ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Στρασβούργο, 17.12.2024
COM(2024) 702 final

ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης 2025

η οποία εκπονήθηκε σύμφωνα με το άρθρο 3 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011 σχετικά με την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ ΕΠΑΓΡΥΠΝΗΣΗΣ

Η έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης (AMR) προσδιορίζει τα κράτη μέλη τα οποία η Επιτροπή θεωρεί ότι μπορεί να πλήττονται ή κινδυνεύουν να πληγούν από ανισορροπίες, με βάση μια οικονομική ανάγνωση του πίνακα αποτελεσμάτων της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών (ΔΜΑ)([1])**.** Κατά την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αποτελεσμάτων εξετάζονται τα απολογιστικά στοιχεία για το 2023, τα οποία ερμηνεύονται με μελλοντοστρεφή τρόπο. Μελετώνται οι εξελίξεις πιθανών κινδύνων με βάση τις οικονομικές εξελίξεις εντός του έτους (2024) και τις προβλέψεις για το 2025 και το 2026 από τις φθινοπωρινές προβλέψεις 2024 της Επιτροπής, κατά περίπτωση. Μετά από πολλά έτη πραγματοποιήθηκαν αλλαγές στον πίνακα αποτελεσμάτων, και η παρούσα AMR είναι η πρώτη που βασίζεται στον αναθεωρημένο πίνακα αποτελεσμάτων. Οι κύριες αλλαγές παρουσιάζονται στο πλαίσιο 1, και περισσότερες λεπτομέρειες παρέχονται σε ειδικό έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής ([2]) σχετικά με τις εν λόγω αναθεωρήσεις του πίνακα αποτελεσμάτων, το οποίο συνοδεύει την παρούσα ανακοίνωση. Ένα άλλο έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής περιλαμβάνει την πλήρη οικονομική ανάλυση στην οποία βασίζεται η παρούσα ανακοίνωση. Το εν λόγω έγγραφο εργασίας συνοδεύεται από παράρτημα που περιλαμβάνει τις τιμές του πίνακα αποτελεσμάτων ([3]).

Η περίοδος υψηλού πληθωρισμού που ξεκίνησε το 2021 φτάνει στο τέλος της, καθώς ο πληθωρισμός μειώνεται κοντά στο επίπεδο-στόχο, αν και στον τομέα των υπηρεσιών εξακολουθεί να είναι υψηλός. Έως τα μέσα του 2024 η έντονα πληθωριστική περίοδος που ξεκίνησε το 2021 είχε φτάσει στο τέλος της. Οι συνολικοί ρυθμοί πληθωρισμού των τιμών καταναλωτή προσεγγίζουν σταδιακά τους στόχους των νομισματικών αρχών. Παρά τη συνολική αυτή μείωση, εξακολουθούν να υφίστανται πληθωριστικές πιέσεις. Ο εγχώριος πληθωρισμός —κυρίως από τις υπηρεσίες— εξακολουθεί να είναι γενικά υψηλός και παρουσιάζει αποκλίσεις, καθώς τα ποσοστά πληθωρισμού ορισμένων χωρών ξεχωρίζουν. Προς το παρόν, η συμβολή του στον επίσημο πληθωρισμό αντισταθμίζεται κατά την τρέχουσα περίοδο από την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού από εισαγόμενες πηγές, κυρίως των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, καθώς και από τις μειώσεις των τιμών των διαρκών καταναλωτικών αγαθών. Αυτή η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού οφείλεται τόσο στα αποτελέσματα βάσης όσο και στις χαμηλότερες τιμές της ενέργειας οι οποίες μετακυλίονται στις αγορές μέσω της μεταποιητικής διαδικασίας. Καθώς εξασθενεί η επίδραση αυτών των διεργασιών, ο πληθωρισμός στον τομέα των υπηρεσιών θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση των συνολικών ποσοστών, εάν στο μεταξύ δεν περιοριστεί. Δεδομένου ότι οι πραγματικοί μισθοί έφτασαν στα προπανδημικά επίπεδα μόλις φέτος, οι μισθολογικές απαιτήσεις ενδέχεται να εξακολουθήσουν να είναι υψηλές και να συμβάλουν στη διατήρηση του δομικού πληθωρισμού και του αποπληθωριστή του ΑΕΠ σε υψηλά επίπεδα.

([1]) Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1176/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Νοεμβρίου 2011, σχετικά με την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών.

([2]) Έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής σχετικά με τις αλλαγές στον πίνακα αποτελεσμάτων της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών [SWD(2024) 702].

([3]) Έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής, Έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης 2025 [SWD(2024) 700]· έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής, Στατιστικό παράρτημα που συνοδεύει την έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης 2025 [SWD(2024) 701].

Η οικονομική ανάπτυξη επανήλθε, αλλά το μακροοικονομικό περιβάλλον παρουσιάζει δυσκολίες. Η πραγματική ανάπτυξη ήταν υποτονική το 2023, καθώς τόσο η κατανάλωση όσο και οι επενδύσεις μειώθηκαν λόγω του συνδυασμού υψηλών επιτοκίων και μεγάλης αύξησης των τιμών και του κόστους. Το 2024 επανέρχεται η πραγματική ανάπτυξη, καθώς ανακάμπτει η αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών, χάρη και στην αύξηση των μισθών και τη μείωση του πληθωρισμού. Αυτό αναμένεται να έχει ως αποτέλεσμα τη διατήρηση της σχετικά δυναμικής ονομαστικής ανάπτυξης, παρά την υποχώρηση του πληθωρισμού. Τα επιτόκια, αν και παραμένουν σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα απ' ό,τι κατά το μεγαλύτερο μέρος της τελευταίας δεκαετίας, έχουν αρχίσει να μειώνονται. Έτσι αναμένεται να αρχίσει να αμβλύνεται η πίεση η οποία ασκείται στα νοικοκυριά, τις εταιρείες και τις κυβερνήσεις που έχουν χρέη προς εξυπηρέτηση. Ενώ χαλαρώνουν οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες, η δημοσιονομική πολιτική αυστηροποιείται σε ορισμένες χώρες, και αυτό μπορεί να έχει επιπτώσεις στην ανάπτυξη. Καθώς η πανδημία και οι κλυδωνισμοί στις τιμές της ενέργειας ανήκουν πλέον στο παρελθόν και επέστρεψε η ανάπτυξη, οι κυβερνήσεις αρχίζουν να μειώνουν τους δείκτες χρέους τους, οι οποίοι αυξήθηκαν εν μέρει λόγω των πολιτικών για τη στήριξη της ζήτησης κατά τη διάρκεια της πανδημίας και λόγω των κλυδωνισμών στις τιμές της ενέργειας. Το παγκόσμιο οικονομικό τοπίο παραμένει πολύπλοκο, με αναδυόμενες γεωπολιτικές εντάσεις και πιθανές οικονομικές διαταραχές οι οποίες ενέχουν σημαντικές δυσκολίες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τα επίπεδα του δημόσιου χρέους. Οι μόνιμοι κίνδυνοι εξακολουθούν να συντείνουν σε δυσμενέστερες εξελίξεις και οφείλονται στο παγκόσμιο πλαίσιο: στη σύγκρουση στη Μέση Ανατολή, στον συνεχιζόμενο πόλεμο της Ρωσίας κατά της Ουκρανίας και στο γενικά μεταβαλλόμενο γεωπολιτικό πλαίσιο, που ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά το παγκόσμιο εμπόριο και να δυσχεράνουν τις εξωτερικές συνθήκες.

Η πληθωριστική περίοδος που φτάνει στο τέλος της αφήνει πίσω της αποκλίνουσες πορείες ανάπτυξης και διαφορετικές αυξήσεις των συνολικών επιπέδων τιμών, που συνεπάγονται πιθανά ζητήματα ανταγωνιστικότητας κόστους. Οι συνολικοί ρυθμοί πληθωρισμού των τιμών καταναλωτή μειώθηκαν σημαντικά σε όλες τις χώρες, και σε κάποιες χώρες παρατηρήθηκαν ορισμένες σύντομες περίοδοι αποπληθωρισμού κατά το τελευταίο έτος. Στην πλειονότητά τους αυτές ήταν χώρες στις οποίες η ενέργεια και άλλα βασικά προϊόντα διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στη μείωση των τιμών, εν μέρει λόγω των αποτελεσμάτων βάσης. Ωστόσο, σε ορισμένες χώρες ο δομικός πληθωρισμός παραμένει σταθερά υψηλότερος απ' ό,τι σε άλλες παρόμοιες χώρες, επιτείνοντας τη συνολική σωρευτική αύξηση των επιπέδων τιμών η οποία σημειώθηκε τα τελευταία έτη. Το γεγονός αυτό ενισχύει την προοπτική συνεχιζόμενων αποτελεσμάτων ανάδρασης μεταξύ της αύξησης των μισθών και του πληθωρισμού των τιμών· για τις χώρες στις οποίες έχουν ήδη σημειωθεί πολύ έντονες αυξήσεις στα επίπεδα τιμών, τα εν λόγω συνεχιζόμενα αποτελέσματα ανάδρασης θα μπορούσαν να είναι ανησυχητικά. Η αύξηση του ΑΕΠ παρουσιάζει επίσης αποκλίνουσες τάσεις. Ενώ το συνολικό αφήγημα της χαμηλότερης ανάπτυξης το 2023, η οποία θα αυξηθεί το 2024 και το 2025, ισχύει —περίπου— για όλες τις χώρες, υπάρχουν έντονες διαφορές. Δεν υπάρχει σταθερό μοτίβο μεταξύ του υψηλού δομικού πληθωρισμού και της εγχώριας ζήτησης, πράγμα που υποδηλώνει σημαντικές διαφορές στο τοπίο που διαμορφώνεται μετά την κρίση. Ειδικότερα, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις ο υψηλός δομικός πληθωρισμός συνυπάρχει με τη σταθερά υψηλή αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ, σε άλλες περιπτώσεις εξακολουθεί να υφίσταται παρά την αρνητική ανάπτυξη του προηγούμενου έτους και τη συνεχιζόμενη εξασθένηση του πραγματικού ΑΕΠ, σε σχέση τόσο με άλλες χώρες όσο και με τους προπανδημικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Θεματική ανάγνωση ανά τομέα

- Το 2023 **τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκαν σε όλα σχεδόν τα κράτη μέλη**, καθώς οι τιμές της ενέργειας μειώθηκαν και η ζήτηση παρέμεινε υποτονική, αντιστρέφοντας εν μέρει την έντονη μείωση των εμπορικών ισοζυγίων από το 2022. Παρά τις αυξήσεις αυτές, τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών παραμένουν σε πολλές περιπτώσεις κάτω από τα προπανδημικά επίπεδα —ιδίως όσον αφορά ορισμένα κράτη με υψηλό καθαρό χρέος— και κάτω από τα επίπεδα που ευνοούν την ταχεία διόρθωσή τους. Σε ορισμένες αξιοσημείωτες περιπτώσεις, η εγχώρια ζήτηση παρέμεινε ισχυρή και τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών

φαίνεται να συνεχίζονται. Σε ορισμένες άλλες περιπτώσεις, η σημαντική βελτίωση —ή η σταθεροποίηση σε μέτριο επίπεδο— των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών είναι αποτέλεσμα κυκλικής —ή τουλάχιστον προσωρινής— μείωσης της ζήτησης. Στις περιπτώσεις αυτές, η επιστροφή σε ευνοϊκότερες συνθήκες μπορεί να αποκαλύψει μια πιο αρνητική υποκείμενη θέση. Εξακολουθούν να υφίστανται υψηλά πλεονάσματα, καθώς ορισμένα ισοζύγια εισοδημάτων και οι ιδιαιτερότητες κάποιων χωρών διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο σε ορισμένες περιπτώσεις. Το 2024 συνολικά, η σταδιακή βελτίωση της εγχώριας ζήτησης αντισταθμίζει τη συνεχιζόμενη βελτίωση των όρων εμπορίου, με αποτέλεσμα γενικά σταθερά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών κατά το τρέχον και το επόμενο έτος, αν και σε ετήσια βάση οι βελτιώσεις των τελευταίων τριμήνων εξακολουθούν να ενσωματώνονται στα δεδομένα. Σε σύγκριση με την προπανδημική περίοδο, σημειώθηκε μεταβολή στη δανειοδότηση και τη δανειοληψία των διαφόρων κλάδων της οικονομίας, καθώς οι κυβερνήσεις αύξησαν την καθαρή δανειοληψία τους και ο ιδιωτικός τομέας αύξησε την καθαρή δανειοδοτική του θέση. Το 2024 το αποτέλεσμα αυτό δεν είναι τόσο αισθητό όσο το 2023, δεδομένου ότι σημειώθηκε μείωση του κρατικού δανεισμού και αύξηση της αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα.

- Οι μεγάλες **αρνητικές καθαρές εξωτερικές θέσεις αποθεμάτων** μειώθηκαν σημαντικά το 2023, καθώς οι επιδράσεις του παρονομαστή διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο, υπεραντισταθμίζοντας ορισμένα σημαντικά ελλείμματα. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα έντονα αποτελέσματα αποτίμησης οδήγησαν σε περαιτέρω μειώσεις, αντικατοπτρίζοντας τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι μεγάλες **θετικές καθαρές εξωτερικές θέσεις** παρέμειναν σε γενικές γραμμές σταθερές, καθώς οι επιδράσεις του αριθμητή και του παρονομαστή εξισορροπούνται μεταξύ τους υπό το πρίσμα των συνεχιζόμενων μεγάλων πλεονασμάτων των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών.

- Το **ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ** άρχισε να αυξάνεται από το κατώτατο επίπεδό του στις αρχές του 2023 και έκτοτε συνεχίζει να αυξάνεται κάθε τρίμηνο. Η βελτίωση των όρων εμπορίου οδήγησε στην απότομη βελτίωση του ονομαστικού ισοζυγίου, ενώ η ζήτηση ήταν συνολικά υποτονική, γεγονός που αύξησε επίσης το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ παραμένει κάτω από το προπανδημικό επίπεδο, αντικατοπτρίζοντας τον διαρκή αντίκτυπο των υψηλότερων τιμών της ενέργειας ο οποίος επηρέασε το εμπορικό ισοζύγιο, καθώς και τη σταδιακή μείωση των ισοζυγίων πρωτογενών εισοδημάτων. Αυτές οι μειώσεις των ισοζυγίων πρωτογενών εισοδημάτων συγκεντρώνονται σε μικρό αριθμό χωρών και, σε ορισμένες περιπτώσεις, αντικατοπτρίζουν τις δραστηριότητες οντοτήτων ειδικού σκοπού, με ισχυρές διασυνοριακές χρηματοοικονομικές συνδέσεις, αλλά περιορισμένους δεσμούς με τις εγχώριες οικονομίες των κρατών. Παράλληλα, σημειώθηκε μείωση του (μικρού) πλεονάσματος στον τομέα των υπηρεσιών, αν και η συμβολή του τουρισμού βρίσκεται σε γενικές γραμμές στον πιο μακροπρόθεσμο μέσο όρο της. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ προβλέπεται να συνεχίσει να βελτιώνεται φέτος και να παραμείνει σε γενικές γραμμές σταθερό το επόμενο έτος, αντικατοπτρίζοντας το μακροχρόνιο έλλειμμα εγχώριων επενδύσεων σε σχέση με τις αποταμιεύσεις. Συνολικά, η έντονη βελτίωση των καθαρών διεθνών επενδυτικών θέσεων (NIIP) των καθαρών οφειλετών οδήγησε σε μονομερή επανεξισορρόπηση των **εξωτερικών θέσεων εντός της ζώνης του ευρώ**, παρά την απουσία διόρθωσης στην πλευρά των μεγάλων χωρών που είναι καθαροί πιστωτές.

- Η αύξηση του **κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (ΚΕΑΜΠ)** επιταχύνθηκε σημαντικά το 2023 συνολικά —αλλά με σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών— ωθούμενη, στις περισσότερες περιπτώσεις, από την επιτάχυνση της αύξησης των μισθών, καθώς και την υποτονική ή ακόμη και αρνητική αύξηση της παραγωγικότητας. Η πολύ έντονη αύξηση του ΚΕΑΜΠ αποτελεί για τα περισσότερα κράτη μέλη τη μεγαλύτερη αύξηση των τελευταίων ετών. Οι αυξήσεις των μισθών ήταν σημαντικές, αλλά σε ορισμένα κράτη μέλη οι πραγματικοί μισθοί δεν έχουν φτάσει ακόμη τα επίπεδα του 2019. Το 2024 βρίσκεται σε εξέλιξη η επιβράδυνση των μισθολογικών αυξήσεων, αλλά οι προβλεπόμενες αυξήσεις παραμένουν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα σε πολλές

χώρες. Οι αγορές εργασίας παρουσιάζουν στενότητα συνολικά, γεγονός που αυξάνει τη διαπραγματευτική ισχύ των εργαζομένων. Η ανεργία, μολονότι αυξάνεται σε ορισμένες χώρες, ξεκινάει από χαμηλό επίπεδο και εξακολουθεί να είναι περιορισμένη. Σε ορισμένες περιπτώσεις σημειώθηκε αύξηση της ανεργίας παράλληλα με πολύ πιο σημαντικές αυξήσεις της απασχόλησης, καθώς αυξήθηκε η μετανάστευση και/ή η συμμετοχή στην αγορά εργασίας. Στις μεγάλες χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες στη ζώνη του ευρώ παρουσιάστηκε αύξηση του ΚΕΑΜΠ κάτω από τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, ενώ πολλές χώρες που είναι καθαροί πιστωτές παρουσίασαν μεγαλύτερη ανάπτυξη· τα στοιχεία αυτά αναμένεται να στηρίξουν τη συμμετρική επανεξισορρόπηση των εξωτερικών θέσεων εντός της ζώνης του ευρώ.

- Το 2023 το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι άλλων σημαντικών νομισμάτων, καθώς η ΕΚΤ συνέχισε τον κύκλο αυστηρότερης πολιτικής. Ανατιμήθηκαν επίσης τα ευρωπαϊκά νομίσματα εκτός της ζώνης του ευρώ, με εξαίρεση τη σουηδική κορόνα. Ως εκ τούτου, οι **πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες (ΠΣΣΙ)** αυξήθηκαν συνολικά, με μόνες εξαιρέσεις τη Σουηδία και ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ με πολύ χαμηλότερο πληθωρισμό, όπου οι ΠΣΣΙ παρέμειναν σε γενικές γραμμές σταθερές. Στις χώρες με πολύ υψηλό πληθωρισμό, οι ΠΣΣΙ βάσει του ΕνΔΤΚ σημείωσαν άνοδο πάνω από 5 % σε ένα έτος και αυξήθηκαν ακόμα περισσότερο σε χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ στις οποίες παρουσιάστηκε τόσο έντονη ανατίμηση του εθνικού νομίσματος όσο και υψηλός πληθωρισμός. Το 2024 η ανατίμηση του ευρώ επιβραδύνθηκε σημαντικά, με αποτέλεσμα γενικά σταθερές ΠΣΣΙ σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, ενώ οι πολύ μικρότερες πλέον διαφορές στον πληθωρισμό προκαλούν σχετικά περιορισμένες μεταβολές των ΠΣΣΙ.

- Σε ολόκληρη την ΕΕ, οι δείκτες **εταιρικού χρέους ως προς το ΑΕΠ** παρουσίασαν έντονες μειώσεις για τρίτο κατά σειρά έτος το 2023, ενώ ο συνολικός δείκτης χρέους υποχώρησε στη χαμηλότερη τιμή του εδώ και πάνω από μια δεκαετία. Ενώ η μείωση οφειλόταν κυρίως στην επίδραση του πληθωρισμού στον παρονομαστή, οι περιορισμένες ή, σε ορισμένες περιπτώσεις, αρνητικές καθαρές πιστωτικές ροές συνέβαλαν επίσης στη συνολική μείωση του εταιρικού χρέους. Συνολικά, οι πιστωτικές ροές μειώθηκαν στα χαμηλότερα επίπεδά τους εδώ και πάνω από μια δεκαετία. Η εταιρική απομόχλευση συνδεόταν κυρίως με τη μείωση του αποθέματος δανείων, ενώ οι χρεωστικοί τίτλοι παρέμειναν σε γενικές γραμμές σταθεροί. Οι αυστηροί όροι χρηματοδότησης και τα υψηλά επιτόκια αύξησαν τις δαπάνες των επιχειρήσεων για τόκους και επηρέασαν αρνητικά την ικανότητα αποπληρωμής του χρέους του εταιρικού τομέα. Ωστόσο, παρά την ελαφρά αύξηση των χρηματοπιστωτικών ευπαθειών των εταιρειών, επί του παρόντος δεν υπάρχουν εκτεταμένες ενδείξεις ότι αυξάνονται οι αθετήσεις δανείων. Μετά την κορύφωσή τους στα μέσα του 2022, τα ποσοστά κέρδους υποχώρησαν στα προπανδημικά επίπεδα κατά τη διάρκεια του 2023 και στις αρχές του 2024, αποτυπώνοντας πιθανώς την προσαρμογή των επιχειρήσεων στους υψηλότερους μισθούς, αν και η υποτονική οικονομική δραστηριότητα και η ασθενής αύξηση της παραγωγικότητας πιθανόν έχουν ασκήσει, και θα συνεχίσουν να ασκούν, πίεση στα κέρδη σε ορισμένες χώρες και ορισμένους κλάδους. Το 2024 η απομόχλευση συνεχίζεται, αλλά με βραδύτερο ρυθμό, αντικατοπτρίζοντας την υποχώρηση του πληθωρισμού και τη μικρή αύξηση των πιστωτικών ροών, η οποία αναμένεται επίσης να συμβεί παράλληλα με τη σταδιακή, αλλά αργή, ανάκαμψη των εταιρικών επενδύσεων. Η ανάκαμψη αυτή αναμένεται να επιταχυνθεί, καθώς θα ενισχυθεί η ζήτηση και θα βελτιωθούν οι όροι χρηματοδότησης και η εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων.

- Ο ρυθμός αύξησης των **τιμών των κατοικιών** μετριάστηκε το 2023, μετά την έντονη άνοδο της περιόδου 2020-22. Ωστόσο, υπήρχαν σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών, καθώς οι τιμές μειώθηκαν σε ορισμένες χώρες, αλλά αυξήθηκαν σε άλλες. Η μείωση —ή η επιβράδυνση της αύξησης— των τιμών αντικατοπτρίζει την προσαρμογή στο υψηλότερο κόστος δανεισμού, καθώς τα νοικοκυριά είναι σε θέση να εξυπηρετήσουν χαμηλότερο απόθεμα δανείων. Η μικρή μείωση των επιτοκίων που έχει ήδη σημειωθεί, σε συνδυασμό με την προσαρμογή της αγοράς σε χαμηλότερο επίπεδο τιμών, έχει ως αποτέλεσμα την ανάκαμψη της ζήτησης το 2024, αν και σε ορισμένες χώρες συνεχίζεται η υποτονική αύξηση των τιμών. Παρά τη συγκράτηση που παρατηρήθηκε, οι

τιμές των κατοικιών εκτιμάται ότι παραμένουν υπερτιμημένες στα τρία τέταρτα των χωρών της ΕΕ, με πάνω από τις μισές να παρουσιάζουν ενδείξεις υπερτίμησης άνω του 10 %. Αυτό συμβαίνει παρά το γεγονός ότι οι μεγαλύτερες μειώσεις των τιμών των κατοικιών σημειώθηκαν σε αγορές που εκτιμήθηκαν ως οι πλέον υπερτιμημένες. Παράλληλα, σε ορισμένες χώρες η αύξηση των τιμών των κατοικιών εξακολουθεί να είναι πολύ έντονη. Συνολικά, καταγράφηκε μείωση της κατασκευής κατοικιών και της απόκτησης αδειών, ιδίως σε χώρες όπου οι τιμές σημείωσαν σημαντικότερη διόρθωση, γεγονός που αναμένεται να συνεχίσει να περιορίζει την προσφορά στο εγγύς μέλλον, με αποτέλεσμα την ανάκαμψη της υποκείμενης δυναμικής που οδήγησε σε έντονες αυξήσεις των τιμών των κατοικιών τα τελευταία έτη.

- Οι **δείκτες χρέους των νοικοκυριών** συνέχισαν να μειώνονται το 2023 όπως και τα τελευταία έτη, υποχωρώντας σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στις περισσότερες χώρες της ΕΕ. Ενώ η μείωση του 2023 οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στην επίδραση του υψηλού πληθωρισμού στον παρονομαστή, η συρρίκνωση των πιστωτικών ροών συνέβαλε και αυτή στον περιορισμό των επιπτώσεων του νέου δανεισμού στο χρέος. Η αύξηση του κόστους δανεισμού ήταν απότομη και πέρασε αμέσως στα νέα δάνεια, μειώνοντας τη ζήτηση για ενυπόθηκα δάνεια. Οι πληρωμές τόκων για υφιστάμενα δάνεια επηρεάστηκαν πιο άμεσα σε χώρες όπου τα ενυπόθηκα δάνεια είναι πιθανότερο να έχουν κυμαινόμενα επιτόκια ή πολύ σύντομες περιόδους σταθερού επιτοκίου, και όπου οι διάρκειες των ενυπόθηκων δανείων είναι μεγάλες. Οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών ανέκαμψαν κάπως το 2023, ενώ είχαν προηγηθεί δύο έτη μείωσής τους μετά την απότομη αύξηση που προκάλεσε η πανδημία. Κατά μέσο όρο, οι τόκοι που εισέπραξαν τα νοικοκυριά αυξήθηκαν ελαφρώς περισσότερο από τους τόκους που κατέβαλαν. Ωστόσο, δεδομένου ότι τα περιουσιακά στοιχεία και τα δάνεια ανήκουν σε διαφορετικά νοικοκυριά, σε κάποιες χώρες ορισμένα νοικοκυριά ενδέχεται να αντιμετωπίζουν σημαντικές πιέσεις από τα υψηλά επιτόκια. Η πολύ πρόσφατη μείωση των επιτοκίων και η προσδοκώμενη αύξηση των μισθών αναμένεται να μετριάσουν κάπως τις πιέσεις στο μέλλον. Το 2024 τα οικονομικά των νοικοκυριών συνέχισαν να ενισχύονται συνολικά, αν και με βραδύτερο ρυθμό απ' ό,τι το 2023.

- Η έντονη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ λόγω του υψηλού πληθωρισμού συνέχισε να στηρίζει τη μείωση του **δημόσιου χρέους** το 2023, παρά τα ακόμη σημαντικά δημοσιονομικά ελλείμματα. Το 2024 και το 2025 ορισμένες χώρες με υψηλό χρέος δεν αναμένεται να ακολουθήσουν σημαντικά αυστηρότερη πολιτική όσον αφορά τα πρωτογενή δημοσιονομικά ελλείμματα και, ως αποτέλεσμα της λιγότερο ευνοϊκής διαφοράς μεταξύ της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ και των επιτοκίων, η έντονη μείωση των δεικτών του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ που ήταν εμφανής από το 2021 προβλέπεται είτε να μετριαστεί είτε να σταματήσει. Ωστόσο, σε ορισμένες χώρες —ιδίως σε χώρες με υψηλό χρέος— εξακολουθεί να προβλέπεται ότι οι σημαντικές μειώσεις του χρέους θα συνεχιστούν και το 2024. Πρόκειται για χώρες με πλεονάσματα ή περιορισμένα ελλείμματα και συνεχιζόμενη έντονη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ που αναμένεται να συμβάλει στην απομόχλευση. Για ορισμένες χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ ενδέχεται να υπάρχουν πρόσθετοι κίνδυνοι που συνδέονται με τον κρατικό δανεισμό, όταν σχετικά μεγάλα ποσοστά του δημόσιου χρέους τους είναι εκφρασμένα σε ξένα νομίσματα και, ως εκ τούτου, μπορούν να επηρεαστούν από τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Τα επόμενα έτη, η εφαρμογή του νέου δημοσιονομικού πλαισίου της ΕΕ θα στηρίξει την απομόχλευση του δημόσιου τομέα.

- Συνολικά, **ο χρηματοπιστωτικός τομέας** στην ΕΕ συνέχισε να επιδεικνύει ανθεκτικότητα το 2023, καθώς οι τράπεζες ωφελήθηκαν από υψηλότερα έσοδα από τόκους και τα ποσοστά των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) παρέμειναν σταθερά. Τα υψηλότερα επιτόκια είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση των περιθωρίων επιτοκίων, καθώς οι τράπεζες μετακύλισαν τα υψηλότερα επιτόκια ταχύτερα στα δάνεια από ό,τι στις καταθέσεις. Έτσι ενισχύθηκε η κερδοφορία των τραπεζών, ιδίως των τραπεζών που στηρίζονται περισσότερο στη χρηματοδότηση μέσω καταθέσεων. Ο δείκτης κεφαλαίου κοινών μετοχών της κατηγορίας 1 αυξήθηκε ελαφρώς. Συνολικά, τα ΜΕΔ παραμένουν σταθερά, αν και το 2024 παρατηρήθηκαν ορισμένες αυξήσεις οι οποίες φαίνεται να συνδέονται κυρίως με τη διόρθωση των τιμών των εμπορικών ακινήτων που

βρίσκεται σε εξέλιξη σε ορισμένες χώρες, αλλά και με τις γενικά ασθενέστερες κυκλικές συνθήκες. Τα πιστοδοτικά κριτήρια έγιναν αυστηρότερα το 2023, ενώ σημειώθηκε μείωση τόσο της προσφοράς όσο και της ζήτησης δανείων από νοικοκυριά και από μη χρηματοοικονομικές εταιρείες. Ο τραπεζικός τομέας εξακολουθεί να είναι ανθεκτικός το 2024, αν και υπάρχουν ορισμένες ενδείξεις επιδείνωσης της ποιότητας των περιουσιακών στοιχείων, καθώς ορισμένοι δανειολήπτες —συμπεριλαμβανομένων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον τομέα των ακινήτων— πλήττονται από τα υψηλότερα επιτόκια και αναντιστοιχία ρευστότητας. Εκτός του τραπεζικού τομέα, ο μη τραπεζικός χρηματοπιστωτικός τομέας επηρεάζεται αναμφισβήτητα από πρόσθετους κινδύνους που σχετίζονται με τις αυστηρότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες, την επιδείνωση της πιστωτικής ποιότητας και την πιθανότητα μη ομαλής διόρθωσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Στους εν λόγω κινδύνους περιλαμβάνονται οι κίνδυνοι ρευστότητας και οι κίνδυνοι που σχετίζονται με τη διασύνδεση, δεδομένου ότι οι δεσμοί μεταξύ του τραπεζικού και του μη τραπεζικού τομέα είναι ιδιαίτερα ισχυροί στην ΕΕ. Οι διαταραχές στον τομέα των επενδυτικών κεφαλαίων ή στον ασφαλιστικό τομέα μπορούν να έχουν δευτερογενείς επιπτώσεις στον τραπεζικό τομέα και αντιστρόφως. Η κάμψη του τομέα των εμπορικών ακινήτων ενέχει κίνδυνο για ορισμένα τμήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα και μπορεί να έχει αρνητικές δευτερογενείς επιπτώσεις στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα και στην πραγματική οικονομία.

Προοπτικές όσον αφορά τις οικονομικές ανισορροπίες

Οι προοπτικές όσον αφορά τις ανισορροπίες βασίζονται στο ασυνήθιστα ισχυρό πληθωριστικό περιβάλλον, το οποίο είχε ως αποτέλεσμα να μειωθούν σημαντικά οι δείκτες χρέους. Το 2023 οι ρυθμοί του πληθωρισμού μειώθηκαν σημαντικά, φτάνοντας κοντά στο επίπεδο-στόχο των κεντρικών τραπεζών έως το τέλος του έτους. Ωστόσο, καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, οι αυξήσεις των τιμών και του κόστους συνέβαλαν καθοριστικά στις προοπτικές όσον αφορά τις ανισορροπίες. Οι υψηλοί αποπληθωριστές ΑΕΠ είχαν ισχυρή επίδραση παρονομαστή στους κύριους δείκτες χρέους. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η διόρθωση των ανισορροπιών που κληροδοτήθηκαν από το παρελθόν —κυρίως των υψηλών αποθεμάτων χρέους— συνεχίστηκε, και πολλά συγκεντρωτικά μεγέθη, ιδίως το εταιρικό χρέος και το χρέος των νοικοκυριών, βρίσκονται πλέον στο χαμηλότερο επίπεδο εδώ και πολλά χρόνια. Εξαίρεση αποτελεί το δημόσιο χρέος ορισμένων χωρών στις οποίες, παρά τις περαιτέρω μειώσεις που σημειώθηκαν το 2023, οι δείκτες χρέους δεν έχουν επανέλθει ακόμη στα προ του 2020 επίπεδα.

Οι πληθωριστικές πιέσεις των τελευταίων ετών έχουν μεταβάλει το οικονομικό τοπίο. Παρόλο που ο πληθωρισμός έχει μειωθεί και πλέον συμβάλλει λιγότερο στην απομόχλευση του χρέους, οι επιπτώσεις του υψηλού πληθωρισμού των τελευταίων ετών συνεχίζονται και θα συνεχίσουν να προκαλούν ανισορροπίες. Σε πολλές χώρες, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος προβλέπεται να συνεχίσει να αυξάνεται αισθητά, καθώς η μείωση των πραγματικών διαθέσιμων εισοδημάτων αντισταθμίζεται μέσω των μισθών. Παρά τη σταδιακή χαλάρωση των νομισματικών πολιτικών των κεντρικών τραπεζών, συμπεριλαμβανομένης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, τα επιτόκια παραμένουν και αναμένεται να παραμείνουν σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με την τελευταία δεκαετία. Η κατάσταση αυτή επηρεάζει την επιβάρυνση από τόκους που συνδέεται με το χρέος, καθώς και την αξία των περιουσιακών στοιχείων σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Λόγω των υψηλότερων επιτοκίων, έχουν ήδη μειωθεί οι επενδύσεις, τόσο στον τομέα της στέγασης όσο και στον επιχειρηματικό τομέα.

Η ονομαστική ανάπτυξη θα συμβάλει σε μικρότερο βαθμό στην παθητική απομόχλευση τα επόμενα έτη. Η συνολική ονομαστική ανάπτυξη προβλέπεται να παραμείνει λίγο υψηλότερη σε σχέση με πριν από την πανδημία, κάτι το οποίο οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στον αποπληθωριστή ΑΕΠ που παραμένει ελαφρώς αυξημένος. Ωστόσο, κατά τα επόμενα έτη, δεν θα είναι πλέον δυνατό να μειωθούν περαιτέρω τα επίπεδα χρέους αν δεν περιοριστεί η δανειοληψία. Τα νοικοκυριά με μεγάλα χρέη και ενυπόθηκα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου ή ενυπόθηκα δάνεια των οποίων οι περίοδοι σταθερού επιτοκίου έχουν λήξει ή λήγουν ενδέχεται να υποστούν πιέσεις λόγω της αύξησης των

πληρωμών τόκων. Όσον αφορά τις εταιρείες, παρατηρείται μείωση των πιστωτικών ροών, καθώς και πτώση των κερδών ανά μονάδα προϊόντος, τα οποία είχαν αυξηθεί σημαντικά, πιθανότατα για να απορροφηθούν εν μέρει οι αυξήσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, καθώς οι μισθοί προσαρμόζονται στο κόστος διαβίωσης.

Σε ορισμένες χώρες υπάρχουν σημαντικά υποκείμενα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το καθαρό εξωτερικό χρέος είναι πιθανό να αρχίσει εκ νέου να αυξάνεται. Σε ορισμένες περιπτώσεις, το εξωτερικό χρέος έχει φτάσει σε σημείο καμπής, δεδομένου ότι τα σημαντικά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δεν αντισταθμίζονται πλέον από την ονομαστική ανάπτυξη, πράγμα το οποίο αναμένεται να έχει ως αποτέλεσμα την επιδείνωση της καθαρής εξωτερικής θέσης κατά τα επόμενα έτη. Μολονότι αυτό δεν ισχύει για τις χώρες με τα υψηλότερα επίπεδα εξωτερικού χρέους, ισχύει για ορισμένες χώρες στις οποίες το εξωτερικό χρέος θα μπορούσε να αυξηθεί σε ανησυχητικό βαθμό χωρίς την ανάληψη αποτελεσματικής δράσης πολιτικής. Η ανάληψη δράσης περιλαμβάνει κατά κανόνα τη συγκράτηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με σκοπό τον περιορισμό της υψηλής ζήτησης και, ταυτόχρονα, την αντιμετώπιση των εναπομενουσών πληθωριστικών πιέσεων, αλλά ενδέχεται επίσης να απαιτηθεί αναπροσαρμογή στον τομέα των νοικοκυριών ή στον εταιρικό τομέα.

Οι προκλήσεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα κόστους αυξάνονται τα τελευταία έτη, και ορισμένες χώρες αντιμετωπίζουν πλέον πολύ υψηλότερα επίπεδα τιμών και κόστους λόγω σωρευτικών αυξήσεων, οι οποίες σε ορισμένες περιπτώσεις συνεχίζουν να επιδεινώνονται. Μολονότι οι διαφορές πληθωρισμού έχουν μειωθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό —και σε πολλές περιπτώσεις έχουν εξαλειφθεί—, σε ορισμένα κράτη μέλη έχουν οδηγήσει σε σημαντικά υψηλότερες σχετικές τιμές και σχετικό κόστος. Μολονότι αυτό ισχύει κυρίως στις χώρες που εξακολουθούν να έχουν κάποιο δυναμικό κάλυψης της διαφοράς τους έναντι των υπολοίπων, η αύξηση φαίνεται πολύ μεγαλύτερη από αυτή που θα μπορούσε να αποδοθεί αξιόπιστα σε παράγοντες όπως η επίδραση Balassa-Samuelson και δεν οφείλεται σε αύξηση της παραγωγικότητας. Συνεπώς, οι τιμές στις εν λόγω χώρες βρίσκονται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με το παρελθόν, γεγονός το οποίο θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά την ανταγωνιστικότητά τους, ιδίως αν αυτή ήταν ήδη εξασθενημένη πριν από την πανδημία. Θα χρειαστεί χρόνος για να διορθωθούν αυτές οι επιπτώσεις: απαιτείται είτε απότομη μείωση των τιμών και του κόστους, η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε οικονομικές διαταραχές, είτε παρατεταμένη περίοδο συγκράτησης των τιμών και του κόστους έναντι των εμπορικών εταίρων, η οποία θα είναι μεγαλύτερη σε διάρκεια ή εντονότερη από ό,τι θα ήταν σε διαφορετική περίπτωση.

Τα αυξημένα επίπεδα τιμών και κόστους μπορούν να ασκήσουν περαιτέρω πιέσεις στο εξωτερικό σκέλος, και σε ορισμένες περιπτώσεις ενδέχεται να προκύψουν δυσκολίες στη συγκράτηση περαιτέρω αυξήσεων των τιμών και του κόστους. Σε ορισμένες χώρες που παρουσιάζουν έντονη αύξηση των επιπέδων τιμών και κόστους, υπάρχουν και άλλες δυσμενείς συνθήκες που ενέχουν ιδιαίτερους κινδύνους. Η απώλεια εξαγωγικών αγορών, η οποία μπορεί να συνδέεται με γεωπολιτικά αίτια, ενδέχεται να είναι πιο δύσκολο να αντισταθμιστεί με την εξεύρεση νέων ευκαιριών λόγω της αύξησης των τιμών και του κόστους σε εγχώριο επίπεδο. Στις χώρες όπου τα εξωτερικά ισοζύγια βρίσκονται ήδη υπό πίεση, για παράδειγμα όπου μειώνονται σε συνεχή βάση λόγω των επιπτώσεων των τιμών της ενέργειας, η αύξηση των επιπέδων κόστους μπορεί να ασκήσει περαιτέρω πίεση στο εξωτερικό σκέλος μέχρι να προσαρμοστεί η ζήτηση σε χαμηλότερο επίπεδο. Στις χώρες όπου είναι επίσης υποτονική και η ανάπτυξη, ενδέχεται να είναι δύσκολη η συγκράτηση περαιτέρω πληθωριστικών πιέσεων μόλις η ζήτηση ανακάμψει. Καθώς ομαλοποιούνται οι οικονομικές συνθήκες, μπορεί να καταστούν ορατές υποκείμενες οικονομικές αδυναμίες, όπως πιο αδύναμα εξωτερικά ισοζύγια που οφείλονται σε διαρθρωτικά αίτια.

Οι υψηλές τιμές των κατοικιών εξακολουθούν να αποτελούν σημαντική πηγή ανησυχίας σε αρκετές χώρες παρά τη συγκράτηση που παρατηρήθηκε πρόσφατα. Οι τιμές των κατοικιών επιβραδύνονται μετά από χρόνια έντονης αύξησης, η οποία στις περισσότερες περιπτώσεις

επιταχύνθηκε κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Οι διορθώσεις αυτές δεν συνεπάγονται ωστόσο από μόνες τους σημαντική μείωση του κινδύνου που συνδέεται με την εξέλιξη των τιμών των κατοικιών. Αντίθετα, αποκαλύπτουν τις ευπάθειες: η απότομη μείωση των τιμών των κατοικιών σε ορισμένες χώρες οφείλεται στο γεγονός ότι υπήρχαν υποκείμενες δυναμικές που τις είχαν οδηγήσει σε μη βιώσιμα επίπεδα. Συνολικά, αυτές οι υποκείμενες δυναμικές δεν έχουν αλλάξει. Μόλις η ζήτηση κατοικιών προσαρμοστεί πλήρως στα υψηλότερα επίπεδα επιτοκίων, αναμένεται να αυξηθούν εκ νέου σημαντικά οι τιμές των κατοικιών, δεδομένου του μακροχρόνιου χάσματος μεταξύ της αυξημένης ζήτησης κατοικιών και της περιορισμένης προσφοράς. Η κατάσταση αυτή θα μπορούσε να επιδεινωθεί λόγω της μείωσης των επενδύσεων σε κατοικίες που παρατηρήθηκε πρόσφατα σε ένα πλαίσιο που χαρακτηρίζεται από ιστορικά υψηλή καθαρή μετανάστευση σε ορισμένα κράτη μέλη. Οι τιμές των κατοικιών, οι οποίες σε πολλές χώρες είναι όλο και λιγότερο προσιτές, είναι πιθανό να αυξηθούν περαιτέρω. Στις μητροπολιτικές περιοχές ορισμένων κρατών μελών, οι τιμές των κατοικιών έχουν φτάσει σε επίπεδα τα οποία θα μπορούσαν να επηρεάσουν αρνητικά την ικανότητα των οικονομιών τους να προσελκύσουν εργαζομένους, πράγμα το οποίο μπορεί να αποτελέσει σημαντικό εμπόδιο για το αναπτυξιακό τους μοντέλο. Σε ορισμένες χώρες, η αύξηση των τιμών των κατοικιών παραμένει έντονη και επιταχύνεται εκ νέου. Σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτή η έντονη αύξηση συνοδεύεται από ισχυρή πληθωριστική δυναμική η οποία μπορεί να είναι δύσκολο να περιοριστεί χωρίς σοβαρές επιπτώσεις στην οικονομία.

Ειδικά ανά χώρα συμπεράσματα και επακόλουθη εποπτεία

Το 2025 θα εκπονηθούν εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις για τις εννέα χώρες για τις οποίες διαπιστώθηκε ότι αντιμετώπιζαν ανισορροπίες ή υπερβολικές ανισορροπίες το 2024 ([4]). Η έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης παρουσιάζει επισκόπηση της εξέλιξης των βασικών δεδομένων τα οποία επεξηγούν τις εν λόγω ανισορροπίες. Στις εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις του 2025 που θα δημοσιευτούν κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 θα πραγματοποιηθεί οικονομική αξιολόγηση του κατά πόσον οι εν λόγω ανισορροπίες επιδεινώνονται, διορθώνονται ή έχουν διορθωθεί, με σκοπό να επικαιροποιηθούν οι υφιστάμενες αξιολογήσεις και να αξιολογηθούν πιθανές εναπομένουσες ανάγκες πολιτικής. Εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις θα δημοσιευτούν για **τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιταλία, τις Κάτω Χώρες, την Κύπρο, την Ουγγαρία**, **τη Ρουμανία, τη Σλοβακία** και **τη Σουηδία**.

Επιπλέον, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα αποτελεσμάτων οδηγεί στο συμπέρασμα ότι θα πρέπει να πραγματοποιηθεί εμπεριστατωμένη επισκόπηση για την Εσθονία, καθώς αυτό το κράτος μέλος παρουσιάζει ιδιαίτερους κινδύνους νεοεμφανιζόμενων ανισορροπιών. Η προσέγγιση αυτή συνάδει με τη μακρόπνοη προοπτική που ακολουθήθηκε τα τελευταία έτη. Στο πλαίσιο της εν λόγω προσέγγισης, οι εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις θα πρέπει να εκπονούνται όταν προκύπτουν ανησυχητικές εξελίξεις, και όχι όταν διαπιστώνεται με βεβαιότητα ότι υπάρχουν ανισορροπίες. Στην Εσθονία έχουν παρατηρηθεί έντονες πιέσεις από πλευράς κόστους τα τελευταία έτη, ενώ οι τιμές των κατοικιών έχουν αυξηθεί σημαντικά και ο δανεισμός των νοικοκυριών επίσης παρουσιάζει ανοδική πορεία. Η Εσθονία αποτελεί ξεχωριστή περίπτωση λόγω του μόνιμου χαρακτήρα των τάσεων αυτών και της ύπαρξης άλλων ανησυχητικών παραγόντων που δημιουργούν πρόσθετους κινδύνους.

Στην Εσθονία, οι απώλειες ανταγωνιστικότητας κόστους εξακολουθούν να συσσωρεύονται και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έχει επιδεινωθεί· ταυτόχρονα, οι τιμές των κατοικιών συνεχίζουν να αυξάνονται αισθητά. Την άνοιξη του 2023 εκπονήθηκε εμπεριστατωμένη επισκόπηση για την Εσθονία, αλλά εκείνη την περίοδο δεν διαπιστώθηκαν ανισορροπίες: οι ευπάθειες που σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα, τα εξωτερικά ισοζύγια και τις τιμές των κατοικιών υπήρχαν ήδη, αλλά κρίθηκε ότι ήταν ελάχιστες και αναμενόταν ότι θα περιορίζονταν μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ο τρέχων πίνακας αποτελεσμάτων για την Εσθονία δείχνει ότι το 2023 δύο δείκτες, συγκεκριμένα η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, υπερέβαιναν τα ενδεικτικά τους όρια. Η οικονομική ανάγνωση του πίνακα αποτελεσμάτων με βάση τις πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές δεν είναι αρκετά καθησυχαστική. Οι πιέσεις από πλευράς κόστους έχουν μετριαστεί, αλλά είναι μεταξύ των υψηλότερων στη ζώνη του ευρώ. Η χώρα εξακολουθεί να καταγράφει υψηλό πληθωρισμό, ο οποίος βρίσκεται σαφώς πάνω από τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, ενώ πρόσφατα παρατηρήθηκε αύξηση του δομικού πληθωρισμού. Στην Εσθονία, οι τιμές και το κόστος αυξήθηκαν σημαντικά παρά τη χαμηλή οικονομική ανάπτυξη. Η οικονομία δεν έχει ανακάμψει από την κρίση που προκλήθηκε από τον πόλεμο της Ρωσίας κατά της Ουκρανίας και υπέστη αισθητή ύφεση το 2023 και το 2024· σε πραγματικούς όρους, το ΑΕΠ προσεγγίζει μόλις τα προ της πανδημίας επίπεδα, καταγράφοντας τη χειρότερη επίδοση στην ΕΕ. Πρόσφατα μειώθηκαν σημαντικά οι εξαγωγές, όπως και τα μερίδια εξαγωγικών αγορών. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχει μειωθεί σε σύγκριση με το 2022, αλλά δεν αναμένονται περαιτέρω βελτιώσεις. Επιπλέον, το έλλειμμα αυτό προκύπτει σε μια περίοδο κατά την οποία η δραστηριότητα είναι υποτονική, γεγονός που υποδηλώνει ασθενέστερη υποκείμενη εξωτερική θέση, και η βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας με επακόλουθη αύξηση της ζήτησης θα επηρέαζε αρνητικά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ταυτόχρονα, οι τιμές των κατοικιών έχουν αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία έτη, ενώ οι ονομαστικές τιμές αυξήθηκαν περισσότερο από 7 % το πρώτο εξάμηνο του 2024. Συνεπώς, ο κίνδυνος υπερτίμησης των τιμών των

([4]) Ανακοίνωση της Επιτροπής με τίτλο «Ευρωπαϊκό Εξάμηνο 2024 — Εαρινή δέσμη μέτρων» [COM(2024) 600 final].

κατοικιών έχει αυξηθεί. Το 2023 ο δανεισμός των νοικοκυριών επιβραδύνθηκε, αλλά παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα παρά το γεγονός ότι το κόστος δανεισμού είναι το υψηλότερο στη ζώνη του ευρώ.

Για τα υπόλοιπα κράτη μέλη δεν χρειάζεται να πραγματοποιηθούν εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις στην παρούσα συγκυρία.

Πλαίσιο: Αποτελέσματα της επανεξέτασης 2024 του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ

Σύμφωνα με τον κανονισμό ΔΜΑ, η Επιτροπή αξιολογεί ανά τακτά διαστήματα την καταλληλότητα του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ και τον επικαιροποιεί όπου κρίνεται απαραίτητο [άρθρο 4 παράγραφος 7 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011]. Με την παρούσα AMR τροποποιούνται ορισμένα σημεία του πίνακα αποτελεσμάτων, τόσο όσον αφορά τους πρωταρχικούς όσο και τους βοηθητικούς δείκτες. Όπως και σε προηγούμενες επανεξετάσεις του πίνακα αποτελεσμάτων, οι προτεινόμενες αναθεωρήσεις κοινοποιήθηκαν στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο (συμπεριλαμβανομένων των επιτροπών εμπειρογνωμόνων) και το ΕΣΣΚ πριν από την τελική έγκρισή τους.

Οι εγκριθείσες αναθεωρήσεις λαμβάνουν υπόψη τις τελευταίες εξελίξεις των στατιστικών δεικτών και έχουν ως στόχο να καταστήσουν τον πίνακα αποτελεσμάτων πιο περιεκτικό, πιο ισορροπημένο μεταξύ των διαφόρων θεματικών ενοτήτων και πιο μελλοντοστραφή. Οι αναθεωρήσεις βασίστηκαν στις ακόλουθες αρχές: i) τη σταθερότητα (αποφυγή υπερβολικά συχνών αναθεωρήσεων)· ii) τη μη υπερβολική αύξηση των μεταβλητών (κατά κανόνα δεν θα πρέπει να αυξάνεται ο αριθμός των μεταβλητών, ώστε ο πίνακας αποτελεσμάτων να τηρεί την απαίτηση του κανονισμού σχετικά με τη φειδώ)· iii) τη συνάφεια και τη σημασία για την εποπτεία βάσει της ΔΜΑ· και iv) την ανάγκη συνεκτίμησης της συνεχούς βελτίωσης της ποιότητας των στατιστικών. Οι κύριες τροποποιήσεις των πρωταρχικών δεικτών παρατίθενται κατωτέρω· περισσότερες λεπτομέρειες παρατίθενται στο συνοδευτικό έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής ([5]).

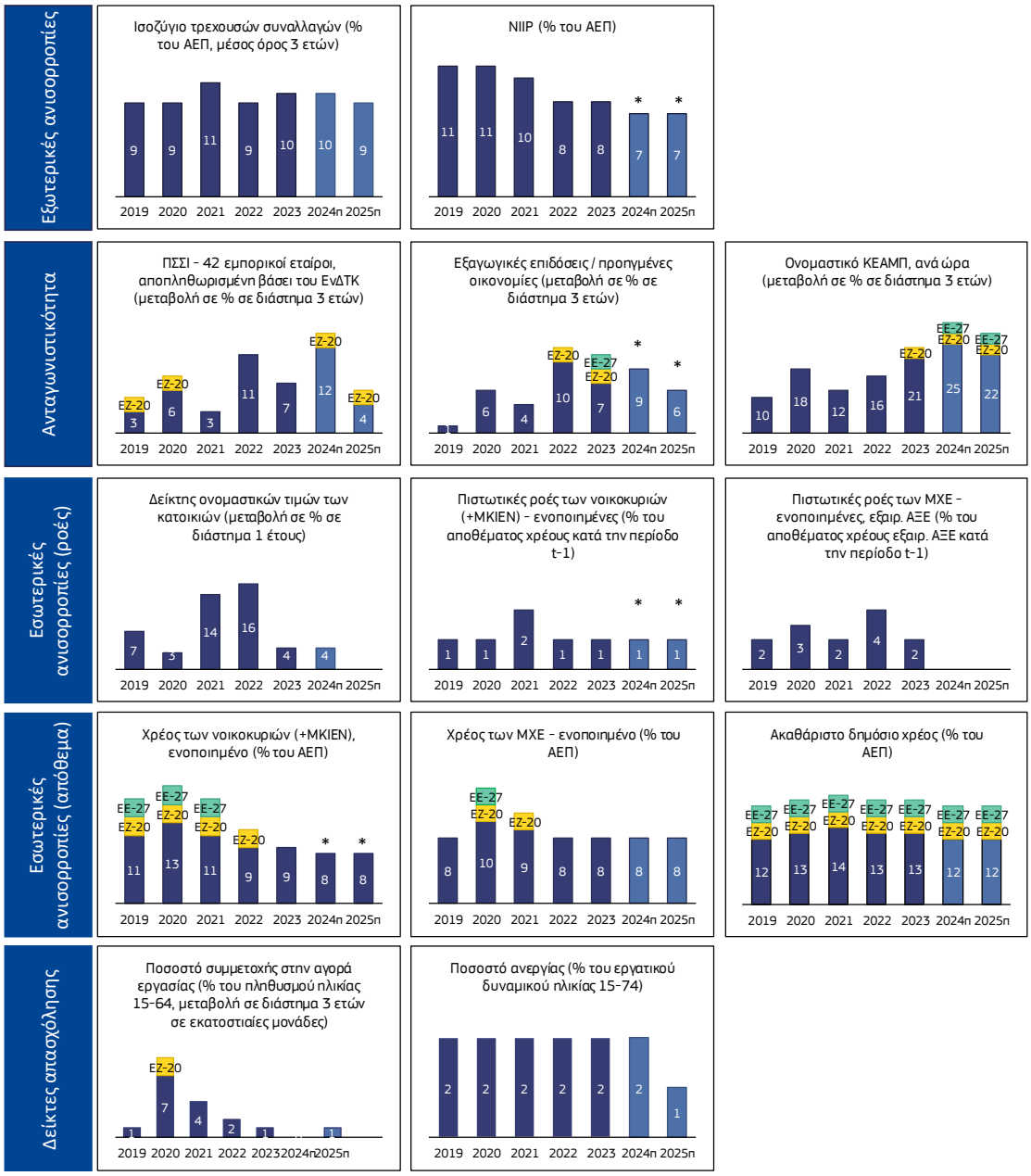
- Ο δείκτης σχετικά με τις «εξαγωγικές επιδόσεις έναντι προηγμένων οικονομιών» αναβαθμίζεται από βοηθητικό σε πρωταρχικό δείκτη, μετρούμενο ως μεταβολή σε περίοδο τριών ετών. Καθορίζεται νέο κατώτατο όριο ύψους -3 % για τον εν λόγω δείκτη. Με τη σειρά του, ο δείκτης σχετικά με το «μερίδιο εξαγωγικών αγορών» υποβαθμίζεται σε βοηθητικό δείκτη.
- Οι δείκτες σχετικά με τα αποθέματα χρέους του ιδιωτικού τομέα και τις πιστωτικές ροές χωρίζονται σε επιμέρους δείκτες για τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες. Οι πιστωτικές ροές θα μετρώνται ως ποσοστό των αποθεμάτων του προηγούμενου έτους και οι πιστωτικές ροές προς μη χρηματοοικονομικές εταιρείες δεν θα περιλαμβάνουν τις άμεσες ξένες επενδύσεις στον αριθμητή και στον παρονομαστή τους. Τα νέα κατώτατα όρια ανέρχονται, αντίστοιχα, σε 55 % και 85 % του ΑΕΠ για το απόθεμα χρέους των νοικοκυριών και το απόθεμα χρέους των μη χρηματοοικονομικών εταιρειών, και σε 14 % και 13 % του αποθέματος χρέους του προηγούμενου έτους για τις πιστωτικές ροές.
- Ο πρωταρχικός δείκτης σχετικά με τις υποχρεώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα καταργείται δεδομένου ότι δεν υπάρχει συνολικός δείκτης του χρηματοπιστωτικού τομέα για τον οποίο θα μπορούσε να καθοριστεί ευλόγως ένα κατώτατο όριο, και δεδομένου ότι υπάρχουν αρκετοί άλλοι ανεξάρτητοι μηχανισμοί εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα σε ευρωπαϊκό επίπεδο οι οποίοι θεσπίστηκαν μετά την έναρξη της ΔΜΑ. Ο τραπεζικός τομέας θα παρακολουθείται στενότερα μέσω τριών βοηθητικών δεικτών: ακαθάριστα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (σε % των ακαθάριστων δανείων), δείκτης κεφαλαίων της κατηγορίας 1 του τραπεζικού τομέα (σε % των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων ενεργητικού) και απόδοση ιδίων κεφαλαίων του τραπεζικού τομέα (σε %). Οι δείκτες αυτοί παρέχουν σημαντικές πληροφορίες, αλλά είναι δύσκολο να καθοριστούν ουσιαστικά μακροοικονομικά κατώτατα όρια. Η απουσία πρωταρχικού δείκτη στον πίνακα αποτελεσμάτων δεν σημαίνει σε καμία περίπτωση ότι αποδίδεται λιγότερη σημασία στον χρηματοπιστωτικό τομέα στο πλαίσιο της μακροοικονομικής εποπτείας της Επιτροπής.
- Οι δείκτες μακροχρόνιας ανεργίας και ανεργίας των νέων θα καταστούν βοηθητικοί.
- Το κατώτατο όριο του δείκτη πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας θα μειωθεί από ± 5 % σε ± 3 % για τη ζώνη του ευρώ και από ± 11 % σε ± 10 % για τις χώρες που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ, ώστε να ληφθούν υπόψη τα χαρακτηριστικά κατανομής των πλέον πρόσφατων δεδομένων.

([5]) Έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής σχετικά με τις αλλαγές στον πίνακα αποτελεσμάτων της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών [SWD(2024) 702].

- Πραγματοποιούνται κάποιες προσαρμογές στον ορισμό και στον μετασχηματισμό ορισμένων πρωταρχικών δεικτών, συγκεκριμένα:
  - Ο ονομαστικός δείκτης κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα υπολογίζεται ανά ώρα αντί ανά απασχολούμενο.
  - Ο δείκτης τιμών κατοικιών θα υπολογίζεται σε ονομαστικούς όρους, και όχι σε πραγματικούς όρους. Ως εκ τούτου, το κατώτατο όριο θα τροποποιηθεί σε + 9 %.
  - Το ποσοστό ανεργίας θα βασίζεται σε ετήσια στοιχεία και δεν θα παρουσιάζεται πλέον ως μέσος όρος 3 ετών.

Εφαρμόζονται επίσης αρκετές τροποποιήσεις στους βοηθητικούς δείκτες, συμπεριλαμβανομένης της σημαντικής μείωσης του αριθμού των βοηθητικών δεικτών, όπως περιγράφεται λεπτομερώς στο συνοδευτικό έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής. Ο αναθεωρημένος πίνακας αποτελεσμάτων θα έχει 1 πρωταρχικό δείκτη λιγότερο και 5 (+ 5) βοηθητικούς δείκτες λιγότερους σε σύγκριση με την τρέχουσα έκδοση.

Γράφημα 1: **Αριθμός κρατών μελών που εμφανίζουν στον πίνακα αποτελεσμάτων μεταβλητές άνω του ορίου**



Ο αριθμός των κρατών μελών που εμφανίζουν στον πίνακα αποτελεσμάτων μεταβλητές άνω των σχετικών ορίων σε ένα συγκεκριμένο έτος αποτυπώνει δεδομένα κατά την καταληκτική ημερομηνία της AMR του 2025 (31 Οκτωβρίου 2024). Πιθανές εκ των υστέρων αναθεωρήσεις δεδομένων μπορεί να έχουν ως αποτέλεσμα διαφορά στον αριθμό των τιμών που υπερβαίνουν τα όρια, ο οποίος υπολογίζεται με βάση τις μεταβλητές στον πίνακα αποτελεσμάτων προηγούμενων ετών, όπως δημοσιεύτηκαν σε προηγούμενες εκδόσεις της AMR. * Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τα συγκεντρωτικά μεγέθη κατά την περίοδο των προβλέψεων.

Πηγή: Προβλέψεις της Eurostat και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Γράφημα 2: **Δείκτες του πίνακα αποτελεσμάτων της AMR το 2023, ανά χώρα**



Πηγή: Eurostat