξησης των πραγματικών τιμών των κατοικιών το 2017 καταγράφηκαν μόνο στην Ελλάδα και την Ιταλία. Πιο πρόσφατα δεδομένα δείχνουν ότι τα ποσοστά αύξησης το πρώτο εξάμηνο του 2018 σε σχέση με το προηγούμενο έτος ήταν άνω του 6 % του ορίου του πίνακα αποτελεσμάτων στην Ουγγαρία, την Ιρλανδία, τη Λετονία, τις Κάτω Χώρες, την Πορτογαλία, τη Σλοβακία και τη Σλοβενία.

- Στην Αυστρία, το Βέλγιο, την Τσεχία, τη Γερμανία, το Λουξεμβούργο, τη Μάλτα και τη Σουηδία, η παράταση των σταθερών ποσοστών αύξησης των πραγματικών τιμών των κατοικιών έχει φέρει τις **τιμές των κατοικιών στα προ της κρίσης ανώτατα επίπεδα ή και πάνω από αυτά**. Όταν οι αυξήσεις των πραγματικών τιμών των κατοικιών υπερβαίνουν τις αυξήσεις των εισοδημάτων και άλλων συναφών μεταβλητών που συνήθως καθορίζουν τις τιμές

διαφορά μεταξύ των δύο ποσοστών ανέρχεται σήμερα σε 4 π.μ. (για την Ελλάδα), ενώ για τα περισσότερα κράτη μέλη είναι χαμηλότερη από 1 π.μ.

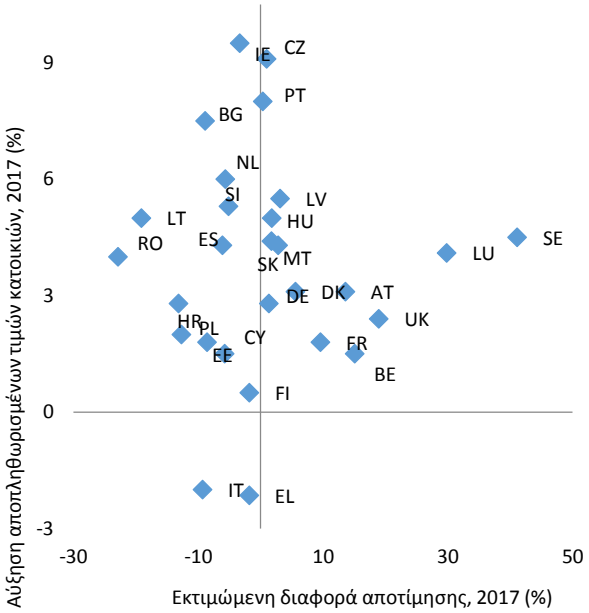
των κατοικιών, ωθούν τα επίπεδα των τιμών των κατοικιών σε έδαφος **πιθανής υπερτίμησης σε όλο και περισσότερες χώρες** (διάγραμμα 17)[34].

- Το 2017 σημειώθηκαν **επιταχύνσεις** των πραγματικών τιμών των κατοικιών, ιδίως **σε χώρες με αρνητικά ή ελαφρώς θετικά κενά αποτίμησης** (διάγραμμα 18). **Επιβραδύνσεις** παρατηρήθηκαν, αντιθέτως, **σε χώρες που εμφανίζουν μεγαλύτερες ενδείξεις υπερτίμησης**, μεταξύ άλλων υπό το πρίσμα των περιορισμών οικονομικής προσιτότητας, της εφαρμογής μακροπροληπτικών πολιτικών, καθώς και του μηχανικού αποτελέσματος στην αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών που συνδέεται με την αύξηση των ποσοστών πληθωρισμού (π.χ. στην Αυστρία, το Λουξεμβούργο και το Ηνωμένο Βασίλειο). Επί του παρόντος, τα υψηλότερα ποσοστά αύξησης των τιμών των κατοικιών καταγράφονται σε χώρες με περιορισμένες ή μηδενικές ενδείξεις υπερτίμησης. Τα τριμηνιαία στοιχεία, επίσης για τις αρχές του 2018, αναφέρουν επιταχύνσεις στην Εσθονία, την Κροατία, την Ουγγαρία, την Πολωνία, την Πορτογαλία, τη Σλοβενία και τη Σλοβακία. Επιβραδύνσεις παρατηρούνται ιδίως στη Βουλγαρία, την Τσεχία, τη Ρουμανία και τη Σουηδία, όπου η αύξηση των τιμών των κατοικιών εισήλθε σε αρνητικό έδαφος το πρώτο εξάμηνο του 2018, σε ετήσια βάση[35]. Η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Σλοβενία εμφάνισαν διψήφια ποσοστά αύξησης το πρώτο εξάμηνο του 2018 σε σχέση με το προηγούμενο έτος.
- Σε ορισμένες χώρες, όπως η Δανία, το Λουξεμβούργο, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο, **οι υπερβολικές τιμές κατοικιών συνυπάρχουν με μεγάλα επίπεδα χρέους των νοικοκυριών**. Οι Κάτω Χώρες χαρακτηρίζονται από πολύ υψηλό χρέος των νοικοκυριών. Η αύξηση των οφειλών ενυπόθηκων δανείων το 2017 ήταν ιδιαίτερα ταχεία (πάνω από 5 % κατά το προηγούμενο έτος) στην Αυστρία, το Βέλγιο, τη Βουλγαρία, την Τσεχία, την Εσθονία, τη Γαλλία, τη Λιθουανία, το Λουξεμβούργο, τη Μάλτα, την Πολωνία, τη Ρουμανία και τη Σλοβακία.

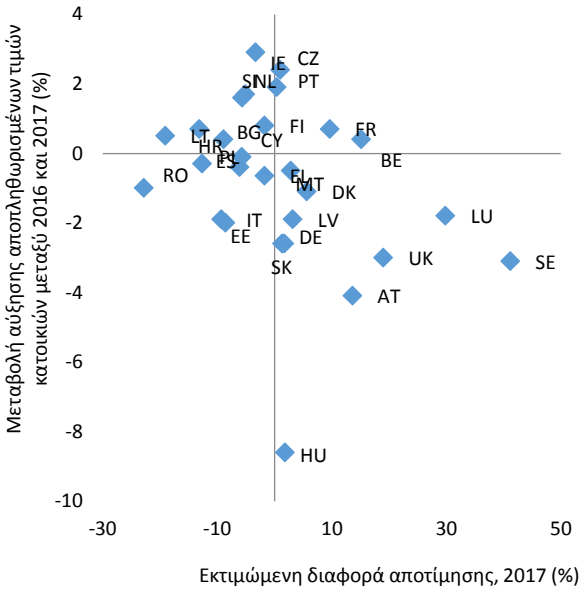
[34] Η ανάλυση των αποτιμήσεων των τιμών βασίζεται στον μέσο όρο τριών παραμέτρων μέτρησης: i) κενό οικονομικής προσιτότητας (απόκλιση του λόγου τιμής/εισοδήματος από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του λόγου αυτού)· ii) κενό μερισμάτων (απόκλιση του λόγου τιμής/εισοδήματος από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του λόγου αυτού)· και (iii) εκτιμήσεις των αποκλίσεων των τιμών των κατοικιών από τις τιμές ισορροπίας που δικαιολογούνται βάσει των θεμελιωδών μεγεθών της ζήτησης και της προσφοράς κατοικιών. Βλ. N. Philiponnet και A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», Ευρωπαϊκή Επιτροπή, έγγραφο συζήτησης 048, Μαΐου 2017. Ένας εναλλακτικός δείκτης που βασίζεται στους λόγους των επιπέδων των τιμών των κατοικιών προς το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών κατά κεφαλή υποδηλώνει ότι ενδέχεται να υπάρχουν υπερτιμήσεις στην Κροατία, την Κύπρο και την Εσθονία, ενώ οι ενδείξεις υπερτίμησης είναι λιγότερο προφανείς όσον αφορά τη Δανία, την Τσεχία και τη Λετονία (βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ευρωπαϊκές Οικονομικές Προβλέψεις – χειμώνας 2016, Ευρωπαϊκή Οικονομία, Institutional Paper αριθ. 20, 2016 (πλαίσιο 1.4)).

[35] Οι χώρες που αναφέρονται στην έκθεση αυτή είναι εκείνες που το πρώτο εξάμηνο του 2018 εμφάνισαν ποσοστά αύξησης των πραγματικών τιμών των κατοικιών κατά τουλάχιστον 2 ποσοστιαίες μονάδες άνω ή κάτω του ετήσιου ποσοστού αύξησης για το 2017.

Διάγραμμα 17: Μεταβολές των τιμών κατοικιών και κενά αποτίμησης το 2017



Διάγραμμα 18: Κενά αποτίμησης και μεταβολές στις αυξήσεις των τιμών μεταξύ 2016 και 2017

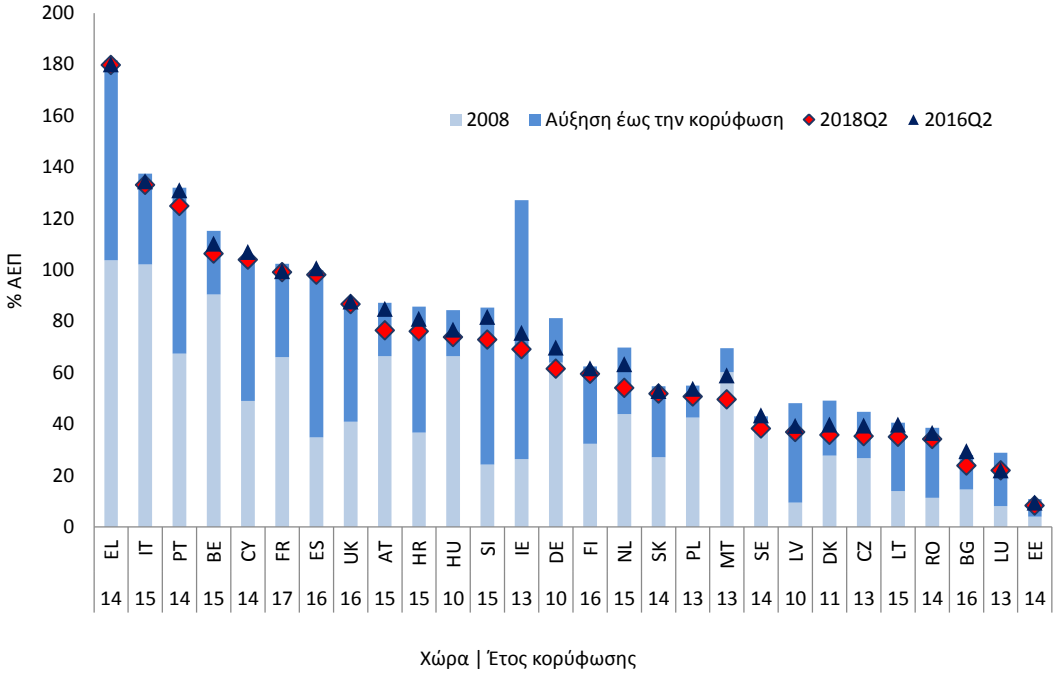


Πηγή: Eurostat και υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: το κενό υπερτίμησης υπολογίστηκε 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 34.

Οι δείκτες δημόσιου χρέους σταμάτησαν να αυξάνονται σε όλη την ΕΕ, αλλά τα υπόλοιπα χρέους παραμένουν υψηλά σε πολλές χώρες. Οι τιμές των δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων υπερέβησαν το όριο σε 15 κράτη μέλη το 2017. Το Βέλγιο, η Ελλάδα, η Ιταλία και η Πορτογαλία εμφανίζουν επίπεδα χρέους άνω του 100 % του ΑΕΠ, ενώ στην Ιταλία σημειώθηκε σημαντική αύξηση του κόστους χρηματοδότησής της το 2018. Σε οκτώ χώρες (Βέλγιο, Κύπρος, Φινλανδία, Γαλλία, Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο) το δημόσιο χρέος που υπερβαίνει το 60 % του ΑΕΠ συνδυάζεται με χρέος του ιδιωτικού τομέα άνω των αντίστοιχων ορίων. Οι δείκτες δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ έχουν γενικά αρχίσει να ακολουθούν καθοδική πορεία (διάγραμμα 19). Ακόμη και σε χώρες με υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους, η απομόχλευση άρχισε μόλις πρόσφατα και προχωρεί με αργούς ρυθμούς. Μεταξύ όλων των χωρών της ΕΕ, οι δείκτες του χρέους προβλέπεται να αυξηθούν μόνο στη Λιθουανία και τη Ρουμανία το 2019. Συνολικά, η απομόχλευση του δημόσιου τομέα πραγματοποιείται υπό το φως της σταδιακής βελτίωσης των δημοσιονομικών θέσεων κατά τα τελευταία έτη, συνεχιζόμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ και μείωσης των πληρωμών τόκων. Ωστόσο, αυξανόμενος αριθμός χωρών αναμένεται να προβεί σε φιλοκυκλική δημοσιονομική χαλάρωση, πιθανώς εις βάρος των περιθωρίων που θα είναι διαθέσιμα στο μέλλον για την απορρόφηση αρνητικών κλυδωνισμών στην παραγωγή.

Διάγραμμα 19: Δημόσιο χρέος



Πηγή: Eurostat

Πλαίσιο 3: **Απασχόληση και κοινωνικές εξελίξεις**

Οι αγορές εργασίας της ΕΕ συνέχισαν να βελτιώνονται κατά τη διάρκεια του 2017 και του πρώτου εξαμήνου του 2018, καθώς οι ανισότητες εντός της ΕΕ μειώθηκαν από τα υψηλά επίπεδα στα οποία βρίσκονταν. Η απασχόληση αυξήθηκε περαιτέρω και ανήλθε σε νέα υψηλά επίπεδα ατόμων που απασχολούνται στο σύνολο της ΕΕ. Η ανεργία μειώθηκε σε όλες τις χώρες της ΕΕ, μολονότι η έλλειψη απασχόλησης παραμένει υψηλή σε ορισμένα από αυτά. Η ανάκαμψη συνέβαλε στην υποχώρηση ορισμένων δεικτών φτώχειας, αλλά η κοινωνική κατάσταση παραμένει ανησυχητική σε ορισμένα κράτη μέλη. Από το 2008, ο κίνδυνος σχετικής φτώχειας αυξήθηκε στην ΕΕ, αλλά το ποσοστό σοβαρής υλικής στέρησης μειώθηκε, ιδίως στα κράτη μέλη της Ανατολικής Ευρώπης που εμφάνιζαν υψηλό αρχικό επίπεδο.

Το 2017, το *ποσοστό ανεργίας* μειώθηκε σε όλα τα κράτη μέλη. Η βελτίωση υπήρξε εντονότερη σε χώρες που εμφανίζουν ορισμένα από τα υψηλότερα επίπεδα ανεργίας (μειώσεις τουλάχιστον 2 ποσοστιαίων μονάδων στην Κροατία, την Ελλάδα, την Πορτογαλία και την Ισπανία). Εντούτοις, επτά κράτη μέλη (Ελλάδα, Ισπανία, Κροατία, Κύπρος, Ιταλία, Πορτογαλία και Γαλλία) υπερέβησαν το ενδεικτικό όριο του πίνακα αποτελεσμάτων του 10 % κατά μέσο όρο τα τελευταία 3 έτη. Το 2017, τα ποσοστά ανεργίας ήταν ακόμη υψηλότερα από ό,τι το 2008 στα δύο τρίτα περίπου των κρατών μελών. Σε ολόκληρη την ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ, τα ποσοστά ανεργίας ήταν περίπου 3 ποσοστιαίες μονάδες κάτω από τα αντίστοιχα ανώτατα επίπεδα του 2013, αν και παρέμειναν ½ και 1½ ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από τα ποσοστά του 2008. Τα ποσοστά ανεργίας εξακολούθησαν να μειώνονται σταθερά κατά το πρώτο εξάμηνο του 2018, σε 6,9 % και 8,3 % το 2ο εξάμηνο του 2018 στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ, αντιστοίχως.

Τα ***ποσοστά απασχόλησης*** **αυξήθηκαν σε όλα σχεδόν τα κράτη μέλη, συνεχίζοντας τις θετικές εξελίξεις των τελευταίων ετών.** Το ποσοστό απασχόλησης (ατόμων ηλικίας 20-64 ετών) ανήλθε στο 72,1 % το 2017 για το σύνολο της ΕΕ, υπερβαίνοντας σημαντικά τα προ της κρίσης επίπεδα του 70,3 % που καταγράφηκαν το 2008. Το ποσοστό απασχόλησης συνέχισε να αυξάνεται κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2018 φθάνοντας στο πρωτοφανές ποσοστό του 73,2 %.

Τα ***ποσοστά δραστηριότητας*** **συνέχισαν να αυξάνονται σχεδόν παντού στην ΕΕ.** Μόνο σε τρεις χώρες σημειώθηκε μείωση του ποσοστού δραστηριότητας κατά τη διάρκεια των τελευταίων τριών ετών: στην Ισπανία (-0,3 ποσοστιαίες μονάδες), την Κύπρο (-0,4) και το Λουξεμβούργο (-0,6). Και στις τρεις περιπτώσεις, η μείωση υπερβαίνει το όριο του -0,2 που ορίζεται στον πίνακα αποτελεσμάτων. Συνολικά, τα ποσοστά δραστηριότητας στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ το 2017 ανήλθαν σε 73,3 % και 73,1 %, αντίστοιχα, ήτοι περίπου 2½ και 2 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τα επίπεδα του 2008. Η ανοδική αυτή τάση οφείλεται κυρίως στην αύξηση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας των μεγαλύτερης ηλικίας εργαζομένων και των γυναικών.

Η μακροχρόνια ανεργία και η ανεργία των νέων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα σε διάφορες χώρες της ΕΕ, αλλά έχουν παρουσιάσει εντονότερη βελτίωση από ό,τι η υπόλοιπη αγορά εργασίας. Η *μακροχρόνια ανεργία* μειώθηκε σε όλα τα κράτη μέλη το 2017. Μόνο δύο χώρες κατέγραψαν ποσοστά υψηλότερα από ό,τι πριν από τρία έτη: στην Αυστρία, η μακροχρόνια ανεργία ανήλθε στο 1,8 % (0,3 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερη από ό,τι το 2014), ενώ στη Φινλανδία ανήλθε στο 2,1 % (αύξηση 0,2 ποσοστιαίων μονάδων από το 2014). Σε καμία από τις δύο αυτές χώρες η αύξηση δεν υπερβαίνει το όριο του -0,5 που ορίζεται στον πίνακα αποτελεσμάτων. Τα υψηλότερα ποσοστά της μακροχρόνιας ανεργίας παρατηρήθηκαν στην Ελλάδα (15,6 %), την Ισπανία (7,7 %), την Ιταλία (6,5 %) και τη Σλοβακία (5,1 %). Το *ποσοστό ανεργίας των νέων* υποχώρησε σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ κατά την τριετία έως το 2017. Μειώσεις κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες ή περισσότερο καταγράφηκαν την ίδια περίοδο στη Βουλγαρία, την Κροατία, την Κύπρο, την Πορτογαλία, τη Σλοβακία και την Ισπανία. Παρόλα αυτά, το ποσοστό ανεργίας των νέων στην ΕΕ εξακολουθεί να υπερβαίνει το 30 % στην Ελλάδα, την Ιταλία και την Ισπανία, ενώ το ποσοστό των νέων που βρίσκονται εκτός απασχόλησης, εκπαίδευσης ή κατάρτισης παραμένει άνω του 15 % στη Βουλγαρία, την Κροατία, την Κύπρο, την Ελλάδα, την Ιταλία και τη Ρουμανία.

Καίτοι βελτιούμενη, η κοινωνική κατάσταση εξακολουθεί να αποτελεί πηγή ανησυχίας σε διάφορες χώρες της ΕΕ όπως δείχνουν οι τυποποιημένες μετρήσεις της φτώχειας και της στέρησης. Το ποσοστό των ατόμων που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού (AROPE) μειώθηκε στην ΕΕ κατά μία ποσοστιαία μονάδα, στο 22,5 %, μεταξύ 2016 και 2017[36]. Πρόκειται για περίπου μία ποσοστιαία μονάδα κάτω από το ποσοστό που παρατηρήθηκε κατά την έναρξη της κρίσης και δύο περίπου ποσοστιαίες μονάδες κάτω από την κορύφωση που παρατηρήθηκε το 2013. Οι περισσότερες χώρες εμφάνισαν μείωση το 2017. Αυξήσεις καταγράφηκαν στην Αυστρία, τη Δανία, το Λουξεμβούργο και τις Κάτω Χώρες, αν και από συγκριτικά χαμηλό επίπεδο. Τα ποσοστά AROPE ποίκιλλαν σημαντικά, από 38,9 % περίπου στη Βουλγαρία, ακολουθούμενη από τη Ρουμανία, την Ελλάδα και τη Λιθουανία, έως 12 % περίπου στην Τσεχία, ακολουθούμενη από τη Φινλανδία, τη Σλοβακία και τις Κάτω Χώρες. Οι εν λόγω γενικές εξελίξεις όσον αφορά τη φτώχεια και τον κοινωνικό αποκλεισμό αντικατοπτρίζουν τις διαφορετικές εξελίξεις των διαφόρων συνιστωσών τους. Το ποσοστό των ατόμων που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας (AROP) αυξήθηκε σε ορισμένα κράτη μέλη, αν και μειώθηκε σε άλλα κατά τα τελευταία έτη: οι μεγαλύτερες αυξήσεις κατά τη διάρκεια τριετούς περιόδου καταγράφηκαν στη Λιθουανία (3,8 ποσοστιαίες μονάδες) και το Λουξεμβούργο (2,3), ενώ σημαντική μείωση καταγράφηκε στην Ελλάδα (1,9) και την Πολωνία (2,0). Αντιθέτως, το ποσοστό της σοβαρής υλικής στέρησης μειώθηκε κατά τη διάρκεια τριετούς περιόδου (επίσης το 2017) στα περισσότερα κράτη μέλη της ΕΕ: μειώθηκε πάνω από 5 ποσοστιαίες μονάδες κατά τη διάρκεια τριετούς περιόδου στην Ουγγαρία, τη Λετονία, τη Μάλτα και τη Ρουμανία. Τέλος, η ανάκαμψη είχε μεν ως αποτέλεσμα μια μείωση του ποσοστού ατόμων (ηλικίας κάτω των 60 ετών) που ζουν σε νοικοκυριά με πολύ χαμηλή ένταση εργασίας στις περισσότερες χώρες, όμως το ποσοστό αυτό αυξήθηκε στη Φινλανδία και τη Λιθουανία κατά τα τρία έτη έως το 2017· και η φτώχεια στην εργασία σταθεροποιήθηκε στο ανώτατο όριο του 9,6 % για το σύνολο της ΕΕ κατά τα τελευταία δύο έτη.

[36] 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 εθνική κατανομή 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 καθορισμένη 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. Κατά τη χρονική στιγμή της σύνταξης της παρούσας έκθεσης, δεδομένα για το 2017 ήταν διαθέσιμα για όλες τις χώρες, με εξαίρεση την Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

3. ΣΥΝΟΨΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΩΝ ΠΡΟΚΛΗΣΕΩΝ ΣΤΑ ΚΡΑΤΗ ΜΕΛΗ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΤΟΥΣ ΟΣΟΝ ΑΦΟΡΑ ΤΗΝ ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ

Συνολικά, εξακολουθούν να υπάρχουν κίνδυνοι σε ορισμένα κράτη μέλη και σε διαφορετικούς συνδυασμούς. 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 και συνδυάζονται. Οι κύριες πηγές κινδύνων συνδυάζονται σύμφωνα με διάφορες τυπολογίες που συνοψίζονται ως εξής:

- Ορισμένα κράτη μέλη κατατρύχονται κυρίως από *πολλαπλούς και αλληλένδετους παράγοντες ευπάθειας σχετικούς με τα αποθέματα χρέους*. Αυτό συμβαίνει συνήθως με τις χώρες που επλήγησαν από πιστωτικούς κύκλους ακραίων διακυμάνσεων («boom-bust») σε συνδυασμό με αναστροφές του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που είχαν επίσης επιπτώσεις για τον 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 για τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Οι χώρες αυτές εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της αντιμετώπισης των σημαντικών αναγκών απομόχλευσης σε ένα πλαίσιο περιορισμένων δημοσιονομικών περιθωρίων, υψηλών ποσοστών ανεργίας (μολονότι υποχωρούν) και περιορισμένης δυνητικής ανάπτυξης.
    - 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 υψηλός εταιρικός δανεισμός συνδυάζεται με χρονίζοντα προβλήματα στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Στις χώρες αυτές, οι ανισορροπίες αποθεμάτων υποχωρούν χάρη στην οικονομική επέκταση, η οποία συνδέεται σε ορισμένες περιπτώσεις με την επανεμφάνιση πιέσεων από πλευράς κόστους που αποτυπώνονται στο επίπεδο των τιμών των κατοικιών (ιδίως στην Ιρλανδία και, όλο και περισσότερο, στην Πορτογαλία), καθώς και στη στασιμότητα των βελτιώσεων της ανταγωνιστικότητας του κόστους (έντονες αυξήσεις του ΚΕΑΜΠ καταγράφηκαν ιδίως στη Βουλγαρία).
- Σε ορισμένα κράτη μέλη, οι παράγοντες ευπάθειας οφείλονται κυρίως στα *υψηλά αποθέματα του χρέους γενικής κυβέρνησης* και σε ανησυχίες σχετικά με τη *δυνητική αύξηση της παραγωγής* και την *ανταγωνιστικότητα*. Αυτό ισχύει κυρίως στην περίπτωση της Ιταλίας, όπου οι αδυναμίες συνδέονται επίσης με τον τραπεζικό τομέα, και με το μεγάλο, αν και ταχέως μειούμενο τελευταία, απόθεμα των NPL. Το Βέλγιο και η Γαλλία αντιμετωπίζουν επίσης προβλήματα υψηλού χρέους γενικής κυβέρνησης και αναπτυξιακού δυναμικού, εν μέσω επίσης συμπιεσμένης ανταγωνιστικότητας, αλλά δεν αντιμετωπίζουν παρόμοιους πιθανούς κινδύνους λόγω του δημόσιου χρέους ή λόγω ευπαθών τραπεζών. Στη Γαλλία αυξάνεται το εταιρικό χρέος, το οποίο είναι ήδη συγκριτικά υψηλό. Στο Βέλγιο, το σχετικά υψηλό απόθεμα χρέους των νοικοκυριών συνδυάζεται με ενδεχομένως υπερβολικές τιμές των κατοικιών.
- 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. Στην περίπτωση της Γερμανίας, αυτό συνδυάζεται με απομόχλευση σε όλους τους τομείς της

οικονομίας, παρόλο που τα επίπεδα του χρέους δεν είναι συγκριτικά υψηλά. Στις Κάτω Χώρες, το μεγάλο πλεόνασμα συνδυάζεται με υψηλό απόθεμα χρέους των νοικοκυριών και σημαντική αύξηση των τιμών των κατοικιών. 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 ένα πλαίσιο με πληθωρισμό που βρίσκεται ακόμη κάτω του στόχου και ενώ η εξωτερική συγκυρία καθίσταται ολοένα και πιο αβέβαιη και μπορεί να καταστεί λιγότερο ευνοϊκή.

- Σε ορισμένα κράτη μέλη, *οι εξελίξεις των μεταβλητών τιμής ή κόστους αποτελούν πιθανές ενδείξεις υπερθέρμανσης, ιδίως όσον αφορά τη στεγαστική αγορά ή την αγορά εργασίας*.
    - Στη Σουηδία, και σε μικρότερο βαθμό στην Αυστρία, τη Δανία, το Λουξεμβούργο, τις Κάτω Χώρες και το Ηνωμένο Βασίλειο, παρατηρείται σταθερή αύξηση των τιμών των κατοικιών σε ένα πλαίσιο πιθανών κενών υπερτίμησης και σημαντικών επιπέδων χρέους των νοικοκυριών, αν και πρόσφατα στοιχεία υποδηλώνουν επιβραδύνσεις της αύξησης των τιμών των κατοικιών. Σε ορισμένες χώρες (π.χ. στην Τσεχία, την Ουγγαρία και τη Λετονία), η έντονη αύξηση των τιμών των κατοικιών συνδυάζεται με πιο περιορισμένες ενδείξεις υπερτίμησης και με συγκρατημένα αποθέματα χρέους των νοικοκυριών.
    - Στην Τσεχία, την Εσθονία, την Ουγγαρία, τη Λετονία, τη Λιθουανία και τη Ρουμανία, το ΚΕΑΜΠ συνεχίζει να αυξάνεται με σχετικά ταχύ ρυθμό ενώ συρρικνώνεται η ανταγωνιστικότητα των τιμών. Στην περίπτωση της Ρουμανίας, καταγράφεται επιτάχυνση της αύξησης του ΚΕΑΜΠ σε συνθήκες επιδείνωσης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και των φιλοκυκλικών δημοσιονομικών πολιτικών, γεγονός που θα μπορούσε να εντείνει τις πιθανές πιέσεις υπερθέρμανσης.

Οι εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις που θα διενεργηθούν θα συμβάλουν στην περαιτέρω εμβάθυνση της ανάλυσης αυτών των προκλήσεων και στην εκτίμηση των αναγκών πολιτικής.

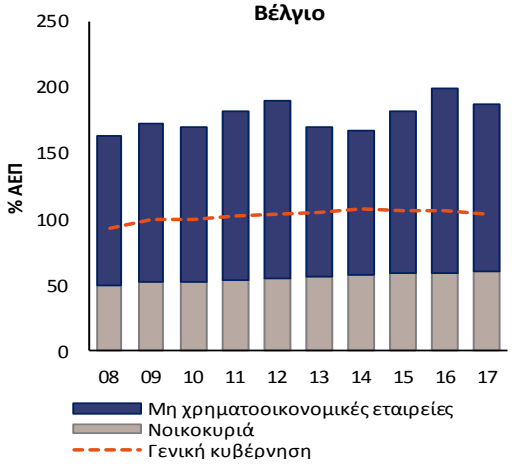
Συνολικά, είναι σκόπιμη η διενέργεια εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων για 13 κράτη μέλη: τη Βουλγαρία, την Κροατία, την Κύπρο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ιταλία, τις Κάτω Χώρες, την Πορτογαλία, τη Ρουμανία, την Ισπανία και τη Σουηδία. Έντεκα από τα εν λόγω κράτη μέλη υποβλήθηκαν σε εμπεριστατωμένη επισκόπηση στο πλαίσιο του προηγούμενου ετήσιου κύκλου εφαρμογής της ΔΜΑ. Σύμφωνα με την πάγια πρακτική, θα εκπονηθεί νέα εμπεριστατωμένη επισκόπηση για να εκτιμηθεί εάν οι ανισορροπίες που εντοπίστηκαν επιδεινώνονται ή διορθώνονται, με σκοπό την επικαιροποίηση των υφιστάμενων εκτιμήσεων. Τα εν λόγω κράτη μέλη είναι η Βουλγαρία, η Κροατία, η Κύπρος, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ιρλανδία, η Ιταλία, οι Κάτω Χώρες, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Σουηδία. Εμπεριστατωμένη επισκόπηση θα εκδοθεί και για την Ελλάδα, με σκοπό την αξιολόγηση πιθανών ανισορροπιών που προέρχονται από διάφορες πηγές, κυρίως από παράγοντες ευπάθειας σχετικούς με τα αποθέματα χρέους. Η Ελλάδα είχε προηγουμένως εξαιρεθεί από την εποπτεία βάσει της ΔΜΑ, δεδομένου ότι υπάγεται σε πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής στο πλαίσιο της χρηματοδοτικής συνδρομής έως τον Αύγουστο του 2018. Από την αξιολόγηση της έκθεσης του μηχανισμού επαγρύπνησης (ΕΜΕ) δεν διαφαίνονται σημαντικοί πρόσθετοι κίνδυνοι σε σύγκριση με εκείνους που προσδιορίστηκαν στις τελευταίες διαθέσιμες εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις για ορισμένα κράτη μέλη που εξήλθαν της εποπτείας βάσει της ΔΜΑ τα τελευταία έτη (η Σλοβενία το 2018, η Φινλανδία το 2017, το Βέλγιο και την Ουγγαρία το 2016) ή τα οποία αποτέλεσαν αντικείμενο εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων οι οποίες δεν κατέληξαν στον εντοπισμό ανισορροπιών (η Αυστρία και η Εσθονία το 2016). Αντιθέτως, φαίνεται δικαιολογημένη η έκδοση εμπεριστατωμένης επισκόπησης για την εξέταση της κατάστασης στη Ρουμανία προκειμένου να αξιολογηθεί η εξέλιξη και η πιθανή επανεμφάνιση των επικίνδυνων

εξελίξεων που είχαν ήδη εντοπιστεί σε προηγούμενες εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις, ιδίως σε σχέση με την ανταγωνιστικότητα και το εξωτερικό ισοζύγιο.

4. 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, και συγκεκριμένα το ιδιωτικό χρέος και το δημόσιο χρέος, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα A1: ***Χρέος στους τομείς της οικονομίας***



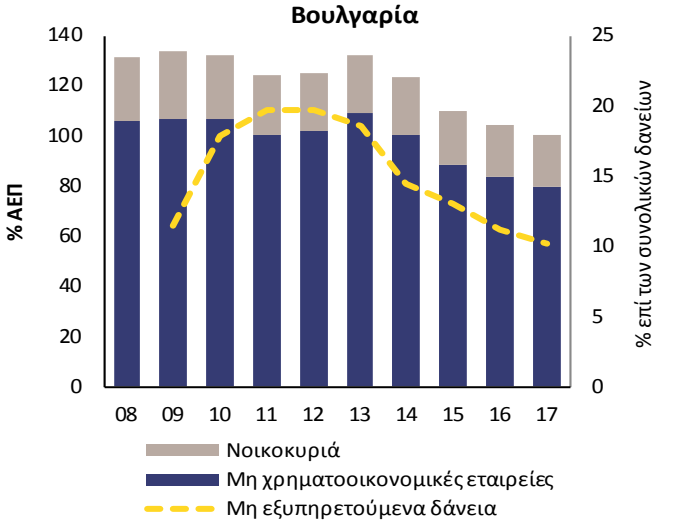
Πηγή: Eurostat

Η βιωσιμότητα του εξωτερικού χρέους ενισχύεται από τη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και την ευνοϊκή καθαρή διεθνή επενδυτική θέση. Μετά από κάποια έτη συγκράτησης των μισθών, η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σημείωσε άνοδο, αλλά παραμένει περιορισμένη. Το 2017 καταγράφηκε περιορισμένη μείωση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Το ιδιωτικό χρέος βρίσκεται σε σχετικά υψηλά επίπεδα, ιδίως για τις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες, αν και τα στοιχεία για το χρέος διογκώνονται από τον εκτεταμένο διασυνοριακό ενδοομιλικό δανεισμό. Οι κίνδυνοι που συνδέονται με το χρέος των νοικοκυριών προέρχονται, κατά κύριο λόγο, από την αγορά κατοικίας, όπου η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών υπήρξε συγκρατημένη τα τελευταία έτη, αν και δεν έχει διορθωθεί η ταχεία αύξηση που σημειώθηκε πριν από το 2008. Το δημόσιο χρέος σταθεροποιήθηκε και μειώθηκε ελαφρά σε σχέση με την κορύφωσή του που καταγράφηκε το 2014. Ωστόσο, το υψηλό επίπεδό του εξακολουθεί να αποτελεί σημαντική πρόκληση για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Η κατάσταση της αγοράς εργασίας έχει βελτιωθεί και η ανεργία, συμπεριλαμβανομένης της μακροχρόνιας ανεργίας και της ανεργίας των νέων, συνεχίζει να μειώνεται. Το ποσοστό δραστηριότητας παραμένει χαμηλό σε σύγκριση με άλλες χώρες της ΕΕ, σε αντιδιαστολή με το υψηλό και αυξανόμενο ποσοστό κενών θέσεων.

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 Μάρτιο του 2018 διαπιστώθηκε 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. Τρεις δείκτες στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών.

Διάγραμμα Α2: ***Χρέος ιδιωτικού τομέα και μη εξυπηρετούμενα δάνε***



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

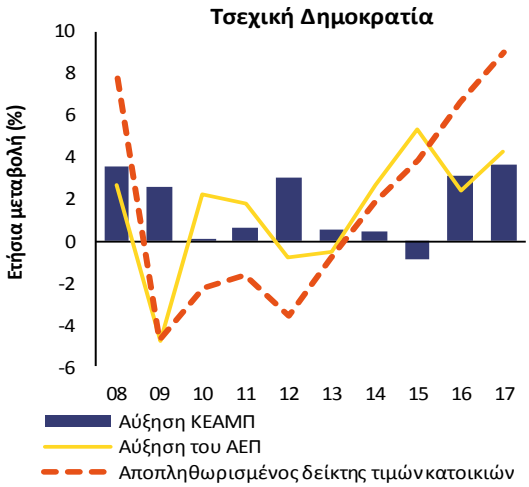
Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε περαιτέρω το 2017, ενώ η αρνητική NIIP, η οποία αντανακλά κυρίως τις ΑΞΕ, έχει σημειώσει περαιτέρω βελτίωση. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε εμφανώς το 2017, αλλά η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία παρέμεινε γενικά σταθερή και σημειώθηκε κάποια αύξηση στα μερίδια εξαγωγικών αγορών. Το υψηλό εταιρικό χρέος εξακολουθεί να προκαλεί ανησυχία, αν και ο δείκτης χρέους κατά τα τελευταία έτη έχει υποχωρήσει σταδιακά, εν μέρει χάρη στην ισχυρή αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Οι πιστωτικές ροές σημειώνουν και πάλι άνοδο, γεγονός που θα επιβραδύνει μεν τη διαδικασία απομόχλευσης, αλλά θα μπορούσε επίσης να στηρίξει την αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων και την ενίσχυση της δυνητικής ανάπτυξης. Επίσης, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αν και βαίνει μειούμενο, παραμένει σε υψηλά επίπεδα, ιδίως στον εταιρικό τομέα. Αν και έχει σημειωθεί πρόοδος στη βελτίωση της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα κατόπιν του ελέγχου ποιότητας των στοιχείων του ενεργητικού το 2016, ορισμένες ευπάθειες, μεταξύ των οποίων οι συναλλαγές συνδεδεμένων μερών και τα ανοίγματα σε περιουσιακά στοιχεία που αποτιμώνται δύσκολα, εξακολουθούν να απαιτούν προσοχή. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν με ταχείς ρυθμούς, ενώ άνοδο σημείωσαν και οι κατασκευές και η ενυπόθηκη πίστη. Στην παρούσα φάση δεν υπάρχουν ακόμη ενδείξεις υπερτίμησης, ωστόσο η τρέχουσα δυναμική της αγοράς κατοικίας επιβάλλει ιδιαίτερη προσοχή. Σε αυτό το πλαίσιο θετικών κυκλικών εξελίξεων, η ανεργία μειώθηκε περαιτέρω, ιδίως για τους νέους και τους μακροχρόνια ανέργους, και τα ποσοστά δραστηριότητας έχουν βελτιωθεί.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με εναπομένουσες ευπάθειες στον χρηματοπιστωτικό τομέα, καθώς και το εταιρικό χρέος. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπίας τον Μάρτιο του 2018.

Τσεχία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά την Τσεχία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες, και συγκεκριμένα, η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών και οι συνολικές υποχρεώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσιάζει τάση βελτίωσης και το 2017 κατέγραψε μικρό πλεόνασμα. Μετά τη λήξη της δέσμευσης όσον αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία τον Απρίλιο του 2017, σημειώθηκε ανατίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενώ η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση συνέχισε να ενισχύεται, αν και με βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε λόγω των έντονων αυξήσεων των μισθών και προβλέπεται περαιτέρω επιτάχυνσή του εν μέσω σοβαρών ελλείψεων στην αγορά εργασίας. Παρά την ανατίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, τα τελευταία χρόνια υπήρξε κάποια αύξηση στα μερίδια εξαγωγικών αγορών. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών και η ενυπόθηκη πίστη έχουν επιταχυνθεί περαιτέρω και χρήζουν στενής παρακολούθησης. Ωστόσο, συγκρατημένο παραμένει το χρέος του ιδιωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένου του χρέους των νοικοκυριών που είναι σταθερό. Το δημόσιο χρέος είναι χαμηλό και συνεχίζει να μειώνεται, υποβοηθούμενο από το δημοσιονομικό πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης. Το 2017 η αύξηση των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα επιταχύνθηκε σημαντικά και υπερέβη το ενδεικτικό όριο. Αυτό συνέβη κυρίως λόγω της αγοράς καταθέσεων σε CZK από μη μόνιμους κατοίκους πριν από τη λήξη της δέσμευσης όσον αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω και η αγορά εργασίας παρουσιάζει εξαιρετική στενότητα.

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



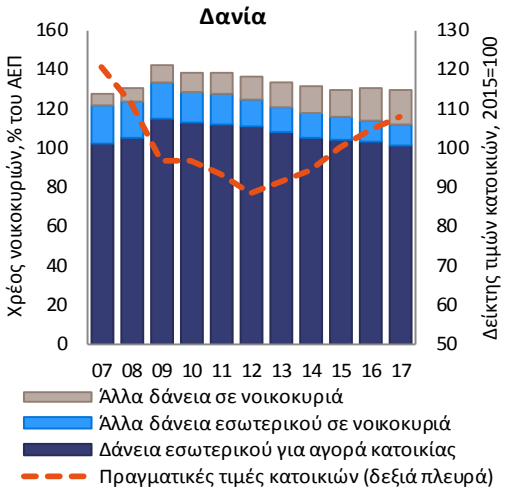
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα και με τις πιέσεις στη αγορά κατοικίας, αν και στο παρόν στάδιο φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Ως εκ τούτου, στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης 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 πλεονάσματα. Τα αλλεπάλληλα πλεονάσματα οδήγησαν σε μεγάλη θετική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση και παρήγαγαν θετικό καθαρό πρωτογενές εισόδημα που ενισχύει το θετικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι συγκρατημένη, παρόλο που η εντεινόμενη στενότητα της αγοράς εργασίας ασκεί πιέσεις στους μισθούς, και η δυναμική της παραγωγικότητας είναι υποτονική. Η αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών παραμένει σε γενικές γραμμές σταθερή. Οι τιμές των κατοικιών σημείωσαν επιβράδυνση σε εθνικό επίπεδο, ενώ συνέχισαν να αυξάνονται ταχύτερα στις κύριες μητροπολιτικές περιοχές. Οι εξελίξεις αυτές χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής. Το χρέος των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένει το υψηλότερο στην ΕΕ και μειώνεται με αργούς μόνο ρυθμούς σε συνθήκες μέτριας πιστωτικής επέκτασης. Οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών συνέχισαν να αυξάνονται, αντανακλώντας προσπάθειες μείωσης του χρέους, ενώ θεσπίστηκαν μέτρα πολιτικής μακροπροληπτικού χαρακτήρα για τον περιορισμό της παρακινδυνευμένης δανειοληψίας. Από την άλλη, το εταιρικό χρέος παραμένει συγκρατημένο. Η αγορά εργασίας συνεχίζει να βελτιώνεται, η αύξηση της απασχόλησης είναι στέρεη, και οι ελλείψεις εργατικού δυναμικού όλο και πιο εκτεταμένες.

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

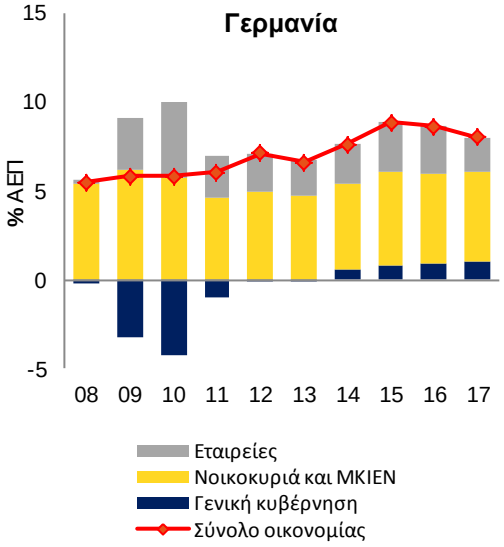


Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

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

Γερμανία: Τον Μάρτιο του 2018 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Γερμανία αντιμετωπίζει *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά το μεγάλο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της, το οποίο αντανακλά υποτονικές επενδύσεις που συνδέονται με την αποταμίευση τόσο στον ιδιωτικό όσο και στον δημόσιο τομέα. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες , και συγκεκριμένα το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και το δημόσιο χρέος, παραμένουν πάνω από το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα A5: ***Καθαρή δανειοληψία/δανειοδότηση ανά τομέα***



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

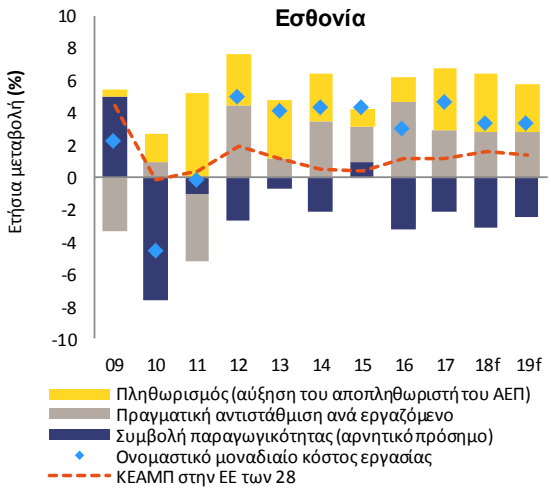
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να εμφανίζει πολύ μεγάλα πλεονάσματα παρόλο που το 2017 μειώθηκε ελαφρά σε ετήσια βάση. Καθώς η εγχώρια ζήτηση αυξάνεται σταθερά, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται ότι θα συνεχίσει να συρρικνώνεται, παραμένοντας όμως σε υψηλά επίπεδα και οδηγώντας σε περαιτέρω αύξηση της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παραμένει συγκρατημένη. Το 2017 ενισχύθηκε η αύξηση των εξαγωγών, ωστόσο σημειώθηκε μικρή απώλεια μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα συνεχίζεται παρά τα χαμηλά επίπεδα χρέους του ιδιωτικού τομέα. Ταυτόχρονα, οι επενδύσεις των επιχειρήσεων αυξάνονται σε σχέση με το ΑΕΠ. Οι επενδύσεις σε κατοικίες επίσης συνεχίζουν να αυξάνονται, αλλά εξακολουθούν να υπολείπονται των αναγκών στέγασης στις μητροπολιτικές περιοχές. Η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών και το κόστος κατασκευής σημείωσαν άνοδο και χρήζουν προσοχής, μεταξύ άλλων όσον αφορά τις περιφερειακές ανισότητες στις τιμές και στη διαθεσιμότητα στέγης. Η πιστωτική επέκταση ενισχύεται σταδιακά. Το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών παραμένει σε υψηλά επίπεδα παρά τη συγκρατημένη αύξηση των μισθών και την ισχυρή ιδιωτική κατανάλωση, γεγονός που αντανακλά την αύξηση στις εισροές διανεμόμενου εταιρικού εισοδήματος. Το δημόσιο χρέος συνέχισε να μειώνεται και αναμένεται να πέσει κάτω από το όριο του 60 % του ΑΕΠ έως το 2019, ενώ συνεχίζεται η σημαντική υστέρηση στις δημόσιες επενδύσεις. Η συνολική ανεργία, καθώς και η ανεργία των νέων και η μακροχρόνια ανεργία, έχουν μειωθεί περαιτέρω και εξακολουθούν να βρίσκονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το επίμονο πλεόνασμα αποταμίευσης, το οποίο αντανακλάται στο υψηλό και πολύ 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, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπιών τον Μάρτιο του 2018.

Εσθονία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά την Εσθονία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε περαιτέρω το 2017, ενώ η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε επίπεδο εντός του ορίου. Το ονομαστικό κόστος ανά μονάδα εργασίας συνεχίζει να αυξάνεται με ταχείς ρυθμούς αντανακλώντας τον πληθωρισμό και την ισχυρή αύξηση των μισθών. Η δυναμική της παραγωγικότητας είναι υποτονική και επιβαρύνει κάπως τους δείκτες ανταγωνιστικότητας κόστους. Συνεχίστηκε η ανατίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενώ τα μερίδια εξαγωγικών αγορών παρέμειναν σταθερά. Τα προηγούμενα χρόνια οι πραγματικές τιμές των κατοικιών σημείωσαν δυναμική αύξηση, αλλά το 2017 επιβραδύνθηκαν και διαμορφώθηκαν σε μέτρια επίπεδα. Η απομόχλευση του ιδιωτικού χρέους συνεχίζεται, ενώ το δημόσιο χρέος βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Εντείνεται η στενότητα της αγοράς εργασίας, αλλά οι ελλείψεις εργατικού δυναμικού αμβλύνονται σε κάποιο βαθμό από την εισερχόμενη μετανάστευση.

Διάγραμμα Α6: ***Ανάλυση μοναδιαίου κόστους εργασίας***

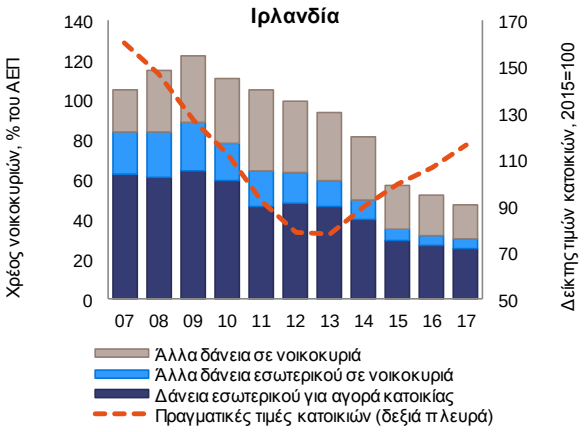


Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, 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 Μάρτιο του 2018, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ιρλανδία *αντιμετωπίζει μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά ευπάθειες οφειλόμενες σε υψηλά αποθέματα δημόσιου και ιδιωτικού χρέους και καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων ορισμένοι δείκτες βρίσκονται πάνω από το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΠΣΣΙ), το ιδιωτικό χρέος, το δημόσιο χρέος, καθώς και η ετήσια μεταβολή των πραγματικών τιμών των κατοικιών.

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



Πηγή: Eurostat, υπηρεσίες της Επιτροπής και ΕΚΤ

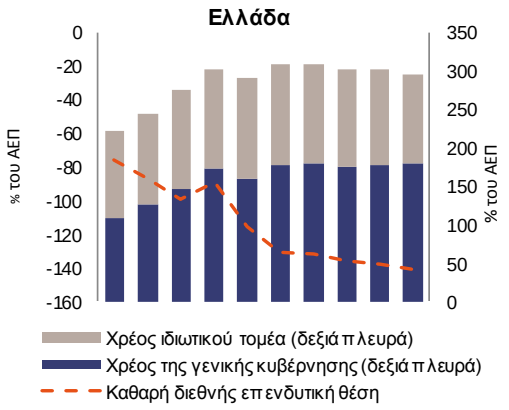
Το 2017 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφάνισε μεγάλο πλεόνασμα, έναντι σημαντικού ελλείμματος το 2016 και πλεονασμάτων κατά τα προηγούμενα χρόνια. Η μεταβλητότητα των εισαγωγών διανοητικής ιδιοκτησίας και των συμφωνιών παραγωγής συνέβαλε σε αυτές τις διακυμάνσεις του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά τα προηγούμενα έτη.[37] Η NIIP συνέχισε να βελτιώνεται αλλά παραμένει εξαιρετικά αρνητική, κυρίως λόγω των δραστηριοτήτων πολυεθνικών εταιρειών που έχουν περιορισμένες συνδέσεις με την εγχώρια οικονομία. Η έντονη αύξηση της παραγωγικότητας, η οποία διογκώνεται και από τις δραστηριότητες των πολυεθνικών, τα τελευταία χρόνια συνέβαλε στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. 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 στις εγχώριες επιχειρήσεις, γεγονός που υποδηλώνει συνεχιζόμενη εταιρική απομόχλευση. Η κατάσταση των εγχώριων μη χρηματοοικονομικών εταιρειών είναι δυσκολότερο να ερμηνευτεί, δεδομένης της βαρύτητας των πολυεθνικών εταιρειών στο συνολικό εταιρικό χρέος. Από το 2014 οι τιμές των κατοικιών σημειώνουν πολύ δυναμική αύξηση, κυρίως λόγω των περιορισμών της προσφοράς, και χρήζουν στενής παρακολούθησης. Χάρη στην ισχυρή οικονομική ανάπτυξη, ο δείκτης δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ μειώνεται, αλλά παραμένει υψηλός. Κατά τα τελευταία έτη το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων υποχωρεί, αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Μολονότι οι τράπεζες είναι επαρκώς κεφαλαιοποιημένες, τα διαθέσιμά τους έχουν μειωθεί. Η κερδοφορία τους, αν και παραμένει ακόμη χαμηλή, σταδιακά βελτιώνεται. Το 2017 το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε κάτω από το όριο της ΔΜΑ και συνεχίστηκε η μείωση της μακροχρόνιας ανεργίας και της ανεργίας των νέων.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τη μεταβλητότητα της εξωτερικής θέσης, το απόθεμα του ιδιωτικού και δημόσιου χρέους, την ταχεία αύξηση των τιμών των κατοικιών και το σχετικά υψηλό ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπιών τον Μάρτιο του 2018.

[37] Συμφωνία παραγωγής είναι μια διαδικασία βάσει της οποίας πολυεθνικές εταιρείες που έχουν έδρα στην χώρα αναθέτουν σε ξένες εταιρείες συμβάσεις για να παράγουν αγαθά για λογαριασμό τους. Καθώς τα αγαθά αυτά αποτελούν ιδιοκτησία εταιρειών που έχουν έδρα στην χώρα, οι πωλήσεις τους καταγράφονται ως εξαγωγές της εν λόγω χώρας, παρόλο που δεν εισέρχονται στην εγχώρια οικονομία.

Ελλάδα: Από το 2010 και μέχρι πρόσφατα, η Ελλάδα υπαγόταν σε προγράμματα χρηματοδοτικής συνδρομής. Ως εκ τούτου, η εποπτεία των ανισορροπιών και των διορθωτικών μέτρων πραγματοποιήθηκε στο πλαίσιο των προγραμμάτων, και όχι της ΔΜΑ. Κατά τα τελευταία έτη, η Ελλάδα έχει κάνει σημαντικά βήματα για να μειώσει τις ανισορροπίες ροών και να διαχειριστεί τους συναφείς κινδύνους, όμως οι κληροδοτημένες ανισορροπίες αποθεμάτων αναμένεται ότι θα συνεχιστούν. Αυτό αποτυπώνεται στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, όπου ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), οι απώλειες μεριδίων εξαγωγικών αγορών, το δημόσιο χρέος και το ποσοστό ανεργίας.

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



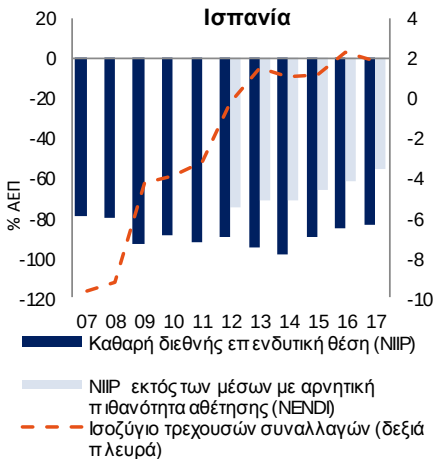
Πηγή: Eurostat

Ενώ ο ιδιωτικός τομέας παρουσιάζει θετική NIIP, το υψηλό ποσοστό του εξωτερικού δημόσιου χρέους έχει ως αποτέλεσμα μια NIIP που στο σύνολό της είναι έντονα αρνητική. Μολονότι μεγάλο μέρος του εξωτερικού δημόσιου χρέους έχει δοθεί με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους, για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της NIIP θα απαιτηθεί η συνέχιση των πρόσφατων βελτιώσεων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης εγχώριας ζήτησης. Κατά τα τελευταία πέντε έτη παρατηρήθηκαν σημαντικές απώλειες μεριδίων εξαγωγικών αγορών, φαίνεται όμως ότι το 2017 η τάση αυτή αντιστράφηκε. Ο δείκτης του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ είναι πολύ υψηλός, αν και αναμένεται να υποχωρήσει, και η βιωσιμότητά του υποστηρίζεται από τη συμφωνία της Ευρωομάδας, του Ιουνίου 2018. Το 2017 οι τιμές των κατοικιών συνέχισαν να μειώνονται σε πραγματικούς όρους, αλλά στις αρχές του 2018 σταθεροποιήθηκαν. Η πιστωτική επέκταση εξακολουθεί να είναι αρνητική καθώς συνεχίζεται η απομόχλευση του ιδιωτικού χρέους. Το υψηλό επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων εμποδίζει την αποκατάσταση υγιούς ροής πιστώσεων προς την οικονομία, η οποία είναι απαραίτητη για τη στήριξη της ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα. Η ανεργία μειώνεται αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα, ιδίως όσον αφορά τη μακροχρόνια ανεργία και την ανεργία των νέων.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό δημόσιο και εξωτερικό χρέος, τα χαμηλά επίπεδα αποταμίευσης 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 θεωρεί σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω τους ενεχόμενους κινδύνους στο πλαίσιο μιας εμπεριστατωμένης ανάλυσης, προκειμένου να αξιολογήσει την ενδεχόμενη ύπαρξη ανισορροπίας.

Ισπανία: Τον Μάρτιο του 2018, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ισπανία αντιμετωπίζει *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, που σχετίζονται ιδίως 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 αύξηση του ποσοστού δραστηριότητας.

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



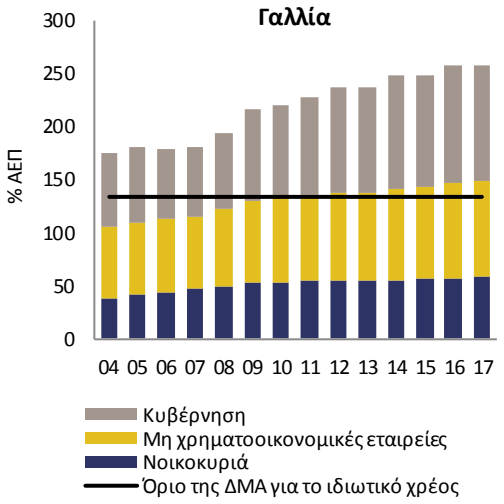
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Η εξωτερική επανεξισορρόπηση συνεχίζεται, αν και με σχετικά βραδείς ρυθμούς, και η NIIP έχει βελτιωθεί αλλά παραμένει πολύ υψηλή. Η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παρέμεινε σταθερή σε συνθήκες συγκρατημένης αύξησης των μισθών και χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας. Η ανάπτυξη της εξαγωγικής αγοράς είναι μέτρια σε ετήσια βάση, παρά την ελαφρά ανατίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας το 2017. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να μειώνεται καθ' όλο το 2017, ιδίως για τις εταιρείες, ωστόσο εξακολουθούν να υφίστανται ανάγκες απομόχλευσης. Επιπλέον, έχει ξαναρχίσει η ροή νέων πιστώσεων, γεγονός που στηρίζει την ανάκαμψη των επενδύσεων. Όσον αφορά τα νοικοκυριά, ο ρυθμός μείωσης του χρέους συγκρατείται επίσης από την ισχυρή αύξηση της καταναλωτικής πίστης. Οι τιμές των κατοικιών κατά τα τελευταία χρόνια σημειώνουν ανάκαμψη κατόπιν της υποεκτίμησης που προηγήθηκε. Τα τελευταία χρόνια 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 μειώνεται με αργούς μόνο ρυθμούς. Η ανεργία μειώνεται με ταχείς ρυθμούς, αλλά παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα, ιδίως όσον αφορά τους νέους. Ταυτόχρονα, λόγω της χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας βασίζεται σε πλεονεκτήματα κόστους.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα του εξωτερικού χρέους, το ιδιωτικό και το δημόσιο χρέος, και την προσαρμογή της αγοράς εργασίας σε συνθήκες ασθενούς αύξησης της παραγωγικότητας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών, τον Μάρτιο του 2018 και του διασυνοριακού αντικτύπου τους.

Γαλλία: Τον Μάρτιο του 2018 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Γαλλία αντιμετωπίζει *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά το υψηλό δημόσιο χρέος και τη χαμηλή ανταγωνιστικότητα σε συνθήκες χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, οι δείκτες του δημόσιου χρέους, του χρέους του ιδιωτικού τομέα και του ποσοστού ανεργίας βρίσκονται στο επίπεδο του ενδεικτικού ορίου ή το υπερβαίνουν.

Διάγραμμα A10: ***Χρέος στους τομείς της οικονομίας***



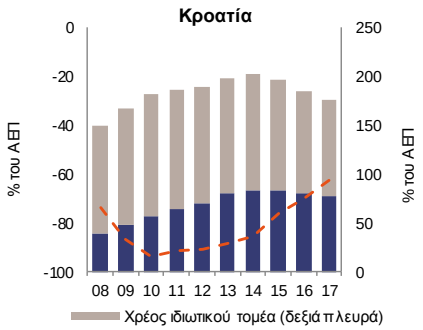
Πηγή: Eurostat

Το 2017 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό, ενώ η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση επιδεινώθηκε. Παρότι η αύξηση των εξαγωγών επιταχύνθηκε, το 2017 παρατηρήθηκαν ορισμένες μικρές απώλειες μεριδίων εξαγωγικών αγορών, ενώ η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία σταθεροποιήθηκε. Λόγω της συγκρατημένης εξέλιξης των μισθών, η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ήταν περιορισμένη. Ωστόσο, η δυναμική της παραγωγικότητας παρέμεινε υποτονική. Οι ευπάθειες που απορρέουν από το υψηλό και αυξανόμενο δημόσιο χρέος παραμένουν σημαντική πηγή ανησυχίας. Ο συνδυασμός υψηλού δημόσιου και ιδιωτικού χρέους αποτελεί μια επιπλέον ευπάθεια. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα είναι σχετικά υψηλό, ιδίως όσον αφορά τις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες, ενώ η πιστωτική επέκταση αυξάνεται ελαφρά. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών σημείωσαν συγκρατημένη αύξηση. Η κατάσταση στην αγορά εργασίας βελτιώνεται και ο δείκτης ανεργίας κινείται εντός του ορίου.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό χρέος και τη χαμηλή ανταγωνιστικότητα σε συνθήκες χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπίας τον Μάρτιο του 2018.

Κροατία: Τον Μάρτιο του 2018 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Κροατία αντιμετωπίζει υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες που συνδέονται με τα υψηλά επίπεδα δημόσιου, ιδιωτικού και εξωτερικού χρέους σε συνθήκες χαμηλής δυνητικής ανάπτυξης. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), το δημόσιο χρέος και το ποσοστό ανεργίας, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

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



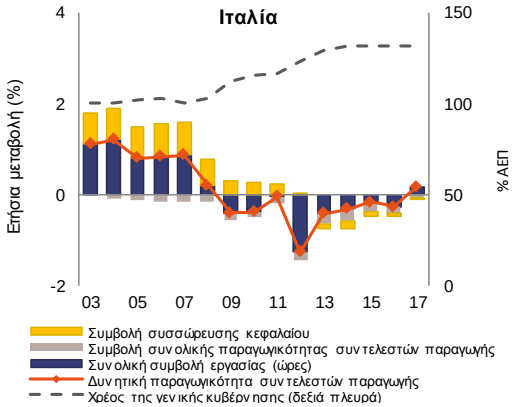
Πηγή: Eurostat

Υποστηριζόμενη από το διευρυνόμενο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η αρνητική NIIP, η οποία σε μεγάλο βαθμό αντικατοπτρίζει τις ΑΞΕ, έχει ενισχυθεί, αν και εξακολουθεί να υπερβαίνει το όριο και είναι εκτεθειμένη σε επίμονους συναλλαγματικούς κινδύνους. Η αρνητική αύξηση του ονομαστικού ΚΕΑΜΠ καταδεικνύει περαιτέρω βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους, μολονότι η ΠΣΣΙ έχει παραμείνει σταθερή. Κατά συνέπεια, το 2017, η Κροατία συνέχισε να κερδίζει μερίδια αγοράς, αλλά με βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να μειώνεται παρά την ανάκαμψη των πιστωτικών ροών το 2017. Η μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων στον τραπεζικό τομέα επιβραδύνθηκε, και μεγάλο μερίδιο των δανείων προς μη χρηματοοικονομικές εταιρείες εξακολουθεί να είναι μη εξυπηρετούμενο. Το 2017 ο δείκτης του δημόσιου χρέους υποχώρησε περαιτέρω, χάρη και στη βελτίωση του ισοζυγίου της γενικής κυβέρνησης. Το ποσοστό ανεργίας συνέχισε να μειώνεται. Ωστόσο, η συμμετοχή στην αγορά εργασίας παραμένει πολύ χαμηλή και, σε συνδυασμό με την υποτονική εξέλιξη της παραγωγικότητας, συνεχίζει να επιβαρύνει την δυνητική ανάπτυξη. Οι κίνδυνοι που συνδέονται με την Agrokor, που είναι ο μεγαλύτερος εργοδότης της χώρας, μειώθηκαν αφότου οι πιστωτές ενέκριναν ένα σχέδιο αναδιάρθρωσης του χρέους της.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται τα υψηλά αλλά μειούμενα επίπεδα χρέους και ανοίγματα σε συναλλαγματικούς κινδύνους σε όλους τους τομείς της οικονομίας, καθώς και η σημασία που έχει η ενίσχυση της δυνητικής ανάπτυξης για μια σταθερή διόρθωση. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθεί την πρόοδο στην εξάλειψη των υπερβολικών ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικής ανισορροπίας τον Μάρτιο του 2018.

Ιταλία: Τον Μάρτιο του 2018 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ιταλία αντιμετωπίζει *υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά κινδύνους που απορρέουν από τα πολύ υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους και την παρατεταμένη υποτονική δυναμική της παραγωγικότητας σε ένα πλαίσιο υψηλών επιπέδων μη εξυπηρετούμενων δανείων και υψηλής ανεργίας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, δύο δείκτες, και συγκεκριμένα, το δημόσιο χρέος και το ποσοστό ανεργίας, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα A12: ***Δυνητική ανάπτυξη και δημόσιο χρέος***



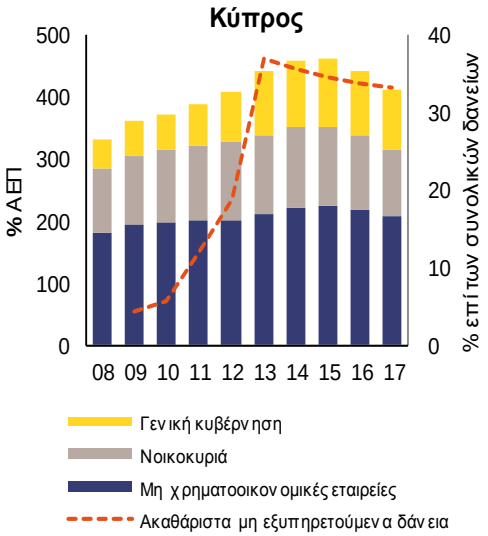
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Η εξωτερική θέση είναι σχετικά ισχυρή και παρουσιάζει πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και βελτίωση της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης. Το 2017 ο δείκτης δημόσιου χρέους σταθεροποιήθηκε σε πολύ υψηλό επίπεδο, αλλά τα δημοσιονομικά σχέδια της κυβέρνησης, η ασθενέστερη από το αναμενόμενο ανάκαμψη και το υψηλότερο κόστος δανεισμού εμποδίζουν τη μείωση του δείκτη χρέους ως προς το ΑΕΠ στο μέλλον. Ταυτόχρονα, η ασθενής αύξηση της παραγωγικότητας και η συρρίκνωση του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας επιβαρύνουν τη δυνητική ανάπτυξη της Ιταλίας. Η χαμηλή αύξηση της παραγωγικότητας οφείλεται σε μακροχρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες, στις οποίες συγκαταλέγονται το επιχειρηματικό περιβάλλον που είναι λιγότερο ευνοϊκό από ό,τι των ομόλογων χωρών, χρηματοδοτικοί περιορισμοί, η έλλειψη ατόμων με υψηλά προσόντα και το χαμηλό επίπεδο επενδύσεων σε άυλα στοιχεία του ενεργητικού. Έχει σημειωθεί πρόοδος στην εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών και το 2017 ο ιταλικός τραπεζικός τομέας πέρασε και πάλι στην κερδοφορία. Ωστόσο, εξακολουθούν να υφίστανται ευπάθειες, ιδίως όσον αφορά τις μεσαίες και μικρές τράπεζες, οι οποίες συνεχίζουν να κατέχουν υψηλό κληροδοτημένο απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, και είναι πιο εκτεθειμένες στον κίνδυνο χώρας από ό,τι οι μεγάλες τράπεζες. Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας βελτιώνονται σταδιακά, αλλά το ποσοστό ανεργίας παραμένει υψηλό, πολύ πάνω από τα προ κρίσης επίπεδα, ιδίως όσον αφορά τους νέους και τους μακροχρόνια ανέργους. Το συνολικό ποσοστό συμμετοχής αυξάνεται αλλά παραμένει σε επίπεδα χαμηλότερα από τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Χάρη στη συνεχιζόμενη ανάκαμψη, έπαυσε η επιδείνωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών της Ιταλίας, ωστόσο αυτές παραμένουν σημαντικές και η εξάλειψή τους πραγματοποιείται μόνο σταδιακά. Η επιβράδυνση της αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και η αναζωπύρωση των εντάσεων στην αγορά κρατικών ομολόγων μπορεί να υπονομεύσουν την μέχρι στιγμής επιτευχθείσα πρόοδο.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό επίπεδο του δημόσιου χρέους σε συνθήκες υψηλότερης μεταβλητότητας της αγοράς και υψηλής ανεργίας. Η δυναμική της παραγωγικότητας παραμένει ασθενής εν μέσω νέων ανησυχιών για τον βρόχο ανάδρασης τραπεζών-κράτους. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθήσει την πρόοδο στην εξάλειψη των υπερβολικών ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικής ανισορροπίας τον Μάρτιο του 2018.

Κύπρος: Τον Μάρτιο του 2018 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Κύπρος αντιμετωπίζει *υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά τα μεγάλα αποθέματα δημόσιου, ιδιωτικού και εξωτερικού χρέους και το υψηλό μερίδιο μη εξυπηρετούμενων δανείων στον τραπεζικό τομέα. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες εξακολουθούν να υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο το 2017, και συγκεκριμένα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP), η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΠΣΣΙ), το χρέος του ιδιωτικού τομέα, το δημόσιο χρέος, το ποσοστό ανεργίας και η μεταβολή του ποσοστού συμμετοχής στην αγορά εργασίας.

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



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

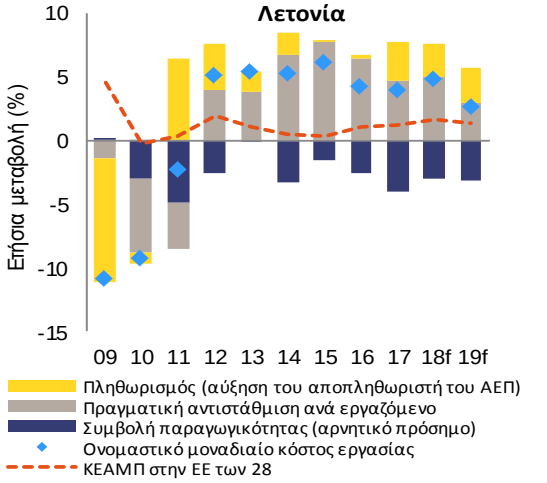
Το 2017 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε εν μέσω ισχυρής αύξησης των εισαγωγών, ενώ η αρνητική NIIP εξακολουθεί να είναι σημαντική. Η προσαρμογή της ανταγωνιστικότητας κόστους μειώθηκε καθώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σημείωσε οριακή αύξηση και η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία σταθεροποιήθηκε. Το επίπεδο του ιδιωτικού χρέους είναι μεταξύ των υψηλότερων στην ΕΕ, τόσο για τα νοικοκυριά όσο και για τις εταιρείες, ενώ η διαδικασία απομόχλευσης είναι βραδεία. Ειδικότερα, η αποταμίευση των νοικοκυριών είναι αρνητική. Η προσαρμογή των πραγματικών τιμών των κατοικιών προς τα κάτω έχει παρέλθει και οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να σημειώνουν συγκρατημένη αύξηση. Το πολύ υψηλό επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων εμποδίζει τη ροή πιστώσεων προς την οικονομία, η οποία είναι απαραίτητη για τη στήριξη της ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα. Ο δείκτης δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ παραμένει πολύ υψηλός. Η ανεργία μειώνεται με ταχείς ρυθμούς, αλλά παραμένει υψηλή, ιδίως η ανεργία των νέων, αν και κατά την τελευταία τριετία η μακροχρόνια ανεργία και η ανεργία των νέων παρουσιάζουν βελτίωση.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα του εξωτερικού χρέους, το ιδιωτικό και το δημόσιο χρέος, τις ευπάθειες του χρηματοπιστωτικού τομέα και την προσαρμογή της αγοράς εργασίας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθήσει την πρόοδο στην εξάλειψη των υπερβολικών ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικής ανισορροπίας τον Μάρτιο του 2018.

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

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι, σε γενικές γραμμές, ισορροπημένο και η αρνητική NIIP, η οποία σε μεγάλο βαθμό συνίσταται σε ΑΞΕ, παρουσιάζει βελτίωση χάρη στην ισχυρή αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, αν και εξακολουθεί να υπερβαίνει το όριο. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σημειώνει ταχεία αύξηση επί σειρά ετών σε συγκριτικούς όρους, αντικατοπτρίζοντας την ισχυρή αύξηση των μισθών και τη στενότητα της αγοράς εργασίας, και από το 2014 ο δείκτης παραμένει πάνω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Μέχρι στιγμής ο αντίκτυπος στην εξωτερική ανταγωνιστικότητα των τιμών και στις εξαγωγικές επιδόσεις υπήρξε περιορισμένος, καθώς απορροφήθηκε εν μέρει από τα μειωμένα περιθώρια κέρδους. Μελλοντικά αναμένεται να συνεχιστεί η ισχυρή αύξηση των μισθών, χάρη στην εντεινόμενη στενότητα της αγοράς εργασίας. Συνολικά, αυτές οι εξελίξεις θέτουν μεσοπρόθεσμα σε κίνδυνο την ανταγωνιστικότητα και τις προοπτικές ανάπτυξης της χώρας. Η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών παραμένει δυναμική. Ενώ το 2017 οι τιμές των κατοικιών επιβραδύνθηκαν σε σύγκριση με το 2016, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2018 επιταχύνθηκαν και πάλι. Συνολικά, η πιστωτική επέκταση είναι υποτονική. Το δημόσιο και το ιδιωτικό χρέος βρίσκονται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα.

Διάγραμμα Α14: ***Ανάλυση μοναδιαίου κόστους εργασίας***

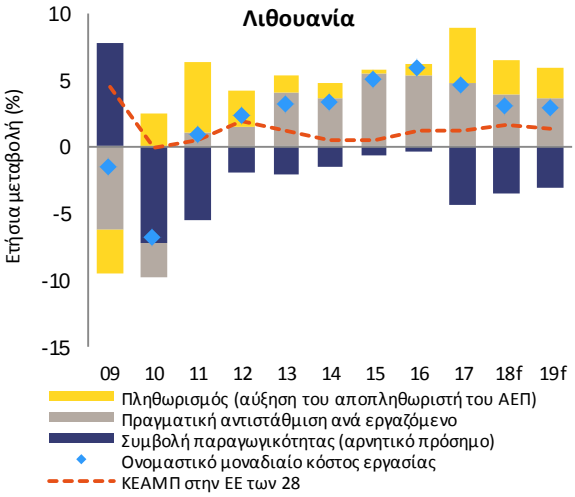


Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τη δυναμική της αγοράς εργασίας και με την εξωτερική ανταγωνιστικότητα, αν και στο παρόν στάδιο φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Ως εκ τούτου, στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Λιθουανία: Κατά τους προηγούμενους γύρους της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά τη Λιθουανία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP) και το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα Α15: ***Ανάλυση μοναδιαίου κόστους εργασίας***



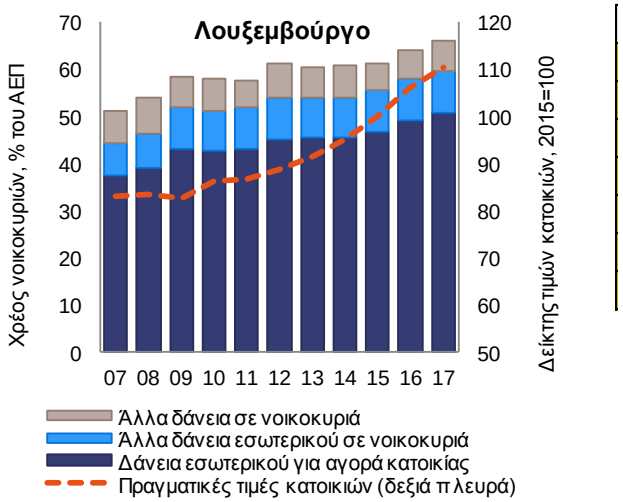
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι σε γενικές γραμμές ισορροπημένο και, δεδομένης της έντονης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, η αρνητική NIIP η οποία σε μεγάλο βαθμό συνίσταται σε ΑΞΕ, έχει βελτιωθεί, μολονότι εξακολουθεί να είναι ελαφρώς πάνω από το όριο. Επί σειρά ετών η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι υψηλή σε συγκριτικούς όρους, και από το 2015 ο δείκτης υπερβαίνει το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων, λόγω της μεγάλης αύξησης των μισθών που αντανακλά τη στενότητα στην αγορά εργασίας καθώς και της ταχείας αύξησης του κατώτατου μισθού από το 2016, μεταξύ άλλων. Μέχρι στιγμής ο αντίκτυπος του αυξανόμενου κόστους εργασίας στην εξωτερική ανταγωνιστικότητα κόστους και στις εξαγωγικές επιδόσεις είναι περιορισμένος, καθώς έχει απορροφηθεί εν μέρει από τη μείωση των περιθωρίων κέρδους, που ενδέχεται να μην είναι βιώσιμη μακροπρόθεσμα. Μελλοντικά αναμένεται να συνεχιστεί η ισχυρή αύξηση των μισθών σε συνθήκες μείωσης της ανεργίας και μεγαλύτερης στενότητας στην αγορά εργασίας. Συνολικά, αυτές οι εξελίξεις ενδέχεται μεσοπρόθεσμα να επιβαρύνουν την ανταγωνιστικότητα και τις προοπτικές ανάπτυξης της χώρας. Η δυναμική, κατά τα τελευταία έτη, άνοδος των τιμών των κατοικιών σταδιακά αυξάνεται, αν και παραμένει εντός του ορίου. Η πιστωτική επέκταση έχει αυξηθεί. Τα επίπεδα δημόσιου και ιδιωτικού χρέους εξακολουθούν να είναι σχετικά χαμηλά και σταθερά.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τη δυναμική του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και με την εξωτερική ανταγωνιστικότητα, αν και στο παρόν στάδιο φαίνεται ότι οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Ως εκ τούτου, στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια περαιτέρω εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Λουξεμβούργο: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, *δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες* όσον αφορά το Λουξεμβούργο. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, το ιδιωτικό χρέος, η μεταβολή του ποσοστού δραστηριότητας και το ποσοστό της μακροχρόνιας ανεργίας.

Διάγραμμα A16: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



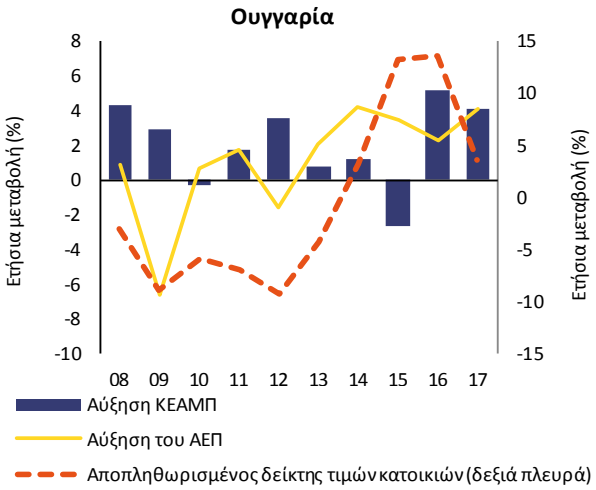
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Η εξωτερική θέση εξακολουθεί να εμφανίζει σταθερό πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και θετική και σταθερή NIIP. Εντούτοις, τα στοιχεία επηρεάζονται περισσότερο από τη θέση της χώρας ως διεθνούς χρηματοπιστωτικού κέντρου, παρά από τη δραστηριότητα της εγχώριας οικονομίας. Η συσσωρευμένη αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών έχει σταθεροποιηθεί. Ωστόσο, πολύ πρόσφατα καταγράφηκαν ορισμένες απώλειες αγορών, τις οποίες εν μέρει προξένησε η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας κόστους και στη συνέχεια επιδείνωσε η ισχυρότερη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και η αύξηση των τιμών εισαγωγής. Κατά την τελευταία δεκαετία, οι πραγματικές τιμές των κατοικιών αυξάνονται με σχετικά ταχείς ρυθμούς και γενικά εξακολουθούν να χρήζουν στενής παρακολούθησης. Η αύξηση στις τιμές των κατοικιών πραγματοποιείται στο πλαίσιο μιας δυναμικής αγοράς εργασίας, σε συνδυασμό με σημαντικές καθαρές μεταναστευτικές ροές και ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, ενώ η προσφορά είναι σχετικά περιορισμένη και παραμένει ανεπαρκής για να ανταποκριθεί στην έντονη ζήτηση. Η οικονομική προσιτότητα της στέγασης εξακολουθεί να επιδεινώνεται λόγω των συνεχώς αυξανόμενων τιμών των κατοικιών. Το εταιρικό χρέος είναι πολύ υψηλό, αλλά αφορά κυρίως διασυνοριακά ενδοεταιρικά δάνεια. Το επίπεδο του χρέους των νοικοκυριών, που συνίσταται κυρίως σε υποθήκες, σημειώνει σταθερή αύξηση, αντανακλώντας τον δυναμισμό της αγοράς ακινήτων και τους ευνοϊκούς όρους δανεισμού. Αν και τα χαμηλότερα επιτόκια και η μεγαλύτερη διάρκεια των ενυπόθηκων δανείων έχουν αμβλύνει την οικονομική πίεση που δέχονται τα νοικοκυριά και παρόλο που τα περισσότερα νέα ενυπόθηκα δάνεια έχουν σταθερό επιτόκιο, μεγάλο μέρος των υπερχρεωμένων νοικοκυριών παραμένει εκτεθειμένο στις αυξήσεις των επιτοκίων. Ωστόσο, η ευρωστία του τραπεζικού τομέα μετριάζει τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της χώρας. Το δημόσιο χρέος παραμένει πολύ χαμηλό. Παρά την πρόσφατη επιβράδυνση της οικονομίας, η αγορά εργασίας καθίσταται στενότερη και η ανεργία μειώνεται περαιτέρω.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται κυρίως ορισμένοι περιορισμένοι κίνδυνοι που σχετίζονται με τις συνεχώς αυξανόμενες τιμές των κατοικιών και το χρέος των νοικοκυριών. 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) και το δημόσιο χρέος.

Διάγραμμα Α17: ***ΑΕΠ, ΚΕΑΜΠ και τιμές κατοικιών***



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

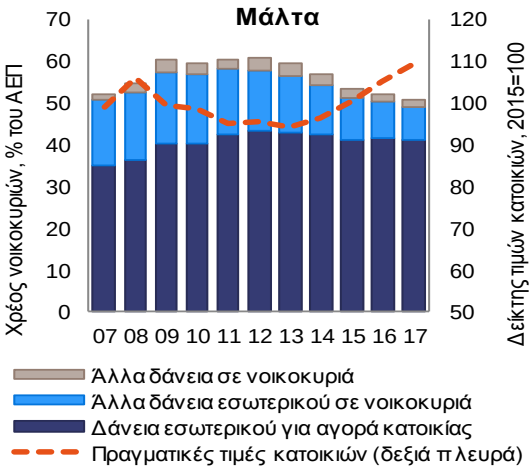
Κατά τα τελευταία έτη το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών οδήγησε σε ταχεία και σταθερή βελτίωση της αρνητικής NIIP, η οποία σε μεγάλο βαθμό αντανακλά και τις ΑΞΕ. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών αυξήθηκαν το 2017, υποβοηθούμενα από την ανάπτυξη της αυτοκινητοβιομηχανίας. Το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έχει αυξηθεί σημαντικά, σε συνθήκες αυξανόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας. Στις αυξήσεις του κόστους εργασίας προστέθηκαν διοικητικές μισθολογικές αυξήσεις, οι οποίες ωστόσο αντισταθμίστηκαν εν μέρει από τη μείωση των εργοδοτικών εισφορών κοινωνικής ασφάλισης. Οι δανειοδοτικές ροές προς τον ιδιωτικό τομέα πέρασαν σε θετικό έδαφος, αλλά το ύψος των χορηγηθεισών πιστώσεων του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να μειώνεται το 2017. Μετά τις σημαντικές αυξήσεις των προηγούμενων ετών, η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών έχει μετριαστεί. Ωστόσο, οι υψηλές αποτιμήσεις σε ορισμένες περιφέρειες και η ταχεία επέκταση του ενυπόθηκου δανεισμού χρήζουν προσοχής. Η συνεχιζόμενη ανάκαμψη της αγοράς ακινήτων ενδέχεται να συμβάλει στην περαιτέρω μείωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων, το οποίο παραμένει υψηλό. Ο τραπεζικός τομέας βελτίωσε την κερδοφορία του και την ικανότητά του να απορροφά κραδασμούς. Παρά τον ευνοϊκό οικονομικό κύκλο, το δημόσιο χρέος δεν έχει μειωθεί παρά μόνο σταδιακά, χάρη στην φιλοκυκλική δημοσιονομική πολιτική. Η ανεργία έπεσε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και η εντεινόμενη στενότητα της αγοράς εργασίας συνέβαλε στην ταχεία αύξηση των μισθών, η οποία εξακολούθησε να υπερβαίνει την αύξηση της παραγωγικότητας.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τη αγορά κατοικίας και την εντεινόμενη στενότητα της αγοράς εργασίας, αλλά οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

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

Το 2017 το υψηλό πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε περαιτέρω και διαμορφώθηκε σε πολύ υψηλά επίπεδα, συμπίπτοντας με ισχυρή βελτίωση της ήδη θετικής καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης. Ωστόσο, η εξωτερική θέση αντανακλά μάλλον τις διακυμάνσεις στον τομέα των επιχειρήσεων, ο οποίος έχει διεθνή προσανατολισμό, παρά τις εσωτερικές εξελίξεις. Οι εξελίξεις της ανταγωνιστικότητα κόστους και της ΠΣΣΙ ήταν σχετικά ευνοϊκές, ενώ η συγκρατημένη εξέλιξη των μισθών σε συνδυασμό με την σχετικά ισχυρή αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας έχουν συγκρατήσει την αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Το 2017 ο δείκτης ιδιωτικού χρέους προς το ΑΕΠ υποχώρησε σημαντικά χάρη στην ισχυρή αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Ενώ η μόχλευση του τομέα των επιχειρήσεων παραμένει υψηλή, ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά επιβραδύνεται. Ο δείκτης δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ ακολουθεί σταθερά καθοδική τάση. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν σημαντικά το 2017 και χρήζουν στενής παρακολούθησης. Ειδικότερα, η ισχυρή οικονομική δραστηριότητα και οι περιορισμένες δυνατότητες επένδυσης των ιδιωτικών αποταμιεύσεων έχουν οδηγήσει σε αναζωπύρωση του ενδιαφέροντος για την αγορά κατοικίας. Η ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού στον εγχώριο τραπεζικό τομέα βελτιώνεται και τα διαθέσιμα κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας φαίνεται ότι επαρκούν για την απορρόφηση των άμεσων κινδύνων που ενδέχεται να προκύψουν από την αγορά κατοικίας ή από το αντιληπτό θεσμικό πλαίσιο. Η αγορά εργασίας συνεχίζει να καταγράφει εξαιρετικές επιδόσεις, παρουσιάζοντας έντονη αύξηση της απασχόλησης και χαμηλή ανεργία που μειώνεται περαιτέρω.

Διάγραμμα Α18: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



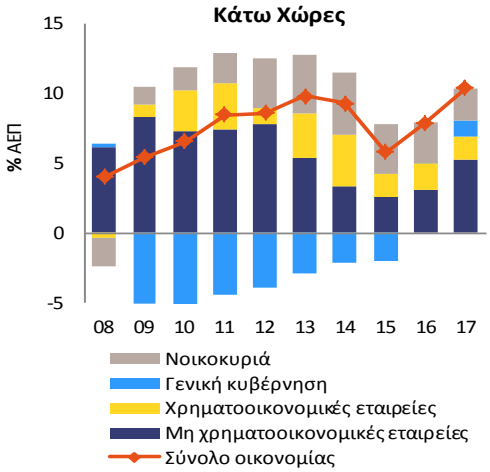
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα καταδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με την εξωτερική θέση και με τις αγορές κατοικίας σε συνθήκες εύρωστης οικονομικής ανάπτυξης, αν και στο παρόν στάδιο οι κίνδυνοι φαίνεται ότι είναι περιορισμένοι. Συνεπώς, στο παρόν στάδιο η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Κάτω Χώρες: Τον Μάρτιο του 2018 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι Κάτω Χώρες αντιμετωπίζουν *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά τα υψηλά αποθέματα ιδιωτικού χρέους και το μεγάλο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, το τριετές μέσο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το χρέος του ιδιωτικού τομέα και η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να είναι πολύ υψηλό και αυξήθηκε περαιτέρω το 2017, ενώ η θετική καθαρή διεθνής επενδυτική θέση μειώθηκε ελαφρά. Ενώ όλοι οι τομείς είναι καθαροί αποταμιευτές, η αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2017 οφειλόταν κυρίως στις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες με πλεόνασμα αποταμιεύσεων που συνδέεται με σχετικά υψηλή εταιρική κερδοφορία και συγκριτικά χαμηλό ποσοστό επενδύσεων. Η εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι υποτονική και η αύξηση των μισθών ευθυγραμμίζεται με την εξέλιξη της παραγωγικότητας. Το ιδιωτικό χρέος βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, ενώ το εταιρικό χρέος εξηγείται επίσης από το ενδοομιλικό χρέος των πολυεθνικών. Το χρέος των νοικοκυριών είναι υψηλό και τροφοδοτείται από τη γενναιόδωρη φορολογική μεταχείριση της ιδιοκατοίκησης και από τα ευνοϊκά επιτόκια των ενυπόθηκων δανείων. Ενώ το χρέος των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ παρουσιάζει πτωτική τάση, καταγράφεται και πάλι αύξηση του ονομαστικού χρέους. Η αγορά κατοικίας σημειώνει ισχυρή ανάκαμψη και η αύξηση των τιμών των κατοικιών το 2017 επιταχύνθηκε περαιτέρω, εν μέρει λόγω της ανεπαρκούς λειτουργίας της αγοράς ενοικίασης ακινήτων. Η στενότητα της αγοράς εργασίας εντείνεται καθώς η ανεργία είναι χαμηλή και σημειώνει πτώση.

Διάγραμμα Α19: ***Καθαρή δανειοληψία/δανειοδότηση ανά τομέα***

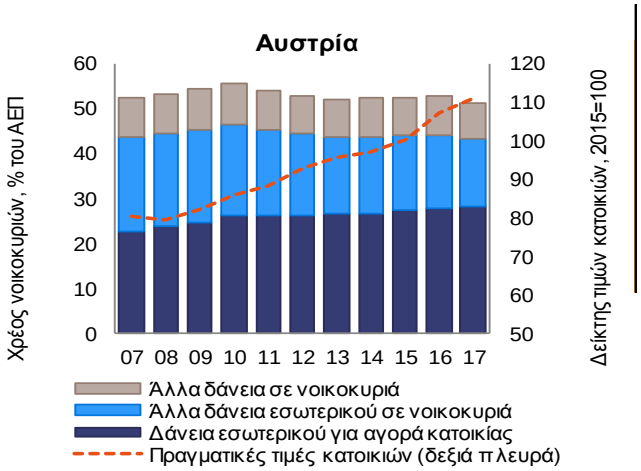


Πηγή: Eurostat

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό χρέος των νοικοκυριών και το μεγάλο πλεόνασμα των εγχώριων αποταμιεύσεων. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει σκόπιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπίας τον Μάρτιο του 2018.

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

Διάγραμμα Α20: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



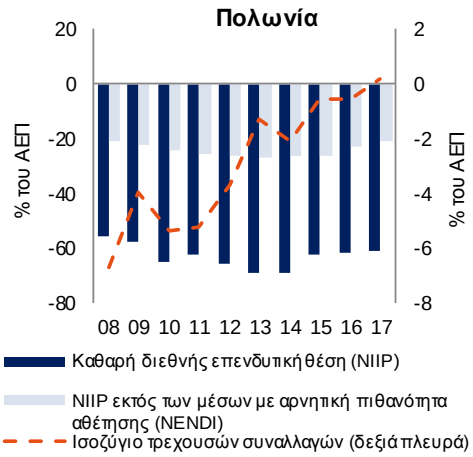
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Το 2017 το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε σταθερό σε μέτριο επίπεδο, με ελαφρώς θετική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών παρέμειναν σταθερά. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι χαμηλή, υποβοηθούμενη από την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας σε συνδυασμό με την περιορισμένη αύξηση των μισθών. Το 2017 συνεχίστηκε η ανοδική τάση των πραγματικών τιμών των κατοικιών, αλλά με βραδύτερο σε σύγκριση με το 2016 ρυθμό. Μολονότι οι εξελίξεις αυτές χρήζουν παρακολούθησης, από ό,τι φαίνεται, η αύξηση των τιμών δεν οφείλεται στον δανεισμό και παρατηρείται μικρή επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης. Επιπλέον, τα ποσοστά χρέους τόσο των εταιρειών όσο και των νοικοκυριών σημειώνουν βραδεία υποχώρηση. Επίσης, το δημόσιο χρέος συνέχισε την καθοδική του πορεία και μειώθηκε το 2017 χάρη στην ισχυρή οικονομική ανάπτυξη και τη συνεχιζόμενη εκκαθάριση στοιχείων ενεργητικού των εθνικοποιημένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. 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.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με τον στεγαστικό τομέα, αλλά οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Ως εκ τούτου, 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.

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



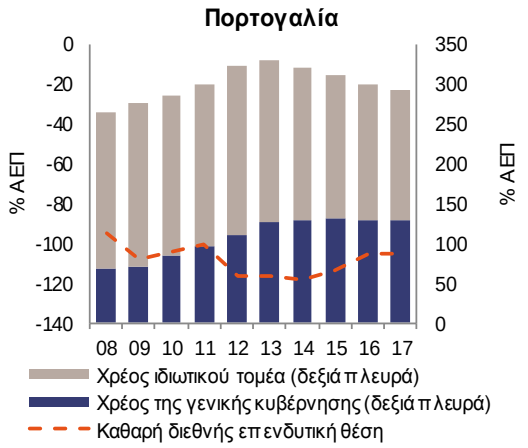
Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Το 2017 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε μια, σε γενικές γραμμές, ισοσκελισμένη θέση, ενώ η αρνητική NIIP παρέμεινε σταθερή. Οι εξωτερικές ευπάθειες παραμένουν περιορισμένες, δεδομένου ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις αντιπροσωπεύουν μεγάλο μέρος των εξωτερικών υποχρεώσεων. Το 2017 σημειώθηκε και πάλι ισχυρή αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Σε ένα πλαίσιο έντονης αύξησης της παραγωγικότητας και ανόδου των μισθών, η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι συγκρατημένη. Το 2017 ο δείκτης δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ υποχώρησε, αντικατοπτρίζοντας την έντονη αύξηση του ΑΕΠ και την ανατίμηση του ζλότι έναντι των νομισμάτων στα οποία είναι εκφρασμένο μέρος του ανεξόφλητου αποθέματος χρέους. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης υπολογιζόμενο ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε περαιτέρω από τα σχετικά χαμηλά επίπεδα στα οποία ήδη βρισκόταν, χάρη στην ταχεία ονομαστική οικονομική μεγέθυνση, το χαμηλότερο ονομαστικό έλλειμμα και την ανατίμηση του ζλότι. Οι κίνδυνοι του τραπεζικού τομέα παρέμειναν περιορισμένοι. Οι ισχυρές επιδόσεις της αγοράς εργασίας διατηρήθηκαν, με αποτέλεσμα το ποσοστό ανεργίας να υποχωρήσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με την καθαρή διεθνή επενδυτική θέση, ωστόσο οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι. Ως εκ τούτου, η Επιτροπή, στο παρόν στάδιο, δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαία η διενέργεια εμπεριστατωμένης ανάλυσης στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Πορτογαλία: Τον Μάρτιο του 2018 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Πορτογαλία αντιμετωπίζει *μακροοικονομικές ανισορροπίες*, ιδίως όσον αφορά τα μεγάλα αποθέματα καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων, το ιδιωτικό και δημόσιο χρέος 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, η ανεργία και οι η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών.

Διάγραμμα Α22: ***NIIP, χρέος ιδιωτικού τομέα και δημόσιο χρέος***



Πηγή: Eurostat

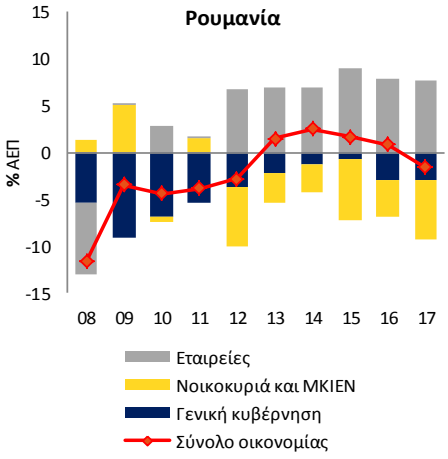
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι σταθερό και εμφανίζει μικρό πλεόνασμα, ενώ η NIIP παραμένει έντονα αρνητική και ο ρυθμός της προσαρμογής προβλέπεται ότι θα παραμείνει πολύ αργός. Η ανταγωνιστικότητα των τιμών επιδεινώθηκε ελαφρά το 2017 καθώς η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμήθηκε οριακά. Το 2017 το ονομαστικό ΚΕΑΜΠ παρουσίασε μέτρια αύξηση, ενώ η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας ήταν αρνητική. Ωστόσο, οι εξελίξεις αυτές είναι σε γενικές γραμμές παρόμοιες με τις εξελίξεις στους εμπορικούς εταίρους και καταγράφεται αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών. Η απομόχλευση του δημόσιου χρέους συνεχίζεται και η πιστωτική επέκταση παραμένει αδύναμη. Το δημόσιο χρέος εξακολουθεί να είναι πολύ υψηλό, αλλά προβλέπεται η σταθερή μείωσή του. Οι ισολογισμοί και το καθαρό εισόδημα των τραπεζών έχουν ενισχυθεί σημαντικά, αλλά εξακολουθούν να υφίστανται ευπάθειες, καθώς το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων εξακολουθεί να είναι υψηλό παρά την πρόσφατη μείωσή του. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών παραμένει ισχυρή, αλλά σε ένα πλαίσιο προηγούμενης υποεκτίμησης και σταθερού, σε γενικές γραμμές, αποθέματος ενυπόθηκων δανείων. Κατά τα τελευταία έτη η αγορά εργασίας, επωφελούμενη από τον θετικό οικονομικό κύκλο, βελτιώθηκε ευρέως, και η ανεργία υποχώρησε σημαντικά.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με ανισορροπίες στις μεταβλητές αποθέματος, και ιδίως τις καθαρές εξωτερικές υποχρεώσεις, το ιδιωτικό και το δημόσιο 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 εξάλειψή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπίας τον Μάρτιο του 2018.

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

Το 2017 συνεχίστηκε η επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών λόγω της επιτάχυνσης των εισαγωγών, κυρίως καταναλωτικών αγαθών. Παρά το αυξανόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η αρνητική NIIP, η οποία κατά βάση συνίσταται σε ΑΞΕ, σημείωσε περαιτέρω βελτίωση χάρη στην έντονη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Το 2017 συνεχίστηκαν οι καλές επιδόσεις των εξαγωγών και η Ρουμανία κέρδισε περαιτέρω μερίδια αγοράς εξαγωγικών αγορών. Ωστόσο, το 2017 το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σημείωσε πολύ ισχυρή αύξηση λόγω της υψηλότερης ανόδου των μισθών, ιδίως στον δημόσιο τομέα. Ενώ μέχρι στιγμής η Ρουμανία έχει ισχυρές εξαγωγικές επιδόσεις, από στοιχεία του παρελθόντος προκύπτει ότι η άνοδος των μισθών στον δημόσιο τομέα ενδέχεται να συμπαρασύρει και τον ιδιωτικό τομέα, εξέλιξη που μελλοντικά θα μπορούσε να πλήξει την ανταγωνιστικότητα κόστους. Το 2017 η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών σημείωσε οριακή μείωση και παραμένει μέτρια. Ο τραπεζικός τομέας συνεχίζει να διαθέτει ικανοποιητική κεφαλαιοποίηση και ρευστότητα. Η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα αυξήθηκε ελαφρώς, αλλά παραμένει υποτονική. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω το 2017, γεγονός που αντικατοπτρίζει την αυξανόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας, ενώ το ποσοστό δραστηριότητας βελτιώθηκε ελαφρά. Δεδομένης της ισχυρής αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, τόσο το ιδιωτικό όσο και το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκαν και παραμένουν σχετικά χαμηλά. Μεσοπρόθεσμα, ωστόσο, ο δημοσιονομικός προσανατολισμός αναμένεται να παραμείνει επεκτατικός παρά τις ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες, και ενδέχεται να έχει αρνητικό αντίκτυπο στο δημόσιο χρέος και στη δυναμική του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τόσο η επιδείνωση του εμπορικού ελλείμματος όσο και η επιτάχυνση του ΚΕΑΜΠ συνδέονται με την σταθερά φιλοκυκλική δημοσιονομική πολιτική της κυβέρνησης, η οποία τονώνει μια οικονομία που ήδη σημειώνει ισχυρή ανάπτυξη, μέσω επανειλημμένων περικοπών φόρων και αυξήσεων των μισθών στον δημόσιο τομέα. Επιπλέον, οι συχνές και απρόβλεπτες νομοθετικές αλλαγές συντελούν σε ένα αβέβαιο επιχειρηματικό περιβάλλον, έχοντας αρνητικές επιπτώσεις για τις επιχειρηματικές αποφάσεις και επενδύσεις, και ενδέχεται να πλήξουν την ελκυστικότητα της χώρας για τους ξένους επενδυτές.

Διάγραμμα Α23: ***Καθαρή δανειοληψία/δανειοδότηση ανά τομέα***

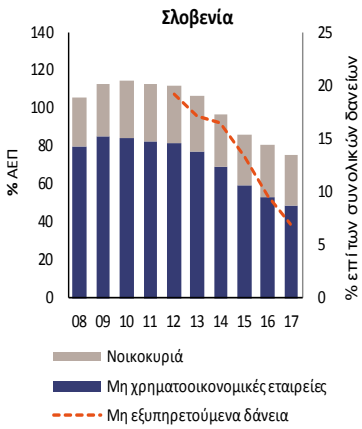


Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής.

Από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα καταδεικνύεται αύξηση των ευπαθειών, ιδίως όσον αφορά την εξωτερική θέση και την ανταγωνιστικότητα. Συνολικά, η Επιτροπή θεωρεί σκόπιμη την περαιτέρω μελέτη των ενεχόμενων κινδύνων στο πλαίσιο μιας εμπεριστατωμένης ανάλυσης, προκειμένου να αξιολογήσει την ενδεχόμενη ύπαρξη ανισορροπιών.

Σλοβενία: Τον Μάρτιο του 2018 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Σλοβενία *δεν αντιμετωπίζει πλέον μακροοικονομικές ανισορροπίες*. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, το δημόσιο χρέος και η πραγματική αύξηση των τιμών των κατοικιών υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα Α24: ***Χρέος ιδιωτικού τομέα και μη εξυπηρετούμενα δάνεια***



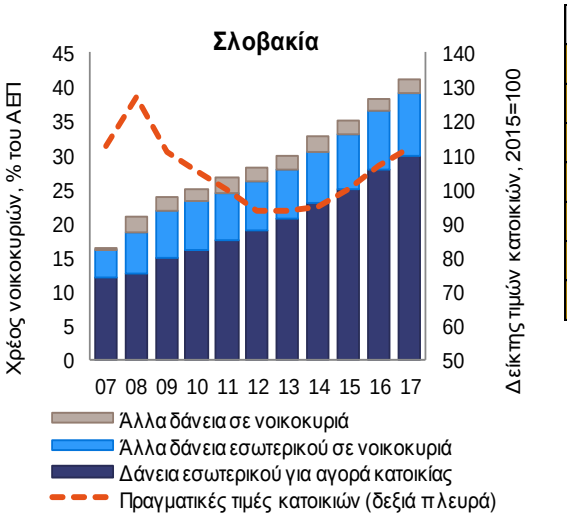
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Το 2017 το υψηλό πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε περαιτέρω, χάρη στην έντονη αύξηση των εξαγωγών. Η αρνητική NIIP παρουσίασε σημαντική βελτίωση και πλέον δεν υπερβαίνει το όριο. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών αυξήθηκαν, ενώ συγκρατήθηκε η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία υπέστη υποτίμηση. Το ιδιωτικό χρέος μειώθηκε περαιτέρω, κυρίως στον τομέα των επιχειρήσεων, ενώ οι πιστωτικές ροές προς τον ιδιωτικό τομέα επέστρεψαν σε θετικό έδαφος. Οι επενδύσεις βελτιώθηκαν σημαντικά, αλλά παραμένουν κάτω από τον ιστορικό μέσο όρο. Η άνοδος των τιμών των κατοικιών αυξήθηκε ελαφρώς έναντι των προηγούμενων ετών, ενώ οι επενδύσεις σε κατοικίες είναι σταθερές και η ενυπόθηκη πίστη συγκρατημένη. Το δημόσιο χρέος παραμένει σε υψηλά επίπεδα, αλλά έχει μειωθεί σε σχέση με την κορύφωση του 2015. Οι προβλεπόμενες δαπάνες λόγω της γήρανσης του πληθυσμού εξακολουθούν να αποτελούν κίνδυνο για τη μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη δημοσιονομική βιωσιμότητα. Ο τραπεζικός τομέας έχει σταθεροποιηθεί, η μόχλευσή του μειώνεται και το μερίδιο των μη εξυπηρετούμενων δανείων, το οποίο είναι ακόμη σχετικά υψηλό, εξακολουθεί να εμφανίζει πτωτική τάση και αναμένονται περαιτέρω μειώσεις. Η αγορά εργασίας σημείωσε περαιτέρω βελτίωση, καθώς το ποσοστό δραστηριότητας αυξήθηκε και το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε. Επίσης, η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας επιταχύνθηκε ελαφρά το 2017.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται κυρίως με τη μακροπρόθεσμη δημοσιονομική βιωσιμότητα. Ως εκ τούτου, 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, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (NIIP) και οι συνολικές υποχρεώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα A25: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



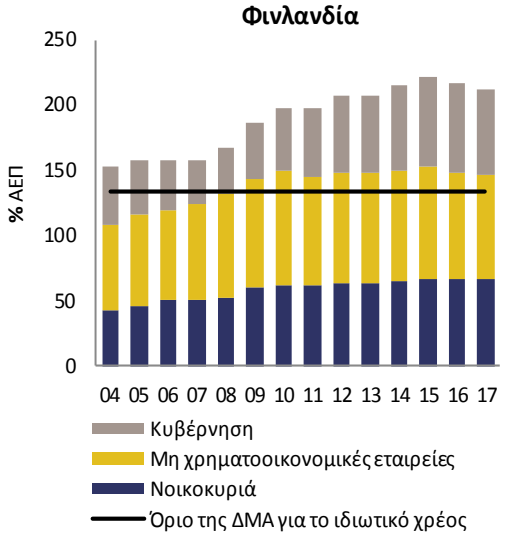
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε περαιτέρω το 2017, αλλά παραμένει μέτριο σε γενικές γραμμές. Η NIIP είναι αισθητά αρνητική, παρά τις πρόσφατες βελτιώσεις, ενώ οι κίνδυνοι είναι περιορισμένοι, καθώς μεγάλο μέρος των εξωτερικών υποχρεώσεων σχετίζεται με άμεσες ξένες επενδύσεις, ιδίως στην αναπτυσσόμενη αυτοκινητοβιομηχανία και στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών και η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία είναι σε γενικές γραμμές σταθερά. Η αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιταχύνθηκε, κυρίως λόγω της έντονης αύξησης των μισθών εν μέσω εντεινόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών παραμένει ισχυρή, αλλά επιβραδύνθηκε το 2017 σε σύγκριση με το 2016 και διαμορφώθηκε σε ποσοστό οριακά εντός ορίου. Η χορήγηση πιστώσεων στον ιδιωτικό τομέα επιβραδύνθηκε ελαφρά, ενώ ο δείκτης χρέους του ιδιωτικού τομέα ως προς το ΑΕΠ συνέχισε να αυξάνεται συνολικά. 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.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με εξωτερικές πτυχές, με την αγορά κατοικίας και την πιστωτική επέκταση, αλλά, από ό,τι φαίνεται, μέχρι στιγμής οι 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 και, συγκεκριμένα, το επίπεδο χρέους του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα, υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα Α26: ***Χρέος στους τομείς της οικονομίας***



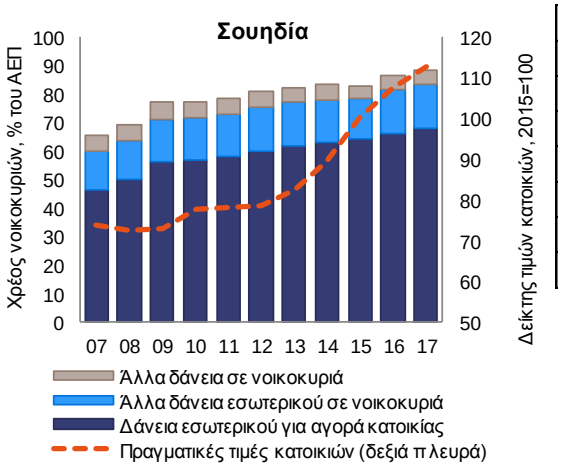
Πηγή: Eurostat

Έπειτα από αρκετά έτη με ελλείμματα, το 2017 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε σε ελαφρώς αρνητικά επίπεδα, ενώ η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση είναι οριακά θετική. Για δεύτερο συνεχόμενο έτος ανακτήθηκαν μερίδια εξαγωγικών αγορών και οι δείκτες ανταγωνιστικότητας κόστους βελτιώθηκαν, καθώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος υποχώρησε και η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία υπέστη υποτίμηση. Το 2018 και το 2019, οι εισαγωγές είναι πιθανό να αυξηθούν με γρηγορότερο ρυθμό από τις εισαγωγές. Ωστόσο, οι δείκτες ανταγωνιστικότητας κόστους αναμένεται ότι θα σταθεροποιηθούν καθώς ατονεί κάπως το θετικό αποτέλεσμα του συμφώνου ανταγωνιστικότητας. Το 2017 οι δείκτες χρέους του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα ως προς το ΑΕΠ υποχώρησαν περαιτέρω, αντανακλώντας την έντονη ανάκαμψη της παραγωγής. Ωστόσο, οι ευνοϊκοί όροι δανεισμού, τα χαμηλά επιτόκια και οι βελτιωμένες οικονομικές προοπτικές έχουν επιταχύνει την επέκταση της ιδιωτικής πίστωσης, γεγονός που μελλοντικά ενδέχεται να περιορίσει την απομόχλευση, ενώ το ιδιωτικό χρέος παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Το χρέος των νοικοκυριών είναι υψηλό και το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας παραμένει επαρκώς κεφαλαιοποιημένος, γεγονός που περιορίζει τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ενώ οι σχετικά σταθερές πραγματικές τιμές των κατοικιών υποδεικνύουν περιορισμένους κινδύνους για το χρέος του τομέα των νοικοκυριών. Η μείωση του δείκτη δημόσιου χρέους αντανακλά τη βελτίωση του περιβάλλοντος οικονομικής ανάπτυξης. Συνεχίζεται η αύξηση της απασχόλησης και η μείωση της ανεργίας χάρη στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας.

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

Σουηδία: Τον Μάρτιο του 2018 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Σουηδία αντιμετωπίζει *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, το χρέος του ιδιωτικού τομέα υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο.

Διάγραμμα Α27: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



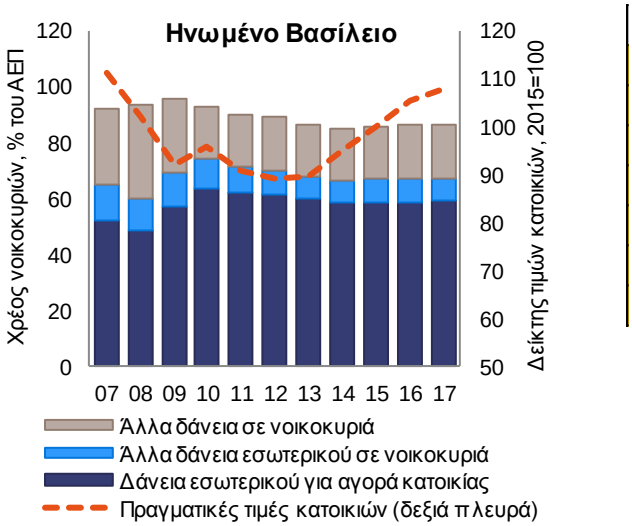
Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παραμένει συγκρατημένο και περιορίστηκε το 2017. Η NIIP μειώθηκε ελαφρώς και τώρα είναι σχεδόν ισοσκελισμένη. Οι απώλειες μεριδίων εξαγωγικών αγορών έχουν μετριαστεί και ο δείκτης πλέον βρίσκεται ελαφρώς κάτω από το όριο. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι συγκρατημένη, ενώ η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία υπέστη υποτίμηση. Το χρέος των νοικοκυριών είναι υψηλό και σημειώνει συνεχή αύξηση από το 2008, μεταξύ άλλων και το 2017. Η αύξηση αυτή σε συνδυασμό με τις αυξήσεις των τιμών των κατοικιών συνεπάγεται κινδύνους για τη μακροοικονομική σταθερότητα. Το φθινόπωρο του 2017 οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν ελαφρά, αλλά σε γενικές γραμμές παραμένουν πολύ υψηλές. Οι τιμές των κατοικιών και το χρέος των νοικοκυριών ωθούνται προς τα πάνω από την ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση της ιδιόκτητης στέγης, τα χαμηλά επιτόκια ενυπόθηκων δανείων και ειδικά χαρακτηριστικά της αγοράς ενυπόθηκων δανείων. Οι κίνδυνοι στο τραπεζικό σύστημα φαίνεται ότι είναι περιορισμένοι, καθώς η ποιότητα και η κερδοφορία των στοιχείων ενεργητικού παραμένουν σε υψηλά επίπεδα και τα νοικοκυριά διαθέτουν σε γενικές γραμμές οικονομική ευρωστία. Η αγορά εργασίας καθίσταται στενότερη και η ανεργία μειώνεται περαιτέρω.

Συνολικά, από την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύονται ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό ιδιωτικό χρέος και τις εξελίξεις στον στεγαστικό τομέα. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβάνοντας επίσης υπόψη τη διαπίστωση ανισορροπιών τον Μάρτιο του 2018.

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

Διάγραμμα Α28: ***Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών***



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

Το 2017 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε ελαφρά, κυρίως χάρη στη βελτίωση του ισοζυγίου πρωτογενούς εισοδήματος, αλλά εξακολουθεί να υφίσταται σημαντικό έλλειμμα και αρκετά μεγάλες συναφείς ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης. Η υποτίμηση της λίρας στερλίνας υποστήριξε την καθαρή διεθνή επενδυτική θέση, η οποία είναι ελαφρώς αρνητική, και βελτίωσε την ανταγωνιστικότητα των τιμών σε συνθήκες συγκρατημένης αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Ωστόσο, η μέχρι σήμερα επίδραση της ασθενέστερης στερλίνας στις καθαρές εμπορικές συναλλαγές είναι απογοητευτική. Έπειτα από σταδιακή απομόχλευση επί σειρά ετών, ο δείκτης χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ έχει φτάσει στο κατώτατο επίπεδό του. Ειδικότερα, το χρέος των νοικοκυριών εξακολουθεί παραμένει υψηλό και να χρήζει στενής παρακολούθησης. Η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών έχει επιβραδυνθεί και το κόστος της κατοικίας έχει σταθεροποιηθεί, αν και σε υψηλό επίπεδο. Το δημόσιο χρέος είναι υψηλό και σε γενικές γραμμές σταθερό. Η έντονη αύξηση της απασχόλησης συνέχισε να συνοδεύεται από χαμηλή και πτωτική ανεργία, μολονότι η παραγωγικότητα της εργασίας παραμένει ασθενής.

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

Πίνακας 1.1: Πίνακας αποτελεσμάτων της ΔΜΑ 2017

	Εξωτερικές ανισορροπίες και ανταγωνιστικότητα					Εσωτερικές ανισορροπίες						Δείκτες απασχόλησης[1]		
Έτος 2017	**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 τριετίας %)	**Μερίδιο εξαγωγικών αγορών - % των παγκόσμιων εξαγωγών** (μεταβολή πενταετίας %)	**Δείκτης ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (2010=100)** (μεταβολή τριετίας %)	**Δείκτης τιμών κατοικιών (2015=100), αποπληθωρισμένος** (ετήσια μεταβολή %)	**Πιστωτικές ροές του ιδιωτικού τομέα, ενοποιημένες** (% του ΑΕΠ)	**Χρέος ιδιωτικού τομέα, ενοποιημένο** (% του ΑΕΠ)	**Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης** (% του ΑΕΠ)	**Ποσοστό ανεργίας** (μέσος όρος τριετίας)	**Συνολικές υποχρεώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, μη ενοποιημένες** (ετήσια μεταβολή %)	**Ποσοστό δραστηριότητας - % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-64** (μεταβολή τριετίας σε εκ.μ.)	**Ποσοστό της μακροχρόνιας ανεργίας - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-74** (μεταβολή τριετίας σε εκ.μ.)	**Ποσοστό ανεργίας των νέων - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-24** (μεταβολή τριετίας σε εκ.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 pp	0.5 pp	2 pp
BE	-0.3	52.6	0.9	3.9	1.1	1.5p	-1.5	187.0	103.4	7.8b	0.7	0.3b	-0.8b	-3.9b
BG	3.1	-42.8	-3.3	19.4	13.6p	6.2	6.2	100.1	25.6	7.7	1.1	2.3	-3.5	-10.9
CZ	1.0	-26.5	5.4	8.2	5.9	9.1p	4.1	67.4	34.7	4.0	22.9	2.4	-1.7	-8.0
DK	8.1	56.3	-2.1	0.5	3.0	3.2	-1.4	204.0	36.1	6.0	4.1	0.7b	-0.4b	-1.6
DE	8.4	54.0	-2.5	6.5	5.1	2.9	4.9	100.1	63.9	4.2	4.0	0.5	-0.6	-0.9
EE	2.3	-31.4	2.9	2.6	12.4	1.8	3.6	106.4	8.7	6.3	9.7	3.6	-1.4	-2.9
IE	2.9	-149.3	-6.2	64.4	-17.2	9.5p	-7.5	243.6	68.4	8.4	4.3	0.9	-3.6	-9.0
EL	-0.8	-142.5	-2.8	-10.0	-1.0p	-2.2e	-0.8p	116.4p	176.1	23.3	-12.9	0.9	-3.9	-8.8
ES	1.8	-83.8	-2.5	9.8	0.0p	4.5	0.2p	138.8p	98.1	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
FR	-0.6	-20.1	-2.9	2.7	1.3p	1.8	7.0p	148.2p	98.5	10.0	4.3	0.5	-0.3	-1.9
HR	3.6	-62.4	0.0	20.0	-4.3d	2.8	1.2	98.4	77.5	13.5	3.9	0.3	-5.5	-17.7
IT	2.3	-5.3	-3.1	2.0	1.1	-2.0p	2.1	110.5	131.2	11.6	4.3	1.5	-1.2	-8.0
CY	-5.0	-121.5	-6.6	6.9	-2.7p	1.3p	8.7p	316.3p	96.1	13.0	-2.3	-0.4	-3.2	-11.3
LV	0.6	-56.3	1.7	7.8	14.7	5.5	0.3	83.5	40.0	9.4	6.1	2.4	-1.3	-2.6
LT	-0.7	-35.9	2.3	9.7	16.0	5.4	3.7	56.1	39.4	8.0	14.0	2.2	-2.1	-6.0
LU	5.0	47.0	-0.9	25.2	7.1	4.1	-15.5	322.9	23.0	6.1	-1.7	-0.6	0.5	-6.9
HU	4.0	-52.9	0.1	11.3	6.7	3.3	0.9	71.4	73.3	5.4	-8.0	4.2	-2.0	-9.7
MT	8.4	62.6	-2.3	11.2	1.7	4.1p	2.9	120.2	50.9	5.2	4.7	4.4	-1.1	-1.2
NL	8.3	59.7	-1.6	1.2	-0.2p	6.0	3.0p	252.1p	57.0	5.9	2.0p	0.7	-1.0	-3.8
AT	2.1	3.7	0.3	2.3	3.7	3.5	4.3	122.5	78.3	5.7	1.8	1.0	0.3	-0.5
PL	-0.3	-61.2	-3.4	28.4	4.5p	1.7	2.7	76.4	50.6	6.2	6.3	1.7	-2.3	-9.1
PT	0.4	-104.9	-0.7	14.6	3.5p	7.9	1.3p	162.2p	124.8	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9
RO	-2.2	-47.7	-5.5	37.0	11.9p	4.0	1.7p	50.8p	35.1	5.9	8.1	1.6	-0.8	-5.7
SI	5.7	-32.3	-2.0	18.6	3.4	6.2	0.8	75.6	74.1	7.9	5.1	3.3	-2.2	-9.0
SK	-2.0	-65.6	-1.9	6.7	6.9	4.4	5.9	96.1	50.9	9.8	17.9	1.8	-4.2	-10.8
FI	-0.7	2.4	-2.6	-4.3	-2.5	0.5	8.2	146.4	61.3	8.9	-3.8	1.3	0.2	-0.4
SE	4.0	1.8	-5.4	-4.3	3.7	4.6	13.1	194.4	40.8	7.0	6.8	1.0	-0.2	-5.1
UK	-4.6	-8.6	-10.7	-1.0	5.4	2.4	8.4	169.0	87.4	4.8	-1.6	0.9	-1.1	-4.9

Τα επιφωτισμένα αριθμητικά στοιχεία είναι εκείνα που επιτυγχάνουν ή υπερβαίνουν το όριο. Σημαίες: b: Διακοπή σειράς. d: Διαφορά ορισμού. e: Εκτίμηση. p: Προσωρινά στοιχεία.

1) Για τους δείκτες απασχόλησης, βλ. σελίδα 2 του AMR 2016. 2) Δείκτης τιμών κατοικιών = πηγή ΕθνΚΤ για EL. 3) Για ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα, HR, d: τα στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στην εθνική έννοια αντί της εγχώριας έννοιας. 4) Ποσοστό απασχόλησης, ποσοστό δραστηριότητας, Ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας και Ποσοστό ανεργίας των νέων: BE: Αναθεώρηση της μεθοδολογίας έρευνας. IE: εισαγωγή της νέας έρευνας για το εργατικό δυναμικό σε αντικατάσταση της τριμηνιαίας εθνικής έρευνας νοικοκυριών ως πηγής δεδομένων. DK: βελτίωση στη συλλογή δεδομένων, εισαγωγή των συνεντεύξεων με τη βοήθεια υπολογιστή.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat και Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων (για πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία), και στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, έκθεση για την παγκόσμια οικονομία (για παγκόσμιο όγκο εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών)

Πίνακας 2.1: Βοηθητικοί δείκτες, 2017

Έτος 2017	Πραγματικό ΑΕΠ (μεταβολή έτους %)	Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου (% του ΑΕΠ)	Ακαθάριστες εγχώριες δαπάνες για Ε&Α (% του ΑΕΠ)	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών πλέον κεφαλαίων (Καθαρή δανειοδότηση/δανειοληψία)	Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση εκτός των μέσων με αρνητική πιθανότητα αθέτησης (%	Άμεσες ξένες επενδύσεις στην οικονομία που υποβάλλει τα στοιχεία - ροές	Άμεσες ξένες επενδύσεις στην οικονομία που υποβάλλει στα στοιχεία - αποθέματα (% του ΑΕΠ)	Καθαρό εμπορικό ισοζύγιο ενεργειακών προϊόντων (% του ΑΕΠ)	Πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία - εμπορικοί εταίροι της ζώνης του ευρώ (μεταβολή τριετίας %)	Εξαγωγικές επιδόσεις έναντι προηγμένων οικονομιών (μεταβολή πενταετίας %)	Όροι εμπορίου (μεταβολή πενταετίας %)	Όγκος μεριδίου εξαγωγικών αγορών (ετήσια μεταβολή %)	Παραγωγικότητα της εργασίας (ετήσια μεταβολή %)	Ακαθάριστα μη εξυπηρετούμενα δάνεια εγχώριων και ξένων οντοτήτων (% των ακαθάριστων δανείων)	Επιδόσεις κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε σχέση με τη ΖΕ	Δείκτης τιμών κατοικιών (2015=100) - ονομαστικός (μεταβολή τριετίας %)	Κατασκευή κατοικιών (% του ΑΕΠ)	Χρέος νοικοκυριών, ενοποιημένο (συμπ. ΜΚΙΕΝ, % του ΑΕΠ)	Ενοποιημένη τραπεζική μόχλευση - εγχώριες και ξένες οντότητες (σύνολο περιουσιακών στοιχείων/βασικά κεφάλαια)
BE	1.7	23.5	:	0.8	45.0	-7.8	199.9	-2.5	2.8	-0.8	1.0	-0.3	0.3	2.7p	1.4	8.2	5.9	60.1	13.2p
BG	3.8	18.5	0.8p	7.7	33.1	3.8	88.4	-4.2	-3.0	14.0	5.7	0.5	2.0p	10.2p	50.9	19.5	2.9	20.4	7.7p
CZ	4.3	24.7	1.8p	2.0	28.8	4.3	78.3	-2.6	5.8	3.3	3.1	1.4	2.7	2.8p	1.0	24.4p	3.9	29.7	12.4p
DK	2.3	20.5	:	8.1	18.6	0.6	54.3	-0.1	-0.5	-4.0	2.9	-0.9	0.7	2.5p	-0.2	17.7	4.6	128.0	16.4p
DE	2.2	20.3	3.0e	7.9	41.5	2.1	42.1	-1.8	0.3	1.7	5.9	-0.7	0.7	1.8p	8.4	16.0	6.1	52.7	14.1p
EE	4.9	24.4	:	4.2	21.5	5.9	95.5	-0.6	2.5	-2.0	4.2	-1.8	2.1	1.9p	22.5	18.1	4.3	39.4	6.8p
IE	7.2	23.5	1.1	-1.1	-259.1	0.3	435.6	-1.2	-2.1	57.0	-0.1	2.5	4.2	9.9p	-39.2	32.8p	2.0	47.7	6.6p
EL	1.5p	12.9p	1.1p	-0.5	-126.4	1.8	17.6	-1.8p	-1.7	-14.1	7.4p	1.5p	0.0p	45.0p	-12.9	-8.3e	0.6p	57.0	8.8p
ES	3.0p	20.5p	:	2.1	-58.1	0.6	58.6	-1.8p	-1.0	4.8	0.8p	-0.1p	0.4p	4.4p	-11.1	15.1	5.2p	61.1	13.5p
FR	2.2p	22.5p	:	-0.5	-33.5	1.9	46.5	-1.7p	-0.5	-1.9	5.0p	-0.8p	1.1p	3.1p	-0.2	2.6	6.2p	58.6	15.2p
HR	2.9	20.1	:	4.5	-17.3	3.6	58.7	-2.9	0.7	14.6	2.5	1.1	0.7d	8.8p	-15.0	1.7	:	34.1	7.4p
IT	1.6	17.6	:	2.7	-3.9	0.5	26.1	-1.9	-0.6	-2.6	7.6	0.4	0.4	11.2p	-0.3	-4.6	4.4	41.3	12.2p
CY	4.2p	20.9p	:	-7.9	-95.1	50.0	1017.8	-4.2p	-3.7	2.1	0.9p	0.7p	0.4p	30.7p	-8.9	1.0p	5.7p	107.5	12.1p
LV	4.6	20.9	0.5p	1.5	-7.6	3.8	59.0	-3.0	0.9	2.9	3.4	0.9	4.7	5.6p	7.7	14.0	1.9	22.2	8.9p
LT	4.1	19.2	0.9	2.1	-7.9	2.4	40.9	-3.0	1.5	4.8	5.9	8.3	4.7	3.2p	8.9	19.0	2.7	22.4	10.7p
LU	1.5	18.9	:	4.5	-3947.3	-264.1	8263.3	-2.8	0.1	19.5	-0.1	-7.2	-1.8	0.7p	14.9	18.0	3.2	65.9	13.2p
HU	4.1	22.2	1.4	4.2	-8.1	-9.3	211.0	-3.8	0.7	6.3	3.3	-0.6	2.1	8.4p	6.3	35.8	2.8	18.8	9.7p
MT	6.7	21.1	0.6	14.3	229.6	27.3	1627.0	-8.9	1.4	6.2	2.7	-1.5	1.4	3.1p	4.8	17.5p	4.8	50.4	13.5p
NL	2.9p	20.5p	:	10.4	-29.5	39.4	615.5	-0.8p	-0.5	-3.3	1.7p	0.0p	0.7p	2.1p	-2.5	17.0	4.4p	104.5p	16.7p
AT	2.6	23.6	3.2p	1.9	-4.1	3.7	66.7	-2.1	2.1	-2.3	1.9	-0.6	0.8	3.5p	5.7	19.9	4.4	50.4	11.6p
PL	4.8	17.7	1.0	1.4	-20.7	2.0	49.7	-2.0	-3.0	22.7	6.1	4.2	3.4p	6.6p	1.7	7.4	2.8	34.9	8.8p
PT	2.8p	16.6p	1.3p	1.4	-60.9	4.6	79.6	-2.1p	0.9	9.5	7.3p	2.5p	-0.5p	13.3p	-8.2	20.6	2.8p	68.9	10.6p
RO	7.3p	22.6p	:	-2.0	-5.8	2.8	44.5	-1.3p	-5.0	30.9	3.6p	4.4p	4.3p	6.6p	32.8	15.6	:	16.1	9.6p
SI	4.9	18.5	:	6.4	-17.7	2.2	37.3	-2.6	-1.4	13.3	3.6	5.4	1.9	9.2p	1.1	12.5	2.1	27.1	8.0p
SK	3.2	21.4	0.9	-1.1	-15.1	6.3	72.4	-3.5	-1.5	1.9	-1.6	0.6	1.0	3.7p	2.0	19.0	2.7	40.6	9.3p
FI	2.8	22.1	2.8	-0.6	6.1	5.8	55.0	-1.6	-1.0	-8.6	5.5	2.2	1.6	1.2p	5.4	2.0	6.4	67.1	18.9p
SE	2.1	25.0	3.3	3.2	-7.0	5.8	4.2	-0.9	-3.9	-8.6	1.2	-2.1	-0.2	1.3p	5.6	30.7	5.7	88.2	16.5p
UK	1.7	17.2	1.7p	-3.8	-5.3	2.5	76.5	-0.6	-6.7	-5.4	5.3	0.4	0.7	1.5p	5.0	18.5	4.0	86.2	15.0p

Σημείες: d: Διαφορά ορισμού. e: Εκτίμηση. p: Προσωρινά στοιχεία.

1) Η προθεσμία επίσημης διαβίβασης των στοιχείων του 2017 σχετικά με τις ακαθάριστες εγχώριες δαπάνες για Ε&Α είναι η 31η Οκτωβρίου 2018 ενώ τα στοιχεία εξήχθησαν στις 24 Οκτωβρίου 2018. 2) Δείκτης τιμών κατοικιών: e = πηγή ΕθνΚΤ για EL. 3) Παραγωγικότητα της εργασίας για HR: d: στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στην εθνική έννοια αντί της εγχώριας έννοιας.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat και Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων (για την προσαρμοσμένη συναλλαγματική ισοτιμία), Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (για τα ακαθάριστα μη εξυπηρετούμενα δάνεια εγχώριων και ξένων οντοτήτων και την ενοποιημένη τραπεζική μόχλευση, εγχώριες και ξένες οντότητες), και στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, έκθεση για την παγκόσμια οικονομία (για παγκόσμιο όγκο εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών)

Πίνακας 2.1 (συνέχεια): Βοηθητικοί δείκτες, 2017

Έτος 2017	Ποσοστό απασχόλησης (ετήσια μεταβολή %)	Ποσοστό δραστηριότητας - % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-64 (%)	Ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-74 (%)	Ποσοστό ανεργίας των νέων - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-24 (%)	Νέοι εκτός απασχόλησης, εκπαίδευσης ή κατάρτισης - % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-24		Άτομα που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού - % του συνολικού πληθυσμού		Άτομα που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας μετά τις κοινωνικές παροχές - % του συνολικού πληθυσμού		Άτομα με σοβαρές υλικές στερήσεις - % του συνολικού πληθυσμού		Άτομα που ζουν σε νοικοκυριό με πολύ χαμηλή ένταση εργασίας - % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 0-59	
					%	μεταβολή τριετίας σε εκ.μ.	%	μεταβολή τριετίας σε εκ.μ.	%	μεταβολή τριετίας σε εκ.μ.	%	μεταβολή τριετίας σε εκ.μ.	%	μεταβολή τριετίας σε εκ.μ
BE	1.4	68.0b	3.5b	19.3b	9.3b	-2.7b	20.3	-0.9	15.9	0.4	5.1	-0.8	13.5	-1.1
BG	1.8p	71.3	3.4	12.9	15.3	-4.9	38.9	-1.2b	23.4	1.6	30.0	-3.1	11.1	-1.0
CZ	1.6	75.9	1.0	7.9	6.3	-1.8	12.2	-2.6	9.1	-0.6	3.7	-3.0	5.5	-2.1
DK	1.6	78.8b	1.3b	11.0	7.0b	1.2b	17.2	-0.7	12.4	0.3	3.1	-0.1	10.0	-2.2
DE	1.4	78.2	1.6	6.8	6.3	-0.1	19.0	-1.6	16.1	-0.6	3.4	-1.6	8.7	-1.3
EE	2.7	78.8	1.9	12.1	9.4	-2.3	23.4	-2.6b	21.0	-0.8	4.1	-2.1	5.8	-1.8b
IE	2.9	72.7	3.0	14.4	10.9b	-4.4b	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1.5p	68.3	15.6	43.6	15.3	-3.8	34.8	-1.2	20.2	-1.9	21.1	-0.4	15.6	-1.6
ES	2.6p	73.9	7.7	38.6	13.3	-3.8b	26.6	-2.6	21.6	-0.6	5.1	-2.0	12.8	-4.3
FR	1.1p	71.5	4.2	22.3	11.5	0.3b	17.1	-1.4	13.3	0.0	4.1	-0.7	8.1	-1.5
HR	2.2d	66.4	4.6	27.2	15.4	-3.9	26.4	-2.9	20.0	0.6	10.3	-3.6	12.2	-2.5
IT	1.2	65.4	6.5	34.7	20.1	-2.0	28.9	0.6	20.3	0.9	10.1	-1.5	11.8	-0.3
CY	3.9p	73.9	4.5	24.7	16.1	-0.9	25.2	-2.2	15.7	1.3	11.5	-3.8	9.4	-0.3
LV	0.0	77.0	3.3	17.0	10.3	-1.7	28.2	-4.5	22.1	0.9	11.3	-7.9	7.8	-1.8
LT	-0.5	75.9	2.7	13.3	9.1	-0.8	29.6	2.3	22.9	3.8	12.4	-1.2	9.7	0.9
LU	3.4	70.2	2.1	15.4	5.9	-0.4	21.5	2.5	18.7	2.3	1.2	-0.2	6.9	0.8
HU	2.0	71.2	1.7	10.7	11.0	-2.6	25.6	-6.2	13.4	-1.6	14.5	-9.5	6.6	-6.2
MT	5.2	72.2	1.6	11.3	8.6b	-1.7b	19.2	-4.6	16.8	0.9	3.3	-6.9	6.7	-3.1
NL	2.2p	79.7	1.9	8.9	4.0	-1.5	17.0	0.5	13.2	1.6	2.6	-0.6	9.5	-0.7
AT	1.7	76.4	1.8	9.8	6.5	-1.2	18.1	-1.1	14.4	0.3	3.7	-0.3	8.3	-0.8
PL	1.4p	69.6	1.5	14.8	9.5	-2.5	19.5	-5.2	15.0	-2.0	5.9	-4.5	5.7	-1.6
PT	3.3p	74.7	4.5	23.8	9.3	-3.0	23.3	-4.2	18.3	-1.2	6.9	-3.7	8.0	-4.2
RO	2.8p	67.3	2.0	18.3	15.2	-1.8	35.7	-4.6	23.6	-1.5	19.7	-6.2	6.9	-0.3
SI	2.9	74.2	3.1	11.2	6.5	-2.9	17.1	-3.3	13.3	-1.2	4.6	-2.0	6.2	-2.5
SK	2.2	72.1	5.1	18.9	12.1	-0.7	16.3	-2.1	12.4	-0.2	7.0	-2.9	5.4	-1.7
FI	1.2	76.7	2.1	20.1	9.4	-0.8	15.7	-1.6	11.5	-1.3	2.1	-0.7	10.7	0.7
SE	2.3	82.5	1.2	17.8	6.2	-1.0	17.7	-0.5	15.8	0.2	1.1	0.1	8.8	-0.2
UK	1.0	77.6	1.1	12.1	10.3	-1.6	:	:	:	:	4.9p	-2.5p	:	:

Σημαίες: b: Διακοπή σειράς. d: Διαφορά ορισμού. p: Προσωρινά στοιχεία.

1) Η προθεσμία επίσημης διαβίβασης των στοιχείων του 2017 σχετικά με τα Άτομα που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας και κοινωνικού αποκλεισμού είναι η 30ή Νοεμβρίου 2018 ενώ τα στοιχεία εξήχθησαν στις 24 Οκτωβρίου 2018. 2) Ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα και παραγωγικότητα της εργασίας για HR d: τα στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στην εθνική έννοια αντί της εγχώριας έννοιας. 3) Δείκτες έρευνας για το εργατικό δυναμικό για IE: εισαγωγή νέας ΕΕΔ σε αντικατάσταση της τριμηνιαίας εθνικής έκθεσης για τα νοικοκυριά ως πηγής στοιχείων.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat